

# コロナに振りまわされる中国経済

## 23年も巡航速度回帰にとどまりV字回復は期待薄

アジア調査チーム首席主任エコノミスト

伊藤秀樹

080-1069-4774

hideki.ito@mizuho-rt.co.jp

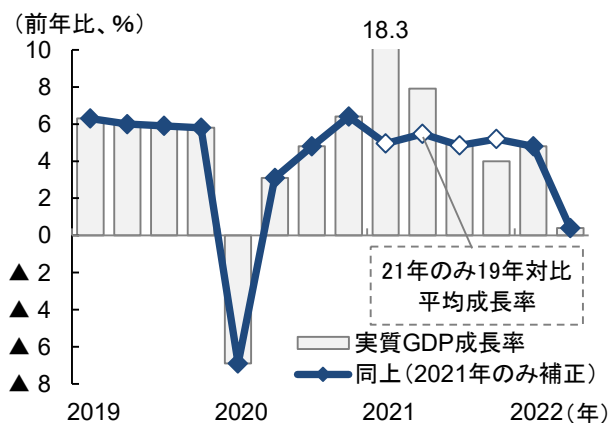
- 足元の中国経済は、感染拡大に起因する消費活動と不動産投資の落ち込みに対し、インフラ投資等の景気対策を講じるも、大幅減速は免れず。2022年成長率目標（+5.5%前後）の達成は遠のく
- 22年後半も、ゼロコロナ政策の副作用を財政出動でカバーする構図は不変。しかし、不動産市場の停滞で地方政府の不動産収入は減少し、財政出動の効果を相殺。22年の成長率は+4.0%と予測
- 景気の本格回復は、ゼロコロナ解除を想定する2023年4~6月期以降。コロナ禍で傷んだ雇用・所得環境が消費持ち直しの足かせとなるなど、23年の成長率は巡航速度の下限に近い+5.0%と予測

### 1. マイナス成長は回避も、消費活動と不動産投資は低迷

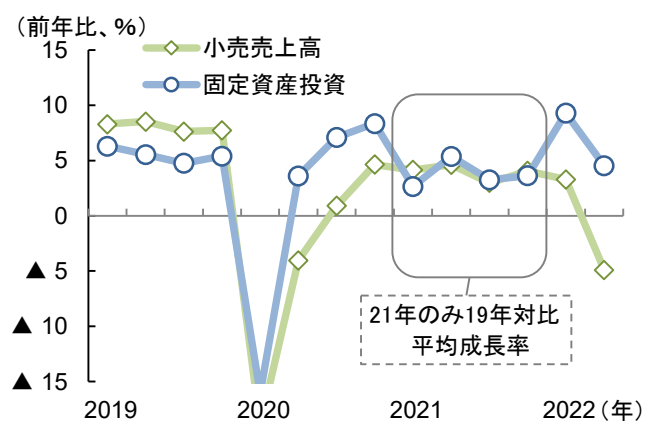
2022年4~6月期の実質GDP成長率は前年同期比+0.4%と、前期（1~3月期）の同+4.8%より大幅に減速した（図表1）。一部の報道で指摘されていた「マイナス成長」は辛うじて回避したが、上海封鎖を伴う4月の爆発的感染拡大が景気に深い傷跡を残した。前期比では▲2.6%（前期：同+1.4%）と、コロナ第一波の襲来を受けた2020年1~3月期以来の落ち込みとなった。

感染拡大で最も影響を受けたのは消費活動だ。4~6月期の小売売上高は前年同期比▲4.6%（前期：同+3.3%）と前年を割り（図表2）、なかでも飲食サービスは営業規制等の制約を受けて大幅減（同▲15.6%）となった。6月単月で見れば、小売売上高は同+3.1%と持ち直しの途上にはあるが、厳格化する防疫措置によりコロナ前（2019年）の伸び率（前年比+8.0%）との乖離は無視できない。

図表1 実質GDP成長率



図表2 小売・投資指標



(出所) 中国国家统计局、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(注) 小売売上高は社会消費品小売総額  
(出所) 中国国家统计局、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

