

# 中国経済展望

2020年3月



調査部 マクロ経済研究センター

<http://www.jri.co.jp/report/medium/china/>

- ◆本資料は2020年2月27日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。
- ◆照会先： 関辰一（Tel: 03-6833-6157 Mail: seki.shinichi@jri.co.jp）

◆日本総研・調査部の「経済・政策情報メールマガジン」は下記urlから登録できます（右側QRコードからもアクセスできます）。  
新着レポートの概要のほか、最新の経済指標・イベントなどに対するコメントや研究員のコラムなどを随時お届け致します。  
<https://www.jri.co.jp/company/business/research/mailmagazine/form/>



本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

# 新型肺炎が景気を押し下げ

## ◆景気は大きく下振れ

中国では、新型コロナウイルスの感染拡大を受けて、景気が急減速。中国政府は強権発動により流行を抑え込み、短期で終息させる戦略。消費者の旅行や外出、工場の操業や店舗等の営業を抑制。

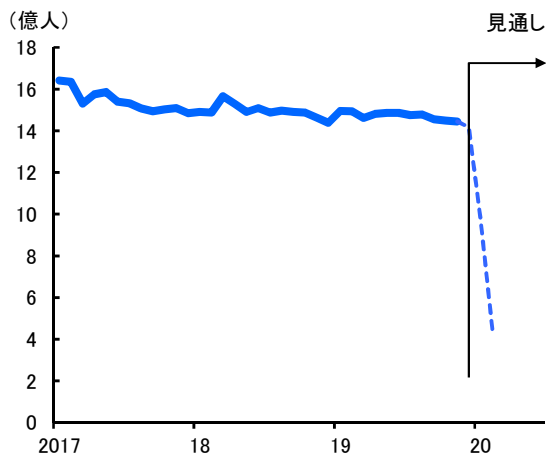
1～3月期の成長率は発表されない可能性もあるものの、大幅低下する見通し。とりわけ懸念されるのは、個人消費の減少。すでに、旅客輸送量、映画館の来客数などの減少が鮮明化。ホテルやレストラン、テーマパークなどのサービス需要も大幅縮小する見通し。自動車やスマートフォン、家電などの耐久消費財も大きく下振れる公算大。30主要都市の分譲住宅販売床面積が大幅減少するなど、住宅投資の減少も顕著。

工場の操業停止や店舗等の営業停止も景気を押し下げ。中国政府は2月前半まで、感染拡大の抑え込みを最優先するよう指示。北京や上海など主要都市の地方政府は、企業に2月9日まで休業するよう指示したほか、春節明けに地元に戻った労働者に職場復帰まで1～2週間の自宅待機を義務付け。6大電力会社の1日当たりの石炭消費量が減少したことは、企業の生産活動が大きく落ち込んだことを示唆。このため、資金繰り難に直面する中小企業が増加。

もっとも、中国政府はすでに国内での感染拡大はピークアウトしたと判断し、足許では経済活動の再開を指示し、金融財政政策も積極化。大半の地方政府は休業措置を緩和。これらの結果、景気がスパイラル的に悪化する事態は回避される見通し。

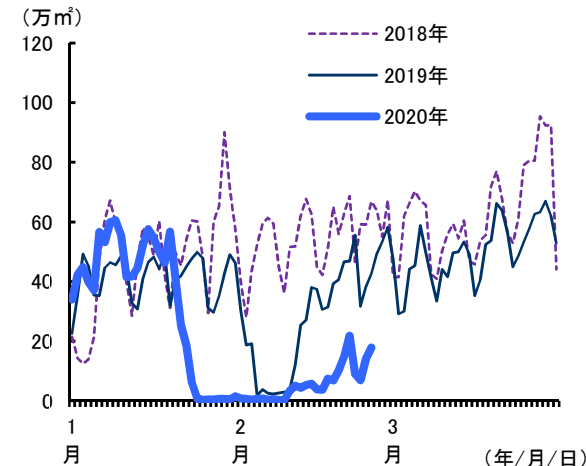
4～6月期から経済が正常化に向かうとの想定で、2020年の成長率は+5.8%と予想。ただし、新型肺炎の感染拡大が長期化するのであれば、企業業績・所得環境の悪化を招き、景気は一段と落ち込むリスクも。

