

中国経済：上海ロックダウンで失速、先行き不透明性高まる

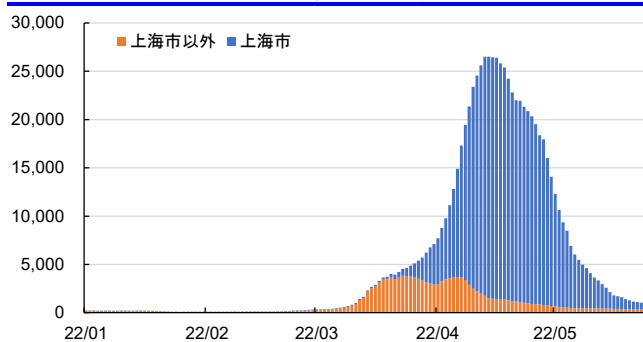
4月の主要経済指標は、上海市を中心としたロックダウンの影響を受け、総じて大きく悪化。足元では感染が抑制されており、上海市は6月中下旬までの経済活動正常化を目指すも、習近平政権は厳格な感染対策を継続する方針。新たに発表された追加の景気支援策は幅広い分野に渡っているが、ゼロコロナ政策の継続により雇用・所得環境は悪化、消費刺激策や不動産販売テコ入れの効果は限定的とみられ、インフラ投資への依存が続く見込み。上海ロックダウンの影響を踏まえ2022年の成長率見通しを+4.3%へ下方修正、今後も大規模なロックダウンが実施されれば、さらに下振れの可能性。

4月の主要指標は景気失速を示唆

上海市を中心としたロックダウン（都市封鎖）の影響を受け、4月の主要経済指標は総じて大きく悪化した。なかでも、社会消費品小売総額（小売販売）と工業生産は、2020年のコロナ発生時以来の落ち込みとなった。輸出や投資も、ロックダウンによる生産・物流の停滞により下押しされた。さらに、景気失速への懸念から元安・株安が進展、金融市場にも悪影響が及んでいる（詳細は後半の「主な指標の動き（2022年4月）」参照）。

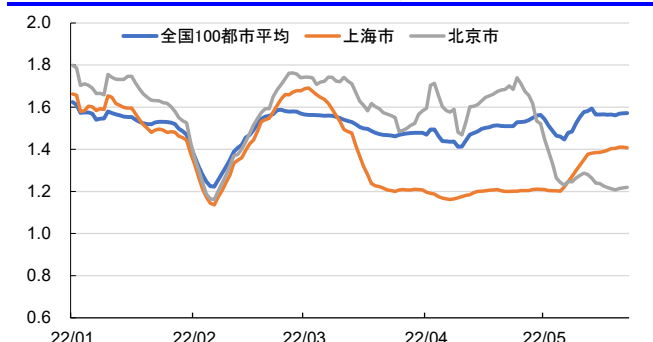
新型コロナウイルスの感染動向を確認すると、中国国内の新規感染者数（無症状を含む、7日間移動平均）は、4月半ばに25,000人超と過去最多を記録した後、多くの都市で厳しい行動制限が実施されたことから感染は抑制され、5月下旬には約1,000人にまで減少した（左下図）。5月16日、上海市は「6月1日～中下旬に、上海市全域の正常な生産と生活秩序を全面的に回復させる」として、3月末から実施してきたロックダウンを段階的に解除する方針を示し、上海市外と市内を結ぶ鉄道の運行を再開、22日からは市内の公共交通機関の運行も一部再開された。道路の渋滞状況からも、上海市の人流・物流が回復に向かっていることが確認できる（右下図）。

中国本土の新型コロナ新規感染者数(人、無症状含む)



(出所) 中国国家衛生健康委員会
(注) 7日間移動平均。直近は5月23日。

道路混雑指数



(出所) wind
(注) 日次データの月平均。直近は5月22日。円滑に走行できる状態での標準走行時間に対する実際の所要時間の比率

ただ、上海での経済混乱を反省して、中国政府が現在の厳しすぎるコロナ感染への対応姿勢を修正するとは考えにくい。習近平総書記が開催した中共中央政治局常務会議（5月5日）では、感染対策を緩和すれば多数の重症者や死者が発生するとして¹、「わが国の感染対策を疑ったり否定する言動とは断固として

