

## 中国経済：2022 年は年後半の回復力弱く 3%台へ減速、2023 年以降は 4%台後半の成長へ（経済見通し改定）

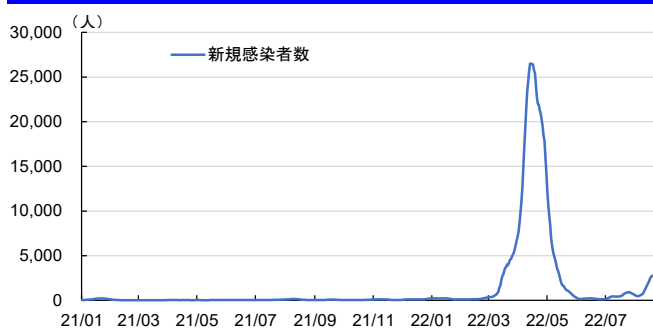
2022 年 7 月の主要指標は、内需の回復ペース鈍化を示す。一部地域での散発的な感染拡大による経済活動停滞に加え、不動産市場の悪化が影響。2022 年後半は、インフラ投資がけん引する形で持ち直す見込みだが、①ゼロコロナ政策の継続による個人消費停滞、②不動産市場の調整長期化、③欧米向け輸出減速、が下押し要因となり、2022 年通年の成長率は+3.2%にとどまる見通し。2023 年以降はゼロコロナ政策緩和を受け、個人消費を中心に景気回復に向かうが、回復ペースは緩慢。①労働力人口の減少ペース加速、②過剰債務抑制のための投資減速、③米中対立長期化などを受けた生産性低下を背景に、4%台後半の成長へ移行。

### 7 月の主要指標は総じて 6 月から悪化

2022 年 6 月の主要指標は、上海市のロックダウン解除や政府の景気支援策を背景に持ち直しを示していた。しかし、7 月の主要指標は、輸出が好調を維持したものの、消費・投資いずれも 6 月から減速、内需の回復ペース鈍化を示した。主に①安徽省、甘粛省、広東省、広西チワン族自治区など一部地域での散発的な感染拡大による経済活動の停滞、②不動産市場の調整長期化、が需要を下押しした模様（詳細は後半の「主な指標の動き（2022 年 7 月）」参照）。

足元でも、上述の 2 つの下押し要因により経済活動が停滞している。まず、感染動向についてみると、8 月入り後、海南省や新疆ウイグル自治区、チベット自治区などの観光地で感染が拡大、海南省では厳格なロックダウン（都市封鎖）の実施により 15 万人もの観光客が足止めされる事態に至った。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 8 月中旬で約 2,800 人と、約 3 ヶ月ぶりの高水準に達した（下左図）。全国 100 都市平均の道路混雑指数からは、いったん 6 月に回復した人流が、7 月以降の感染再拡大を受けて再び低下傾向で推移していることが確認できる（下右図）。

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 日間後方移動平均。直近は 8 月 22 日。

道路混雑指数



(出所) wind  
(注) 7 日間後方移動平均。直近は 8 月 21 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

次に、不動産市場の状況を見ると、6 月末以降、物件引き渡しの遅れに抗議するための住宅購入者による住宅ローン返済拒否の動きが中国各地で広がり、家計の住宅購入意欲を冷やしている。7 月の不動産販売面積は、6 月の前年比▲18.3%から▲28.9%へ一段と落ち込み（次ページ左上図）、8 月に入っても悪化が続いている。今後も住宅引き渡しに対する不安が払しょくされなければ、家計の住宅購入意欲低下が

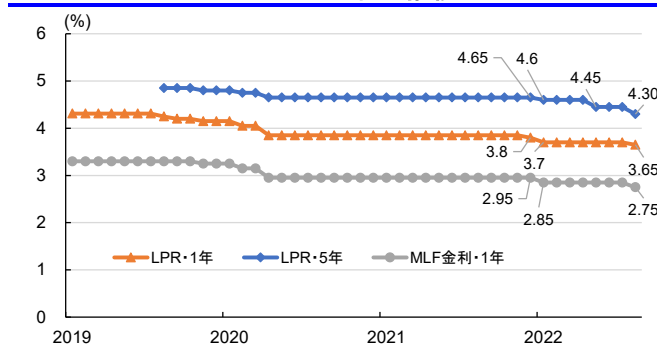
住宅販売低迷、不動産デベロッパーの資金繰り悪化、住宅建設の遅延・停止と連鎖し、さらなる家計の購入意欲低下という悪循環につながる懸念がある。

不動産販売面積(前年同月比、%)



(出所) 中国国家统计局

LPR・MLF金利の推移



(出所) 中国人民銀行

### 政府は追加景気対策や金融緩和を実施するも回復力弱く、2022年は3%台に成長減速

このように景気再減速の兆しが見られる中、下半期の経済政策を決定する中共中央政治局会議（7月28日）が開催され、インフラ投資のテコ入れを図るため、地方政府专项債の発行や政策性銀行による貸出増加、インフラ建設基金の活用など財政・金融政策を動員する方針が示された。8月24日の国务院常务会议では、この方針に基づき地方政府专项債の発行枠を5,000億元積み増し10月末までに発行すること、政策性銀行によるインフラ投資向けの資金調達額を3,000億元拡大することが決まった。ただし、「工具箱に入っている利用可能な工具を活用する」として、特別国債の発行などによる大規模な景気刺激策には消極的な姿勢を示した。