## 旅客輸送量(季調値)



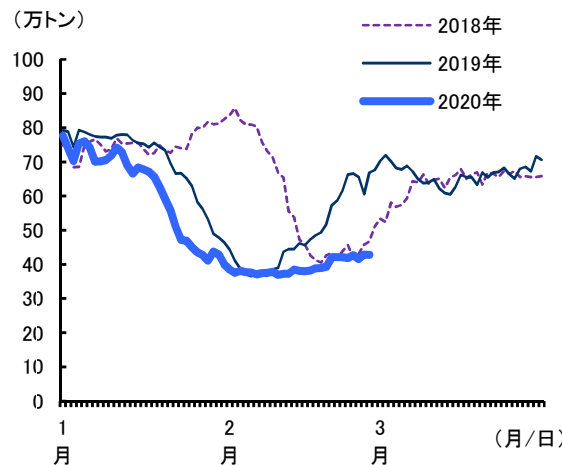
(資料) 国家统计局「旅客運輸」 (年/月)  
(注) 見通しは交通運輸部の記者会見を基に日本総研作成

## 分譲住宅取引床面積(30主要都市)



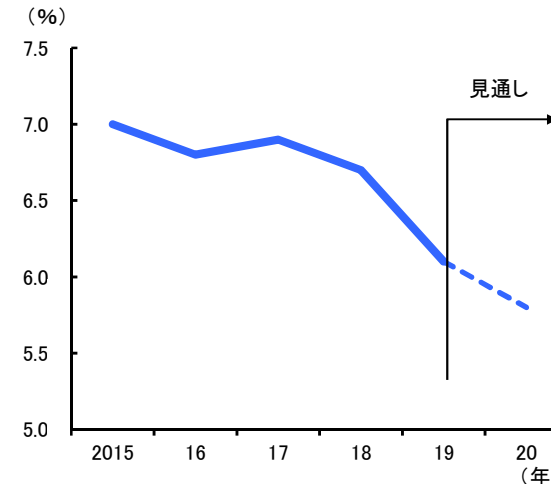
(資料) Wind Databaseを基に日本総研作成

## 6大電力会社1日当たりの石炭使用量



(資料) 秦皇島煤炭網を基に日本総研作成

## 実質GDP成長率(前年比)



(資料) 国家统计局「国民経済計算」を基に日本総研作成

# 工場の操業停止が輸出入の重しに

## ◆輸出は下振れ

輸出は伸び悩み。地域別にみると、米国向けが減少。米トランプ政権が昨年まで合計3,600億ドル規模の中国製品の関税率を引き上げたため。EU向けも弱い動き。他方、新興国向けは拡大。

2020年入り後、新型肺炎による工場の操業停止が輸出の重しに。湖北省の地方政府は企業の休業措置を3月10日まで延長。黒龍江省などの地方政府も休業措置を2月後半まで延長。大半の地方政府は同月9日まで休業を指示。

中国で新型肺炎が3月末までに終息すれば、輸出下振れは一時的な動きにとどまる見通し。中国政府の新型肺炎対策チームは、感染の増勢ピークが2月半ばと判断。今のところ、政府見立てに近い状況であり、感染者の報告数の増勢は鈍化。大半の地方政府は企業の休業措置を緩和。

もっとも、世界で新型肺炎の感染が拡大すれば、世界経済が大きく減速する恐れも。この場合、輸出の低迷は長期化。

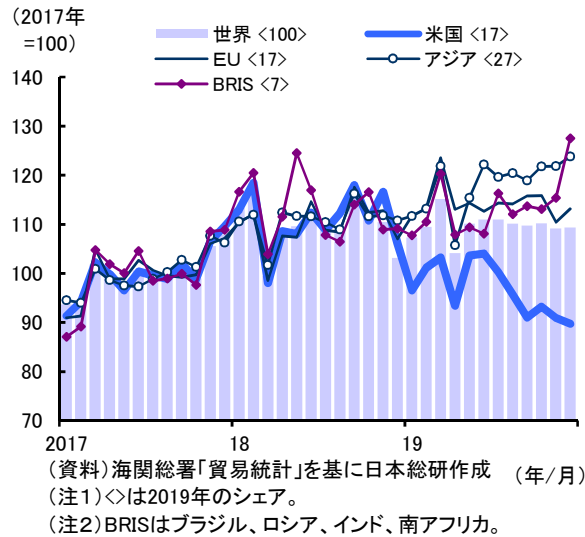
## ◆輸入も下振れ

米国からの輸入は低迷持続。昨年まで、中国政府が1,100億ドル規模の米国製品の輸入関税を引き上げたため。他方、米国以外からの輸入は、昨年末の中国景気に底入れの動きが見られたことを反映して持ち直しの兆し。

