

予想以上に減速した4～6月期の中国経済

～先行きは持ち直しも依然楽観視はできない～

王 雷軒

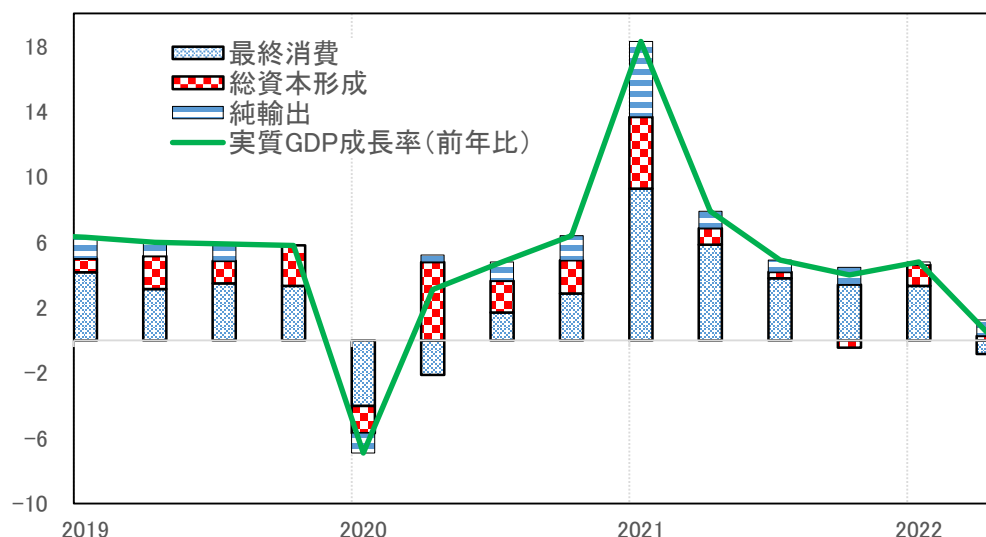
要旨

22年4～6月期の実質成長率（速報）は前年比0.4%と辛うじてプラス成長を維持したものの、1～3月期（同4.8%）から大きく減速した。3月に開催された全人代で示された22年の政府成長目標である「5.5%前後」を大きく下回っており、年後半が前年比8%以上の高成長でなければ、政府の成長目標達成はできない。

年末にかけてはこれまでの政策効果を受けて経済が持ち直す可能性は高いが、さらに強力な追加経済対策を打ち出さなければ、同目標の達成は不可能とみている。むしろ、2番底入りのリスクを回避するためにも、金融緩和のほかさらなる拡張的財政政策が求められる。

図表1 実質GDP成長率と需要項目別の寄与度

(%前年比、ポイント)



(資料)中国国家统计局、Windより作成、四半期ベース。

4～6月期の実質GDP成長率は失速

国家统计局が7月15日に発表した22年4～6月期の実質成長率（速報）は前年比0.4%と辛うじてプラス成長を維持したものの、1～3月期（同4.8%）から大きく減速した（図表1）。その結果、22年上半期の実質GDP成長率は同2.5%となった。

