

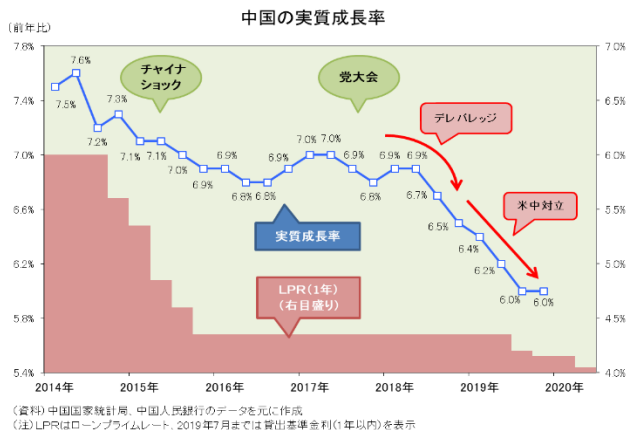
Weekly エコノミスト・ レター

中国経済の見通し

新型肺炎で 1-3 月期の成長率は急減速も、その後は V 字回復となり、20 年は 5.6%と予想

経済研究部 上席研究員 三尾 幸吉郎
(03)3512-1834 mio@nli-research.co.jp

- 19 年の中国経済の成長率は実質で前年比 6.1%増と、前年の同 6.7%増を 0.6 ポイント下回り、2 年連続の減速となった。また、10-12 月期の成長率は実質で前年比 6.0%増と前四半期から横ばいで、6 四半期ぶりに減速に歯止めが掛かった（左下図）。但し、足元では新型肺炎（COVID-19）の感染拡大が経済活動のさまざまな面に暗い影を落としている。
- 需要項目別に見ると、個人消費の代表的な指標である小売売上高は 19 年通期で前年比 8.0%増の約 41 兆円で 18 年の同 9.0%増を 1.0 ポイント下回り、投資の代表的な指標である固定資産投資は前年比 5.4%増の約 55 兆円で 18 年の同 5.9%増を 0.5 ポイント下回った。また、輸出（ドルベース）は前年比 0.5%増の約 2.5 兆ドルで 18 年の同 9.9%増から伸びが鈍化した。そして、足元では新型肺炎の感染拡大が個人消費を抑制し、輸出の足かせとなる恐れが生じた。
- 新型肺炎の影響に関しては、初期段階での封じ込めには失敗したものの、その後は湖北省を都市封鎖するなどの強硬策に転じ、ここも新たに感染が確認された人数を、治療を終えて退院した人数が上回り、現存感染者数は減少し始めている。これを背景に、中国政府は農民工などの U ターンを急いでいる。そして、湖北省以外では 3 月にも、湖北省でも 4 月には正常化する道筋が見えてきた。但し、農民工などの U ターンで再び現存感染者数が増加する恐れは残る。
- 以上のような状況を踏まえると、20 年 1-3 月期の成長率は前年比 3.6%前後へ急減速すると見られる。しかし、新型肺炎の現存感染者数が減少傾向を維持したまま、農民工などが無事に職場復帰すれば、製造業では生産の遅れを取り戻そうとする力が働き、ペントアップ需要が顕在化する上、中国政府による景気対策も期待できるため、景気は V 字回復するだろう（右下表）。但し、新型肺炎の先行きは予断を許さないため、状況変化に応じた機動的な見直しが必要。



経済予測表

	単位	2018年	2019年	2020年	2021年
		(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年比、%	6.7	6.1	5.6	5.7
最終消費	寄与度、%	4.4	3.5	3.0	3.4
総資本形成	寄与度、%	2.8	1.9	2.6	2.3
純輸出	寄与度、%	▲ 0.5	0.7	0.0	0.0
消費者物価	前年比、%	2.1	2.9	4.2	2.1
預金基準金利(1年)	期末、%	1.50	1.50	1.50	1.50
人民元(対USD、基準値)	期末、元	6.86	6.98	6.80	6.70