固定資産投資も小売売上高ほどではないが、4～6月期は前年同期比+4.5%（前期：同+9.3%）と弱含んだ（図表2）。不動産開発投資は、コロナ禍で落ち込んだ不動産販売を反映し、同▲9.2%（前期：同+0.7%）と大幅なマイナスだった。製造業投資も、上海等での封鎖措置で生産活動は制限されたことで、下押しされた。景気対策の一環であるインフラ投資は、同+8.6%（前期：同+10.5%）と高い伸びを維持したが、不動産開発投資の落ち込みを補うまでには至らなかった。

2022年上期の実質GDP成長率は前年同期比+2.5%と、3月の全人代で掲げた成長率目標（5.5%前後）との乖離は大きい。本稿では、4～6月期における景気低迷の要因である消費活動と不動産投資を中心に、その背景にあるゼロコロナ政策<sup>1</sup>を踏まえて今後の中国経済を展望する。

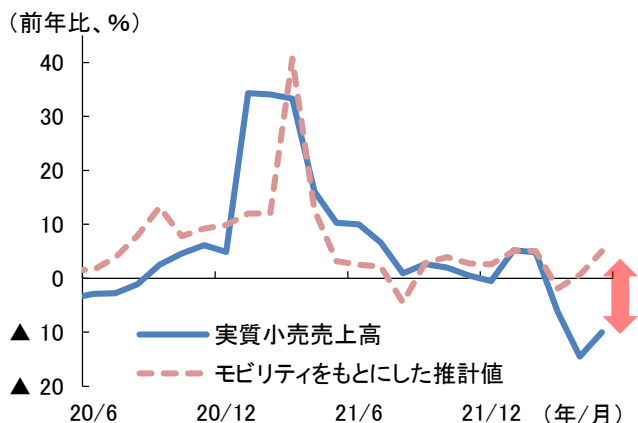
## 2. 2022年は景気への向かい風なお強く、本格回復は2023年4～6月期以降

### （1）長引くゼロコロナが奪う消費マインド

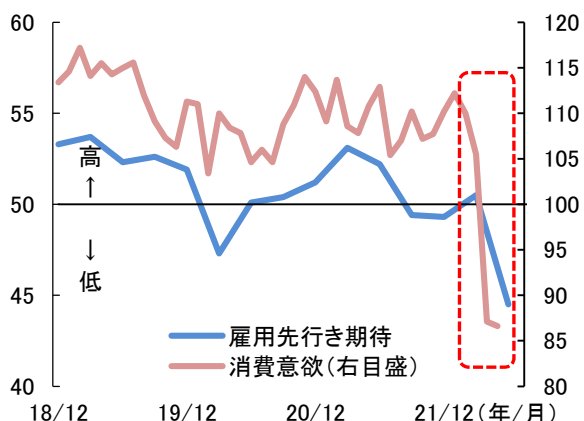
上海での爆発的な感染拡大と封鎖長期化（3月28日～5月31日）を受けて、ゼロコロナ政策は実質的に厳格化され、消費停滞の一因となった。同政策では、全市民を対象とした定期的なPCR検査を義務付ける都市が拡大<sup>2</sup>するなど、地方政府単位で感染発生を早期に把握することに注力している。すなわち、感染者のあぶり出しを徹底することで感染拡大の芽を早期に摘み、感染者が発生しても局所的な封鎖と隔離の徹底で乗り切る構えである。定期的な検査の義務付けは、飲食業をはじめとするサービスの営業規制を伴う傾向にあり、消費機会の喪失につながりやすい。医療キャパシティが盤石とはいえない中国にとって、ゼロコロナ政策は必要な防疫措置であるとはいえ、経済に負荷をかけている事実は否めない。防疫措置の強化により上海のような大規模な感染が発生する可能性は低いとみるが、ゼロコロナ政策が続く限り、飲食・宿泊等のサービス分野を中心とする消費活動の下押しは避けられない。

また、足元で低迷する個人消費の要因は、ゼロコロナに伴う行動制限や飲食店等の営業規制の他にもありそうだ。図表3では、消費活動の実態に近い小売売上高（実質値）と、人々の外出状況（道路混雑指数）をもとに推計した同売上高を示している<sup>3</sup>。厳格な防疫措置のもとでは外出機会は減り、消費