コロナ感染拡大を受けた上海市のロックダウンや移動制限による経済活動への悪影響に加え、不動産業の不振等を受けて4

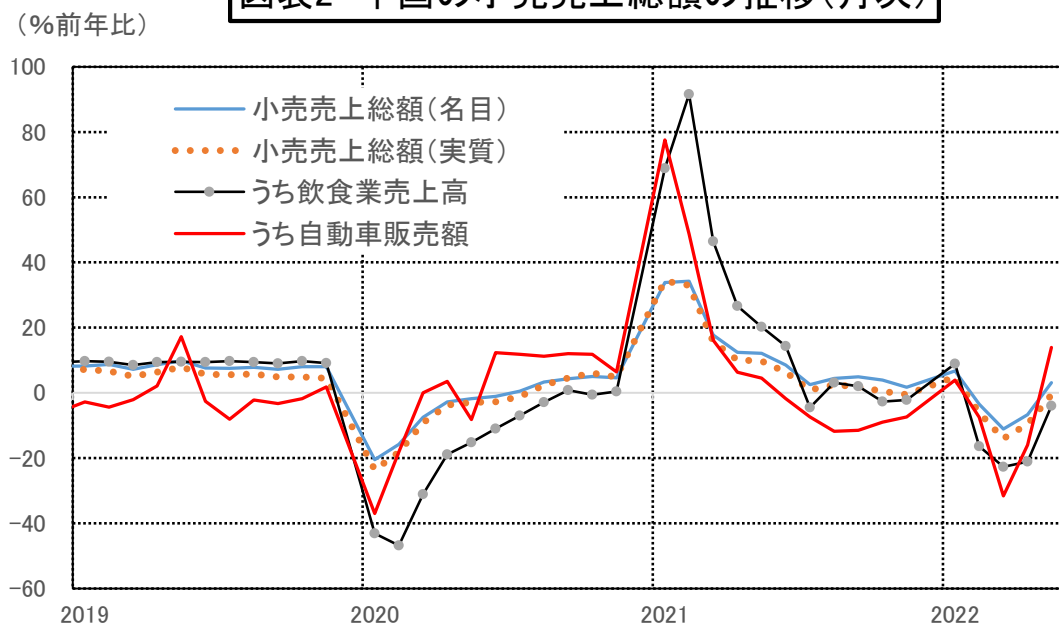
～6 月期の実質 GDP 成長率は政府の 22 年の成長率目標である「5.5%前後」を大きく下回った。

この実質 GDP 成長率（0.4%）に対する需要項目別の寄与度は、最終消費：▲0.84%ポイント、総資本形成：0.27%ポイント、外需（純輸出）：0.98%ポイントであり、外需がプラス成長に大きく貢献した格好となった（図表 1）。

また、前期比も▲2.6%（年率換算▲10.0%）とコロナショック直後の 20 年 1～3 月期の▲10.3%（同▲35.3%）に比べてマイナス幅は小さかったものの、GDP 前期比の発表開始（10 年 12 月）以来 2 回目のマイナス成長に陥り、まさに第 2 次コロナショックというべきものであった。

4～6 月期の実質 GDP 成長率を産業別にみると、第 1 次産業は前年比 4.4%（GDP に占める第 1 産業の比重は 6.2%）、第 2 次産業は同 0.9%（同 41.9%）とプラス成長を維持したものの、コロナ禍による打撃が大きかった第 3 次産業は同▲0.4%（同 51.9%）とマイナス成長に陥った。また、地方別にみても、上海市は同▲13.7%、吉林省は同▲4.5%、北京市は同▲2.9%、上海市の隣にある江蘇省はサプライチェーンの混乱を受けた影響で同▲1.1%となったほか、浙江省も同 0.1%に留まるなど、コロナ禍による影響が浮き彫りになった。

図表2 中国の小売売上総額の推移(月次)