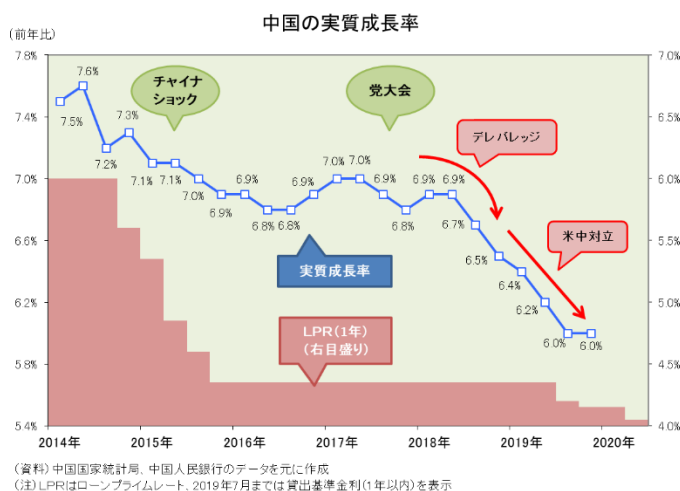
1. 中国経済の概況

中国では19年10-12月期の経済成長率が実質で前年比6.0%増と、前四半期の同6.0%増から横ばいに留まり、6四半期ぶりに減速に歯止めが掛かった(図表-1)。

ここ数年の中国経済を振り返ると、チャイナショックが起きた15年には、成長率が7%台から6%台へと落ち込んだため、中国政府(及び人民銀行)は15年10月に小型車減税を開始、基準金利を段階的に引き下げて、景気を支えた。その後17年10月に共産党大会(19大)を無事に終えると、そもそも過剰と認識していた債務がさらに増大したことを懸念して、中国政府は債務圧縮(デレバレッジ)に乗り出した。その影響でインフラ投資が頭打ちとなり景気が減速し始める中で、18年夏には米中対立が激化して追い打ちを掛けたため、中国経済は18年7-9月期から5四半期連続で減速することとなった。これを受けて中国政府は18年12月、「反循環調節(景気減速の押し戻し政策)」と呼ばれる景気対策に舵を切り、「地方債券の発行規模を大幅に増やす」とともに、金融政策を「穏健中立」から「穏健」に切り替えて、金融(預金や融資)の伸びをGDP名目成長率につり合う伸びに設定、デレバレッジ推進を事実上棚上げした。しかし、米中対立の悪影響が広がり、景気の減速は続いた。そこで中国政府は19年8月に消費拡大策(自動車購入規制の段階的緩和や深夜営業など20項目)を打ち出し、同年9月には地方政府特別債券の発行とその使用を加速する措置を発表、さらに、新たに導入したローンプライムレート(LPR)を貸出基準金利より低めに設定してそれを段階的に引き下げるなど金融緩和に動いた。これらの景気対策を受けて、中国経済は前述の通り6四半期ぶりに下げ止まることとなった。

また、19年通期の成長率は実質で前年比6.1%増と、前年の同6.7%増を0.6ポイント下回り、2年連続の減速となった。リーマンショック後の中国経済は、大型景気対策の効果で10年には前年比10.6%増まで急回復したものの、そこで抱えた過剰設備・債務が足かせとなり、回復は長続きしなくなっている。なお、需要項目別の寄与率を見ると、19年は最終消費(個人消費+政府支出)が57.8%、総資本形成(≒投資)が31.2%、純輸出が11.0%となっており、最終消費が6年連続で最大寄与項目となった。また、産業別の実質成長率を見ると、「中国製造2025」において大きな柱となる情報通信・ソフト・ITサービスが前年比18.7%増と高い伸びを示している(図表-2)。

(図表-1)



(図表-2)

	2018年	2019年	差異
国内総生産	6.7	6.1	▲0.6
第1次産業	3.5	3.1	▲0.4
第2次産業	5.8	5.7	▲0.1
製造業	6.1	5.7	▲0.4
建築業	4.8	5.6	▲0.8
第3次産業	8.0	6.9	▲1.1
運輸倉庫郵便業	8.3	7.1	▲1.2
卸小売業	6.7	5.7	▲1.0
宿泊飲食業	6.7	6.3	▲0.4
金融業	4.8	7.2	▲2.4
不動産業	3.5	3.0	▲0.5
情報通信・ソフト・ITサービス	27.8	18.7	▲9.1

