

回復基調ながら下振れリスクが強まる中国経済

～好悪材料交錯し先行きは不透明感漂う～

王 雷軒

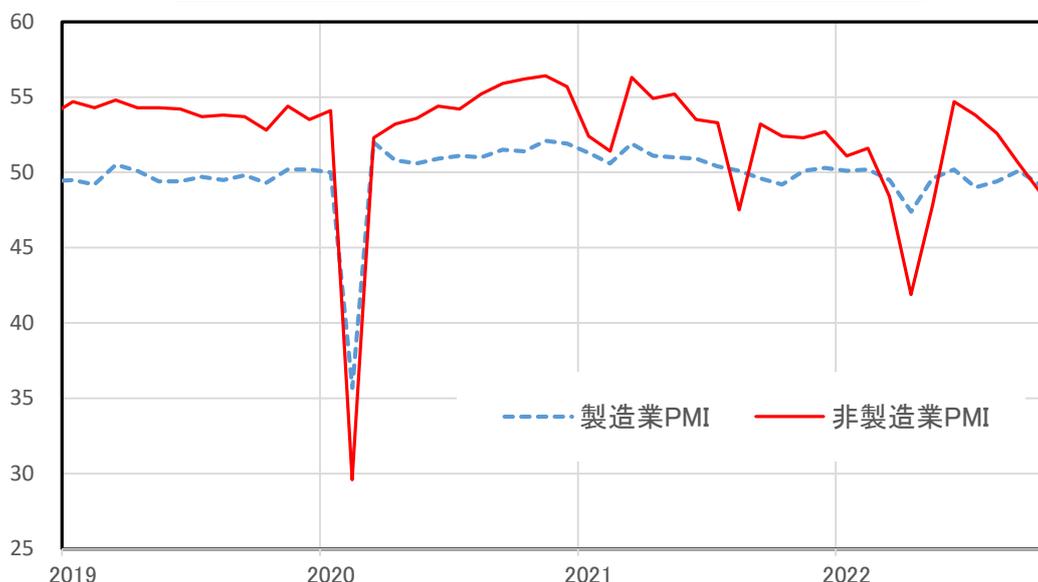
要旨

2022年7～9月期の実質成長率は前年比3.9%と4～6月期（同0.4%）から持ち直した。しかし、その後は回復基調ではあるものの、下振れリスクが強まっているとみられる。

こうしたなか、好材料として過度なコロナ感染抑制策が是正され始めていることや、不動産デベロッパー向け貸出の強化などの不動産市況のテコ入れ策が強まりつつあるほか、LPRの引き下げなど追加金融緩和を行う可能性も高まっていることが挙げられる。一方、11月中旬以降、コロナ感染者数の急増を受けて一部の地域ではロックダウンや移動制限などの措置を講じつつあることが悪材料となっている。

このように好悪材料が交錯するため、先行きは見通しづらい状況ではあるが、10～12月期は前年比4.1%へと小幅ながら加速し、22年の実質成長率は前年比3.3%と予測している。

図表1 中国の製造業PMI・非製造業PMIの推移



(資料)中国国家统计局、Windより作成、直近は22年10月。

**景気の現状：回復基調
が続くものの、強まる
下振れリスク**

22年7～9月期の実質GDP成長率は前年比3.9%と、上海市ロックダウンによる影響などで大きく落ち込んだ4～6月期（同0.4%）から持ち直した。しかし、その後は、新型コロナ感染者