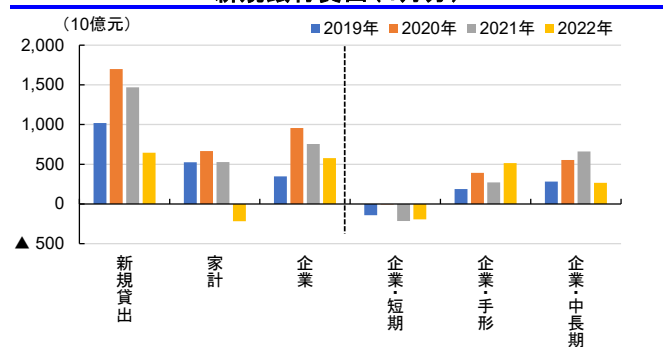
¹ 復旦大学の研究者らは、感染対策を緩和した場合、270万人の重症者と160万人の死者が発生するとの推計を発表している。

戦う」との強い表現を用いて「ゼロコロナ政策」を堅持する方針を示した。実際、北京市では、新規感染者数が100人以下に収まっているにもかかわらず、4月末以降、在宅勤務要請、一部公共交通機関の停止、店内飲食禁止などの措置を実施しており、人流・物流が大きく落ち込んでいる（前ページ右図）。

政府は追加の景気支援策を発表

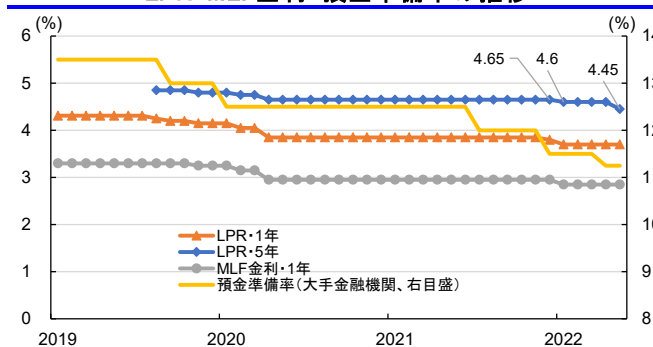
ロックダウンによる内需の落ち込みは、資金の動きからも確認された。4月の新規銀行貸出額は6,454億元（前年差▲8,246億元）と前年の約4割の水準まで落ち込んだ（下左図）。特に、家計向け新規貸出額は、住宅ローンの需要の弱さから減少に転じた。企業向けも、手元の運転資金に使われる銀行引受手形は増加したものの、短期貸出はマイナス（返済超過）、中長期貸出も前年から大きく減少した。中国人民銀行は、4月中、預金準備率の引き下げ（大手金融機関向けで11.5%→11.25%、下右図）や、中小零細企業向けなどターゲットを絞った貸出強化などの措置を講じていたが²、行動制限がかかる中で金融緩和の効果は限定的なものとなった。

新規銀行貸出(4月分)



(出所) 中国人民銀行

LPR・MLF金利・預金準備率の推移



(出所) 中国人民銀行

厳格な感染対策が経済活動を著しく阻害している現状を踏まえると、景気回復のために効果的な手段となり得るのは、今の主流である中国製不活性化ワクチンより有効性の高い mRNA ワクチンの接種を進め、過度な行動制限を避けることであろう。しかしながら、ファイザー社製など外国製 mRNA ワクチンの輸入は進んでおらず、中国製 mRNA ワクチンの開発も遅れている。そもそも、前述の通り中国政府はゼロコロナ政策を堅持する方針である。今年に開催される5年に一度の党大会で、異例の3期目続投を目指す習近平総書記は、ゼロコロナ政策により国民の命を守ることを政治的レガシーとして位置付けているようであり、少なくとも党大会までは厳格な感染対策が継続されるとみておくべきであろう。

こうした状況の中、「+5.5%前後」の成長目標を実現するため、李克強首相が主催する国務院常務会議において、6分野（財政政策、金融政策、サプライチェーンの安定、消費・投資の促進、エネルギー安全保障の確保、失業者の保護や低所得者層・貧困層支援）33項目にも渡る追加景気支援策が打ち出された（5月23日発表）。具体策としては、今のところ①減税・還付税の規模拡大（2.5兆元→2.64兆元）、②中小零細企業・感染動向に脆弱な5業種（飲食、小売、観光、航空、道路・水路・鉄道郵送）に対する社会保険料の猶予を今年末まで延長、対象業種拡大、③小規模零細企業に対する貸出支援強化、④中小零細企業・個人事業主の借入、トラック・自動車ローン、困難な状況にある個人の住宅・消費ローンについて、銀行の年内の元利払い猶予を支援、⑤消費促進のため、乗用車購入税の負担を段階的に600

¹ “WHO chief warns that China’s zero-Covid strategy is not sustainable,” *Financial Times*, May 10, 2022.