(資料)CEIC(出所は中国国家统计局)

2. 需要項目別の動き

1 | 個人消費

個人消費の代表的な指標である小売売上高の動きを見ると、19年は前年比8.0%増の約41兆元、日本円に換算すると約650兆円（1元=15.8円）で、18年の同9.0%増を1.0ポイント下回った。足元の動きを見ると、「独身の日」などのネットセールが変動幅を増幅してトレンドが把握しづらくなっているものの、基本的には緩やかな減速傾向を示している（図表-3）。

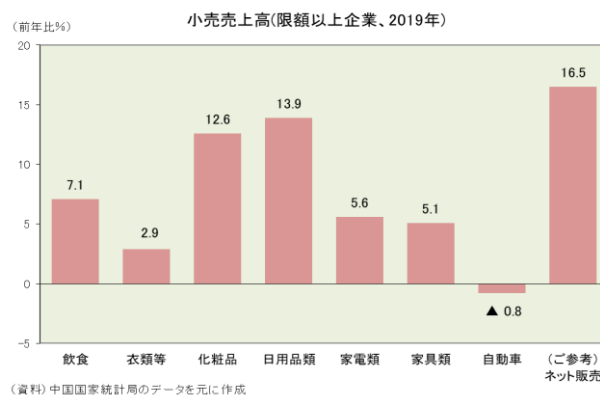
業種別の内訳が分かる限額以上企業の統計を見ると、日用品類は前年比13.9%増と18年の同13.7%増を上回り、化粧品は同12.6%増と18年の同9.6%増を上回り、飲食も同7.1%増と18年の同6.4%増を上回ったものの、住宅販売の低迷を背景に家電類が同5.6%増、家具類も同5.1%増と低位に留まるとともに18年の伸びを下回っており、自動車は同0.8%減で2年連続の前年割れとなった。なお、ネット販売（商品とサービス）では、BAT（百度、阿里巴巴、騰訊）を代表とするプラットフォーム企業が新たな消費需要を生み出す流れが続いており、19年は前年比16.5%増と18年の同23.9%増ほどの勢いはないものの、引き続き高い伸びを維持している（図表-4）。

また、個人消費への影響が大きい諸指標を確認すると、消費者信頼感指数は引き続き高水準を維持しているものの、都市部の調査失業率は5.2%と高止まりしており、雇用情勢は予断を許さない。そして、新型肺炎の影響で個人消費が落ち込むのは避けられない状況にある（詳細は後述）。

（図表-3）



（図表-4）



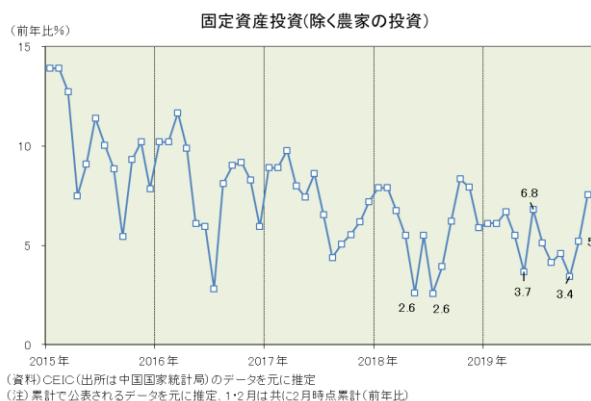
2 | 投資

投資の代表的な指標である固定資産投資（除く農家の投資）の動きを見ると、19年は前年比5.4%増の約55兆元、日本円に換算すると約870兆円（1元=15.8円）で、18年の同5.9%増を0.5ポイント下回った。足元の動きを見ると、10月の前年比3.4%増（ニッセイ基礎研の独自推計）を直近ボトムに、11月は同5.2%増、12月は同7.6%増と2ヵ月連続で持ち直してきた（図表-5）。