中共中央政治局会議では、ゼロコロナ政策を継続する方針も明らかにされた。また、年後半の経済について「経済運営を合理的区間に維持し、最も良好な結果の実現に努めなければならない」とし「5.5%前後」の成長目標への言及を避けた。つまり、成長目標の達成よりも、行き過ぎた景気対策による過剰債務問題の悪化リスク、ゼロコロナ政策緩和による感染爆発・医療崩壊のリスクを回避することを優先しとみられ、成長率目標を事実上放棄したと考えるのが妥当であろう。

8月22日には、最優遇貸出金利（LPR）が引き下げられ（1年物：3.7%→3.65%、5年物：4.45%→4.3%、上右図）、金融緩和が一段と進んだ。住宅ローンなどの中長期貸出に参照される5年物LPRの引き下げ幅の方が大きいことから、政府が不動産市場テコ入れのため住宅ローン金利の低下を促そうとしている意図がうかがえる。しかし、住宅引き渡しをめぐる不安が残る中では、金利低下の効果は限定的であろう。

さらに言えば、住宅ローン返済拒否騒動の根幹には、デベロッパーの資金繰り悪化をもたらした借入規制<sup>1</sup>があるが、これが全面的に緩和される可能性は低い。中共中央政治局会議では、住宅引き渡しを支援する方針は示されたものの、「住宅は住むためのものであり、投機のためのものではない」ことも再確認され、不動産バブル抑制の方針自体は維持した。中国人民銀行を出資者とするデベロッパー支援のため

<sup>1</sup> 2020年のコロナ発生後、景気下支えのために実施された金融緩和により住宅市況が過熱したことを受け、同年8月、政府は不動産バブル抑制のためデベロッパーに対する「3つのレッドライン（資金調達規制）」を導入。①資産負債比率>70%、②純負債自己資本比率>100%、③現預金対短期負債<1倍という3つの基準を設け、全ての基準を超過した企業に有利子負債の増加を禁じた。また、2つの基準を超過した企業は有利子負債の増加率を前年比+5%以下に、1つの基準を超過した企業は前年比+10%以下に、いずれの基準にも抵触しない企業でも前年比+15%以下に抑えなければならないとした。

の基金設立（最大 3,000 億元規模）が検討されているという報道もあるが<sup>2</sup>、建設遅延住宅に関するローンの規模は 2 兆元超に及ぶとの推計<sup>3</sup>もあり、十分とは言えない。そのため、現時点では住宅引き渡しに関する不安が払しょくされておらず、今後も不動産市場の調整が続くとみられる。

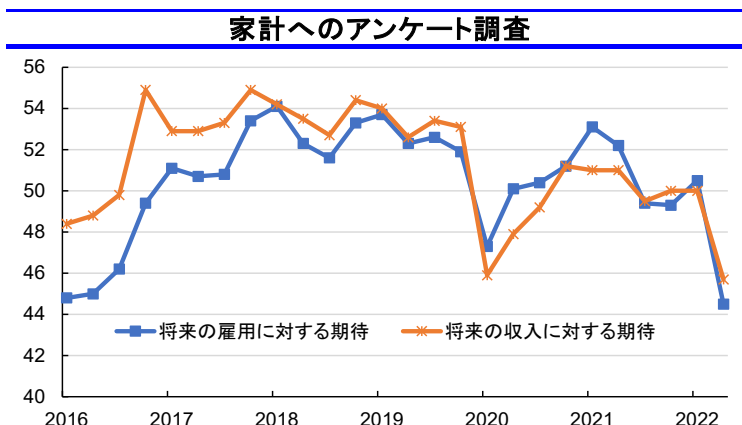
こうした政策対応の効果を踏まえると、2022 年後半の景気は、インフラ投資を中心に持ち直しに向かうものの、ゼロコロナ政策の継続による個人消費の停滞や不動産市場の調整が下押しし、力強さを欠くだろう。さらに、欧米経済は物価上昇や利上げの影響で 2023 年前半にかけて減速が見込まれるため、これまで内需の弱さを支えていた輸出も増勢が鈍化すると見込まれる。以上から、2022 年後半（7～12 月）の成長率は前年同期比+3.8%にとどまり、通年では目標を大幅に下回る+3.2%までの減速を予想する。

### 2023 年は個人消費中心に回復もペースは緩慢、成長率は 5%に届かず

2023 年は、3 期目に入る可能性が濃厚となった習近平政権のもと、ゼロコロナ政策が徐々に緩和され、景気は個人消費を中心に回復に向かうとみられる。

2022 年秋に開催される第 20 回中国共産党大会で、習近平総書記の 3 期目続投が決定され、2023 年 3 月の全人代では習氏の国家主席 3 期目続投ならびに政府人事が決まり、重要政治イベントを終えた後、2023 年 4～6 月期頃からゼロコロナ政策が緩和されよう。2023 年は習政権 3 期目の初年度となるため、経済・政治の安定により配慮した政策運営となり、経済に関しては「2035 年までに 2020 年対比 GDP 倍増」という長期目標のために必要な年平均成長率+4.7%程度の成長を目指すと考えられる。

