

## コロナ禍や不動産の低迷で回復ペースが鈍い中国経済

～最も消費意欲が強い「金の9月、銀の10月」にも期待薄か～

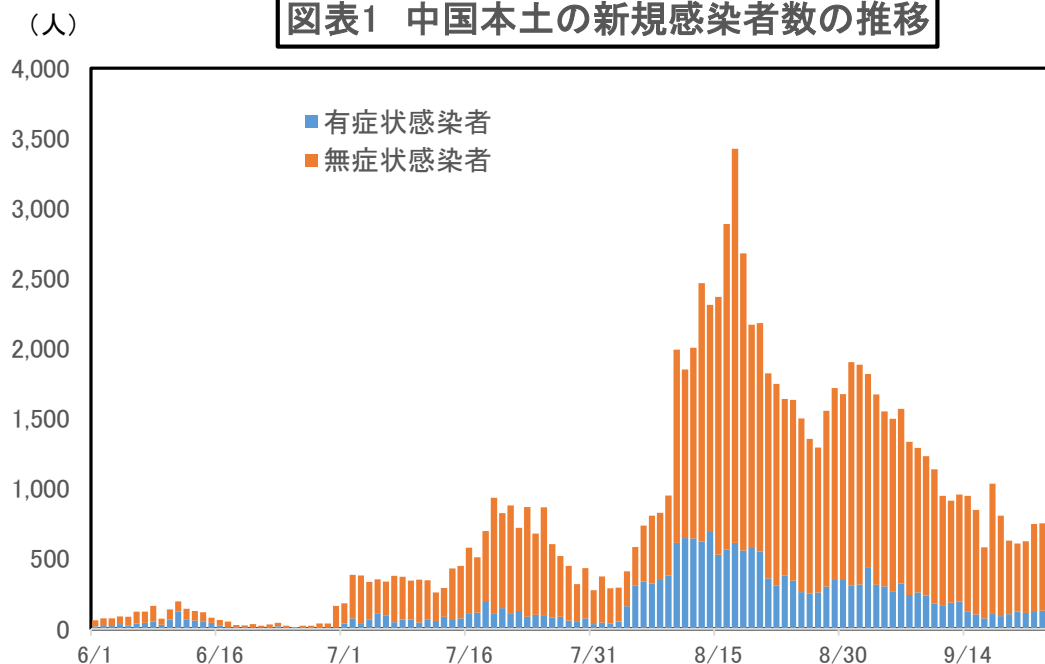
王 雷軒

### 要旨

8月の経済指標は7月から改善の動きが見られたが、大きく落ち込んだ21年8月からの反動増という側面もあり、実質的には横ばいもしくは縮小したとみられる。足元では中国経済の回復基調は維持されているものの、コロナ禍や不動産開発投資の深刻な低迷を受けて依然として低調さが続いていると思われる。

先行きについても、最も消費意欲が強い「金の9月、銀の10月」に期待ができないほか、不動産開発投資が低迷状態から脱出するにはなお時間がかかるとみられるため、経済回復の低調さがしばらく続く可能性が高い。ただし、政府の経済対策の後押しでインフラ整備向け投資がさらに加速すると見込まれることは経済回復を下支えするだろう。