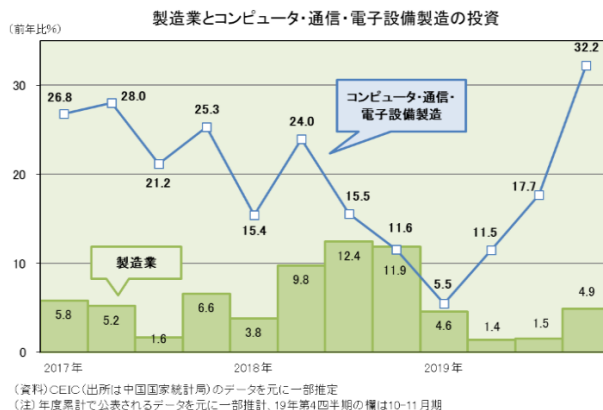
投資を3大セクター別に見ると、不動産開発投資は前年比9.9%増と18年の同9.5%増を小幅に上回り、インフラ投資は同3.8%増で横ばいだったものの、製造業が同3.1%増と18年の同9.5%増を大幅に下回った。製造業の投資が低迷している背景には米中対立の激化がある。槍玉に挙げられたのが「中国製造2025」で、その関連投資に対する不確実性が高まったからである。また、関税引き上げ合戦の激化で、対米輸出拠点を中国以外へ移転する動きが広がったことも背景にある。

但し、製造業の投資には底打ちの兆しが見えてきている。足元の動きを見ると、19年4-6月期の前年比1.4%増（ニッセイ基礎研の独自推計）を直近のボトムとして、7-9月期には同1.5%増、10-12月期には同4.9%増と2四半期連続の回復となった（図表-6）。その回復を牽引しているのが「中国製造2025」の柱のひとつであるコンピュータ・通信・電子設備製造で、19年10-12月期には前年比32.2%増と極めて高い伸びを示し、19年1-3月期の同5.5%増をボトムにV字回復してきた（図表-6）。米中対立の長期化を覚悟した中国政府が、国民に「自力更生」の必要性を訴えかけるとともに、5Gへの移行を積極的に推進し始めたことが背景にある。

(図表-5)



(図表-6)



3 | 輸出

消費・投資と並ぶ第3の柱である輸出（ドルベース）を見ると、19年は前年比0.5%増の約2.5兆ドルとなり、18年の同9.9%増から大幅に伸びが鈍化した。足元の動きを見ると、19年に入り±0%を挟んで一進一退を繰り返していたが、12月には前年比7.6%増と持ち直した（図表-7）。しかし、輸出の先行指標となる新規輸出受注指数を見ると、12月には19ヵ月ぶりに拡張・収縮の境界（50%）を上回ったものの、1月には再び50%を割り込んだ（図表-8）。また、米中貿易協定は「第一段階の合意」に達したものの、制裁関税引き下げはほんの一部に限られる上、覇権争いは今後も続くため、対米輸出拠点を中国以外に移す流れに歯止めが掛かるとは期待できない。さらに、新型肺炎の影響で旧正月（春節）連休明けの生産再開が遅れていることも輸出の足かせとなる。

(図表-7)



(図表-8)



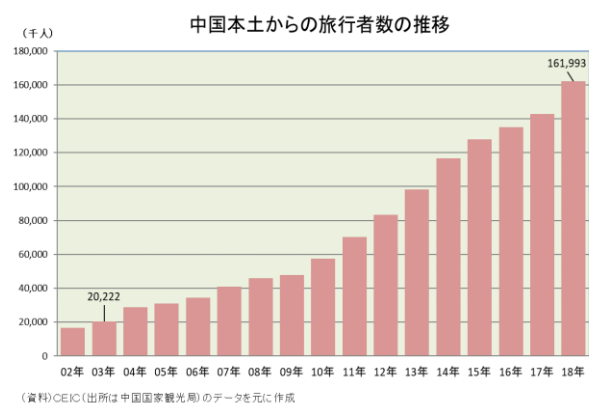
3. 新型肺炎（COVID-19）の影響

現在、中国では新型コロナウイルスによる肺炎（COVID-19）の感染拡大が経済活動のさまざまな面に暗い影を落としている。初期段階での封じ込めに失敗した中国政府は、湖北省を「都市封鎖」するなどその後は強硬策に転じ、国を挙げて感染拡大の阻止に取り組んできたが、感染対策を強化すればするほど経済活動を鈍らせるというジレンマの直面しており、予断を許さぬ状況にある。

