

中国経済展望

2020年4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3月30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。

経済活動は全国規模で縮小

◆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、経済活動が縮小。中国政府は強権発動により流行を抑え込み、短期で収束させる戦略。2月前半まで、市民の移動や外出、建設工事、工場の操業や店舗の営業を全国規模で抑制。

この結果、小売売上高、固定資産投資、工業生産は、いずれもリーマン・ショック時を遥かに超える下振れ。累計感染者数が全国の1.7%であり、武漢から遠く離れている広東省でさえ、1月末から2月10日まで企業の生産活動はほぼ停止。他の省も同じく、最悪期には工場の操業や店舗の営業がほぼ停止していたと判断可能。これらを踏まえ、1～3月期の成長率は前年比▲10%の大幅下振れになると予測。

◆急回復は期待薄

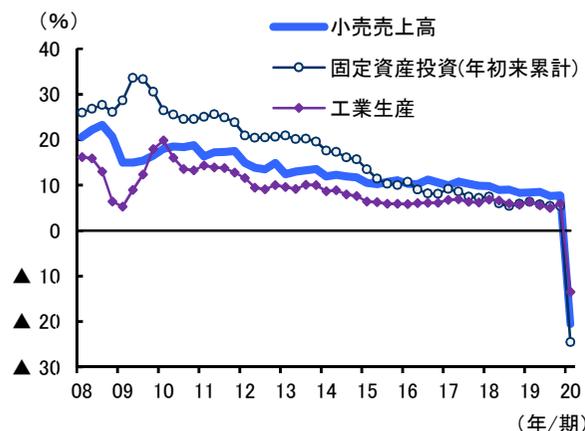
足許の中国経済は最悪期を脱しつつあり、4～6月期以降、成長率は持ち直す見通し。政府はすでに経済活動の再開を指示し、金融財政政策も積極化。この結果、操業・営業を再開する企業が急増。ほぼすべての主要都市において、人の往来も回復傾向。

もともと、経済活動の急回復は期待薄。現在も鉄道乗客間の間隔規制や飲食店の営業規制などの感染対策は残存。操業・営業再開した企業もフル稼働からほど遠く、出歩く人数も平時の水準には至らず。

加えて、新型コロナの流行により、今年の世界経済が大幅に下振れることも、外需の縮小を通じて中国経済を下押し。

さらに、サプライチェーン経由のマイナス影響も。各国における工場の操業停止や出入国制限によって、世界的に物流と人の往来にブレーキ。原材料や部品の調達で広範な問題が生じる見通し。以上を勘案し、2020年の成長率は従来の+5.8%から▲0.3%へ大幅下方修正。

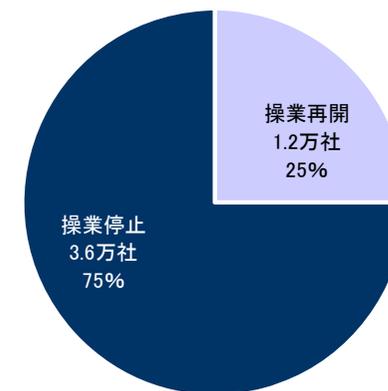
主要統計(前年比)



(資料) 国家統計局「社会消費品零售総額」「全国固定資産投資」「規模以上工業増加値」を基に日本総研作成
(注) 直近値は2020年1～2月の値。

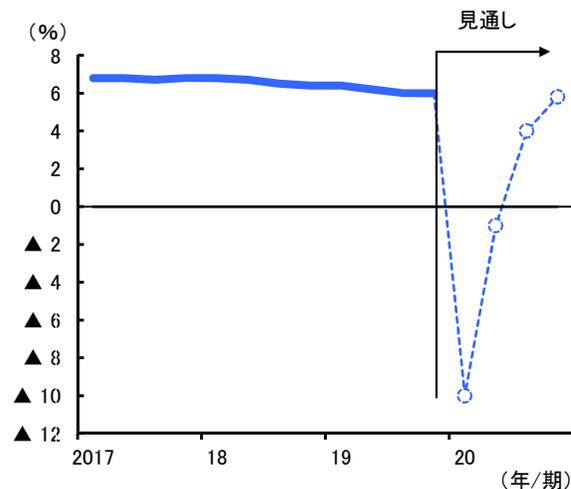
広東省企業の操業再開状況

(2020年2月10日時点、一定規模以上の工業企業)