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は22年6月。

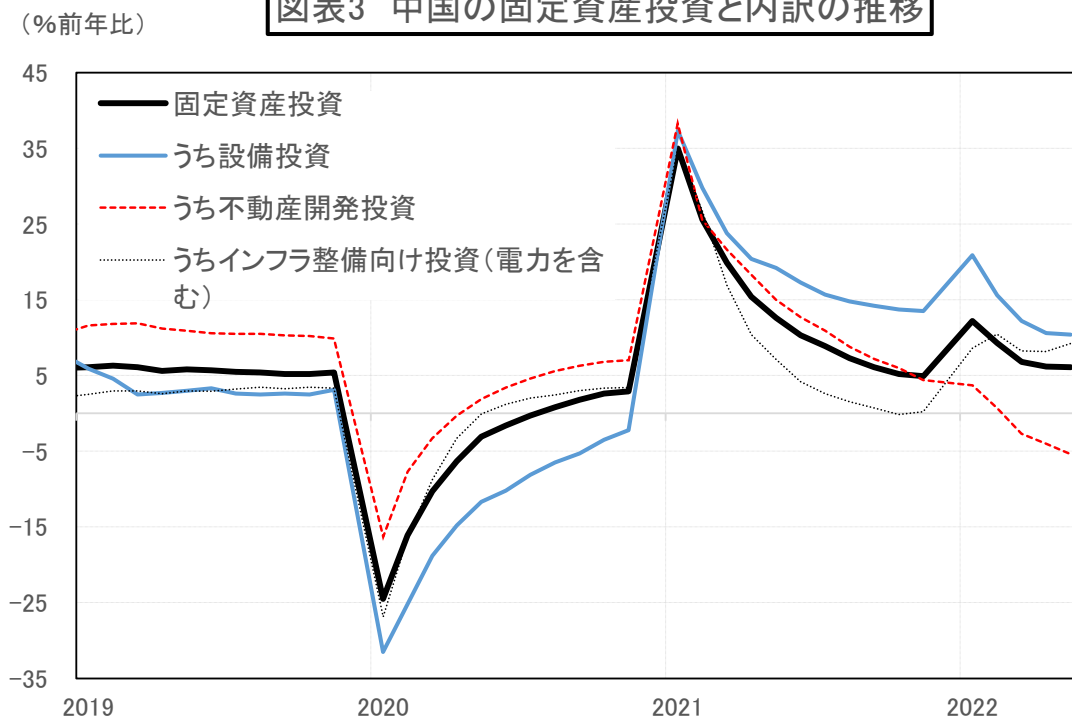
消費は持ち直しも依然軟調に推移

他方、足元の経済指標を確認すると、コロナ新規感染者数の減少を受けて5月には上海市を含めほかの都市でも移動制限が段階的に解除され、人流・物流の正常化が進められたほか、経済対策の効果も徐々に出現したことで、景気は緩やかながら持ち直しつつあるとみられる。

まず、6月の小売上総額は前年比3.1%と4ヶ月ぶりにプラスに転じた(図表2)。自動車販売が好調であった。中国自動車工業協会によると、6月の新車販売台数は前年比23.8%の250.2万台と急増した。うち、乗用車販売台数は前年比41.2%の222.2万台、電気自動車などの新エネルギー車販売台数は同230%の59.6万台となった。

上海市のロックダウンが6月1日に解除されたことを受けて、自動車の生産・販売ともに正常化が図られたほか、自動車購入促進策による効果が発現していることが影響したと考えられる。とはいえ、物価変動を除いた実質ベースでは、6月の小売上総額は前年比▲0.58%と依然マイナスであった。とくに、飲食業売上高は▲4.0%と、4月(同▲22.7%)、5月(同▲21.1%)からマイナス幅が大きく縮小したものの、4ヶ月連続で前年割れとなった。