ただ、個人消費は、厳しい感染対策が緩和されることで上向くものの、長引くゼロコロナ政策で雇用・所得環境が悪化しているため急回復は望みにくい。2022 年 7 月の調査失業率は 5.4%と昨年同月（5.1%）より悪化、特に若年層（16～24 歳）の失業率は 19.9%と過去最悪水準まで上昇している。一人当たり実質可処分所得も、2022 年 4～6 月期は前年比+0.4%と 2020～21 年平均（+6.9%）を大幅に下回る伸びにまで減速した。人民銀行が 6 月末に発表したアンケート調査では、将来の雇用・所得への期待度が大きく低下（右図）、マインドの悪化が消費の回復ペースを抑制しよう。



(出所) 中国人民銀行

(注) 50以上で改善、50以下で悪化を示す。

固定資産投資についても、2023 年 1～3 月期には住宅引き渡しのための政策支援を背景に不動産投資が底入れに向かうとみられるが、インフラ投資は 2022 年の反動で減速、設備投資は個人消費と不動産投資回復が支えとなるも輸出減速が影響し力強さを欠く。このように内需が伸び悩み、輸出も欧米景気の減速により多くを期待できないため、景気回復ペースは緩慢なものにとどまり、2023 年の成長率は前年比+5%に届かないと予想する。

<sup>2</sup> 「中国、デベロッパー支援基金の設立検討 最大 440 億ドル＝関係者」ロイター、2022 年 7 月 25 日。

<sup>3</sup> “China banks may face \$350 Billion in losses from property crisis,” Bloomberg, July 31, 2022.

## 労働力減少や過剰債務抑制を背景に、成長率4%台後半が巡航速度へ

2023年以降の成長について供給面から考えると、労働、資本、生産性の3要素について、それぞれ①労働人口の減少ペース加速、②過剰債務抑制のための投資減速、③米中対立長期化などを受けた生産性低下、といった悪材料により潜在成長率（供給力）が5%を割り込み4%台で推移すると考えられる。

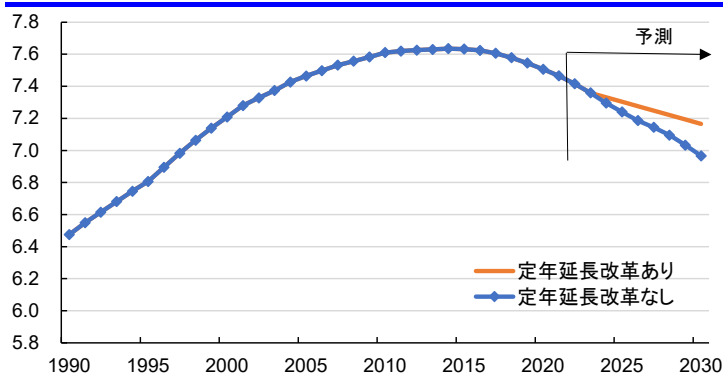
まず、①の労働力に関しては、少子高齢化の進行により現役世代の人口減少が避けられない。国連人口予測（2022年）によると、出生率が緩やかに上昇すると仮定する中位推計でも2023年には総人口が減少に転じる。2019年の予測では人口減に転じる時期を2032年としていたが、予想を上回る少子化の進展により9年も前倒しとなった。2022年版の予測では、現役世代（生産年齢）人口は、世界標準である15～64歳とした場合だと2021年から2025年にかけて0.2%の小幅減にとどまるが、管理職の定年が男性60歳、女性55歳という中国の事情を考慮し15～60歳とすると2.1%も減少する。

労働人口の減少に歯止めをかけるため、中国政府は定年年齢延長の改革に着手しようとしている。第14次五カ年計画（2021～25年）では「法定の定年退職年齢を段階的に引き上げる」と言及、江蘇省では2022年3月から試験実施が始まった。仮に「2045年までに男女ともに段階的に定年を65歳に引き上げる」という社会科学院の案<sup>4</sup>が2024年から実施されるとすると、2021～25年平均の労働人口の減少率は改革なしの場合と比べて0.2%Pt小さくなる（右図、改革なし：▲0.7%、改革あり：▲0.5%）。しかし、定年年齢延長に対しては社会的反発も大きく、現行の試験実施も本人の意思で申請する形にとどまる。同時に年金受給制度の調整も必要となるため、実施には時間を要しよう。強制力を伴う形で全国的に退職年齢引き上げが実施されるのは、2026年以降になるとみるのが現実的である。

②の投資減速に関しては、過剰債務抑制の必要性だけでなく、高齢化に伴う貯蓄率の低下もあり、不可避であろう。先述の通り中国政府は大規模な景気刺激策に消極的であり、2008年の世界金融危機後の景気刺激策を契機に積み上がった過剰債務の抑制を重視している様子が窺える。非金融部門債務残高の対

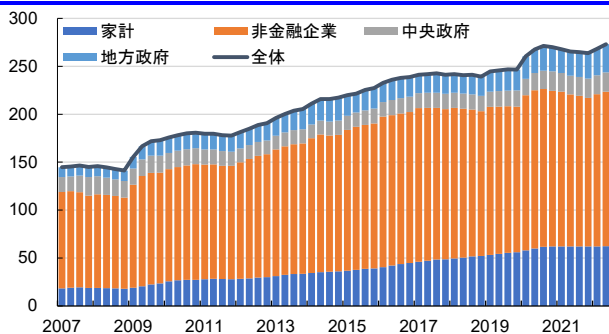
②の投資減速に関しては、過剰債務抑制の必要性だけでなく、高齢化に伴う貯蓄率の低下もあり、不可避であろう。先述の通り中国政府は大規模な景気刺激策に消極的であり、2008年の世界金融危機後の景気刺激策を契機に積み上がった過剰債務の抑制を重視している様子が窺える。非金融部門債務残高の対