図表3 小売売上高（実質）



図表4 消費者・預金者向けアンケート調査



（出所）中国国家统计局、高德地図、CEIC、windより、みずほリサーチ & テクノロジーーズ作成

（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、CEICより、みずほリサーチ & テクノロジーーズ作成

(小売売上高)の減少に直結する。そのため、通常であれば2つの変化率は連動するはずだが、足元で乖離がみられる。つまり、外出状況の減少に比べ、小売売上高の落ち込みが大きくなっているのである。要因として考えられるのは、雇用環境の悪化を通じた消費マインドの低下である。企業は感染再拡大のリスクを意識し採用姿勢を慎重化しているとみられ、今年3月の都市調査失業率は政府目標(5.5%以下)を上回り、4月には2020年2月のコロナショック以来となる6%を突破した<sup>4</sup>。消費者・預金者向けアンケート調査でも、雇用先行き期待の低下に沿うように消費意欲の悪化が顕著にみられ(図表4)、消費者の財布の紐が固くなっている様子がうかがえる。

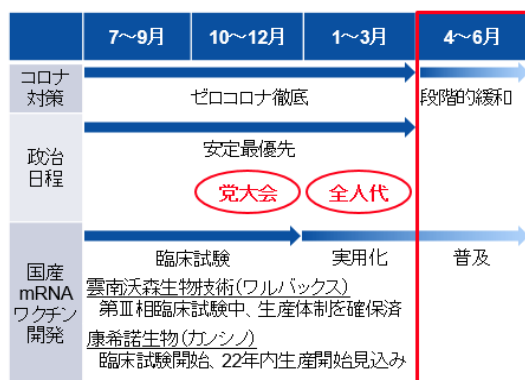
では、中国政府はゼロコロナ政策をいつまで続けるのだろうか。解除時期については以前にも指摘したように<sup>5</sup>、①国内の政治イベントや、②重症化を防ぐメッセンジャーRNAワクチン(以下、mRNAワクチン)の中国本土における開発・普及状況に左右されよう。前者については、今秋の党大会(中国共産党全国代表大会)<sup>6</sup>や、それを踏まえた各種政策が発表される来春の全人代までは、ゼロコロナのみならず政策面で大きな転換を図る可能性は低いだろう。後者のワクチンは、国産及び海外製の複数の候補が国内で臨床試験の途上であり、2022年内の生産開始を表明するものもある<sup>7</sup>。ただし、mRNAワクチンの実用化にはこれまで時間を要した経緯があり、楽観視はできない。

こうしたゼロコロナ政策を巡る変数を踏まえると、解除時期は早くとも2023年4~6月期以降とみる(図表5)。また、ポスト「ゼロコロナ」では、サービス消費を抑制した行動規制等の緩和・撤廃を受けて、消費活動の本格的な持ち直しに期待が集まるが、その勢いは割り引いて考える必要があろう。先に述べた通り、コロナ禍で傷んだ雇用・所得環境が消費マインド回復の足かせとなりうるからだ。

## (2) 不動産投資の底入れ時期は2023年入り後

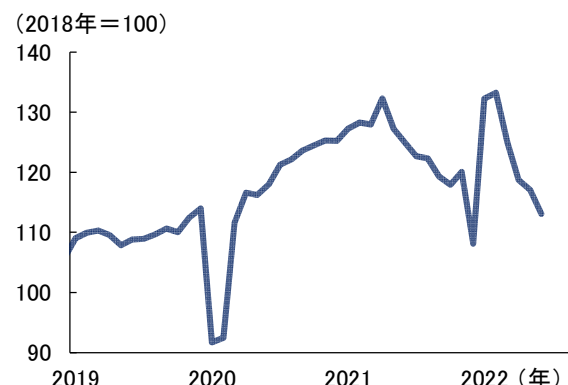
2022年初に改善の兆しがみられていた不動産開発投資は、3月以降に再び落ち込んだ(図表6)。春先の感染拡大がショールームの閉鎖等を通じて、住宅用不動産の販売機会を奪ったことに起因する。上海をはじめ全国的に感染のピークを迎えていた4月の不動産販売面積は、前年同月比▲39.0%と記録的な落ち込みとなった。当初(前年)の低迷要因であった不動産開発業者向け融資規制を微修正することで持ち直しの兆候がみられていた最中に、コロナを通じた需要ショックの直撃を受け、不動産開発投資は二番底に直面する格好となった。