図表3 中国の固定資産投資と内訳の推移



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、(注) 年初来累積、直近は22年1~6月期。

不動産開発投資はさらに悪化、依然として固定資産投資の押し下げ要因

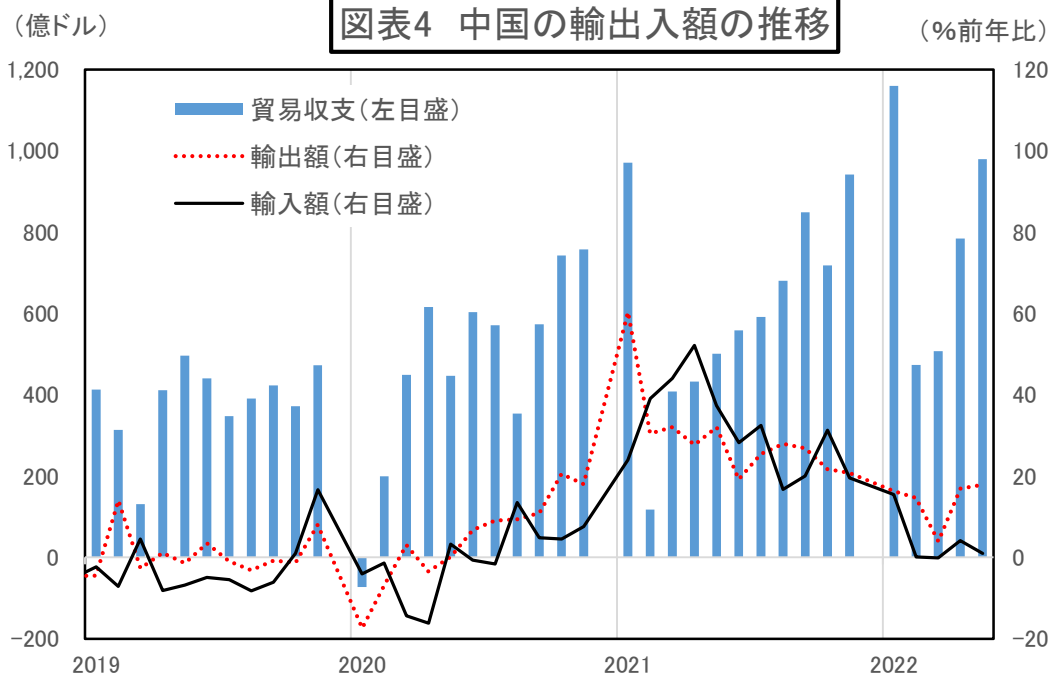
また、1～6 月期の固定資産投資は前年比 6.1%と比較的底堅く推移したものの、1～5 月期（同 6.2%）から伸びがやや鈍化した（図表 3）。投資分野別にみると、インフラ整備向け投資（電力を含む）は同 9.3%と 1～5 月期（同 8.2%）から加速したものの、不動産開発投資は同▲5.4%と減少幅が一段と拡大した。

住宅ローン金利の引き下げや購入規制の緩和などの不動産市場のテコ入れ策が行われているにもかかわらず、その効果は限定的で、不動産市況の調整局面は続いている。先行きについても、6 月末から不動産デベロッパーの資金繰りの厳しさなどを受けて建設が中断された物件の購入者が住宅ローンの返済を拒否する動きが全国的に広がった影響で住宅購入予定者の様子見ムードがさらに強まれば、7 月の市況は一段と悪化する恐れもある。

中国では物件の完成前に購入者が代金を払い、銀行への住宅ローンの支払いが始まることが慣例であるが、前述の通り、建設工事が中止・延期（中国語で「爛尾楼」）となった物件の住宅ローンの返済を拒否する動きが広がっている。7 月 23 日時点の建設工事が中断・延期となった物件は 20 省、300 件以上あると言われている。

これを受けて銀行の不良債権の増加への警戒感が浮上したものの、7 月中旬には多くの銀行は一斉に関連する住宅ローンが全体の貸出に占める割合は非常に小さいと発表した。しかし、住宅購入者が物件の代金を支払った物件が引き渡されないことが早急に解決されなければ、社会の不安定化につながりかねない。そのため、当局は銀行の融資支援などを通じて不動産デベロッパーに工期通りの建設を促すなどの対応策を進めようとしている。

他方、インフラ整備向け投資の資金源となる地方政府专项債（特別債券）の 22 年の発行枠は 3.65 兆元、うち 3.45 兆元を 6 月末までに発行し、8 月末までの利用完了を要求されていることから、先行きのインフラ整備向け投資はさらに加速する公算が大きく、投資全体を下支えすることになるろう。