### 労働人口の推移(億人)



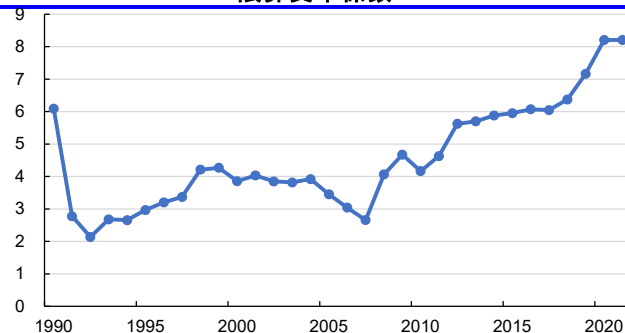
(出所) 中国国家统计局、中国人力资源社会保障部、国連  
(注) 2021年までは雇用者数。22年以降は国連予測(中位推計)に基づき作成。

### 非金融部門の債務残高(対GDP比、%)



(出所) 中国社会科学院国家資産負債表研究中心、wind

### 限界資本係数



(出所) 中国国家统计局  
(注) 限界資本係数=(総固定資本形成/名目GDP)/実質GDP成長率として簡易推計。2020-21年は変動が大きいため、2年平均成長率を用いた。

<sup>4</sup> 「延迟退休真要来了, 这两省已试点」 新華社、2022年2月25日。



GDP 比は、2021 年に不動産融資引き締めなどの動きを受けてやや低下したものの、2022 年 1～3 月期には再び上昇に転じ、4～6 月期には 273%と過去最高水準に達した（前ページ左下図）。特に、企業と地方政府部門の債務が増加しており、効率の低い設備投資やインフラ投資により債務問題が深刻化している可能性がある。実際に投資効率を示す限界資本係数は、世界金融危機以降、上昇（悪化）傾向をたどり、コロナ・ショック後は悪化が加速している（前ページ右下図）。

③の生産性については、国家主導のイノベーション推進が引き続き押し上げにつながるとみられるが、米中対立長期化が見込まれる中、海外からの先端技術移転に対する障害がマイナス要因となろう。また、「共同富裕」政策に代表される政府による経済への介入が強化され、民間企業の活力が低下、生産性に悪影響を与える懸念もある。産業別には、1 次産業は食料安全保障の機運の高まりもあり引き続き労働力減少をカバーすべく生産性の向上が図られるが、第 2 次産業（製造業）は技術移転の鈍化から生産性の伸びは低下、3 次産業もネット大手など民間企業に対する規制強化が生産性向上の重石となろう。

以上を踏まえると、供給サイドから見た 2021～25 年平均成長率は+5.0%となり、2016～20 年平均（+5.7%）から減速する（下表）。なお、産業別の労働人口の割合の変化については、過去 5 年（2017～2021 年）の傾向が続くと仮定している。

### 成長率に対する雇用と生産性の寄与

	2011～15年 (第12次五カ年計画)			2016～20年 (第13次五カ年計画)			2021～25年 (予測、第14次五カ年計画)		
	平均成長率(寄与度)			平均成長率(寄与度)			平均成長率(寄与度)		
		雇用	生産性		雇用	生産性		雇用	生産性
実質GDP	7.9	0.1	7.9	5.7	▲ 0.3	6.1	5.0	▲ 0.7	5.7
1次産業	4.1 (0.3)	▲ 5.2	9.3	3.4 (0.2)	▲ 3.7	7.1	3.0 (0.1)	▲ 4.2	7.1
2次産業	8.0 (2.0)	0.7	7.3	5.0 (1.7)	▲ 1.0	6.0	4.3 (0.9)	▲ 0.5	4.9
3次産業	8.6 (3.5)	4.1	4.4	6.7 (3.1)	2.1	4.6	5.7 (2.8)	1.1	4.6

(出所) 中国国家统计局、中国人力資源社会保障部、国連

(注) 1. 1次産業は農林水産業と鉱業、2次産業は製造業、建設業、電気ガス水道業の合計。

2. 雇用は就業者数、生産性は就業者一人当たり実質付加価値生産額、実質化は2015年価格基準。

### 中国のGDP成長率予測

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
前年比、%、%Pt	実績	実績	実績	予想	予想	予想
実質GDP	6.0	2.2	8.1	3.2	4.8	4.6
(5月時点予測)				4.3	5.3	
最終消費	6.2	▲ 0.3	9.7	2.5	6.2	5.1
個人消費	6.4	▲ 1.8	12.3	1.5	6.9	4.8
政府消費	5.9	3.1	3.9	4.9	4.4	5.8
総資本形成	4.0	4.4	2.6	4.3	3.6	3.8
固定資産投資	5.3	3.3	2.3	4.9	3.3	3.7
在庫投資(寄与度)	▲ 0.5	0.5	0.1	▲ 0.2	0.2	0.1
純輸出(寄与度)	0.7	0.6	1.7	0.0	▲ 0.1	0.1
輸出	2.0	2.8	22.3	0.2	▲ 0.8	3.4
輸入	▲ 0.1	4.6	8.0	▲ 6.4	2.3	3.1
名目GDP	7.3	2.7	12.8	7.4	8.1	6.9
CPI	2.9	2.5	0.9	2.4	2.7	1.7
人民元/ドル(年平均)	6.91	6.90	6.45	6.70	6.85	6.62