² 詳細は、2022年4月26日付 Economic Monitor 「中国経済：厳格な感染対策により5%割れ成長の可能性高まる」参照。

<https://www.itochu-research.com/ja/report/2022/2186/>

億元引き下げ、⑥投資促進のため、水利事業などインフラプロジェクトに対し銀行の大規模・長期的融資を促す、が発表されている。さらに、各地方政府にも、実情に応じた景気支援策を導入するよう呼びかけられた。

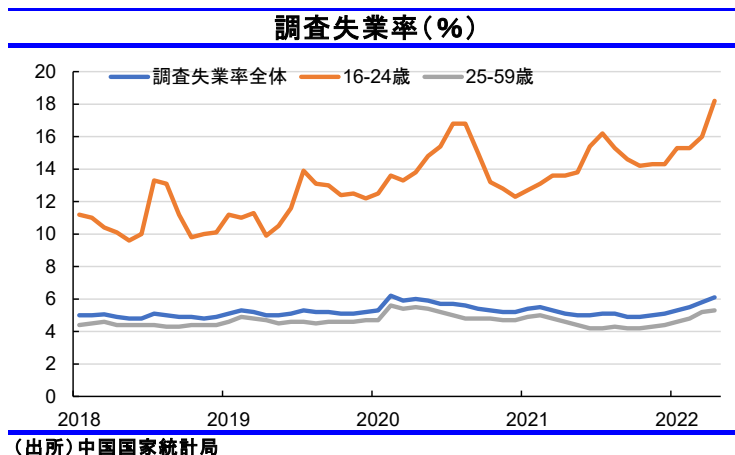
この追加景気支援策において注目点の一つは、金融政策の重点がターゲットを絞った貸出強化や元利払い猶予に置かれていることである。ウクライナ情勢を背景としたインフレ圧力の高まり、米国の金融引き締めを受けた元安進展・資金流出への警戒から、利下げには慎重とならざるを得ない。一方で、財政政策については、減税・還付税規模の拡大や乗用車購入税負担減など、比較的柔軟な姿勢がうかがえる。今後は、インフラ投資拡大や消費刺激策などを中心とした財政政策による対応に軸足が移るとみられる。

インフラ投資については、習総書記主催の党中央財經委員会（4月26日）や党中央政治局会議（4月29日）でも、強化の方針が示されている。また、報道によると、インフラ投資の資金源となる地方政府专项債券の前倒し発行を急ぐべく、通年発行額（3.65兆元）の枠を今年6月末までに使い切るよう指示があった模様である³。その通りとなれば、2023年分の発行額が今年後半に前倒し実施され、2022年のインフラ投資は大幅に増加することになる。消費刺激に関しては、4月25日に国务院弁公庁が「消費の潜在力の一段の發揮、消費の持続的回復の促進に関する意見」を発表、農村部での新エネ車や省エネ・スマート家電販売促進、中所得者向け保障性賃貸住宅の供給拡大など、5分野20項目の重点措置が示された。また、4月以降、20以上の地方政府が消費振興券を発行しており、今後もこの動きが加速するとみられる。

加えて、政府は不動産市場の一段のテコ入れにも動いている。具体的には、①1軒目の住宅購入について、住宅ローン金利の下限を0.2%Pt引き下げ（5月15日）、②住宅ローン金利など中長期貸出金利の目安となる最優遇貸出金利（LPR）5年物を0.15%Pt引き下げ（4.6%→4.45%、前ページ右図）、という2つの措置が実施された。これまで住宅ローンの下限は基準とする期間のLPRであったが、これら2つの措置により、住宅ローン金利の下限は4.6%から4.25%（=4.45%−0.2%）まで引き下げられる（LPR5年物基準の場合）。既に実施されている各地方レベルでの住宅購入制限緩和や購入補助金支給、住宅ローン金利引き下げなどの支援策に加え、今回の全国レベルの措置実施により、低迷が続く不動産販売の底入れが期待されている。