図表5 ゼロコロナ政策の見通し



(注) ワクチン開発は代表例のみ表記、ワクチンのスケジュールは各種報道等をもとにMHRTの想定を記載  
(出所) 各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表6 不動産開発投資



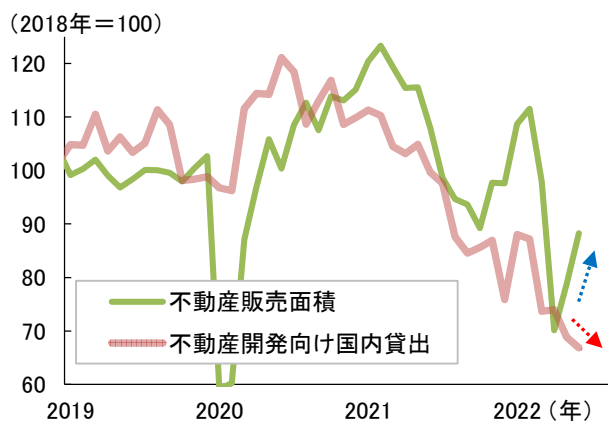
(注) 投資はMHRTによる季節調整値、価格は70都市平均  
(出所) 中国国家統計局、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

事態を深刻に受け止めた政府は、頭金規制等の購入にかかる制限を緩和し不動産実需の喚起に動いた。さらに、5月には中国人民銀行と中国銀行保険監督管理委員会によって、1件目の住宅購入に対する住宅ローン金利の引き下げが発表された。こうした政策が奏功し、足元では需要の動向を示す不動産販売面積に底入れの兆しがみられる。

対照的に、不動産開発業者向け国内貸出残高といった供給サイドの先行指標は、未だ減少傾向にある（図表7）。図表8に示す通り、過去の不動産市場の低迷期では、同貸出残高と不動産開発投資の底入れ時期について、前者が後者をおよそ半年間先行する傾向にある。足元で高止まりする住宅在庫<sup>8</sup>も、新規投資にとって逆風になることを考慮すれば、不動産開発投資の底入れは2023年入り後とみる。

他方、不動産市場低迷の長期化や、それに起因する大手～中堅クラスの国内不動産ディベロッパーの財務体質の悪化、債務不履行（デフォルト）発生が報じられるなか、不動産業界の先行きを危ぶむ声が少ない。中国本土の商業銀行全体における不動産業向け債権の不良債権比率は、コロナ禍以

図表7 不動産関連指標



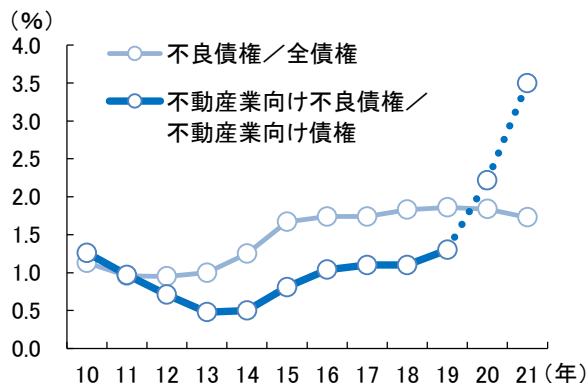
(注) MHRTによる季節調整値  
(出所) 中国国家統計局、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表8 不動産貸出と不動産開発投資の連動性

低迷期のボトム時期		ラグ
不動産開発向け国内貸出	不動産開発投資	
2008年8月	2009年2月	6カ月
2011年8月／ 2012年3月	2012年7月	4～11カ月
2015年3月	2015年10月	7カ月
2021年2月(注)	2021年8月(注)	6カ月