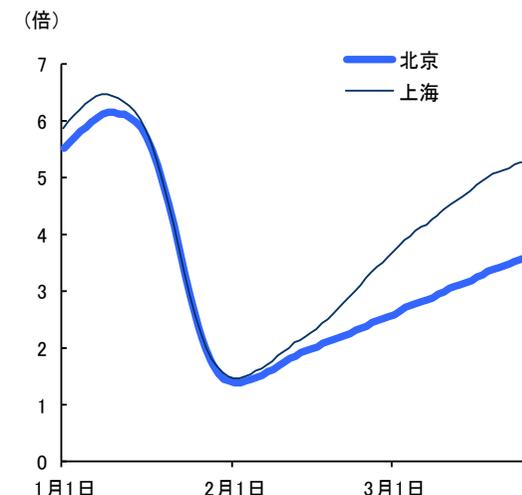
(資料) 南方日報2020年2月23日付記事「広東：四万余家規上工業企業復工」(広東省政府の発表データ)を基に日本総研作成

実質GDP成長率(前年比)



(資料) 国家統計局「国民経済計算」を基に日本総研作成

移動者数(対居住者比、HPフィルター)



(資料) バイドゥ「百度遷徒」を基に日本総研作成

外需の縮小が中国経済を下押し

◆輸出は大幅に下振れ

いずれの国・地域向けの輸出も1～2月に大幅減少。2月前半まで、中国政府は新型コロナの封じ込めを最優先するよう指示したため、工場の操業が全国規模で停止。

今後を展望すると、中国における工場の操業再開が輸出の回復に寄与。生産水準が元の水準に戻るには時間がかかるとみられるものの、湖北省を除く地域では9割以上の大企業は操業・営業を再開。中小企業の操業・営業再開率も2月後半の3割から3月半ばに5割へ持ち直し。米国が2月、発動済みの制裁関税の一部を引き下げたことも輸出の回復要因に。

もっとも、外需の縮小が中国の輸出・経済全体を下押し。昨年暮れに湖北省武漢市で感染者が確認された後、流行は中国全土、さらには世界180カ国超へ拡大。世界保健機構（WHO）も3月11日にパンデミックを宣言。主要国政府も経済活動を大幅に抑制する策を講じざるを得ない状況。

総じてみると、米中間の関税を巡る応酬は一服したものの、世界経済が大きな下振れリスクに直面するなかでは、輸出は引き続き中国経済の重石になる見通し。

◆輸入も下振れ

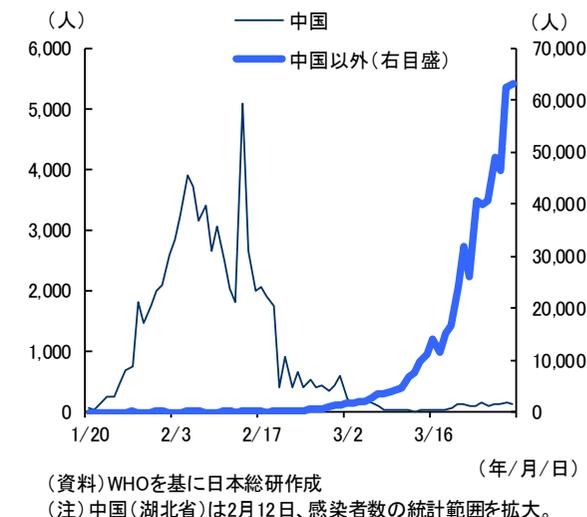
日欧やNIEs、ASEANからの輸入が減少。品目別にみると、中間財と資本財の減少が顕著。中国政府による新型コロナの封じ込め策を受けて、製造業の生産活動と設備投資が抑制された影響が一部顕在化。

世界的に物流と人の往来にブレーキがかかりつつあること、内需が大幅に縮小したことを受け、先行き輸入の下振れも鮮明化する見通し。実際、2月の製造業PMI輸入指数は、リーマン・ショック時と同等の大幅低下。当時と同様、中国の輸入は前年比2ケタ減となる公算大。