図表1 中国本土の新規感染者数の推移



(資料) 中国国家衛健委、Windより作成、直近は22年9月24日。(注) 新型コロナ感染者数は無症状感染者＋有症状感染者。

**コロナ感染者数は減少基調だが、依然として楽観視はできない**

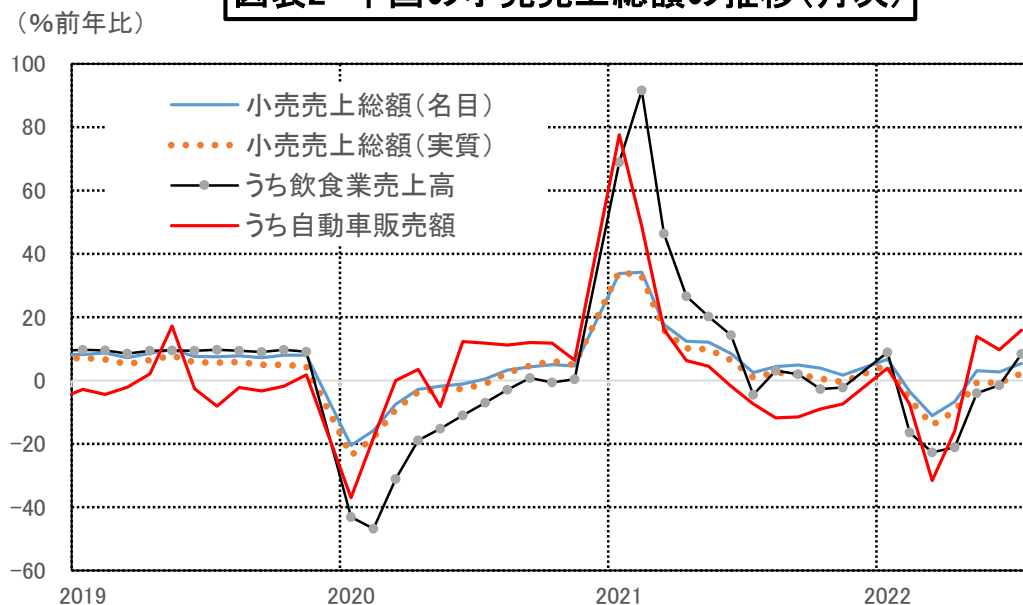
新型コロナウイルスのパンデミックの状況について、世界保健機関（WHO）のテドロス事務局長は9月14日に「まだ到達していないが、終息が視野に入ってきた」との見方を示した。しかし、中国では、依然としてコロナ感染を徹底的に抑制するぜ

ロ・コロナ政策を厳格に実施し続けている。

それにもかかわらず、中国本土での新規感染者数の1日当たりの推移を見ると、夏季休暇などで人々の移動が増えたため、8月17日には3,424人が確認されるなど、収束の動きは見られなかった(図表1)。そのため、広東省深圳市、遼寧省大連市、四川省成都市などで短期間なロックダウンや移動規制が行われた。これらの感染抑制策を受けて足元の新規感染者数は減少傾向を維持している。