(出所) 中国国家统计局、中国海関総署

(注) 輸出入は実質元建てベース、伊藤忠総研による試算値。

上述の需要動向や供給力の見通しを踏まえ、2023 年の成長率を前年比+4.8%、2024 年を+4.6%と予想した（右図）。下振れリスクは、ゼロコロナ政策の継続、不動産市場の調整の長期化である。一方で、上振れリスクは、定年延長の早期導入、市場改革の進展による民間企業の活力向上であろう。3 期目に突入する習政権が、これまで重視してこなかった、長期安定的な経済成長に必要な改革に着手するか、注目したい。

## 主な指標の動き (2022年7月)

## PMI (購買担当者指数)

7月の製造業 PMI は 49.0 と 6月 (50.2) から低下、景気拡大・縮小の分かれ目となる 50 を再び下回った。一部地域での散発的な感染拡大や不動産市場の調整を受けた需要不足が、景況感を押し下げ。

主な内訳を見ると、新規受注 (6月 50.4→7月 48.5) は 50 以下へ低下。新規受注の内訳項目である新規輸出受注 (49.5→47.4) も悪化。国家統計局によると、需要不足に直面してい

ると回答した企業の割合は 4 ヶ月連続で上昇、5 割超へ。インフラ投資テコ入れや乗用車取得税減税などの景気支援策が実施されるも、散発的な感染拡大や不動産市況の調整などの影響が大きく、政策による需要喚起の効果は十分に発揮されず。需要不足を受け、生産 (52.8→49.8) も 50 以下へ低下。サプライヤー配送時間 (51.3→50.1) の低下が示唆する感染再拡大を受けた物流の停滞も生産活動を押し下げた模様。雇用 (48.7→48.6) は 50 以下の推移が続き改善に遅れ。原材料購入価格 (52.0→40.4) は国際商品価格のピークアウトを受け大幅に低下。企業規模別では、大企業 (50.2→49.8) が 3 ヶ月ぶりに 50 以下に転じ、中規模企業 (51.3→48.5)、小規模企業 (48.6→47.9) も悪化。

7月の非製造業 PMI は 53.8 と 6月 (54.7) から低下したが、50 以上を維持。サービス業 (54.3→52.8) は、交通や飲食など接触型サービス業は比較的好調だったものの、不動産関連が押し下げ。建設業 (56.6→59.2) は大幅に上昇、堅調なインフラ投資が改善に寄与。

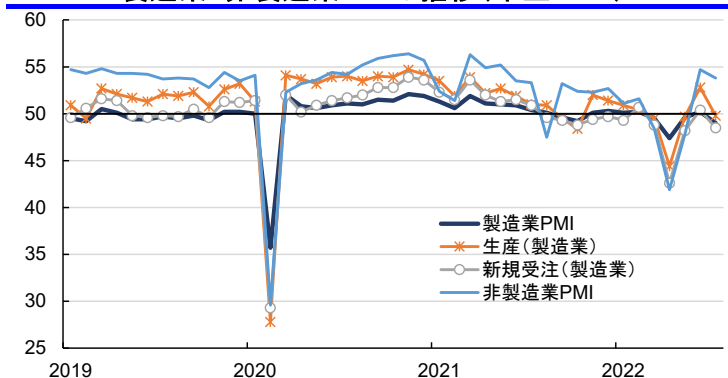
## 輸出 (通関統計、米ドルベース)

7月の輸出額 (ドルベース) は前年同月比 +18.0% と、6月 (+17.9%) に続き高い伸び。当社が公表実額値から試算した季節調整値でも、4~6 月期対比 5.9% の増加。

主な仕向け地別に見ると (右図)、相対的に景気が堅調な ASEAN 向け (4~6 月期前期比 +13.8%→7 月<sup>5</sup>+7.6%) は減速するも増勢維持。日本向け (▲4.5%→+13.2%) や EU 向け (▲1.7%→+6.5%) は増加に転じた。一方で、物価上昇により景気が減速する米国向け (▲2.8%→+0.1%) は停滞。NIES (韓国・台湾・香港) 向け (+0.3%→▲1.2%) は主要輸出品目である携帯電話や半導体などが下押しし減少に転じた。

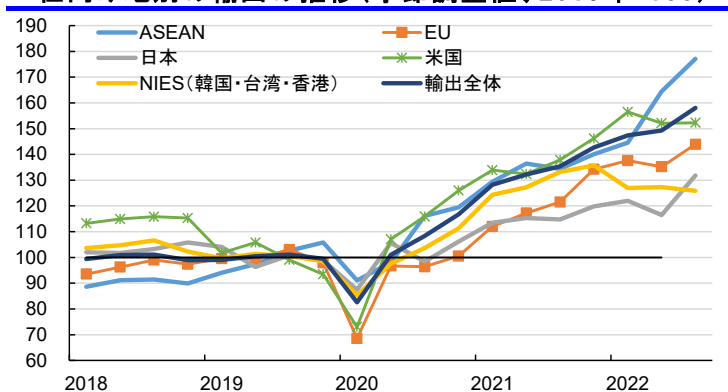
主な財別では、ロックダウン解除後のサプライチェーンの改善を受けて自動車 (4~6 月期前期比 ▲30.8%→7 月 +27.0%) の輸出が大幅に増加、PC・PC 部品 (▲5.6%→+6.0%) は増加に転じた。鉄鋼