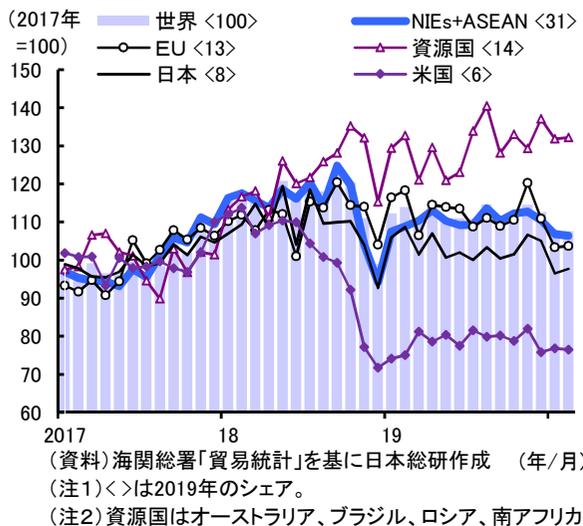
地域別輸出額(季調値、米ドルベース)



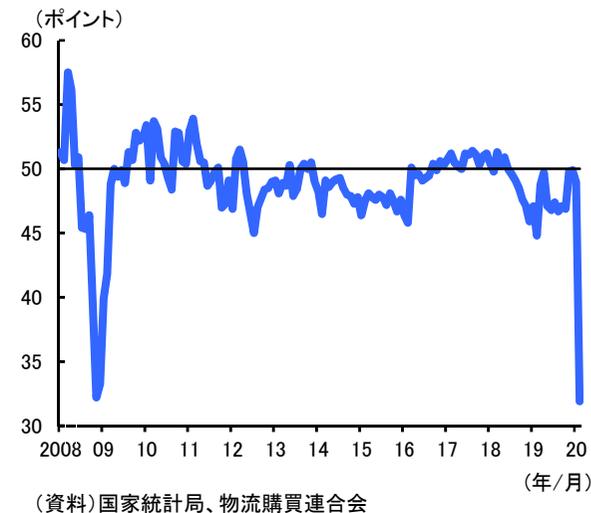
新型コロナの新規感染者数



地域別輸入額(季調値、米ドルベース)



製造業輸入PMI



サービス消費や耐久消費財が大きく下振れ

◆小売売上高は大幅減少

小売売上高はリーマン・ショック時を上回る落ち込みに。政府が市民の移動や外出、店舗の営業を全国規模で抑制したことが主因。内訳をみると、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ったものの、自動車や家電、スマートフォンなどの耐久消費財は大幅減少。

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、サービス消費の状況を十分に反映できず。1～2月の旅客輸送量は前年同期比6割減、映画館の来客数は同8割減となるなどサービス消費の落ち込みはさらに深刻。1～3月期の最終消費の成長率への寄与度は大幅なマイナスになる公算大。