とはいえ、依然として数多くの地域で散発的な感染が散見されるなど、予断を許さぬ状況が続いているとみられる。

**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8月。

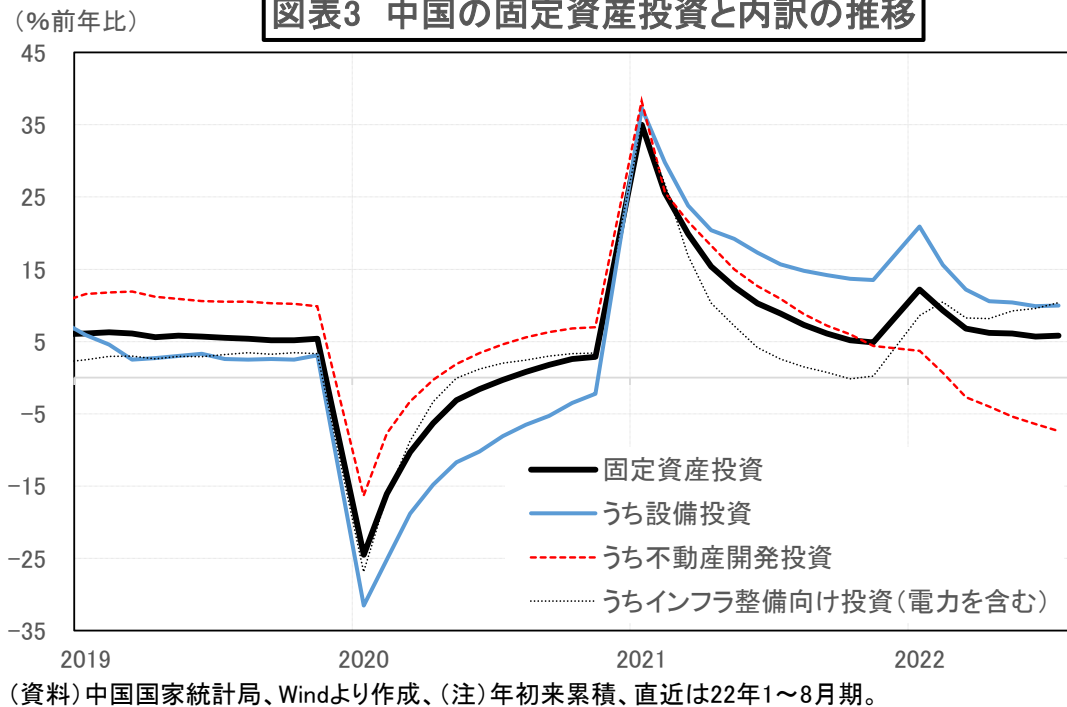
### 消費は回復基調にあるが、依然として低調

以下、8月分の経済指標について確認したい。8月の経済指標からは、中国経済の回復基調が維持されているものの、コロナ禍や不動産業の深刻な低迷を受けて依然として低調さが続いているとみられる。

まず、8月の小売売上総額は名目で前年比5.4%と7月(同2.7%)から伸びが加速したほか、物価変動を除いた実質ベースでも前年比2.3%となった(図表2)。とくに飲食業売上と自動車販売額はそれぞれ同8.4%と15.9%と7月(同▲1.5%、9.7%)から大きく加速した。一方、住宅販売の低迷などをを受けて家具と建材はそれぞれ同▲8.1%と▲9.1%と7月から減少幅が拡大したほか、家電・映像機材などの伸びも大きく鈍化した。

実際、8月の小売売上総額は前月比では▲0.05%と7月（▲0.12%）からマイナス幅がやや縮小したものの、2か月連続のマイナスで盛り上がりには欠け、低調さが続いているとみられる。なお、前年比が加速した背景として、21年8月に新型コロナ感染拡大による落ち込みが大きかったことからの反動増が挙げられる。

**図表3 中国の固定資産投資と内訳の推移**



### 不動産開発投資の低迷を受けて投資全体は伸び悩む

また、インフラ整備向け投資の伸びが加速したほか、製造業における設備投資も好調さを維持したものの、不動産開発投資のマイナス幅が一段と拡大したため、固定資産投資全体は伸び悩んだ。1～8月期の固定資産投資は前年比 5.8%と 1～7月期（同 5.7%）から伸びがやや加速した（図表 3）。前月比でも 0.36%と 7月（同 0.15%）からやや加速した。

投資分野別に見ると、製造業における設備投資とインフラ整備向け投資（電力を含む）はそれぞれ同 10.0%、10.4%と底堅く推移したものの、不動産開発投資は未完成物件に関連する住宅ローン返済拒否問題による影響などを受けて同▲7.4%と 1～7月期（同▲6.4%）から一段と落ち込んだ。