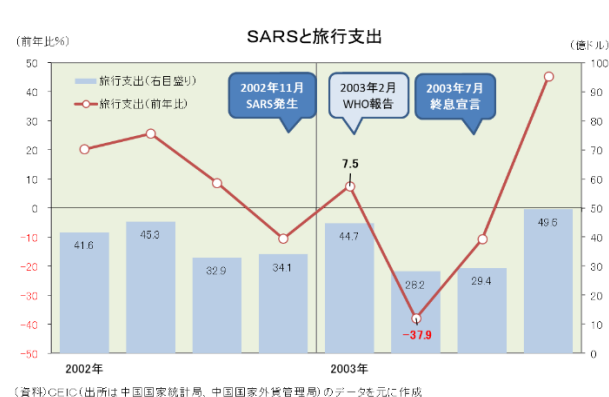
中国経済が日本経済に与える影響は、2002年11月に発生したSARS（重症急性呼吸器症候群）の時より格段に大きくなった。世界における中国経済のシェアを見ると、名目GDPに占める割合は、SARSに見舞われた2003年の4.3%から、現在は15.7%にまで増えている。また、日本から見た相対的な大きさも変化している。2003年の中国経済は日本の約38%に過ぎなかったが現在は約2.66倍となっており、日本経済に与える影響は約7倍となった¹。

日本にいる誰もが実感する影響としては中国人旅行者の減少が挙げられる。中国本土からの海外旅行者数は、2003年には2022万人だったが、2018年には1億6199万人に増えており、約8倍になった（図表-9）。中国の国際収支統計を見ると、SARSの影響がピークに達した2003年4-6月期の旅行支出は約28億ドルで、前年同期の約45億ドルよりも37.9%減少した（図表-10）。今回も当時と同じ減少率だったとすると、2018年の旅行支出は2773億ドル（日本円換算で約30兆円）に増えているので、この減少率が1年継続したとすると1050億ドル（日本円換算で約11.5兆円）減少する計算となる。そうなった場合、日本にもその影響の一部（7000億円前後）が及んでくる。

（図表-9）



（図表-10）

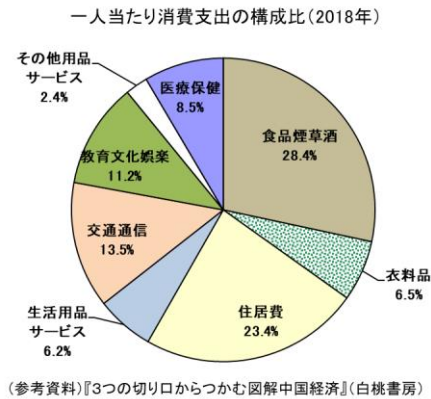


また、新型肺炎の感染拡大で最も懸念されるのが個人消費への影響である。2019年、中国の名目GDPは約99兆元だった。GDPに占める個人消費の比率は未公表だが、2018年の実績（39.4%）を基に推定すると39兆元（日本円換算で約585兆円）程度だろう。消費支出の内訳を見ると（図表-11）、衣食住に関する支出が約6割を占めるが、そのうち外食を除く約5割は生活する上で必要不可欠な支出であるため大幅に減少する可能性は低い。一方、新型肺炎の流行で外出を控えるようになると、外食、文化娯楽、交通など不要不急の支出が減少することになる。これらは消費支出全体の約2割を占めるため、1割減少したとすると名目GDPを1.0～0.8ポイント押し下げる。但