他方、中国政府が経済活動の再開を指示したため、ほぼすべての主要都市において、人の往来は回復傾向。これに伴い、個人消費は底入れ。

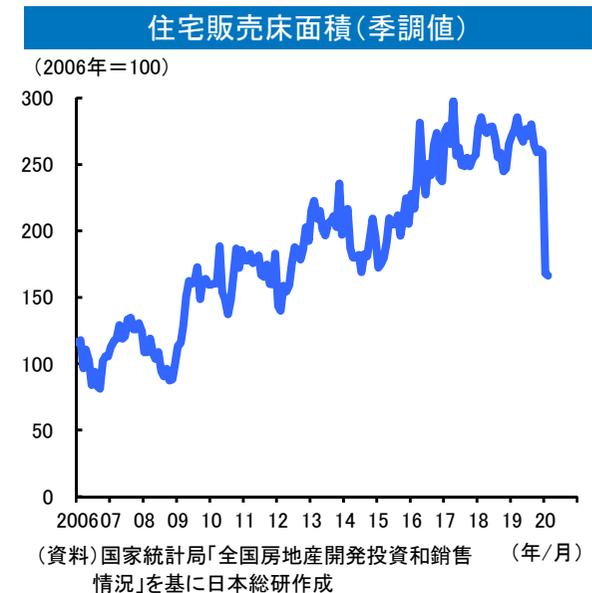
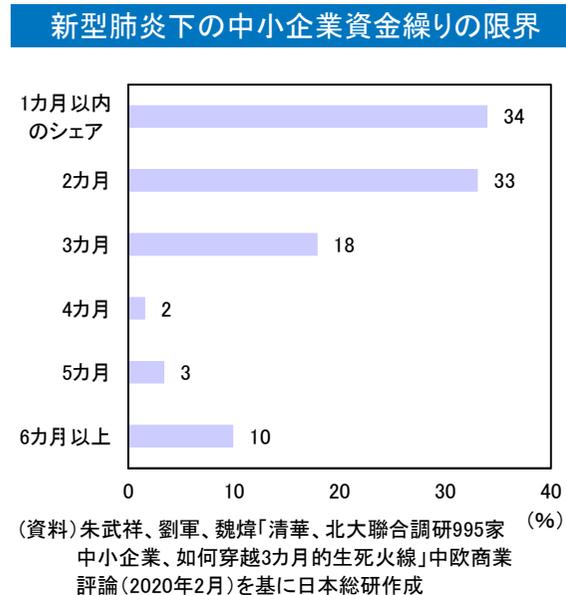
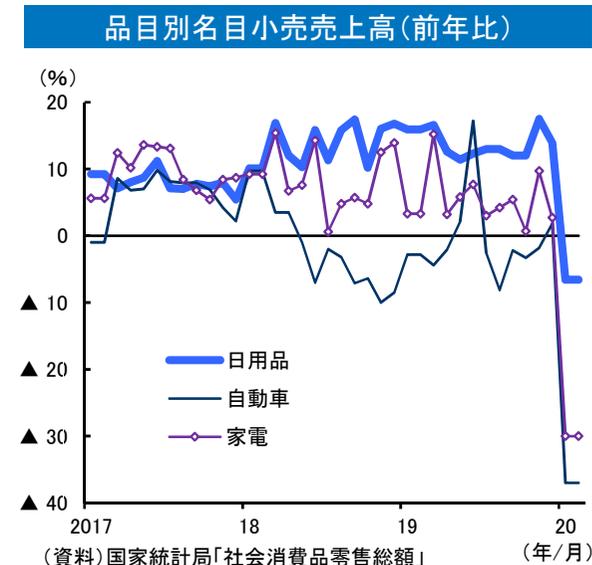
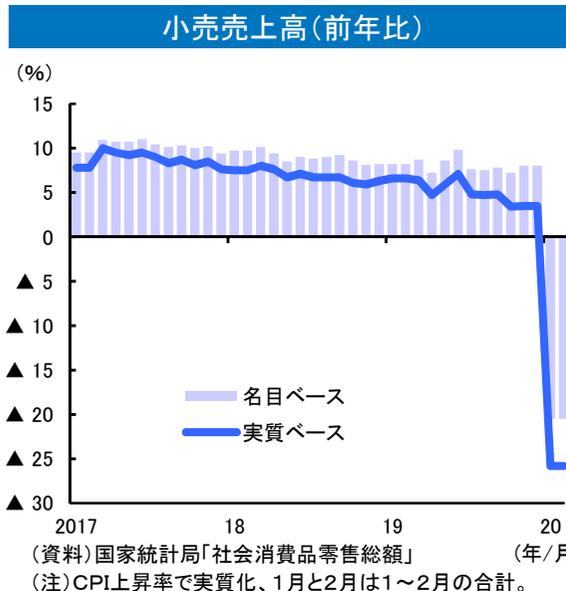
◆雇用・所得環境にも下振れ圧力

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。

とりわけ、中小企業は経営難に直面。清華大学と北京大学が春節休暇頃に行ったアンケート調査によると、資金繰りの限界は3カ月以内の企業は全中小企業の85%。また、新型コロナウイルス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%。

◆住宅販売も大幅減少

住宅販売床面積は昨年末から4割減。3月入り後の販売は小幅回復しているものの、1～2月に100社前後の不動産開発会社が破産。



民間投資、インフラ投資、不動産開発投資とも大幅減少

◆固定資産投資は大幅減少

固定資産投資もリーマン・ショック時を超える落ち込みに。民間固定資産投資、インフラ投資、不動産開発投資のいずれも大幅減少。政府が建設工事や市民の移動を全国規模で抑制したことが主因。

今後を展望すると、政府が建設工事の再開を指示したため、インフラ投資は持ち直す公算大。不動産開発投資も、住宅販売の回復に伴い持ち直す見通し。民間固定資産投資も底入れするものの、回復力に欠ける展開となる見込み。足許で製造業の利益は前年比4割減へ下振れるなか、設備投資を先送りする動きが広がると予想。