## 製造業・非製造業 PMI の推移 (中立=50)



(出所) 中国国家統計局

## 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。直近は7月。

<sup>5</sup> 4~6 月期平均に対する 7 月の輸出額の変化。他地域も同様。

製品（+25.8%→+13.0%）や衣服（+8.5%→+4.6%）は、増勢が鈍化したものの拡大を維持。ワクチンを含む医薬品（▲23.3%→+10.8%）やマスクを含む繊維品（▲4.5%→+5.5%）は、中国国内の感染拡大が最悪期を脱し国内需要が減少したことから増加に転じた。他方、携帯電話（▲2.2%→▲7.2%）や集積回路（▲3.0%→▲5.9%）などの電子機器・部品は落ち込みが加速。経済の先行き不安を受けた世界的なスマートフォン需要の減少が影響した模様。

なお7月のロシア向け輸出は前年同月比+22.2%（6月▲17.0%）と、5ヵ月ぶりにプラスの伸びに転じた。当社が公表実額値から試算した季節調整値でも、前月比+21.8%（6月+1.7%）と大きく改善。財別では、PCなどの一般機械（4~6月期前期比▲31.3%→7月+48.2%）や、携帯電話などの電気機械（▲38.3%→+34.7%）、自動車部品などの輸送機械（▲30.3%→+68.0%）といった主要輸出品目が大幅増。ロシアからの輸入は前年同月比+49.3%と6月（+56.3%）から鈍化したが高伸びを維持。季節調整値では前月比▲0.1%と前月から概ね横ばい。資源価格が下落に転じたことに加え、数量ベースでも内需停滞を受けて原油の輸入が減速（4~6月期前期比+11.7%→7月+2.7%）。

### 社会消費品小売総額（小売販売）

7月の社会消費品小売総額（小売販売）は前年同月比+2.7%と、6月（+3.1%）から伸びが小幅に鈍化。

内訳を見ると、物販（6月前年同月比+3.9%→7月+3.2%）の伸びが鈍化。一部地域の購入促進策が6月末に終了したことを受けて自動車（+13.9%→+9.7%）が減速、不動産市場の調整を背景に建材（▲4.9%→▲7.8%）や家具（▲6.6%→▲6.3%）など不動産関連も低調が続く。感染再拡大を受けた消費マインド悪化により衣服、通信機器、化粧品など選択的消費も伸びが鈍化。飲食サービス（▲4.0%→▲1.5%）は減少幅が縮小したが依然マイナス圏にあり回復に遅れ。

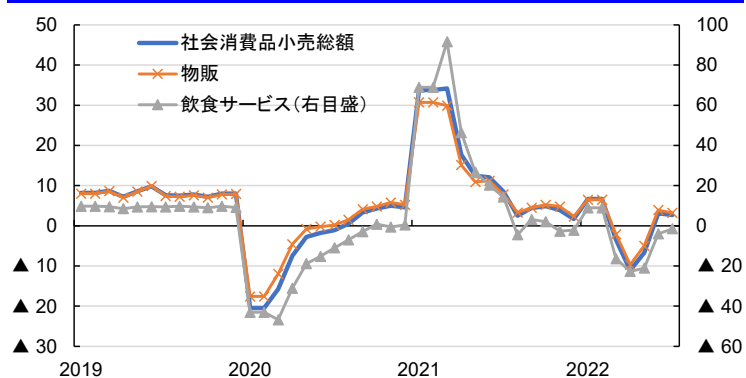
7月の乗用車販売台数は前年同月比+40.0%と高い伸びを維持（6月+41.2%）。当社試算の季節調整値では前月比+0.5%とほぼ横ばい、年率では2,900万台と2021年通年（2,148万台）を大きく上回る高水準を維持。なお、自動車メーカー側の統計である販売台数が、上記の小売販売統計に比べ堅調だったのは、乗用車取得税減税を受け年後半の需要増を見込むディーラー向け販売が好調だったため（ディーラー在庫増）。

7月の乗用車販売台数は前年同月比+40.0%と高い伸びを維持（6月+41.2%）。当社試算の季節調整値では前月比+0.5%とほぼ横ばい、年率では2,900万台と2021年通年（2,148万台）を大きく上回る高水準を維持。なお、自動車メーカー側の統計である販売台数が、上記の小売販売統計に比べ堅調だったのは、乗用車取得税減税を受け年後半の需要増を見込むディーラー向け販売が好調だったため（ディーラー在庫増）。