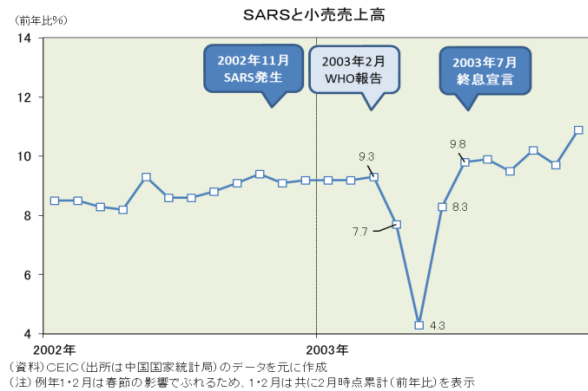
¹ 世界における名目GDPシェアがSARS発生時と現在でどう変化したかに関しては、「[中国経済の現状と今後の注目点～新型コロナウイルス肺炎の影響など4つの注目点](#)」Weeklyエコノミスト・レター 2020/01/27に掲載しております。

し、国内消費が減少した分や海外旅行を止めた分の資金は家計の貯金となっているため、新型肺炎が終息に向かえば、そのペントアップ需要が一気に顕在化し、個人消費はV字回復する可能性が高いだろう。ちなみに、SARSに見舞われた2003年を見てもV字回復している（図表-12）。

（図表-11）



（図表-12）

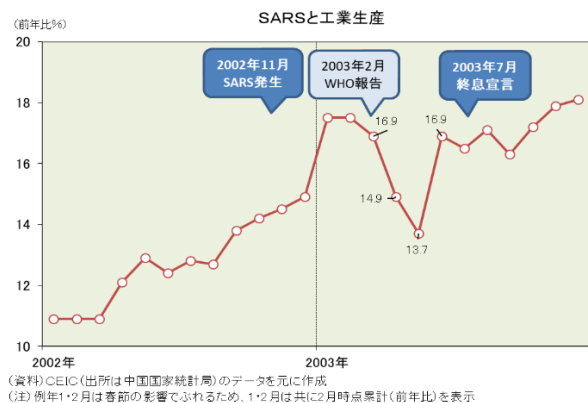


一方、生産面を見ると、春節連休明けの生産再開は厳しい状況となっている。新型肺炎の影響で例年より1週間遅れて生産を始めたものの、正常な生産態勢には戻っていない。その主因は労働力にある。中国交通運輸部の劉小明副部長によれば、中国には「農民工など」と呼ばれる農村から都市へ出稼ぎに来ている労働者が約3億人いるが、「春運（帰省・Uターンに伴う特別輸送体制）」をほぼ終えた2月15日時点でも、職場復帰した農民工などは8千万人程度に留まると指摘している。農民工などのUターンが遅れた背景には、中国共産党の「新型コロナウイルス感染肺炎対策指導小組（組長：李克強）」が2月2日に会議を招集し、農民工などのUターンに際しては「ピークをずらすよう分類指導し、これを実施する」という方針を示したことがある。前述のジレンマの中で、中国政府は生産体制の正常化よりも、新型肺炎の蔓延阻止を優先したのだ。

その効果は数字にも表れてきた。中国国家衛生健康委員会が公表したデータを見ると、新たに感染が確認された人数を、治療を終えて退院する人数が上回り、現存の感染者数は2月17日をピークに減少し始めた。こうした状況を背景に、中国政府は生産体制の正常化に舵を切った。前出の劉小明副部長は、2月下旬までに約1億2千万人を、3月以降に約1億人を、それぞれ元の勤務地に戻すとしている。したがって、新型肺炎が深刻な湖北省以外では3月にも、湖北省でも4月には生産態勢が正常化する道筋が見えてきている。但し、現存の感染者数が農民工などのUターンで再び増加してしまう恐れは排除できない。

なお、SARSの場合、経済に大きな影響が及んだのは2003年の4月と5月だけだった（図表-13）。そして、新型肺炎の現存の感染者数が減少傾向を維持したまま、農民工を元の勤務地に戻すことに成功すれば、製造業では生産の遅れを取り戻そうとする力が働く上、ITサイクルが上向いてきたことも支援材料となるため、工業生産はV字回復する可能性が高いだろう。