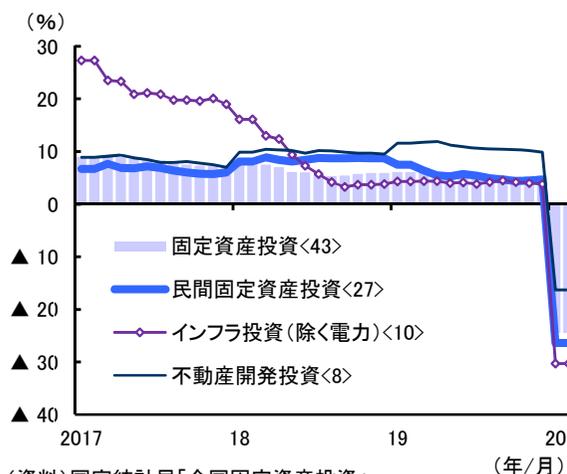
◆経済対策の柱は企業倒産や失業の回避策

リーマン・ショック時は中国政府が4兆元の景気対策を打ち出したことで、内需が急回復。しかし今回、中国政府のスタンスは当時と大きく異なり、銀行融資や公共投資の急拡大などの景気対策は期待薄。政府は2月に入って、矢継ぎ早に新型コロナ関連の経済対策を打ち出したものの、中小企業の倒産や雇用の悪化を回避するセーフティネットとなるものがほとんどで、需要を刺激するためのものは限定的。

この背景として、経済活動が停滞した主因は市民の移動規制や企業の営業規制など供給制約にあるため、需要面が現下の主たる問題ではないとの政府の認識。企業が人手不足や物流の停滞に直面する中で、政府が無理に需要を創出すれば、供給力不足が一段と深刻化する恐れ。

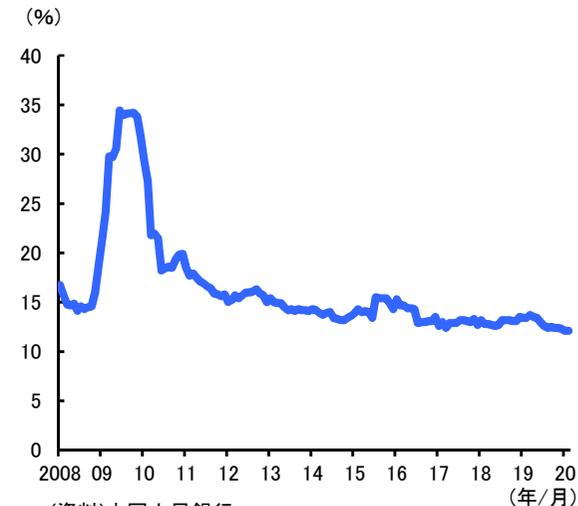
加えて、4兆元の景気対策の副作用として、国有企業や地方政府の債務がすでに危機的な水準まで膨張していることも要因の一つ。政府はここ数年、景気減速を容認してまで、債務抑制という構造問題の解決を優先。ここで国有企業の財務見直し、地方政府の財政再建、金融機関の監督管理の手綱を一気に緩める可能性は小。

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」
「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。

銀行融資残高（前年比）



(資料) 中国人民銀行

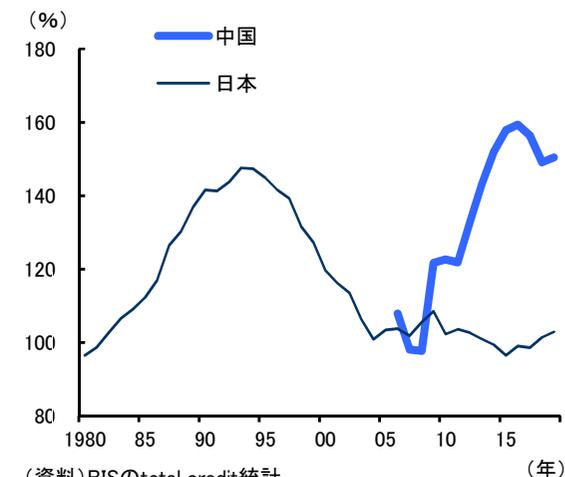
新型コロナ関連の経済対策

(2020年2月以降発表分)

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

非金融企業債務残高の対GDP比



(資料) BISのtotal credit統計
(注) 直近値は、2019年9月末の値。

株価は小幅下落にとどまる状況

◆物価：消費者物価と企業物価が乖離

2月のCPI上昇率は、前年同月比+5.2%と高止まり。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2.4倍に高騰し、CPIを3.2%ポイント押し上げ。新型コロナ対策による物流の停滞などを受けて、他の食料品価格も高水準。他方、新型コロナによる消費減少により、サービス価格の上昇率は低下。