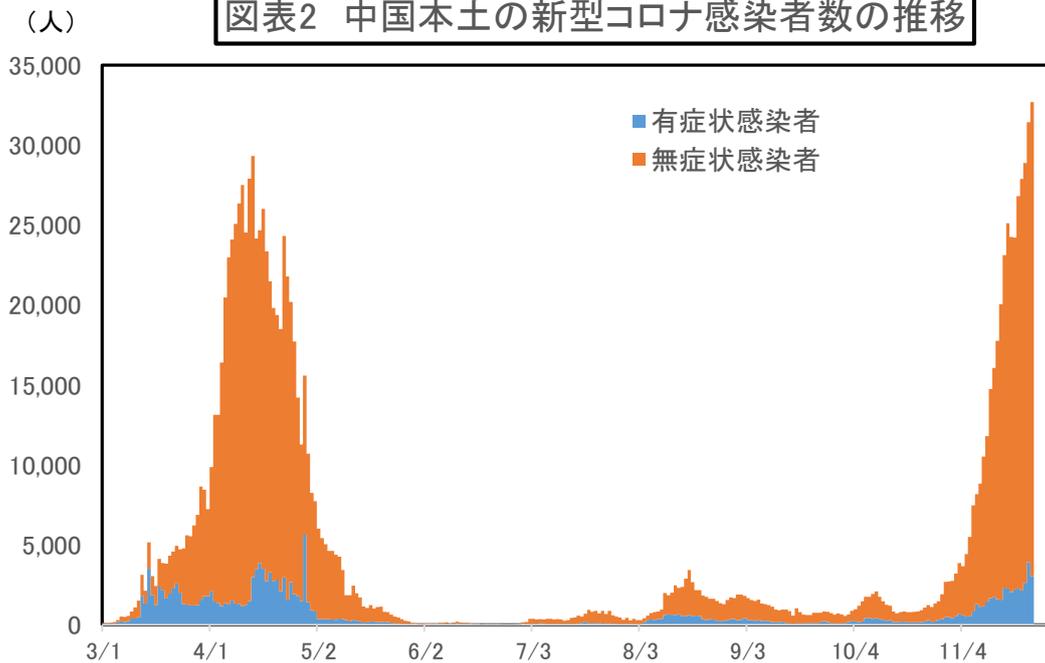
数の増加などを受けて経済下振れ圧力は強まりつつあるとみられる。

国家統計局が発表した10月の製造業PMIと非製造業PMIはともに判断基準の50を下回った(図表1)。また、10月の輸出入額(ドル建て)はともに前年比マイナスに転じたほか、小売売上総額も5か月ぶりの前年比マイナスに陥った。

さらに、22年1~10月期の固定資産投資は前年比5.8%と伸び悩む状況が続いている。投資分野別では、設備投資、インフラ整備向け投資(電力を含む)はそれぞれ前年比で9.7%、11.4%と比較的堅調に推移した一方、不動産開発投資は同▲8.8%とさらに悪化した(後掲2022~23年度改訂経済見通し世界経済の動向④中国を参照)。

このように外需が弱まりつつあるとみられるなか、中国経済にとって低迷した内需を促進することの重要性が一層増しているが、それをめぐる好悪材料は以下に述べるように交錯している。

図表2 中国本土の新型コロナウイルス感染者数の推移



(資料)中国国家衛健委、Windより作成、直近は22年11月24日。(注)新型コロナウイルス感染者数は無症状感染者+有症状感染者。

**過度な感染抑制策を
是正するも感染者数
の急増を受けて感染**

コロナ感染抑制策を厳格に実施していることが消費低迷の最大要因となるなか、足元のコロナ感染者数を確認すると、11月24日の1日当たりの新規感染者数(無症状+有症状)は3.3万

抑制策の強化を余儀なくされるか

人と急増していることが分かる（図表 2）。

実は、11月10日前後、これまで実施してきたコロナ感染抑制策の最適化を図るため、20項目の施策（以下、20条）を改善する方針が決まった。発表された20条を見ると、①7日間の施設での集中隔離+3日間の在宅での健康観察を5日間+3日間に短縮する、②濃厚接触者に接触する人々の追跡などは実施しない、③感染リスクの高低を示す高・中・低リスクの3つの地区区分を高・低という2つに簡素化するなどの緩和措置が盛り込まれた。