（図表-13）



4. 中国経済の見通し

以上のような景気指標の動きと経済活動に大きな影響を及ぼす新型コロナウイルスの現状を踏まえると、20年1-3月期の成長率は実質で前年比3.6%前後（前期比では0.8%減）へ急減速すると見られる。しかし、前述のような日程で、農民工が元の勤務先に戻り、新型コロナウイルスについても既存の感染者数の減少傾向が続けば、製造業では生産の遅れを取り戻そうとする力が働く上、ITサイクルが上向いてきたことも支援材料となり、工業生産はV字回復する可能性が高い。需要面から見ても、海外旅行や国内消費を控えたことで繰り越されているペントアップ需要が顕在化するため、個人消費もV字回復するだろう。さらに、今年2021年開催の党大会（18大）で決めた「所得倍增計画」の目標年であり、それを達成するには5.6%以上の経済成長が必要なため、インフラ投資や減税などの景気対策を打ち出す可能性もある。したがって、20年の成長率は実質で前年比5.6%増と予想している。また、21年は反動増も加わるため同5.7%増と予想している（図表-14）。

但し、新型コロナウイルスの先行きは予断を許さない。前述の農民工のUターンに際しては、新型コロナウイルスの感染が再び拡大し、治療を終えて退院する人数を再び超えてしまう恐れもある。現時点で「都市封鎖」したのは湖北省のみで、その域内総生産（GRP）は全体の4%強に過ぎないが、他の行政区にまで「都市封鎖」が波及するような事態に陥れば、「所得倍增計画」は断念せざるを得ないだろう（図表-15）。

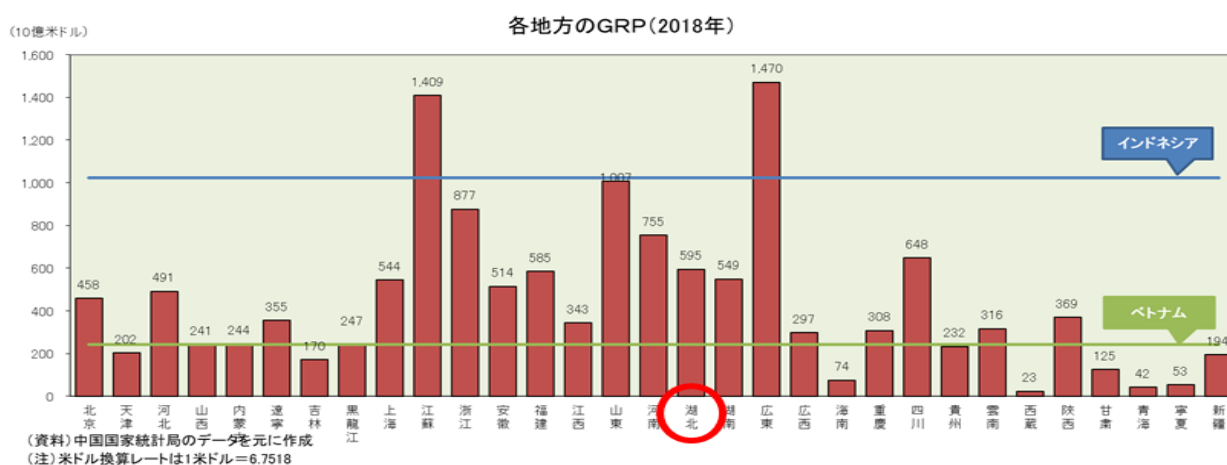
新型コロナウイルスの感染対策を強化すれば経済活動に打撃となり、生産体制を正常化しようとするれば再び感染拡大を招きかねないジレンマの中、中国政府は綱渡りの政策運営を余儀なくされ、中国経済は正念場を迎えている。

（図表-14）

経済予測表

	単位	2018年	2019年	2020年	2021年
		(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年比、%	6.7	6.1	5.6	5.7
最終消費	寄与度、%	4.4	3.5	3.0	3.4
総資本形成	寄与度、%	2.8	1.9	2.6	2.3
純輸出	寄与度、%	▲0.5	0.7	0.0	0.0
消費者物価	前年比、%	2.1	2.9	4.2	2.1
預金基準金利(1年)	期末、%	1.50	1.50	1.50	1.50
人民元(対USD、基準値)	期末、元	6.86	6.98	6.80	6.70

（図表-15）



（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。