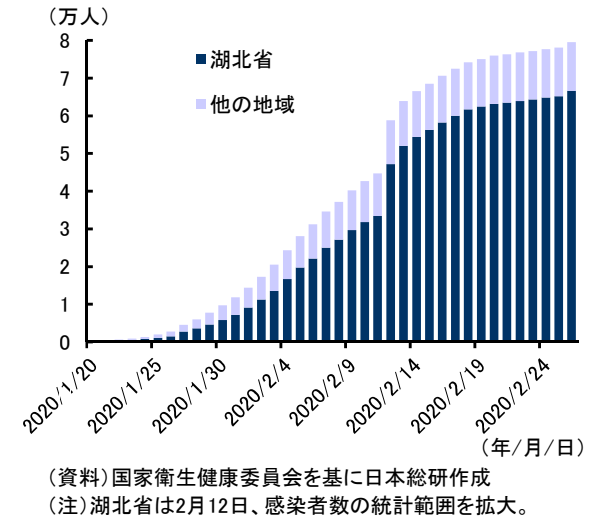
当面、新型肺炎が景気を大きく下押しするため、輸入も下振れる見込み。工場の操業停止により原材料や部品が減少するほか、消費抑制により自動車や家電などの耐久消費財も減少する見通し。

なお、新型肺炎の感染拡大を受けて、中国政府が対米輸入を2年で2,000億ドル増やすという目標は、一段と達成困難に。そこで当社の見通しを、従来の「8割達成」から「6～7割達成」へ下方修正。

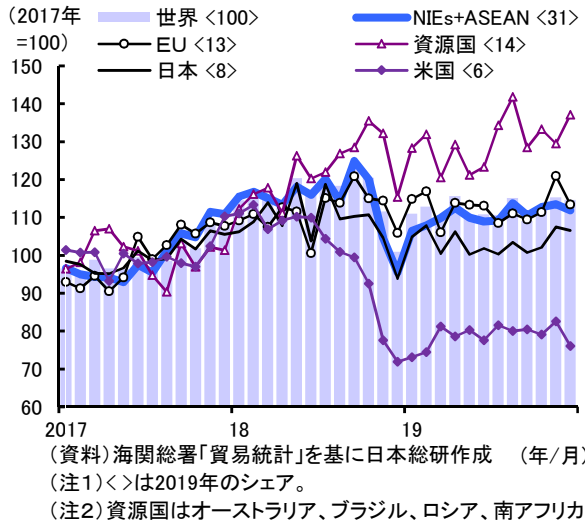
## 地域別輸出額(季調値、米ドルベース)



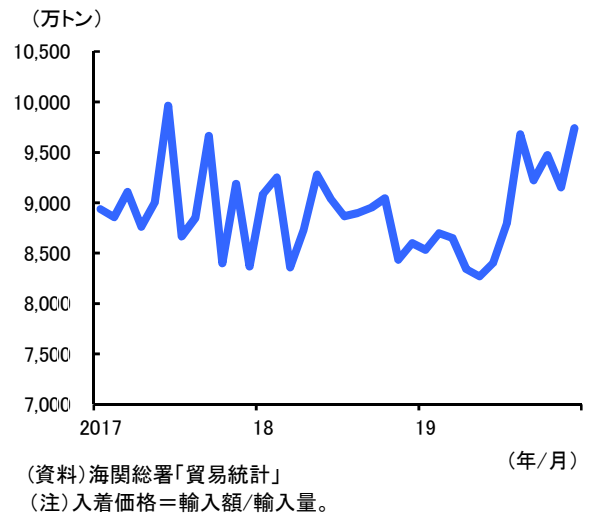
## 新型肺炎の感染者数(累計)