### 固定資産投資（都市部）

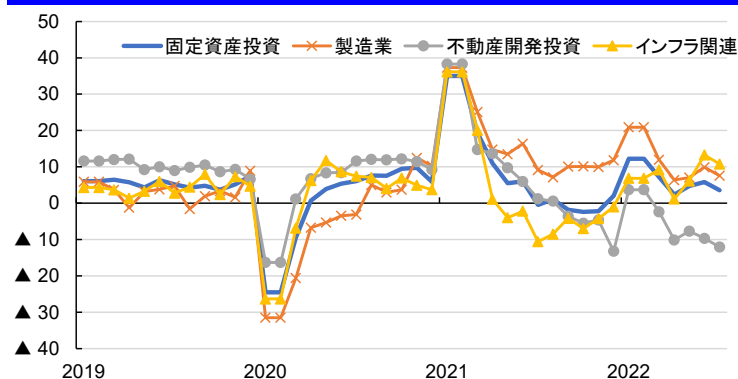
7月の固定資産投資（設備投資、公共投資、住宅投資の合計、都市部）は、前年同月比+3.6%<sup>6</sup>と6月（+5.8%）から伸びが鈍化。5、

社会消費品小売総額の推移(前年同期比、%)



(出所) 中国国家统计局

固定資産投資の推移(前年同期比、%)



(出所) 中国国家统计局

<sup>6</sup> 当社試算の単月の前年同月比。

6月は2020～21年平均の伸び(+3.9%)を上回っていたが、7月は再び下回り低調。

主な内訳を見ると、不動産開発投資(6月前年同月比▲9.7%→7月▲12.1%)のマイナス幅が拡大。6月末以降の住宅ローン返済拒否の動きを契機とした不動産市場の調整長期化懸念が背景にある模様。全体の約3割を占める製造業(+9.9%→+7.5%)も、不動産投資の落ち込みから鉄鋼や非金属を中心に伸びが鈍化。全体の2割強を占めるインフラ関連分野<sup>7</sup>(+13.3%→+10.8%)は、比較的高い伸びを示したが先月からは鈍化。インフラ投資の原資となる地方政府专项債の発行ペース鈍化が下押し要因に<sup>8</sup>。

## 工業生産

7月の工業生産(実質工業付加価値生産額)は前年同月比+3.8%と、6月(+3.9%)から伸びが小幅に鈍化。産業別には、製造業(6月前年同月比+3.4%→7月+2.7%)の伸びが鈍化。他方、エネルギー安定供給のための石炭増産を反映し、鉱業(+8.7%→+8.1%)は高い伸びを維持、電気・ガス・水道(+3.3%→+9.5%)は大きく伸びを高めた。地域別には、上海市の工業生産(+13.9%→+18.6%)が改善を続けた一方、7月以降感染が広がった甘粛省(+4.6%→▲2.8%)ではマイナスの伸びに転じた。

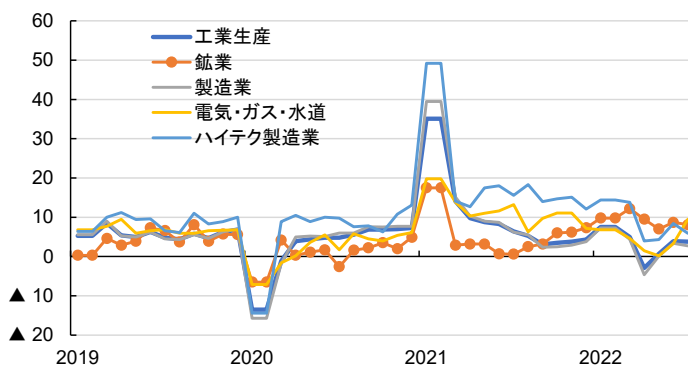
製造業を業種別にみると、自動車(6月前年同月比+16.2%→7月+22.5%)はサプライチェーン改善や自動車購入支援策を支えに伸びを高めたが、不動産市場の調整を受けて鉄鋼、非金属、非鉄金属など素材産業で悪化。国内外の電子機器の需要減を受け、通信・電子などハイテク製造業<sup>9</sup>(+11.0%→+7.3%)の伸びも鈍化。

なお、猛暑による電力需要の高まりと水不足による水力発電量の減少を受け、中国内陸部の四川省や重慶市などで電力不足問題が発生、政府が多くの工場に対し操業の一時停止を命じた(四川省8月15～25日、重慶市8月15～24日の予定を無期限延長)。自動車や電子機器の生産が集積する地域であり、サプライチェーンを通じ中国全体の生産活動にも悪影響が波及、8月の工業生産を押し下げる可能性が高い。

## 消費者物価

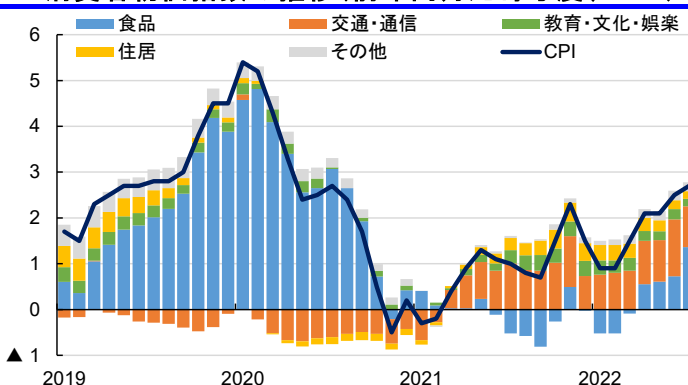
7月の消費者物価指数(CPI)は前年同月比+2.7%(6月+2.5%)と、2ヵ月連続で伸びを高めた。「+3.0%以内」という2022年通年の物価目標圏内での推移となったが、2020年7