2022年の成長率見通しを4%台へ下方修正、コロナが引き続き下振れリスク

しかしながら、ゼロコロナ政策の継続による雇用・所得環境やマインド悪化により、消費刺激策や不動産販売テコ入れの効果は限定的だろう。4月の都市部調査失業率は6.2%と通年目標の「5.5%以内」をオーバーし、2020年2月以来の水準に達した（右図表）。特に若年層（15〜24歳）の失業率は18.2%と、2018年の統計開始以来、最悪の水準となった。小売・飲食など感染動向に脆弱な業種での雇用悪化が続くとみられる上、上海市のロック



³ 「再提速：2022年新增专项债需于6月底前基本发完」『21世紀經濟報道』、2022年5月6日

ダウン解除後のリベンジ消費にも期待できず⁴、個人消費の回復ペースは緩慢とみられる。

輸出も、ウクライナ情勢や欧米でのインフレ進行を背景とした世界経済減速により、増勢が鈍化するだろう。投資は、インフラ投資が下支えとなるも、感染対策の長期化を受けて不動産投資と製造業投資の回復が遅れ、力強さを欠く見込みである。

以上を踏まえ、今後のコロナ感染は局所的なロックダウンが実施される程度にとどまるとの想定の下に、当社は 2022 年通年の成長率見通しを前年比+4.3%と、3 月時点 (+5.0%) から下方修正する。すなわち、今回の上海のような経済規模の大きい都市での長期的なロックダウンは想定しておらず、その意味で下振れリスクは大きいと考えられる。

政府の感染対策による不確実性が増す中、中国でビジネスを行う外資系企業は厳しい目を向け始めている。在中国欧州連合 (EU) 商工会議所が実施した調査では、厳格な感染対策を理由に、中国で実施中の投資または投資計画の他市場への移転を検討している企業は 23%と、今年 2 月時点から約 2 倍となった⁵。また、在中国米国商工会議所が実施した調査でも、約半数 (49%) の企業が、厳格な感染対策ゆえ、中国での勤務に対し外国人材が消極的な姿勢を取っていると回答した⁶。今回の上海ロックダウンが外国企業にサプライチェーンの見直しを加速させる可能性に留意したい。

⁴ 政府系シンクタンクである商務部研究院や社会科学院の研究者は、感染動向による不確実性が増す中、リベンジ消費には期待できないとの見方を示している。「研究者：疫情后或不存在报复性消费」『財新』、2022 年 5 月 17 日。

⁵ European Union Chamber of Commerce in China, “European Chamber Flash Survey , COVID-19 and the war in Ukraine: the impact on European business in China,” May 5, 2022. 調査期間は 4/21~27、回答企業数は 372 社。

⁶ American Chamber of Commerce in China, “AmCham China Flash Survey on COVID-19 Business Impact,” May 9, 2022. 調査期間は 4/29~5/5、回答企業数は 121 社。

主な指標の動き (2022年4月)

PMI (購買担当者指数)

4月の製造業 PMI は 47.4 と 3月 (49.5) から大幅低下、景気拡大・縮小の分かれ目となる 50 を 2 ヶ月連続で下回り、コロナ発生直後の 2020 年 2 月 (35.7) 以来の低水準となった。上海市などでの感染急拡大に伴うロックダウンが、企業の景況感を大きく押し下げた。

主な内訳を見ると、生産 (3 月 49.5→4 月 44.4) は先月から大幅に低下、2 ヶ月連続で 50 以下となった。上海市や吉林省でのロックダウンの実施を受け、当該地域の大部分の企業が減産や生産停止を余儀なくされた上、サプライヤー企業の減産・生産停止や物流の停滞を通じ、他地域の生産にも悪影響が波及した。物流停滞の影響は、サプライヤー配送時間 (46.5→37.2) の大幅悪化、原材料在庫 (47.3→46.5) の低下、完成品在庫 (48.9→50.3) の積み上がりにも表れている。また、新規受注 (48.8→42.6) も大幅低下、2 ヶ月連続で 50 割れとなった。新規受注の内訳項目である新規輸出受注 (47.2→41.6) が大きく悪化、物流の混乱が輸出にも波及している模様。経済活動の停滞を受け、雇用 (48.6→47.2) も一段と悪化、2020 年 2 月以来の低水準となった。原油など国際商品価格の高騰一服を受け、原材料購入価格 (66.1→64.1) は低下したものの、依然として高水準にある。企業規模別では、大企業 (51.3→48.1) が 2020 年 2 月以来の 50 割れとなり、中規模企業 (48.5→47.5)、小規模企業 (46.6→45.6) も悪化した。