さらに、国務院感染防止抑制メカニズムが開催した記者会見（Press Conference of the joint Prevention and Control Mechanism of the State Council）では、その20条について詳細な説明を行った。また、一部の地方政府を名指しながら感染抑制策をやり過ぎと指摘したうえで、今後も恣意的なロックダウン期間の延長、恣意的な学校や工場の封鎖などの行為に対して厳しく取り締まるとした。

これらを受けて多くの地方政府は速やかにテレビ会議などを行い、20条に沿ってこれまで実施されてきた感染抑制策の緩和に動き出していた。しかし、オミクロン株とその変異株は無症状の感染者が多く、感染の抑制と生産・生活維持とのバランスをとるのが至難の業であるため、広東省広州市、河南省鄭州市、重慶市などの大都市では感染者が急増したほか、北京市では6か月ぶりに死者が出た。

こうした実態に対して当局は、不必要な制限措置を取りやめるよう求める一方、感染抑制策を堅持することも強調している。そのため、一部の地方政府は感染者隔離臨時施設の整備に注力しつつあるほか、短期間のロックダウンや全員PCR検査の再開などの対策を強化している。

これらを踏まえると、どう転ぶか不明だが、ウィズコロナへの移行はなお時間がかかると言わざるを得ない。感染拡大に歯止めがかからず、厳格な感染抑制策を実施し続けるということであれば、経済活動への悪影響を想定しておくべきであろう。

不動産市況のテコ入れ策の強化が行われつつある

他方、不動産市場の深刻な低迷を食い止めるため、不動産関連政策の本格的な転換とみられる動きが強まりつつある。まず、中国銀行間市場交易商協会（NAFMII）が11月8日に民間不動産デベロッパーの社債発行などによる資金調達を促進・拡充する

ことを発表した。これを受けて民間不動産デベロッパーの竜湖集団 (Longfor Group)、美的置業(Midea Real Estate)、金輝集団(Radianc Group)がそれぞれ 20 億元、15 億元、12 億元規模の社債を発行できるようになったという。

また、中国人民銀行(中央銀行、以下「人民銀行」)と中国銀行保険監督管理委員会(金融規制当局、以下「銀保会」)が共同で打ち出した不動産市場の安定化に向けたテコ入れ策(金融 16 項目の措置)が 23 日夜に人民銀行のウェブサイトにも正式に公表された。その詳細を確認すると、①民営企業を含めて建設企業や不動産デベロッパー向けの融資や社債発行を安定化させる、②政策金融や信託融資による支援を強化する、③住宅ローンやデベロッパーなどの借入金返済期間を延長する、④個人住宅ローン需要を満たす、などの措置が通達に盛り込まれている。