PPI上昇率は同▲0.1%と、2カ月ぶりのマイナスに。新型コロナ対策による工場の操業停止により、原材料・中間財などの需要が縮小。国際原油価格の下落も一因に。

◆不動産価格：頭打ち

2月の主要70都市の新築住宅価格は前月比+0.0%と頭打ちに。前月比で上昇に歯止めがかかったのは2015年以来初。70都市のうち、価格が上昇したのは22都市と先月から半減。住宅需要の減少により住宅価格に下落圧力。

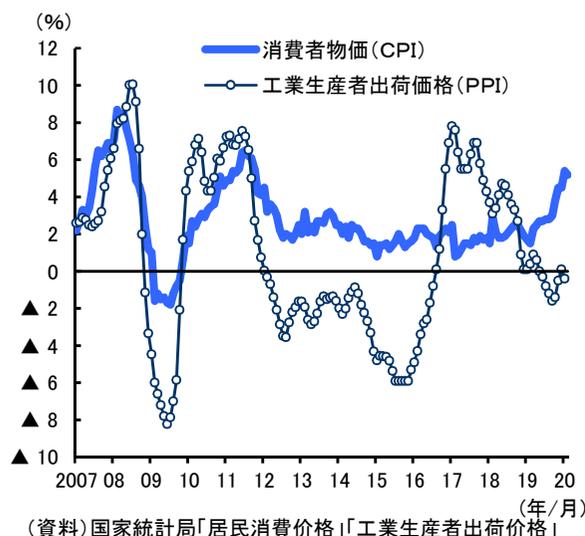
新型コロナがこのまま終息すれば、金融緩和や不動産価格抑制策の緩和が住宅需要を刺激し、住宅価格は再び上昇する見通し。

◆株価：小幅下落

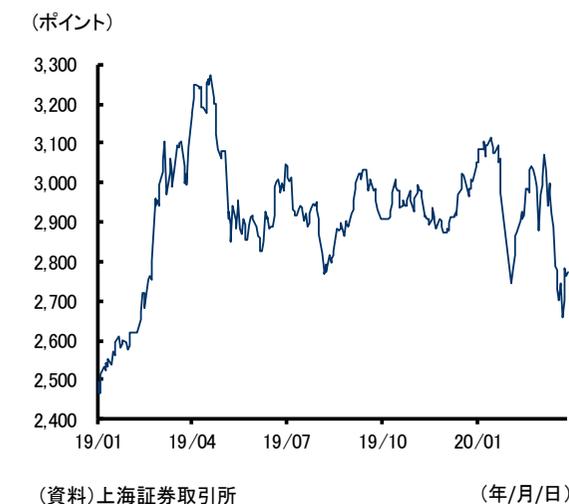
上海総合株価指数は3月入り後、再び下落。新型コロナが世界的に流行するなか、外需の縮小などによる企業収益へのマイナス影響が懸念され、市場でリスク回避の動きが拡大。

ただし、株価の下落幅は約1割と2018年末頃に比べて小。この背景として、新型コロナの国内新規感染者数が減少に転じ、世界に先駆けて消費・生産も回復し始めたことが指摘可能。たとえば、6大電力会社の1日当たりの石炭消費量は緩やかに持ち直しており、これは企業の生産活動が徐々に回復していることを示唆。

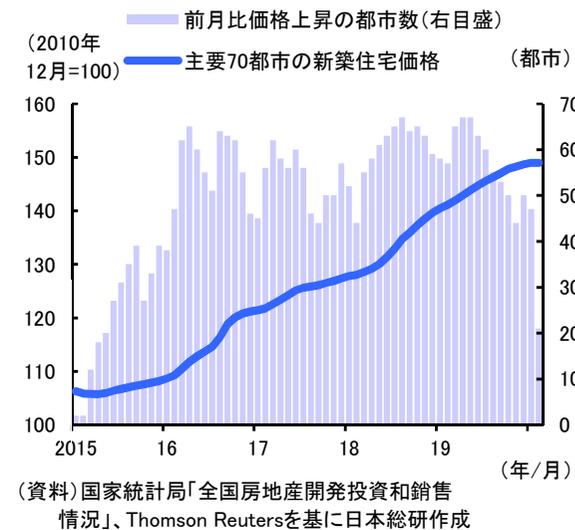
CPIとPPI(前年比)



上海総合株価指数



住宅価格と価格上昇都市数



6大電力会社1日当たりの石炭使用量