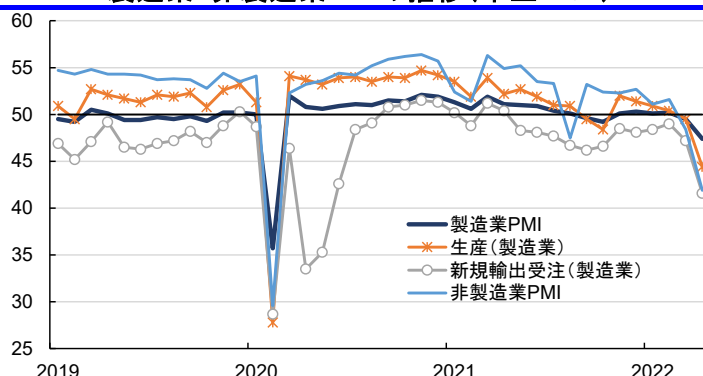
4月の非製造業 PMI も 41.9 と 3月 (48.4) から大きく悪化、50 を 2 ヶ月連続で下回り、コロナ発生直後の 2020 年 2 月 (29.6) 以来の低水準となった。建設業 (58.1→52.7) は 50 を上回ったものの、先月から大幅に低下した。サービス業 (46.7→40.0) も交通・宿泊・飲食などを中心に大きく落ち込んだ。

輸出 (通関統計、米ドルベース)

4月の輸出額 (ドルベース) は前年同月比 +3.9% と、1~3 月期 (+15.8%) から大幅に減速した。当社が公表実額値から試算した季節調整値では、1~3 月期に比べ 6.4% 減少した。上海市を中心としたロックダウンにより生産・物流が停滞、輸出にも悪影響が波及した。

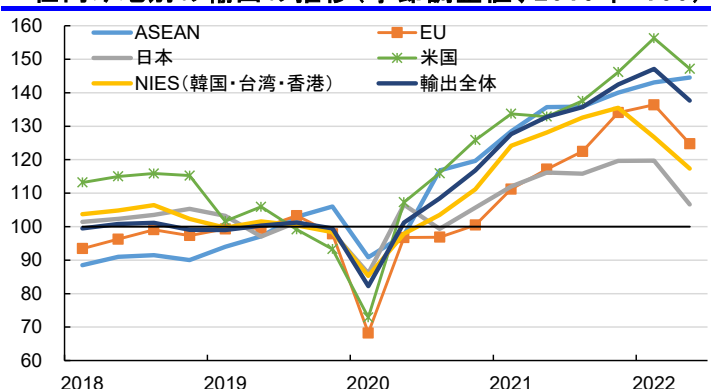
主な仕向け地別に見ると (右図)、これまで好調だった米国向け (1~3 月期前期比 +6.9%→4 月 ▲5.8%) が減少に転じ、日本向け (+0.1%→▲10.9%) や EU 向け (+1.7%→+▲8.5%) も大幅に減少した。感染急拡大による景気減速を背景に弱含んでいた NIES (韓国・台湾・香港) 向け (▲6.4%→▲7.4%) は減少幅が拡大した。ASEAN 向け (+2.2%→+1.0%) は増加を維持したものの減速した。

製造業・非製造業 PMI の推移 (中立=50)



(出所) 中国国家统计局

仕向け地別の輸出の推移 (季節調整値、2019年=100)



(出所) 中国海関総署 (注) 当社試算の季節調整値

主な財別では、PC・PC 部品（1～3 月期前期比▲4.1%→4 月▲11.8%）、携帯電話（+7.0%→▲4.0%）、集積回路（+2.0%→▲12.8%）など電子機器・部品や、自動車（+59.9%→▲42.2%）が大幅に減少した。靴（+7.2%→▲5.1%）や靴（+0.6%→▲5.7%）などの軽工業品の輸出も減少に転じた。また、ワクチンを含む医薬品（▲46.5%→▲28.9%）やマスクを含む繊維品（+0.7%→▲11.4%）の輸出停滞は、感染拡大を受けて輸出向けが国内向けに振り向けられた可能性を示唆している。