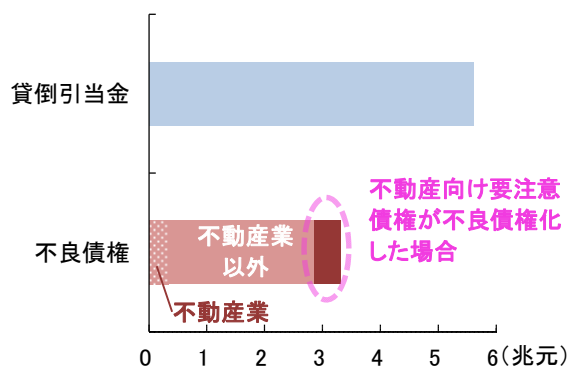
(注) ボトム時期は前年同期比（3カ月移動平均）より判断、2021年のみボトム時期ではなく前年割れの時期を比較  
(出所) 中国国家統計局より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表9 商業銀行の不良債権比率



(注) 2020、21年の不動産業向けの不良債権比率は、大型商業銀行、株式制商業銀行（除く恒豊銀行）の公表済実績値より推計  
(出所) 中国銀行保険監督管理委員会、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表10 商業銀行の貸倒引当金・不良債権額



(注) 2021年末時点。不動産業向け不良・要注意債権額は大型商業銀行、株式制商業銀行（除く恒豊銀行）の公表済実績値より推計  
(出所) 中国銀行保険監督管理委員会、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

降では未発表ながら、大型商業銀行や株式制商業銀行（注：恒豊銀行除く）の公表済実績値から推計すると既に大幅に悪化していた可能性がある（図表9、2021年末時点でおおよそ3.5%）。足元まで安定的に推移する商業銀行全体の不良債権比率（2021年：1.73%）とは対照的である。先に述べた通り、不動産市場の持ち直しにはなお時間を要することから、不動産ディベロッパーの財務体質が更に悪化する可能性は否定できない。

しかし、こうした企業の倒産が商業銀行の経営危機に発展するような金融システムへのリスク波及は回避するとみる。なぜならば、中国の金融機関は（近年、緩和傾向にあるとはいえ）規制に守られているため比較的利益を確保しやすく、また商業銀行全体での不良債権カバー率は197%と十分な引き当てを積み上げているからだ。また、仮に不動産向け要注意債権の全てが不良債権化したとしても、貸倒引当金で十分補うことが可能である（図表10）。もちろん、この試算は商業銀行全体を俯瞰したものであり、全ての銀行が一律で安全だとは言いきれない点には留意する必要がある。

### （3）追加財政措置の効果は限定的

感染抑制による消費活動や不動産投資の落ち込みを受けて、成長率目標の達成が遠ざかるなか、政府は矢継ぎ早に景気対策を打ち出している。なかでも、5月に発表したパッケージ<sup>9</sup>は33項目にわたり、経済の安定に向け総括的な内容であった。今年発表した景気対策の規模は、コロナ初年度である2020年に匹敵する。

次なる手段として考えられるのは、特別国債による財政出動である（図表11）。これは、財政赤字目標（GDP比2.8%前後）の制約を受けず、2020年には1兆元の発行を以って防疫措置等に活用された。特別国債を巡っては、足元で当局関係者が発行の可能性を示唆したほか、1.5兆元前後（30兆円相当、名目GDP比1.3%）の発行を求める声が上がっている<sup>10</sup>。他方、李克強総理は、7月19日の世界経済フォーラムにて「超大規模な（景気）刺激措置」を実施しないとしており、過大な財政出動には否定的である。

仮に1.5兆元の特別国債が発行された場合、経済効果はどの程度であろうか。その前に、足元の財政

図表11 財政政策（2020年との比較）

項目 (単位:兆元)	2020年	2022年(6月末時点)
減税・税還付	2.6	2.5⇒2.7(5月に追加)
社会保険料減免	1.7	納付猶予等の対応
中央予算内 インフラ投資	0.6	0.64
地方专项債 (インフラ投資)	3.75	3.65 (投資実行の前倒し指示)
特別国債発行 (防疫措置等)	1.0	(1.5兆元程度の発行を 検討か)

(注) 地方专项債は上記に加え、前年繰越分の1兆元超が見込まれる  
(出所) 中国財政部等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表12 財政の状況

		22年予算 (兆元)	6月時点(累計) (兆元)	前年差
一般公共 予算	収入(A)	21.01	10.52	▲ 1.19
	増値税		1.91	▲ 1.61
	支出(B)	26.71	12.89	0.72
	衛生・健康関連 (PCR検査含む)		1.13	0.08
収支(A-B)		▲ 5.70	▲ 2.37	▲ 1.91
政府系 基金予算	収入	9.86	2.80	▲ 1.11
	土地使用権譲渡収入		2.36	▲ 1.08
	支出	13.90	5.48	1.31