## 地域別輸入額(季調値、米ドルベース)



## 鉄鉱石の輸入量(季調値)



# ◆ 新型肺炎は個人消費を大きく押し下げ

## ◆ 小売売上高の増勢は大幅鈍化

2019年12月の実質小売売上高は増勢鈍化。豚肉価格の高騰による家計の購買力低下が主因。

足許では、新型肺炎の感染拡大が個人消費を大きく押し下げ。とりわけ、サービス消費の落ち込みが顕著。2月の道路、鉄道、航空、船舶を含む旅客輸送量は、前年同月から▲7割減少の見通し。北京や上海など主要都市の映画館の来客数は▲9割超の減少。「モノ消費」では、食料品や日用品などの生活必需品はインターネットショッピングの拡大が下支えとなるものの、自動車や家電などの耐久消費財は新型肺炎による影響を大きく受ける見通し。

もっとも、小売売上高統計はモノの売上高と店舗での飲食のみが調査対象で、カバーする範囲は消費全体の6割程度。全消費の4割程度にのぼるサービス消費の落ち込みを十分に反映できない見通し。総じて、1～3月期の最終消費の成長率への寄与度は大幅に低下する公算大。

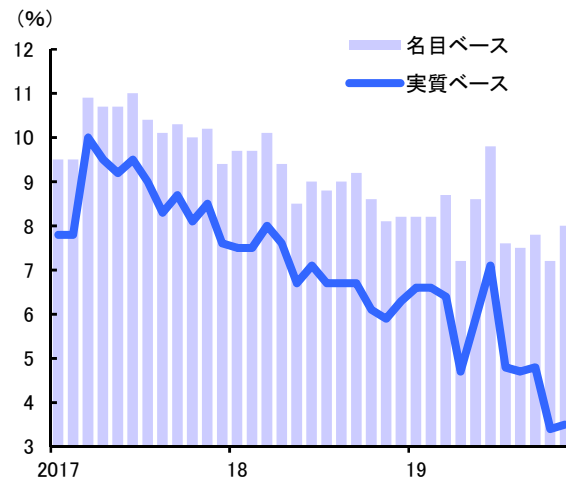
## ◆ 雇用・所得環境にも下振れ圧力

新型肺炎の感染拡大を受けて、雇用・所得環境も大きく悪化。名目所得はこれまで、高めの伸びを維持したものの、工場の操業停止や店舗等の営業停止が企業収益と賃金を下押し。

新型肺炎を受けて、清華大学と北京大学は中小企業995社を対象に、春節休暇頃にアンケート調査を実施。この結果、「資金繰りの限界は1カ月以内」との回答は全体の34%。「3カ月以内」の企業は計85%。また、新型肺炎の感染拡大が続くなか、資金繰り面の主な圧力として「賃金と社会保障費の支払い」をあげた企業が全体の63%と最も高く、「利払い」と「不動産賃料と動産のリース費用」がいずれも14%。

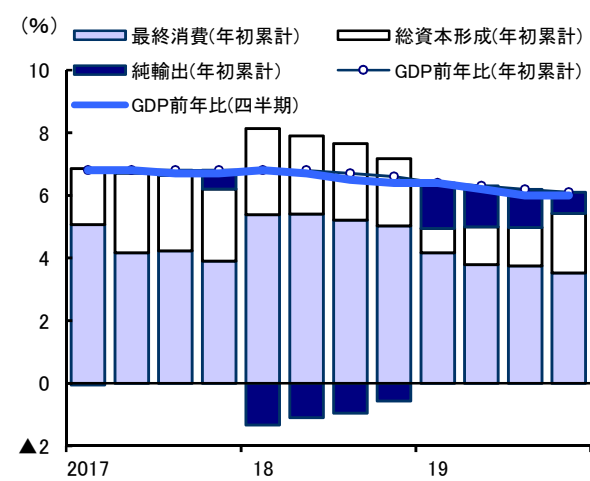
こうしたなか、政府は2月入り後、企業の資金繰り支援や失業対策を柱とした経済対策を矢継ぎ早に発表。

## 小売売上高(前年比)



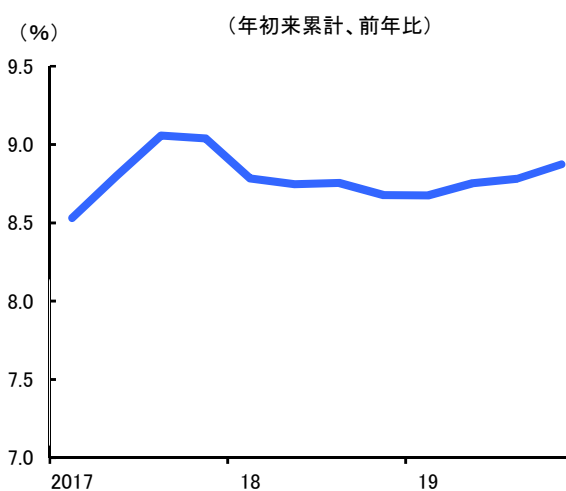
(資料) 国家統計局「社会消費品零售総額」 (年/月)  
(注) CPI上昇率で実質化、1月と2月は1～2月の合計。