なお、4 月のロシア向け輸出は前年同月比▲25.9%と、3 月（▲7.7%）からマイナス幅がさらに拡大した。当社が公表実額値から試算した季節調整値では、前月比▲5.8%と 3 月（▲43.7%）からマイナス幅が縮小したが、欧米の金融制裁によるロシア側の貿易決済の滞りを受け、減少傾向が続いた。1～3 月平均対比では▲34.1%となった。財別では、主要輸出品目である一般機械（前月比▲23.8%）や電気機械（▲5.5%）、繊維用繊維（▲3.0%）の減少が続いた。

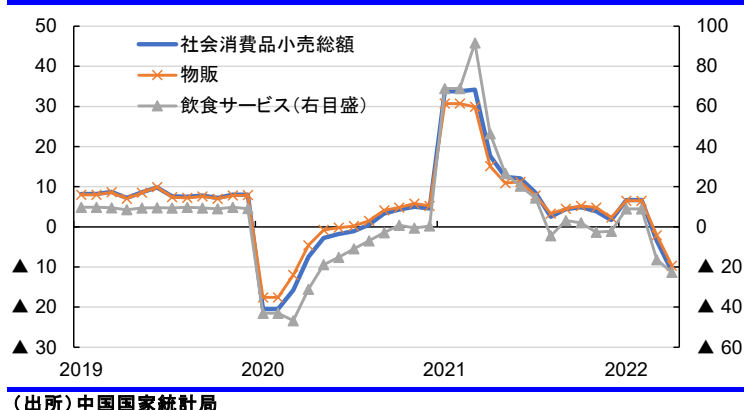
社会消費品小売総額（小売販売）

4 月の社会消費品小売総額（小売販売）は前年同月比▲11.1%と 3 月（▲3.5%）から減少幅が拡大、2020 年 1～2 月（▲20.5%）以来の減少幅となった。コロナ感染急拡大に伴う厳格なロックダウンにより、消費活動が大きく押し下げられた。国家统计局の説明によると、ロックダウンの影響を大きく受けた長江デルタ地域と東北地域では、4 月の小売販売が前年同月比で 30%以上の大幅減となった。特に、上海市では前年比▲48.3%とほぼ半減した。

内訳を見ると、物販（3 月前年同月比▲2.1%→4 月▲9.7%）は減少幅が大きく拡大した。自動車（▲7.5%→▲31.6%）、衣服（▲12.7%→▲22.8%）、通信機器（+3.1%→▲21.8%）、宝飾品（▲17.9%→▲26.7%）といった選択的消費が大きくマイナス幅を拡大した。一方で、食品（+12.5%→+10.0%）や医薬品（+11.9%→+7.9%）といった必需品は、ロックダウンを受けた備蓄需要増により小幅な鈍化にとどまった。飲食サービス（▲16.4%→▲22.7%）もロックダウンの影響を受け落ち込みが加速した。また、物流の停滞や配送員不足などにより、ネットショッピングの配送網にも悪影響が生じ、オンライン小売販売は前年比▲6.8%⁷と、2020 年 1～2 月（▲3.0%）を下回る落ち込みとなった。

4 月の乗用車販売台数は、前年同月比▲43.4%と 3 月（▲0.6%）から大きく落ち込み、2020 年 3 月（▲48.4%）以来の減少幅となった。当社試算の季節調整値でも 3 月対比▲41.7%（年率 1,309 万台）と大幅に減少した。背景には、自動車生産の集積地である上海市や吉林省などでのロックダウン実施を受けた、多くの自動車メーカーでの生産停止やサプライチェーンの混乱がある。上海市では、全ての自動車販売店が営業停止となったため、新車販売台数がゼロとなった。その後、生産再開の動きはあるものの、依然としてサプライチェーンの混乱は続いており、5 月の乗用車生産・販売も低迷が続く見込み。

社会消費品小売総額の推移(前年同期比、%)