### 輸出入は予想以上に鈍化

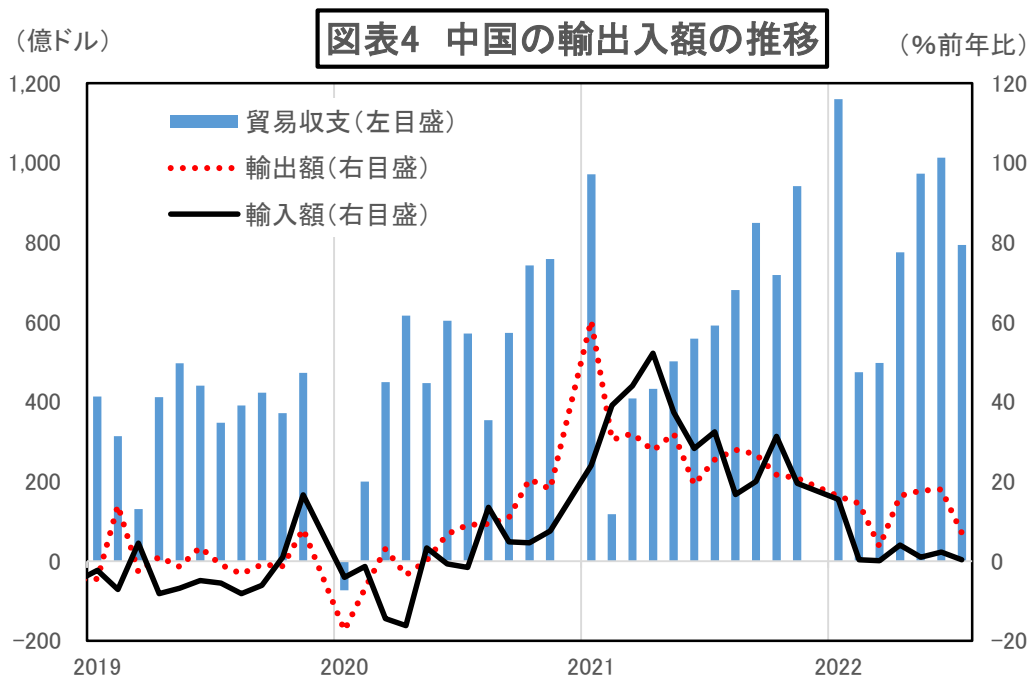
さらに、底堅く推移していた輸出も予想以上に鈍化した。海関総署が発表した8月の輸出入額（速報）によると、ドル建ての輸出額は前年比 7.1%の 3,149 億ドル、輸入額は前年比 0.3%

の2,355億ドル、貿易黒字額は794億ドルであった（図表4）。輸出入の市場予想それぞれ同13.5%、1.6%をともに下回ったが、とくに輸出が大きく鈍化した。

8月の輸出額が大きく鈍化した背景には、21年8月に前年比25.4%と大きく伸びたことからの反動減のほか、物価高による輸出先の購買力の低下が挙げられる。実際、米国向けは前年比▲3.8%と7月（同11.0%）から減少に転じた。

先行きについても、ドル高・人民元安によって輸出がある程度押し上げられることもありうるが、世界経済が減速するリスクが強まることなどから、伸び率の鈍化が継続する可能性は高い。

また、内需の低調さを反映し、輸入も引き続き軟調に推移している。とくに最大の輸入品目である集積回路が同▲12.4%と7月（同▲2.7%）から大幅に減少した。



（資料）中国海関総署、Windより作成、直近は22年8月、2月数値は1月と2月の合計。

### 「金九銀十」の消費も低調さが続く可能性が高い

9月10～12日が3連休となった中秋節では、家族団らん、離れた家族が再会し月をめでながら月餅を楽しむのが習わしである。しかし、コロナ感染拡大のため、省をまたぐ移動が控えられ、所在地や周辺での短距離の旅行が提唱されたため、消費活動はそれほど盛り上がりなかった模様だ。

文化事業と観光事業を管轄する中央省庁である文化観光部の

**さらなる加速が期待  
されるインフラ整備  
向け投資**

データセンターによると、連休中に国内旅行者数は前年比▲16.7%の延べ7,341万人、観光収入は前年比▲22.8%の287億円となった。それぞれ19年同期間の72.6%、60.6%に相当するという。