なお、この金融 16 項目の措置は正式に発表する前にすでに金融機関に通知していた模様だ。

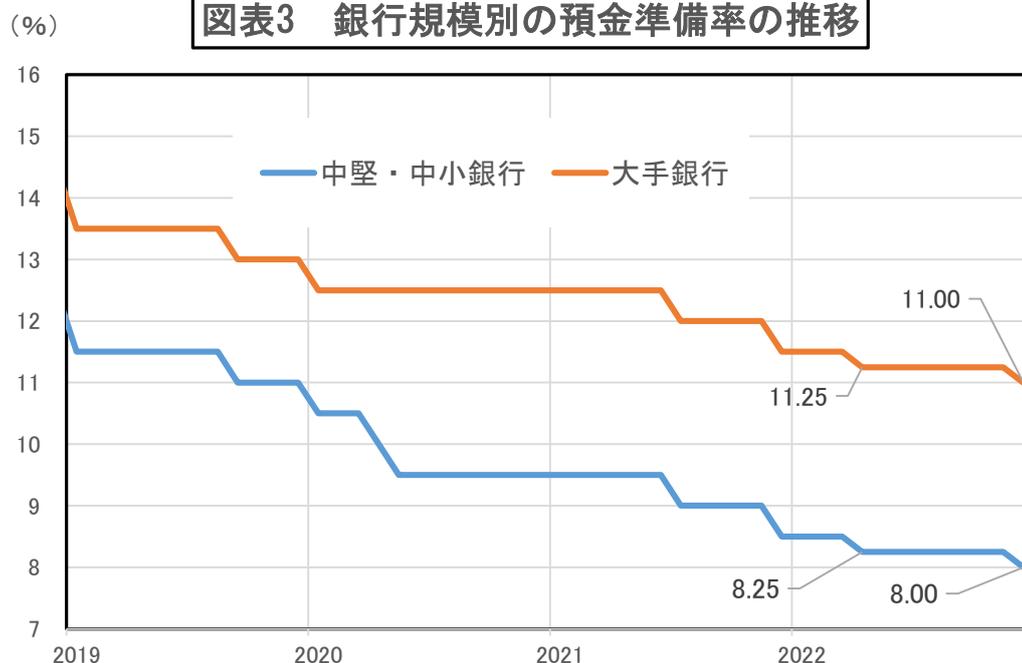
さらに、人民銀行と銀保会が 21 日に共催した大手商業銀行(国有商業銀行+中国郵政貯蓄銀行+株式制商業銀行)の貸付関連会議では不動産業への貸出強化などの方針が示された。その内容を見ると、前述の 16 項目措置と重なるものが多いにもかかわらず、金融機関への通知だけでなく、大手銀行の経営者らを招集して再度説明・強調したことから、早急な対応を金融機関に求めたのではないかと推察される。

実際、その後は、大手商業銀行が相次ぎ不動産デベロッパーへの金融支援を発表している。例えば、中国工商銀行が 24 日に万科 (Vanke) や碧桂園 (Country Garden) 等の不動産開発大手 12 社に総額 6,550 億元の与信枠を提供すると発表した。24 日時点ではほかの大手 5 行(中国建設銀行、中国農業銀行、中国銀行、中国郵政貯蓄銀行、交通銀行)が合わせて 17 社に総額 1兆 2,750 億元の与信枠を設定したと報道されている。

このように、金融当局は金融 16 項目の措置などにより不動産市場への支援を強め、ソフトランディングを目指そうとしている。不動産政策の見直しは、果たしてどこまで経済下振れリスクを軽減できるかは今のところ不透明ではあるが、少なくとも不動産開発投資のさらなる悪化に歯止めがかかる可能性は高い。ただし、コロナ禍を受けて雇用・所得を取り巻く環境は厳しく、住宅販売がすぐに好転する可能性は低く、結局住宅在庫

がさらに増大するほかないであろう。

図表3 銀行規模別の預金準備率の推移



(資料) 中国人民銀行、Windより作成

預金準備率は引き下げ、今後はLPRの引き下げなどの追加金融緩和を行う可能性が高い

また、人民銀行は11月25日に預金準備率の引き下げを発表した(図表3)。背景には、10月の消費者物価指数(CPI)と生産者物価指数(PPI)がともに弱い内容となったことや、米国の利上げペースの鈍化が予想されるほか、前述したように金融機関による不動産業への支援強化が打ち出されたことも挙げられる。

人民銀行のウェブサイトによれば、市場流動性を潤沢に維持し、企業の資金調達コストを引き下げることが促進するため、12月5日から預金準備率を0.25%引き下げることが発表された。ただし、5%の預金準備率が適用されている金融機関は除かれる。

これにより大手銀行、中堅・中小銀行の預金準備率はそれぞれ11%、8%、金融機関の加重平均預金準備率は7.8%となり、約5,000億元規模の市場流動性が供給されることになる。