(資料) 中国海関総署、Windより作成、直近は22年6月、2月数値は1月と2月の合計。

輸出の底堅さ等を受けて生産・企業マインドは改善

前述の通り、内需は持ち直しつつあるが、依然として弱い状況が続いているのに対して輸出は堅調に推移している。6月の輸出額(米ドル建て)は前年比17.9%の3,313億ドルと5月(同16.7%)から2ヶ月連続の二桁増となった(図表4)。その背景には、上海市のロックダウン解除に伴う経済活動の正常化が図られるなか、それまで輸出ができなかったことの反動や輸出価格の上昇が挙げられる。

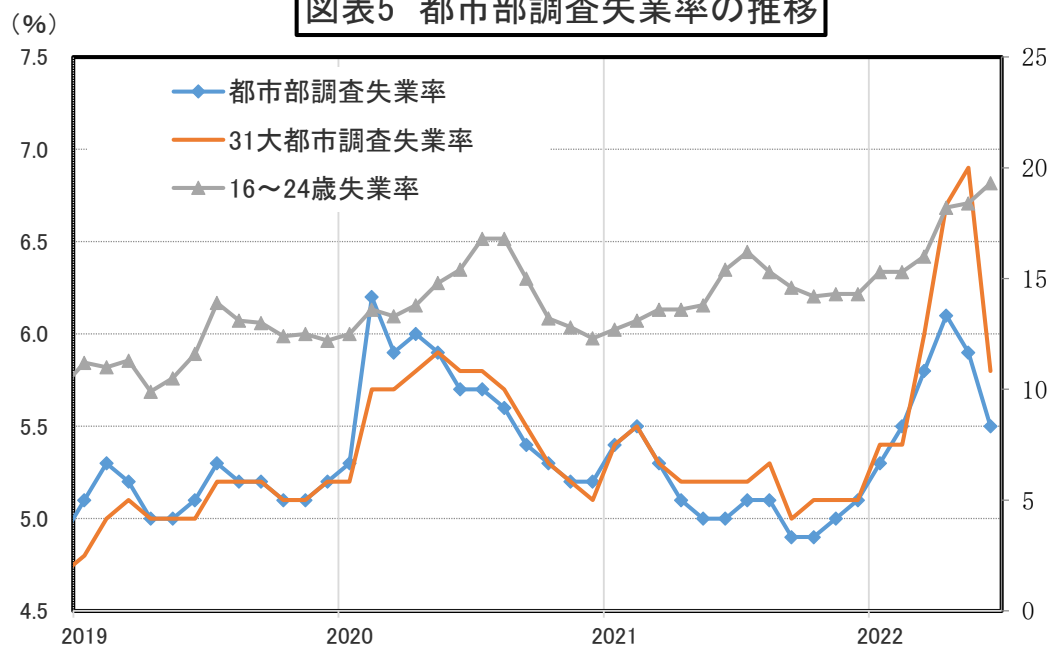
先行きの輸出については、反動が一服するほか、ロシアによるエネルギー供給の不確実性を背景とした欧州経済の下振れリスクに加えて、米国の利上げによるリセッション懸念もあって楽観視はできないとみられる。なお、輸入額は内需の弱さを反映し、同1.0%の2,333億ドル、貿易黒字は979億ドルとなった。

こうした外需の底堅さもあって、6月の鉱工業生産は前年比3.9%と4月(同▲2.9%)、5月(同0.7%)から回復ペースが加速した。集積回路の生産は同▲10.4%と依然マイナスのままであったが、低迷していた自動車生産は取得税の減免や補助金の給付など購入促進策を受けて同26.8%と4月(同▲43.5%)、5月(同▲4.8%)から急増した。サービス業生産指数も前年比1.3%と4月(同▲6.1%)、5月(同▲5.1%)からプラスに転

じた。

また、国家統計局が6月30日に発表した6月の製造業PMI（購買担当者景況指数）、非製造業PMIはそれぞれ50.2、54.7といずれも4ヶ月ぶりに判断基準の50を上回った。このように3～5月期に比べて企業マインドは一定程度の改善が見られた。