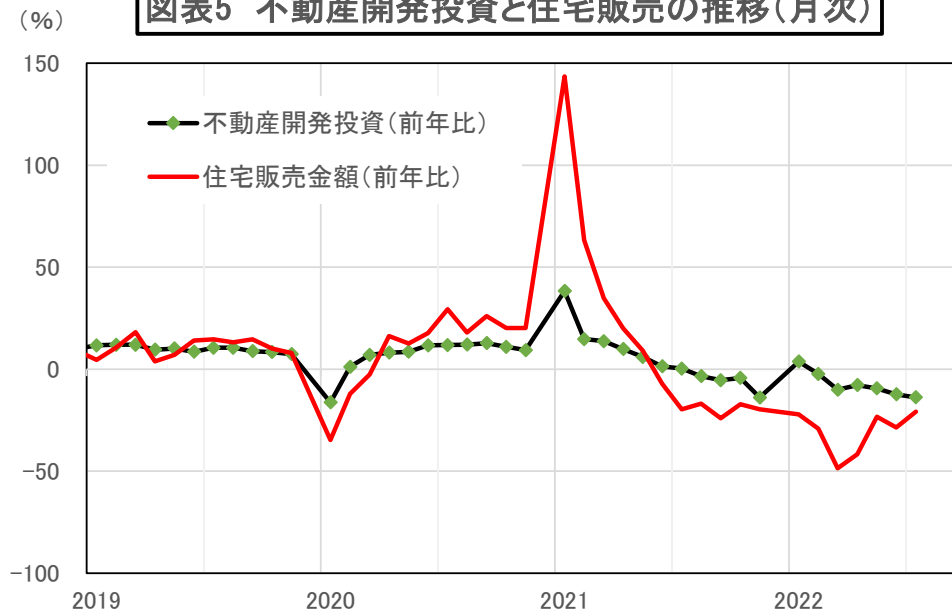
中国では、「金の9月、銀の10月」（金九銀十）という言葉があるが、中秋節の後に国慶節の大型連休（10月1～7日）もあり、季節的にも涼しくなってくる時期である。人々は旅行や外出、買い物や外食を行う意欲が強くなるため、観光や飲食などの業界にとっては稼ぎ時である。しかし、先行きの不透明感・不確実性を背景に貯蓄を消費・投資に回す流れが強まらなと見込まれるなか、散発的な感染を受けて厳しい感染抑制策が実施され続ければ消費は盛り上がらない可能性が高いとみられる。

一方、9月入り後は、国家開発銀行、中国農業発展銀行、中国輸出入銀行などの政策性銀行の貸出枠の拡充（当初の0.3兆元に0.3兆元増額）もあり、インフラ整備などの公共工事の施工がさらに加速しているとみられる。

国家发展改革委員会によれば、政策性銀行は8月末に最初の0.3兆貸出を実施済み（呼び水効果が1兆元以上あったという）、新たに認可された0.3兆元の貸出枠についても、9月16日時点、農業発展銀行と国家開発銀行はそれぞれ0.1兆元と0.11兆元の貸出を実行したという。

さらに、中国輸出入銀行が申請したインフラ整備基金会社の創設が批准され、同基金会社は初めてのインフラ整備向け貸出を行った。地方債が財源となるインフラ整備向け投資が押し進められているほか、こうした政策性銀行の貸出増加に伴って商業銀行も協調融資を行っていることから、交通、水利、医療、教育などのインフラ整備向け投資は今後大きく加速するとみられるが、果たして不動産開発投資の不振をカバーできるかが注目点である。

図表5 不動産開発投資と住宅販売の推移(月次)



(資料) 中国国家統計局、Windより推計、直近は22年8月。

### 一方、低迷から好転にはなお時間がかかる不動産業

新規コロナ感染者数が減少基調を維持するなか、中国経済にとって最も大きな下振れリスクは長期化の様相を呈する不動産業の低迷である。8月の不動産市況は住宅完成面積や販売面積に改善の兆しが見られたものの、不動産開発投資の悪化や住宅新規着工面積の大幅な落ち込みなどから依然として低迷が続いているとみられる。

単月の推移を確認すれば、8月の住宅販売面積と金額はそれぞれ前年比▲24.5%、▲20.8%と7月（同▲30.3%と▲28.6%）からマイナス幅が縮小したものの、依然として大きく減少したままであった（図表5）。また、不動産デベロッパーの開発資金調達額も同▲21.7%と7月（▲25.8%）から減少幅が縮小したものの、依然大きな減少となっている。これらの数値から不動産デベロッパーを取り巻く環境は依然厳しいとみられる。

そのため、8月の住宅新規着工面積は同▲47.2%と7月（同▲45.1%）から減少幅が拡大した。また、8月の不動産デベロッパーの土地購入面積と土地成約代金はそれぞれ同▲56.6%と▲41.0%と7月（同▲47.3%と▲33.4%）からさらに落ち込んだ。さらに8月の不動産開発投資は前年比▲13.8%と7月（同▲12.3%）からさらに悪化した。