(出所) 中国財政部、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

状況を振り返る必要がある。2022年6月末時点での財政状況のポイントは、図表12の通り一般公共予算（一般会計に相当）、政府系予算基金（特別会計に相当）ともに、収入が前年同期の水準を下回っていることだ。一般公共予算では増徴税の減少が目立つが、これは今年の日玉政策である減税・税還付が影響している。景気下支え効果を期待し税還付の実施を急いだためであり、年前半における当該項目の落ち込みは当初予算で想定されていた。一方、政府系基金予算では、土地使用権譲渡収入が前年同期差▲1.08兆円と大幅な落ち込みが確認できる。これは、地方政府が保有する土地使用権を売却する際に得る収入で、地方政府歳入全体のおよそ1/3を占める重要な財源である。通常、不動産ディベロッパー等は地方政府より不動産使用権を購入して不動産投資を行うため、不動産市場低迷は土地使用権譲渡収入の減少に直結する。この大幅減は当初予算では想定していないとみられ、不動産投資の底入れには時間を要することを踏まえれば、今年後半の巻き返しも期待しにくい。

こうした財政状況を念頭に置くと、今後の特別国債の発行効果は、不動産からの収入減に相殺される部分があり、実質的な追加財政出動の規模は限定的と考えるのが自然だろう。つまり、1.5兆円規模の発行では成長率の大幅押し上げは見込みにくい。

### 3. 世界経済の減速下、中国経済の復調に注目が集まるも過度な期待は禁物

#### （1）成長率予測は2022年に+4.0%、2023年は+5.0%で、V字回復は望めず

これまで述べてきた論点を踏まえ、今後の中国経済の概観を示すことで本稿のまとめとしたい。

2022年後半における中国経済の構図は、コロナ等の下押し要因を景気対策でしのぐといった、年前半にみられたものと大きくは変わらない。厳格な感染抑制による消費機会の喪失や雇用環境の悪化が消費活動を下押しすることに加え、不動産市場の低迷が経済への重石となろう。特別国債の発行といった追加景気対策を講じると予想するが、地方政府の土地収入減が響き成長率の大幅押し上げとはならず、実質GDP成長率は+4.0%を見込む。

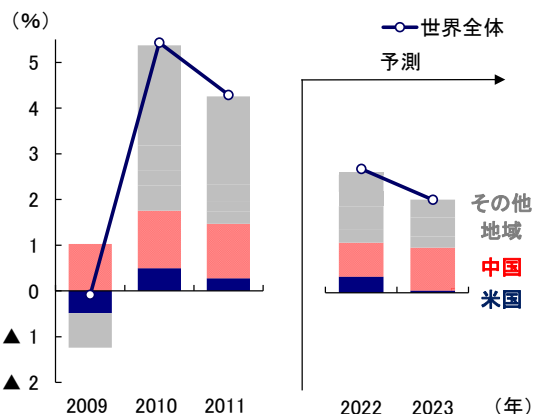
2023年は、ゼロコロナ政策の段階的な解除によるサービス分野を中心とした消費活動の回復や、不動産投資の底打ちを見込むが、成長率は巡航速度の下限に近い+5.0%にとどまるとみている。コロナ禍で悪化した雇用環境が消費回復の足かせとなる状況に、FRB利上げによる米国景気後退、ウクライナ情勢に伴う欧州景気の悪化等、世界経済の減速<sup>11</sup>が重なり、持ち直しにはV字回復のような勢いは期待しにくい。

#### （2）グローバル経済のけん引役となることは難しい

一方、世界を見渡せば、2023年にかけて景気減速が予測されるため、曲がりなりにも成長率の改善が見込まれる中国経済に注目が集まりやすい。2008年のリーマンショック後、4兆円の景気対策をもとに中国経済の成長が世界経済の回復をけん引した世界観が想起される。確かに、弊社の世界経済の予測値（2022年7月時点）<sup>11</sup>では、2023年における中国の世界経済成長率への寄与度は+0.9%と、2009年と比較して遜色ない（図表13）。