図表5 都市部調査失業率の推移



（資料）中国国家统计局、Windより作成、直近は22年6月。

若年層の失業率は依然高止まり

消費持ち直しが緩慢なのは、コロナ禍のほかに若年層の失業率の高止まりも挙げられる。6月の都市部調査失業率は5.5%と4月（6.1%）、5月（5.9%）から改善したものの、22年の政府目標である「5.5%以下」を上回っており、なお厳しい状況が続いている。また、1～6月期の都市部新規就業者数も654万人と20年を除けば近年では最も少なくなっている。

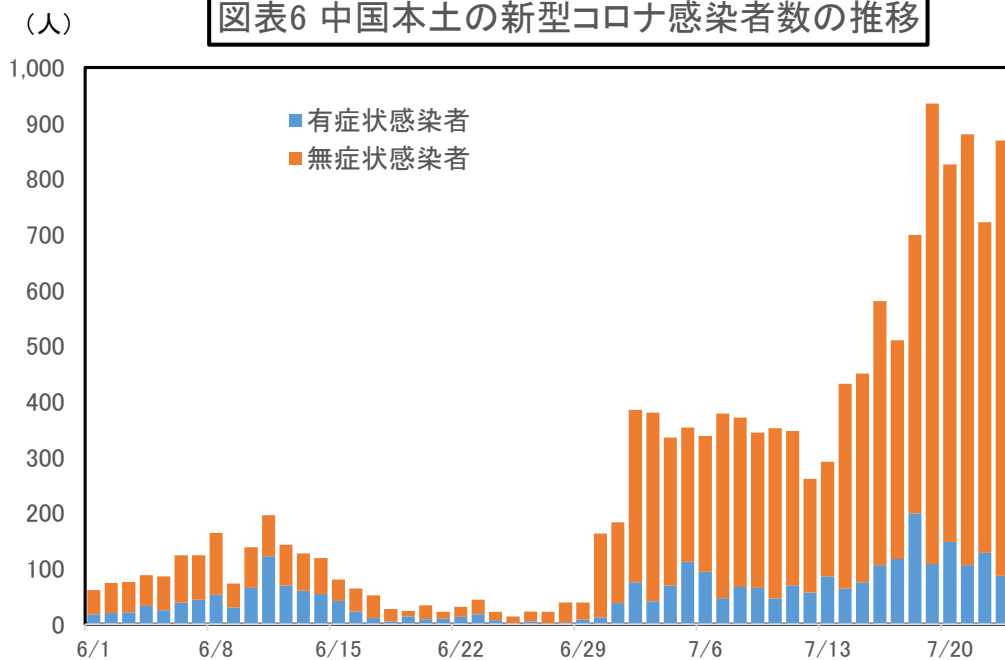
とくに、16～24歳の失業率は19.3%と5月（18.4%）から一段と厳しくなった（図表5）。9月入学の中国では、若年層の失業率が卒業時期の6～8月期にかけて上昇し、年末にかけて低下する傾向があるが、しばらくは高止まりの状況が続く可能性が高い。

例年を上回った若年層失業率の上昇には、コロナ禍を受けて外食業や宿泊業における雇用情勢が厳しくなったことや、19年に短期大学や専門学校等の定員を大幅に拡充したことによって22年の卒業生（高等教育機関卒業生）が前年比19%の1,067万

人と大きく増加したほか、学習塾や IT プラットフォーマーへの管理監督強化を受けて当該企業の人員削減の動きも見られたことが挙げられる。

こうしたなか、政府は、国有企業に新卒採用枠の拡大を求めたり、新卒者を採用して期間 1 年以上の労働契約を結んだ中小企業に対して補助金を支給したりするなどの雇用確保に取り組んでいるが、若年層の失業率を引き下げられるのか注視していきたい。