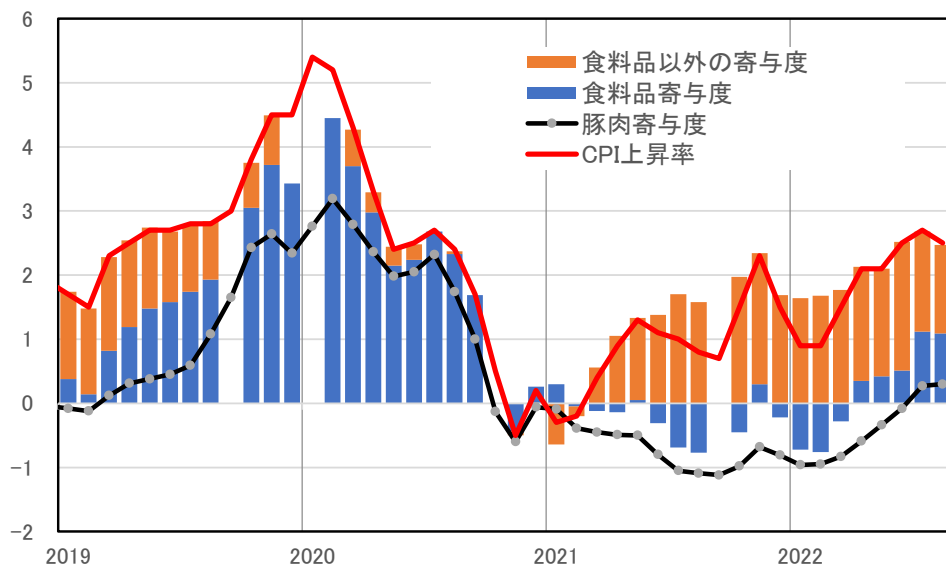
こうしたなか、住宅価格の下落傾向が続いている。主要70都市のうち前月比で価格が下落となったのは50都市で、7月から

10 都市増えた。とくに中小都市では、下落幅は比較的大きなものとなっている。

こうした状況から、中央政府、地方政府、不動産デベロッパー、銀行などは、未完成物件の完成・引き渡しを確保し、国民生活を守る「保交楼・穩民生」ということに精力的に取り組んでいる。未完成物件の解消が一定程度進められた結果もあって、8 月の住宅建設完成面積は前年比▲2.5%と 7 月（同▲36.0%）から大幅改善した。なお、前月比では 42.5%となった。

**図表6 CPI上昇率と豚肉のCPI上昇率寄与度**

(%、%ポイント前年比)



(資料) 中国国家統計局、Windより作成、直近は22年8月、未発表のデータがある。

### 消費者物価は低水準にとどまった

内需回復の低調さを受けて物価上昇率は鈍化した。8 月の消費者物価指数（CPI）は前年比 2.5%と 7 月の 2.7%から上昇率が鈍化した（図表 6）。詳細を見ると、食料品価格は 6.1%と 7 月の 6.3%から鈍化し、寄与度は 1.09 ポイントであった。うち、豚肉価格は 22.4%と 7 月の 20.2%から上昇し、寄与度は 0.30 ポイントであった。果物と野菜価格はそれぞれ 16.3%、6.0%となっている。食料品以外も 1.7%と 7 月の 1.9%から鈍化し、寄与度は 1.38 ポイントであった。なお、食料品・エネルギーを除いたコア CPI は前年比 0.8%と 7 月から変わらなかった。

また、前月比でも▲0.1%と 7 月の 0.5%からマイナスに転じた。食料品価格は 0.5%と 7 月の 3.0%から大きく鈍化し、寄与度は 0.10 ポイントとなった。うち、豚肉価格は、出荷が徐々に