⁷ 当社試算の単月の前年同月比。

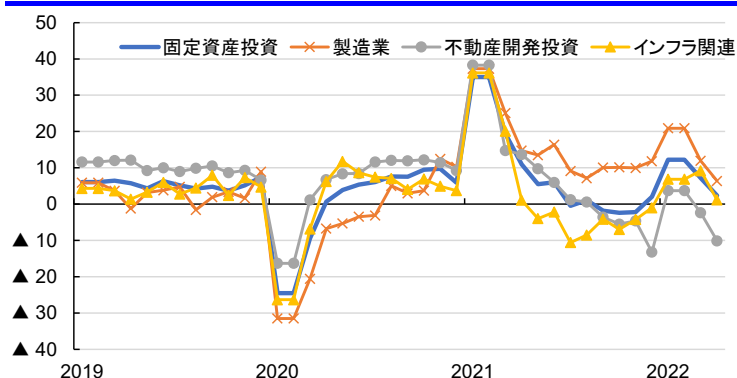
固定資産投資（都市部）

4月の固定資産投資（設備投資、公共投資、住宅投資の合計、都市部）は、前年同月比+2.3%⁸と3月（+7.1%）から減速、2020～21年平均の伸び（+3.9%）も下回った。

主な内訳を見ると、全体の約3割を占める製造業（3月前年同月比+11.9%→4月+6.4%）は、ロックダウンによる減産・生産停止により、幅広い業種で投資を控える動きがみられ、減速した。2割強を占めるインフラ関連分野⁹（+9.2%→+1.1%）も、投資の原資となる地方政府専項債の発行額が減少した上¹⁰、ロックダウンによる悪影響を受け、減速した。不動産開発投資（▲2.4%→▲10.1%）は、吉林省（▲58.7%→▲70.4%）や上海市（▲15.1%→▲47.8%）の落ち込み加速により、減少幅が拡大した。ロックダウンが不動産建設の遅れにもつながっている模様。

不動産開発投資（▲2.4%→▲10.1%）は、吉林省（▲58.7%→▲70.4%）や上海市（▲15.1%→▲47.8%）の落ち込み加速により、減少幅が拡大した。ロックダウンが不動産建設の遅れにもつながっている模様。

固定資産投資の推移（前年同期比、%）



(出所) 中国国家统计局

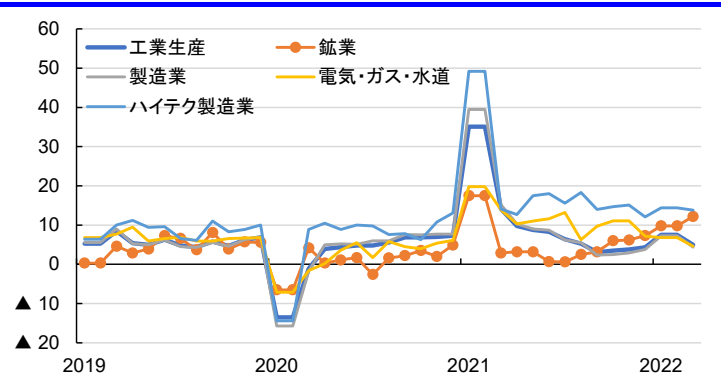
工業生産

4月の工業生産（実質工業付加価値生産額）は前年同月比▲2.9%とマイナスに転じ（3月+5.0%）、2020年1～2月（▲13.5%）以来のマイナス幅となった。産業別にみると、製造業（3月前年同月比+4.4%→4月▲9.0%）が大きく落ち込み、鉱業（+12.2%→▲2.7%）、電気・ガス・水道（+4.6%→▲3.1%）もマイナスに転じた。ロックダウンによる減産・生産停止や物流停滞に伴う部材調達難が、企業の生産活動を大きく押し下げた。国家统计局の説明に

よると、ロックダウンの影響を大きく受けた長江デルタ地域と東北地域では、4月の工業生産がそれぞれ前年同月比▲14.1%、▲16.9%と大幅に減少した。とりわけ上海市では▲62.6%、吉林省では▲41.7%と過去最大の落ち込み幅を記録した。

製造業を業種別にみると、特に自動車（▲1.0%→▲31.8%）や一般機械（▲0.7%→▲15.8%）の減少幅が大きく、通信・電子などハイテク製造業¹¹（+13.8%→+4.0%）も伸びが大幅に鈍化した。