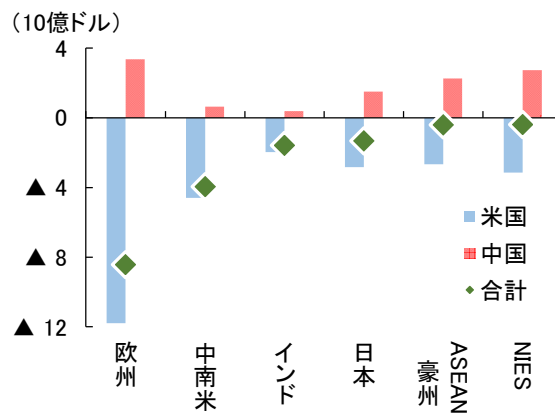
しかし、図表14に示す通り、直面する米景気後退の世界的影響は大きい一方、先に述べたように中国の復調は力強いとは言えず、米国の影響を中国だけでは穴埋めできないだろう。中国との経済的な結びつきが強いアジア諸国・地域でさえ、米国によるマイナスの影響を相殺しきれそうになく、2023年の世界経済は厳しい局面を迎えるとみている。

図表13 世界GDP成長率（地域別寄与度）



(注) 2022年以降はMHRT予測値。寄与度はIMFのGDPシェア（PPPベース）より計算  
 (出所) IMF、各国・地域統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表14 米中成長率変化による世界経済への波及



(注) 米国・中国の2022年から23年にかけての成長率見通し（MHRT予測値）の変化が及ぼす世界経済への影響。欧州は28カ国、ASEANは5カ国（インドネシア、タイ、フィリピン、ベトナム、マレーシア）、中南米はメキシコ・ブラジルの合計  
 (出所) OECD「TiVA」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

- 1 正式名称は「動態（ダイナミック）ゼロコロナ」政策。徹底した検査や隔離、局所的な封じ込めにより感染拡大を防ぐ。
- 2 華泰証券によれば、人口 500 万人以上の 91 都市において全市民への定期的な PCR 検査を実施する都市数は、49 都市（7 月 19 日時点）と、5 月初旬の 10 都市前後より増加。
- 3 2020～21 年までの道路混雑指数（100 都市の単純平均）と実質小売売上高（小売物価指数にて実質化）の前年比より、2022 年 5 月までの実質小売売上高を推計。
- 4 雇用環境については、月岡直樹「中国の若年失業率は高止まりへ」、『Mizuho RT Express』（2022 年 7 月 22 日）参照。
- 5 伊藤秀樹「減速がみられる中国経済の先行き」、『みずほインサイト』（2021 年 10 月 28 日）参照。
- 6 中国共産党の指導体制や重要方針を決める最高意思決定機関で、通常 5 年に 1 度開催される。重要な政策課題の討議に加え、最高指導部を含む中央委員の選出等を行う。
- 7 華夏時報「新冠 mRNA 疫苗国内上市时间表」（2022 年 6 月 11 日）、医学微生物学研究所「国内企业持续发力 mRNA 疫苗临床研究又有新进展」（2022 年 6 月 10 日）。
- 8 2022 年 6 月時点の完成住宅在庫は前年比+13.5%（面積ベース）と年初より 10%超が続く。10%超は 2016 年以来。
- 9 景気対策パッケージについては、月岡直樹「中国が追加の景気対策を発表」、『Mizuho RT Express』（2022 年 5 月 30 日）参照。
- 10 Bloomberg「PBOC Adviser Says China GDP Target 'Difficult' to Achieve」（2022 年 6 月 25 日）、新浪新聞「政策重点应在需求侧，可发 1.5 万亿消费特别国债」（2022 年 7 月 15 日）。
- 11 詳細は、「グローバルインフレと世界経済の行方」、『2022・2023 年度 内外経済見通し』（2022 年 7 月 26 日）参照。

**【PR】YouTube 動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート（無料）を配信中！**

～国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供～

▽メルマガ（登録無料）では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>



(QR コードはデンソーウェブの登録商標です)

お問い合わせ：調査本部メールマガジン事務局（03-6808-9022, chousa-mag@mizuho-rt.co.jp）

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。