図表6 中国本土の新型コロナ感染者数の推移



(資料) 中国国家衛健委、Windより作成、直近は22年7月23日。(注) 新型コロナ感染者数は無症状感染者＋有症状感染者。

コロナ感染再拡大の兆候もあり、感染拡大抑制と経済活動の両立はできるか

新規コロナ感染者数の減少を受けて6月1日に2ヶ月以上にわたった上海市のロックダウンが解除され、失われていた「日常」が取り戻されつつあるが、中国本土での新型コロナ感染者数の1日当たりの推移をみると、6月末からは再び拡大の動きが出ている(図表6)。

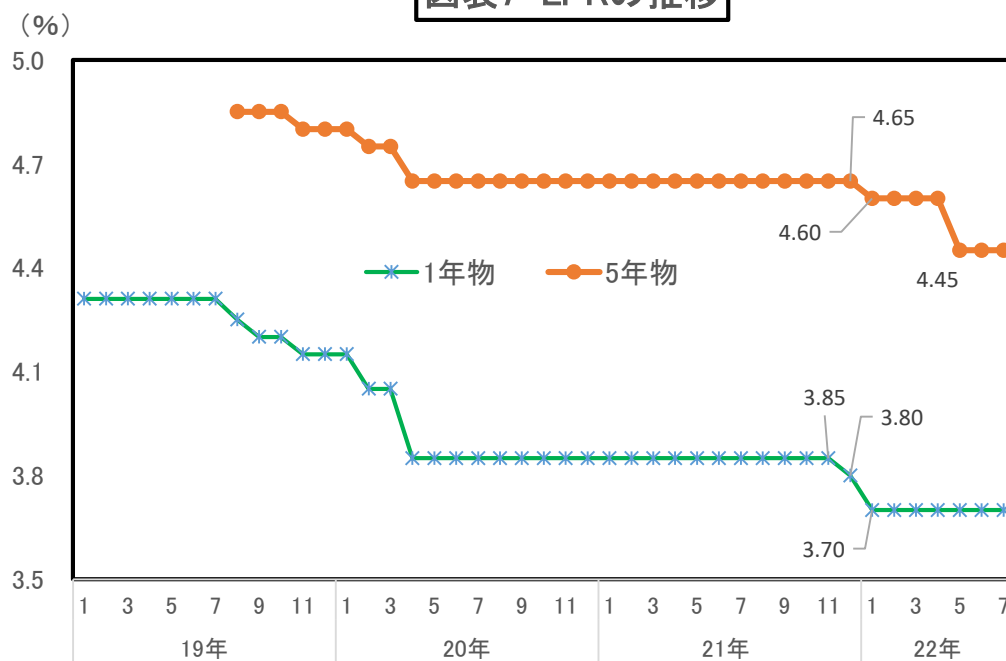
これを受けて感染発生の地域では短期間のロックダウンや移動規制が実施され、4月ほどではないものの、経済活動への悪影響は続いているとみられる。

他方、6月28日に発表された「新型コロナ感染症防止・抑制案(第9版)」で、濃厚接触者の隔離期間をこれまでの21日間(隔離施設で医学観察期間は14日間＋在宅健康観察期間は7日

間) を 10 日間 (7 日間+3 日間) に短縮することが盛り込まれた。また、その翌日 29 日、直近 14 日の行程を記録する通信ビッグデータ行程カードに感染リスクを示す星マークの表記を廃止することも発表された。さらに、7 月 6 日から北京と結ぶ 8 路線の国際便を再開した。

このような感染抑制策の緩和によって感染拡大抑制と経済活動の両立を図っているが、ゼロコロナ政策を堅持する限りは経済活動への悪影響が続くことを想定すべきであろう。

図表7 LPRの推移



(資料)Windデータをもとに作成

LPR は据え置き、当局は金融緩和に慎重な姿勢

以上の経済指標やコロナ感染動向を踏まえると、年後半にかけて経済は持ち直すものの、依然として楽観視はできないとみている。こうした状況下、金融緩和期待が高まったものの、7 月 20 日に発表されたローンプライムレート (LPR) は 1 年物、5 年物それぞれ 3.70%、4.45% で据え置きとなった (図表 7)。