## 実質成長率の寄与度分解(前年比)



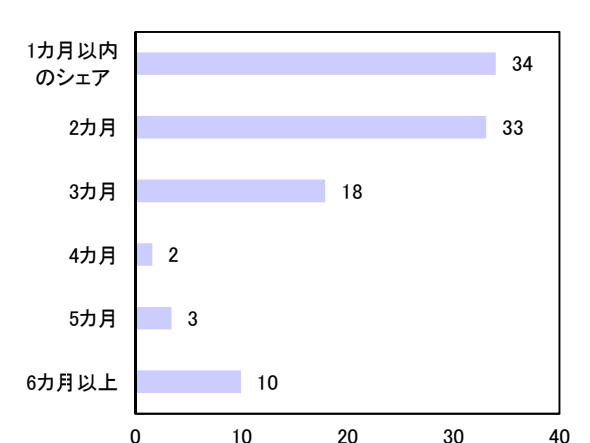
(資料) CEIC、国家統計局「国民経済計算」 (年/期)

## 一人当たり名目可処分所得



(資料) 国家統計局「全国居民人均可支配收入」 (年/期)

## 新型肺炎下の中小企業資金繰りの限界



(資料) 朱武祥、劉軍、魏焯「清華、北大聯合調研995家中小企業、如何穿越3力月的生死火線」中欧商業評論(2020年2月)を基に日本総研作成

# 政府は新型肺炎関連の経済対策で景気下支え

## ◆民間固定資産投資に下振れ圧力

昨年末、固定資産投資に底打ちの兆し。内訳をみると、民間固定資産投資の伸び率は、2カ月連続で持ち直し。ハイテク製造業向けの政策支援によって、当該分野の投資が再拡大。加えて、金融緩和も投資持ち直しの要因に。

インフラ投資は底入れ。中国政府が地方政府に対し融資平台からの調達を抑制させる一方、地方債発行を促し、その発行上限や発行基準を機動的にコントロール。

不動産開発投資は前年比+10%程度の高めの伸びを維持。一方で、政府が昨年7月、不動産市場の過熱抑制を表明した結果、多くの都市で住宅ローン金利が上昇し、住宅販売が頭打ちに。

今後を展望すると、民間固定資産投資は新型肺炎を受けた個人消費の落ち込み幅次第で、大きく下振れるリスクも。他方、新型肺炎関連の経済対策がインフラ投資を刺激する見通し。

## ◆政府は新型肺炎関連の経済対策を相次ぎ発表

新型肺炎の感染が拡大するなか、政府は2月入り後に経済対策を相次ぎ発表。金融面では、たとえば中国人民銀行が2月3日、リバースレポの公開市場操作を通じて、インターバンク市場で1.2兆元の資金を供給。同月20日、政策金利の一つであるLPRを引き下げ。企業の利払い期限を延長し、企業向け融資の担保条件や金融債の発行条件も緩和。

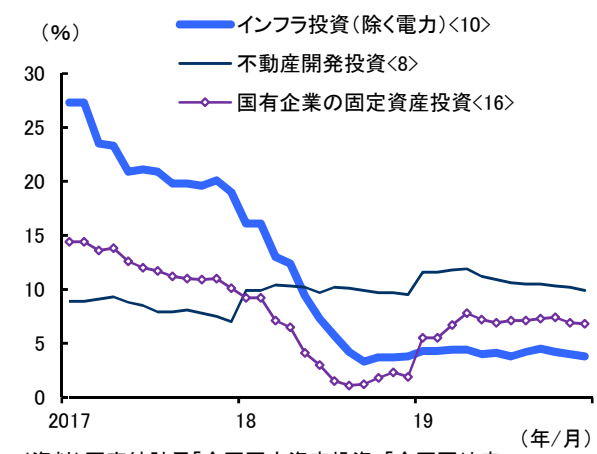
財政面では、インフラ投資促進に向け地方債の発行拡大を発表。地方政府の投資計画は計11兆元（GDPの12%、2月25日時点）。宅配など目下必要なサービスの供給を支援するために、当該セクターの付加価値税の免除を決定。飲食・宿泊業等の欠損金繰越期限を延長。医療用品等製造業の過剰生産分を政府が購入。国有不動産の賃料を減免。雇用調整助成金を支給。