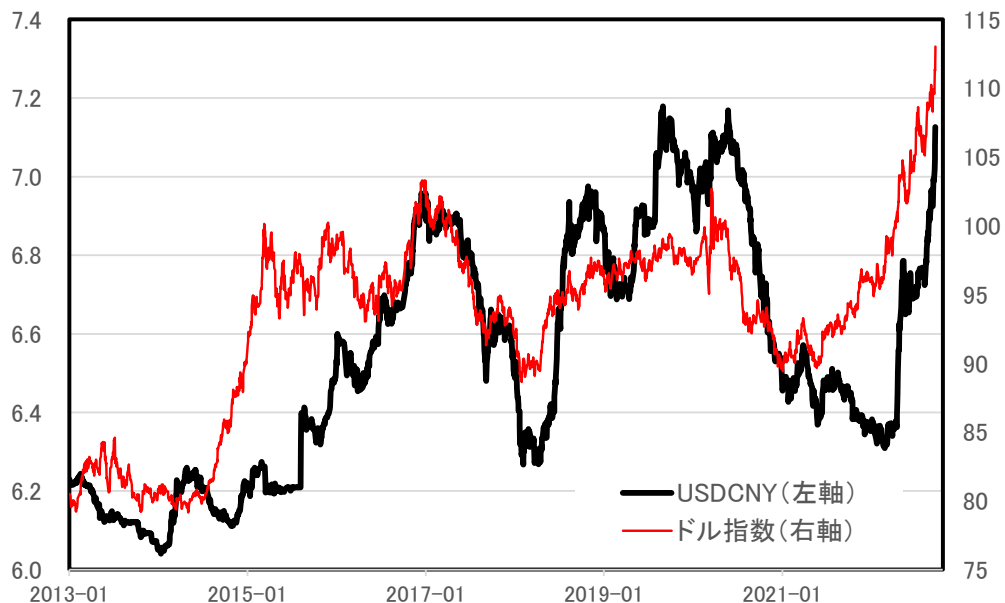
正常化に向かいつつあるほか、消費量の弱含みを受けて 0.4%にとどまった。一方、食料品以外は▲0.3%と7月の▲0.1%からさらに下落し、寄与度は▲0.22ポイントであった。

先行きについても、豚肉価格が秋・冬にかけてさらなる価格上昇が見込まれるものの、内需回復テンポがそれほど加速すると見込めないことから、インフレ圧力が懸念される状況になる可能性は低いとみられる。

なお、8月の生産者物価指数（PPI）も前年比 2.3%と7月（同 4.2%）から鈍化した。ただし、前月比では▲1.2%と7月の▲1.3%からマイナス幅がやや縮小した。

（元/米ドル）

**図表7 ドル・元レートとドル指数の推移**



（資料）Windより作成、直近は22年9月23日。

### 1ドル=7.1元を突破、 人民元安はさらに進 行

ジャクソンホール会合でのパウエルFRB議長の講演を受けて元を売ってドルを買う動きが一段と進み、米ドル・元レート（オンショア）は9月5日に1ドル=6.93元に下落した（図表7）。このような急激な元安進行への対応策として、中国人民銀行（中央銀行）は9月5日夕方に、9月15日から金融機関の外貨預金準備率を8%から6%に引き下げるとを発表した。外貨の小規模な流動性増加とはいえ、中国人民銀行が急激なドル高・元安を阻止するためにシグナルを発したといえる。なお、これは5月15日（4月25日発表）に続き、2回目の引

**預金金利は引き下げ  
られたが、9月のLPR  
は据え置き**

き下げであった。

しかし、この発表によって元安進行を阻止することはできなかった。ドル指数は110を上回り、02年6月以来のドル高水準となったほか、8月の中国輸出入額（7日）が市場予想を大きく下回ったこともあり、1ドル＝6.97元になるなどドル高・元安はさらに進行した。

9月米FOMCの政策金利の0.75%引き上げを受けて1ドル＝7.2元を突破するなど、ドル高・人民元安は進んだ。これを受け、9月26日に中国人民銀行は9月28日から金融機関による為替フォワードを通じた顧客向け外貨買い取引の外貨リスク準備金率を0%から20%にすることを発表した。この引き上げは人民元安を見込む外貨取引コストを高め、人民元安期待を抑制する狙いがある。

今後、米中金融政策の方向性の違いに加え、コロナ感染抑制策の継続や不動産の低迷などを受けて中国経済の回復テンポの鈍さへの警戒感が依然根強いことから、当面人民元安基調が続く可能性は高いとみられる。