その背景として次の 3 つが挙げられる。まず、先進国の利上げが相次ぎ行われるなか、中国が追加利下げを行うと資金流出が加速する恐れがあることへの警戒感だ。

第 2 は、市中銀行は LPR 引き下げによる利ザヤの縮小を警戒しており、追加引き下げを望んでいない。銀保会 (金融規制当局) が公表した 22 年 1~3 月期の市中銀行の利ザヤは 1.97% と

22 年の政府成長目標 は達成不可能

21 年末の 2.08%から 11bp 縮小した。その後も、5 月の LPR 引き下げを受けて企業向け新規貸出金利や住宅ローンの引き下げが行われたことでさらに縮小したとみられる。一方で、22 年 4 月に創設された預金金利の調整メカニズムによって 6 月の銀行預金加重平均金利は 2.32%と 4 月に比べて 12bp の低下に留まった。

第 3 は、足元で企業の資金需要が改善に向かいつつあるとみられるなか、金融当局がこれまでの経済対策の政策効果を見極める必要があることも挙げられる。実際、7 月 15 日、LPR との連動性が高いと考えられる MLF 金利（中期貸出制度）は 2.85%に据え置かれ、様子見姿勢を示唆していたと思われる。

先行きについては、7～9 月期にも LPR の 5 年物を引き下げる可能性がある。住宅ローン金利のさらなる低下を促すため、預金金利の調整メカニズムによる銀行預金金利の引き下げや銀行の貸倒引当金カバー率の引き下げを通じて LPR を低下させる格好となる見込みだ。さらに、実質貸出金利の低下を促すため、LPR の 1 年物も小幅な引き下げ（5bp）が行われる可能性もあろう。

3 月に開かれた全人代で示された 22 年の政府成長目標である「5.5%前後」は依然掲げられている模様だが、7～9 月期、10～12 月期がともに前年比 8%以上の成長でなければ、「5.5%前後」目標は達成できない。

今後、強力な追加経済対策を打ち出さなければ、感染抑制策による経済活動の悪影響に加えて消費の低調さや不動産市況の調整の継続が見込まれることから、同目標の達成は不可能とみている。実際、李克強首相が 7 月 19 日に世界経済フォーラムで「中国は高すぎる成長目標の実現のために大規模な景気浮揚策を実施することはない」と述べた。この発言の真意は不明だが、成長率目標の未達成を容認することを示唆するためだった可能性がある。

先行き不透明性・不確実性が依然高いこともあり、年後半の経済持ち直しに向けてすでに打ち出された経済対策を着実に実施するだけでなく、内需（消費＋投資）を押し上げ本格的な経済回復を促すため、LPR の引き下げに加え、23 年度の地方政府専項債の前倒し発行、財政赤字対 GDP 比の引き上げや特別国債の発行など財政政策を一段と拡張させる必要もあろう。

**下方修正予定の 22 年
の経済見通しと今後
の注目点**

繰り返しになるが、7 月に入ってもから一部の地域で短期的かつ小規模なロックダウンや移動規制などが繰り返し行われているが、こうしたコロナ感染抑制策が依然として最大の経済下振れリスクであろう。当総研は、4～6 月期の実質 GDP 成長率が想定以上に落ち込んだこともあって、22 年通年の経済見通しを 5 月時点の 5%から 3～4%前後に下方修正する予定である。

一方、今秋開催予定の共産党大会に向けて経済安定が必要となり、追加経済対策を打ち出す可能性もある。言い換えれば、経済の回復幅は感染抑制策、追加経済対策の有無次第ということになる。今後は、当面の経済情勢を分析・検討し、22 年後半の経済政策を手配する「中央政治局会議」の開催等に注目したい。

(22. 7. 25 現在)