### 工業生産の推移(前年同期比、%)



(出所)中国国家统计局

### 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

<sup>7</sup> 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。

<sup>8</sup> 2022年7月の地方政府专项債新規発行額は612億元と、6月(1.37兆元)から急減した。背景には、2022年1月～6月末までの同累計発行額が3.41兆元と6月末までの発行目標額(3.45兆元)をほぼ達成、2022年通年の発行枠(3.65兆元)にも近づき、7月分の発行余地が小さかったことがある。

<sup>9</sup> 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。



月（+2.7%）以来の高い伸びに。前月比でも+0.5%と6月（+0.0%）から加速。

加速の主因は食品価格（6月前年同月比+2.9%→7月+6.3%）の大幅な上昇。需要回復や価格上昇を見込んだ養豚業者の出荷抑制などから、豚肉価格（▲6.0%→+20.2%）は2020年9月以来となるプラスの伸びに。野菜価格（+3.7%→+12.9%）も高温が続いた影響で上昇幅が加速。車両用燃料を含む「交通・通信」（+8.5%→+6.1%）は、原油価格が6月中旬をピークに下落していることを受け伸びが鈍化。

食品・エネルギーを除いたコアCPI（+1.0%→+0.8%）は、前月から小幅に伸びが鈍化。主に感染再拡大を受けたサービス価格（+1.0%→+0.7%）の伸び鈍化が寄与。

なお、中国人民銀行は「2022年第2四半期貨幣政策執行報告」（8月10日公表）において、2022年後半の消費者物価が通年目標の3%を一時的に超える可能性があるとして指摘。背景には、①感染抑制後の消費回復による消費財の価格上昇、②豚肉価格が上昇局面に転じたこと<sup>10</sup>、③石油や天然ガス価格の高騰による輸入インフレ圧力、がある。

### 生産者物価

7月の生産者物価指数（PPI）は前年同月比+4.2%と6月（+6.1%）から伸びが鈍化。前月比でも▲1.3%と6月（+0.0%）からマイナスの伸びに転じた。

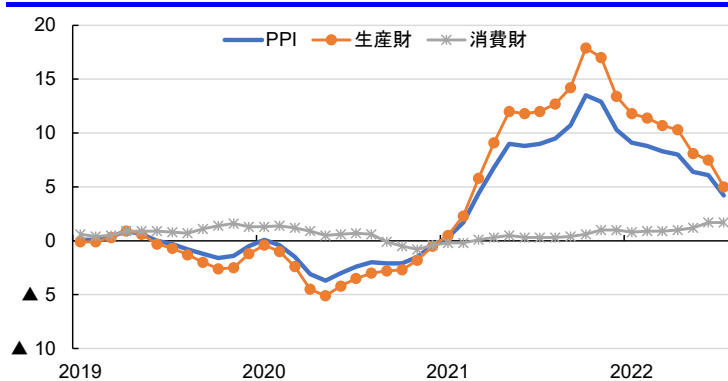
内訳をみると、原油や非鉄金属などの国際商品価格が下落に転じたことを受け、石油・天然ガス採掘（6月前年同月比+54.4%→7月+43.9%）、石油・石炭加工（+34.7%→+28.6%）、非鉄金属（+8.2%→+1.9%）の伸びが鈍化。鉄鋼や非金属の価格も不動産投資の悪化を受け弱含み、生産財価格全体（+7.5%→+5.0%）も鈍化。

他方、消費財価格（+1.7%→+1.7%）は、食品の伸びが高まる一方、衣服や日用品の伸びが鈍化し、前月から横ばいの伸びとなった。

### 人民元対ドル相場

人民元の対米ドル相場は、7月末～8月中旬まで1ドル=6.75元前後で推移していたが、その後急速な元安が進展、8月24日には1ドル=6.865元と2020年8月末以来約2年ぶりの元安水準に達した。背景には、①7月の主要指標の減速を受けた景気減速懸念の高まり、②最優遇貸出金利（LPR）引き下げ（8月22

生産者物価指数の推移(前年同月比、%)



(出所) 中国国家统计局

人民元相場の推移(元/米ドル)



(出所) 中国外貨取引センター

<sup>10</sup> 中国人民銀行によると、2006年以降、豚肉価格は約4年間隔で上昇・下落のサイクルを繰り返しており、うち1.5～2年間は価格上昇局面である。今回の上昇局面は2022年4月下旬に始まったため、2023年10月～2024年4月頃まで豚肉価格の上昇が続き、CPIを押し上げるとみられる。

日)、③米金融当局の利上げに対する積極姿勢を受けた米長期金利上昇によるドル高進展、がある。

今後を展望すると、中国経済の回復力が弱く緩和的な金融環境が続くこと、一方で米国では少なくとも2023年前半までは利上げが継続すること、が見込まれるため、米中金利差の観点からは元安が進みやすい。報道によると、当局が中国の銀行に対して元売りを控えるよう指示しており<sup>11</sup>、元安進展への警戒を高めている模様。中国企業の対外投資に対する監督管理が強化される可能性もあり、今後の動向には注視が必要。

---

<sup>11</sup> 「中国規制当局、複数の銀行に人民元売りを警告」ロイター、2022年8月24日。