工業生産の推移（前年同期比、%）



(出所) 中国国家统计局

⁸ 当社試算の単月の前年同月比。

⁹ 鉄道輸送、道路輸送、水利・環境・公共施設管理、電気・ガス・水道の合計。

¹⁰ 2022年4月の地方政府専項債新規発行額は1,038億元と、3月（4,206億元）から大きく減少。

¹¹ 医薬品、航空・宇宙機器、電子・通信機器、コンピュータ・事務機器、医療機器・計装機器、情報化学品製造業。

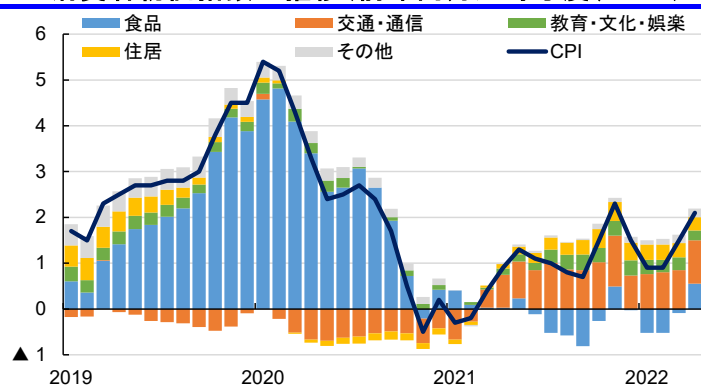
消費者物価

4月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比+2.1%と、3月（+1.5%）から伸びを高めた。前月比でも+0.4%と、3月（+0.0%）から上昇が加速した。

内訳をみると、食品価格（3月前年同月比▲1.5%→4月+1.9%）の伸びがプラスに転じた。主な要因は、①需給の改善を受けた豚肉価格のマイナス幅縮小、②物流の混乱や備蓄需要増を受けた卵や果物などの価格上昇、③原油価格の高止まりを受けた車両用燃料の上昇である。

車両用燃料を含む「交通・通信」（+5.8%→+6.5%）は4ヵ月連続で伸びが加速した。一方で、感染急拡大による需要の弱さを反映し、サービス価格（+1.1%→+0.8%）および食品・エネルギーを除いたコアCPI（+1.1%→+0.9%）は伸びが鈍化した。

消費者物価指数の推移（前年同月比寄与度、%Pt）



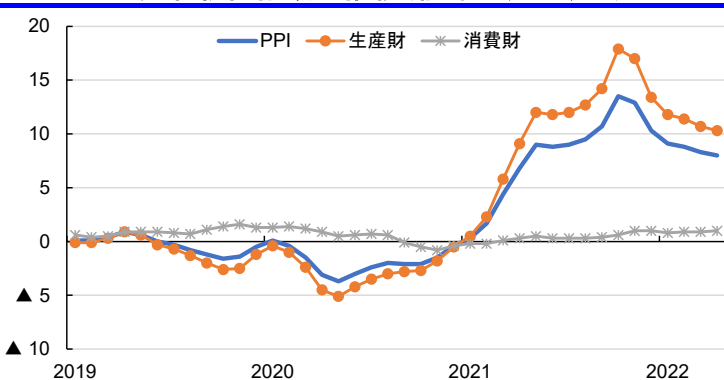
（出所）中国国家统计局（注）ウエイトは当社推計

生産者物価

4月の生産者物価指数（PPI）は前年同月比+8.0%（3月+8.3%）と伸びが若干鈍化した。国際商品価格の高騰一服が主因であり、前月比も鈍化した（3月+1.1%→4月+0.6%）。

内訳をみると、石油・天然ガス採掘を中心に鉱産物価格（3月前年同月比+38.0%→4月+38.3%）は伸びがやや高まったが、非鉄金属や鉄鋼など加工品の伸びが鈍化し、生産財価格全体（+10.7%→+10.3%）では鈍化した。

生産者物価指数の推移（前年同月比、%）



（出所）中国国家统计局

消費財価格（+0.9%→+1.0%）は、需要の弱さを受けて衣服・日用品・耐久財の伸びが鈍化した一方、食品の伸びが大きく高まり、前月から小幅に加速した。

人民元対ドル相場

対米ドル人民元レートは、4月下旬以降、大幅下落が続いた。5月16日には6.797元と2020年9月下旬以来の元安水準をつけ、4月下旬対比で約7%下落した。背景には、①米国の金融引き締めを受けた米国金利上昇・米中名目長期金利の逆転、②ロックダウン長期化による景気後退懸念の高まり、がある。元安進展を受けて、外国人投資家による中国債券保有額の減少が続いた（前月差：3月▲1,125億元→

人民元相場の推移（元/米ドル）



（出所）中国外貨取引センター

4月▲1,085億円)。

ただ、人民元基準値の元高方向での設定が続いたことや、バイデン米大統領が対中関税引き下げの可能性に言及（5/23）したことなどを受け、足元では反発している。