## 固定資産投資（年初来累計、前年比）



(資料) 国家統計局「全国固定資産投資」  
(注) <>はGDPに占めるシェア。

## 固定資産投資の内訳（年初来累計、前年比）



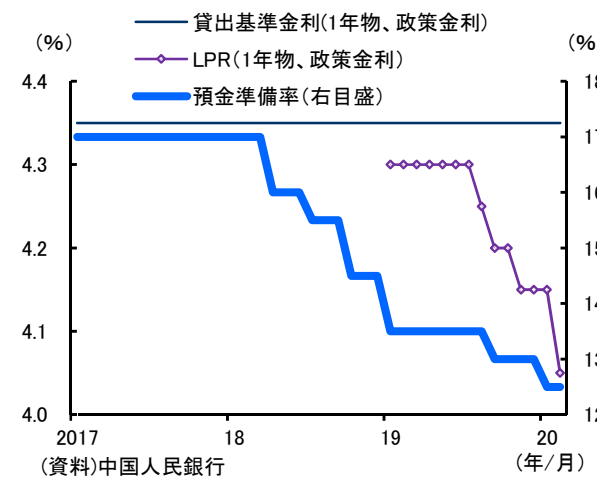
(資料) 国家統計局「全国固定資産投資」「全国房地產開発投資和銷售情況」  
(注) <>はGDPに占めるシェア、重複計上あり。

## 新型肺炎関連の経済対策

（2020年2月発表分）	
金融	インターバンク市場で資金供給を大幅拡大
	政策金利を引き下げ
	企業の利払い期限を延長
	企業向け融資の担保要請を緩和
財政	金融債の発行条件を緩和
	インフラ投資促進に向け地方債の発行を拡大
	宅配業等サービス業の付加価値税を免除
	飲食・宿泊業等の欠損金繰越期限を延長
	医療用品等製造業の過剰生産分を政府が購入
	国有不動産の賃料を減免
	雇用調整助成金を支給

(資料) 中国政府、中国人民銀行を基に日本総研作成

## 政策金利、預金準備率



(資料) 中国人民銀行  
(注) 当局は2019年8月、LPR(Loan Prime Rate)の制度改革を実施し、新たな政策金利に位置付け。



# 市場におけるリスク回避の動きは後退

## ◆物価：消費者物価と企業物価が乖離

1月のCPI上昇率は、前年同月比+5.4%へ上昇。アフリカ豚コレラ(ASF)による供給不足と春節休みによる需要増加で、豚肉価格が昨年の2.2倍に高騰し、CPIを2.8%ポイント押し上げ。春節による需要増加と新型肺炎による供給不足により、他の価格も上昇。

PPI上昇率は同+0.1%と、7カ月ぶりのプラスに。内需に持ち直しの動きがみられたほか、国際商品市況が1月下旬にかけて上昇したことが背景。

## ◆不動産価格：緩やかに上昇

1月の主要70都市の新築住宅価格は前月比+0.2%上昇。70都市のうち、価格が上昇したのは47都市。住宅販売が頭打ちとなったため、住宅価格の上昇ペースは鈍化。

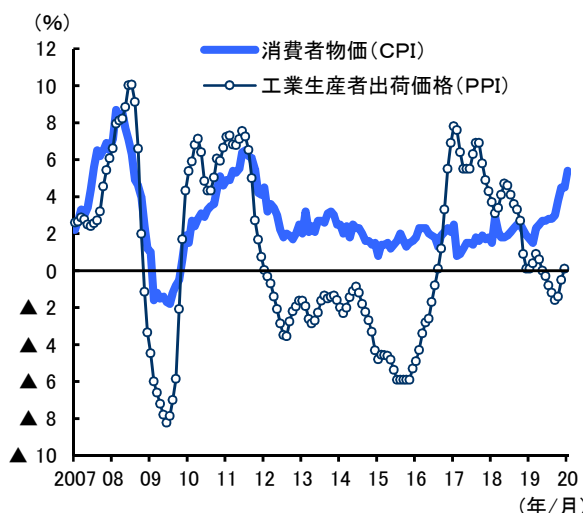
新型肺炎が3月末までに終息すれば、金融緩和が住宅需要を刺激し、住宅価格の上昇ペースは再び加速する見通し。逆に、新型肺炎の感染拡大が長期化するのであれば、所得環境が悪化し、住宅価格が下落に転じる恐れも。