こうしたなか、9月15日から大手国有商業銀行や株式制商業銀行が預金金利を引き下げた。大手国有商業銀行のウェブサイトを確認すると、普通預金は5bp、3年定期預金は15bp、ほかは10bpそれぞれ引き下げられた。3年定期預金金利が15bp引き下げられたことから、貯蓄を消費・投資に回す流れを形成したい狙いがあるとみられる。実際、家計と企業の定期預金残高が金融機関の預金残高に占める比率は、17年11月の42.6%から22年8月の50.8%へと高まってきたからだ。

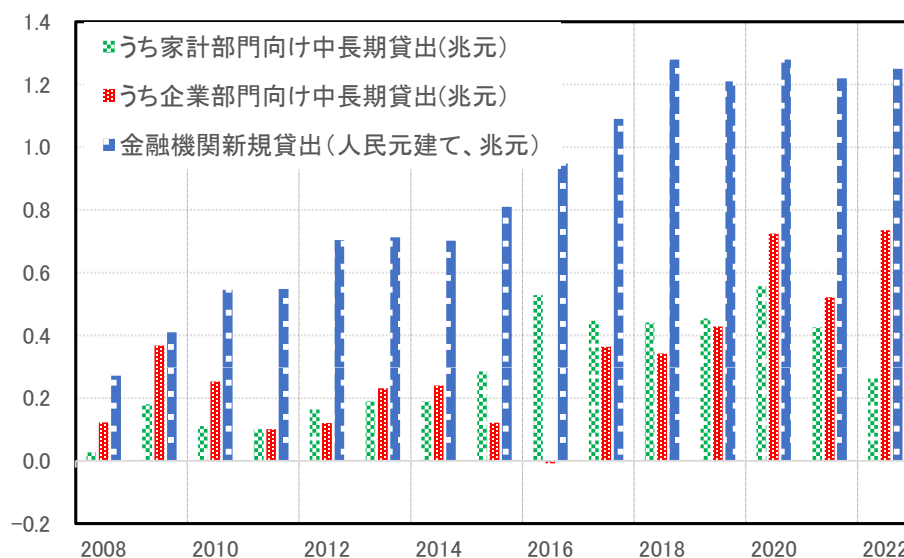
これを受けてローンプライムレート（LPR）は8月に続き再度引き下げられるとの見方もあったが、9月20日に発表されたLPRは据え置かれた。その背景には、8月24日に李克強首相が主催した国務院常務会議で政策性銀行の貸出枠の拡充や地方政府の地方債発行の増発など追加経済対策を打ち出したほか、人民元安の進行を受けて過度な資金流出への警戒感もあったと思われる。

加えて、8月にはLPRの1年物、5年物がそれぞれ5bp、15bp引き下げられたが、8月の金融機関の新規貸出は7月に比べて一定程度の改善をみせたものの、依然弱かったことも挙げられる。詳細を確認すれば、企業向け中長期貸出は増えたものの、新規住宅ローン需要の低迷などを受けて8月の家計部門向け中

長期貸出の低調さが目立つ（図表 8）。

先行きについても、不透明感・不確実性が依然高いこともあり、内需（消費＋投資）回復を加速させるため、いずれ追加金融緩和を行う必要があるとみているが、当局の様子見ムードはしばらく続くと思われる。

**図表 8 8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

IMF（7月）、世界銀行（6月）、ADB（7月）がそれぞれ発表した中国経済見通しは3.3%、4.3%、4.0%でいずれも下方修正された。当総研（8月）も、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3.7%に下方修正した。しかし、前述のとおり、コロナ禍、長期化の様相を呈する不動産業の低迷、さらに8月に電力不足も発生したことなどから、内需回復が想定より進んでいなかったため、さらに下方修正を行う必要があるとみている。

こうしたなか、10月18日に発表される7～9月期のGDP統計が注目されるほか、10月16日に開幕を迎える第20回共産党大会も5年に一度開催される重要な会議であるため、最も注目が集まるだろう。1週間ほどの会期中には今後5年の基本方針を決定し、閉幕直後に選出される最高指導部、コロナ政策や経済政策の転換があるかなどが注目されている。

（22.9.26 現在）