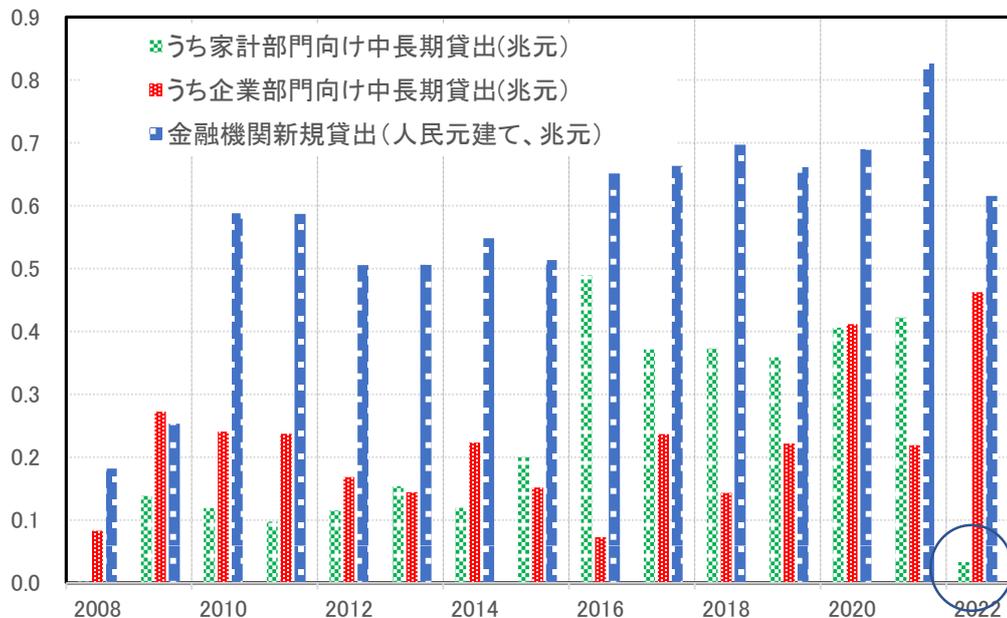
22年4月の引き下げと同様に、今回も事前発表となった。11月23日に発表された国務院常務会議(22日)の決定内容を見ると、①重大なプロジェクト建設を加速する、②製造業の設備更新を促す、③消費を安定化・拡大させる、④輸送物流の円滑

化を図る、⑤実体経済への金融支援を強化することなどが挙げられた。

⑤のなかには、民間企業の社債発行への支援を強化するほか、適時に預金準備率の引き下げなどを通じて市場流動性を潤沢に維持するとの内容が盛り込まれていた。

他方、人民銀行が公表した10月の金融機関新規貸出の内訳を見ると、企業部門向け中長期貸出は0.46兆元と大きく増加したものの、家計部門向け中長期貸出は0.03兆元と例年同月に比べて大きく減少した(図表4)。住宅販売の低迷が依然深刻だったことから、今後(12月20日)はLPR(ローンプライムレート、銀行貸出金利の参照指標)引き下げを行う可能性もある。

図表4 10月の金融機関の新規貸出規模の推移



(資料) 中国人民銀行、Windより作成

今後の見通しと注目点

以上を踏まえると、好悪材料が交錯する状況なので、先行きについては見通しづらい。今のところ、輸出の減少と不動産開発投資の低迷は続く見込まれるものの、インフラ整備向け投資がさらに加速することや、コロナ感染抑制策の見直しによる消費のさらなる悪化に歯止めがかかるとみられるほか、政府の経済政策の後押しもあって、10~12月期は前年比4.1%へと小幅ながら加速し、22年の実質成長率は前年比3.3%と予測している(後掲2022~23年度改訂経済見通し世界経済の動向④中国を参照)。

一方、23年は、輸出の減少等を受けて設備投資が減速するほか、インフラ整備向け投資も鈍化すると予想されるものの、コロナ感染抑制策をさらに緩和すれば消費の大幅な持ち直しが期待されることや、政府のテコ入れ策を受けて不動産業の経済下押し圧力が弱まるとみられるほか、前年の反動もあり前年比5.1%の成長となる見通しである。

今後もコロナ感染状況と不動産市況、追加金融緩和などに注目していきたい。まずは、12月の政治局会議や23年の経済運営の基本方針を決める中央経済工作会議に注目が集まるだろう。

(22.11.25 現在)