## ◆株価：持ち直し

上海総合株価指数は1月後半から2月初頭にかけて下落。新型肺炎による企業収益へのマイナス影響が懸念され、市場ではリスク回避の動きが発生。

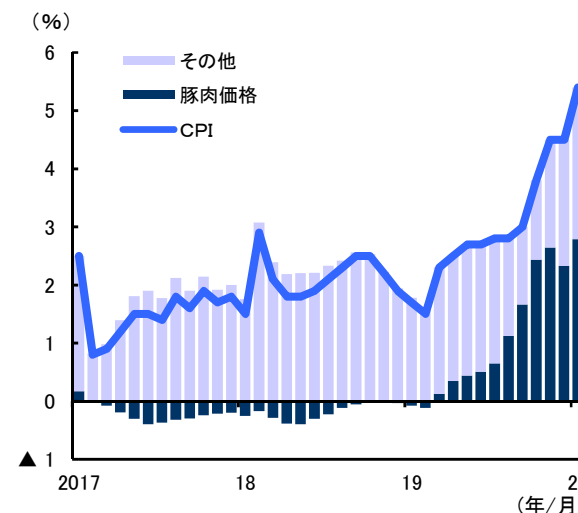
もっとも、株価の下落幅は約1割と昨年末頃に比べて小さく、その後すぐに持ち直し。この背景として、政府の金融緩和や雇用調整助成金などの新型肺炎関連の経済対策のみならず、主要都市の地方政府による企業の休業措置の緩和も指摘可能。こうした動きを受けて、中国経済の最悪期はすでに過ぎ去り、企業活動が想定以上のペースで回復しているという見方も一部で台頭。

CPIとPPI(前年比)



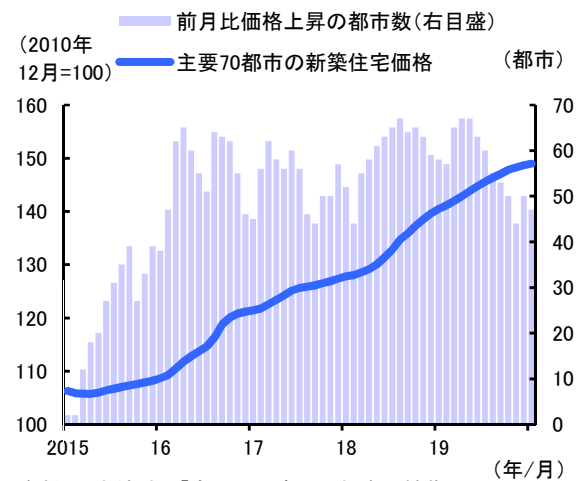
(資料) 国家統計局「居民消費价格」「工業生産者出荷价格」

CPIの寄与度分解(前年比)



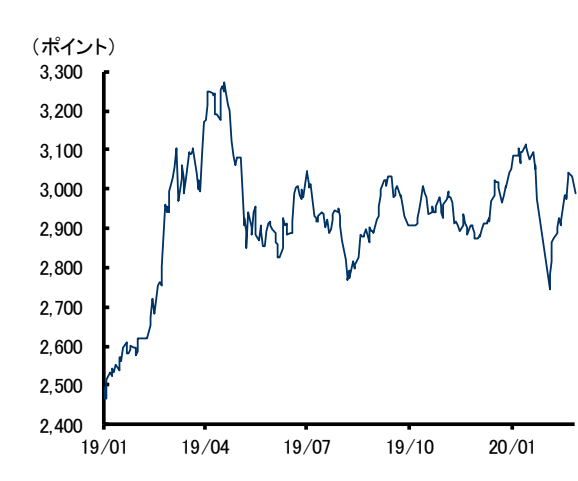
(資料) 国家統計局「居民消費价格」を基に日本総研作成

住宅価格と価格上昇都市数



(資料) 国家統計局「全国房地產開發投資和銷售情況」、Thomson Reutersを基に日本総研作成

上海総合株価指数



(資料) 上海証券取引所 (年/月/日)