Asia Trends

発表日:2020 年5月 15 日(金)

中国、生産回復も需給の緩みが景気の足を引っ張る展開に

～雇用悪化は家計消費、外需の不透明感は設備投資の重石に、内･外双方で需要に不透明感～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
主席エコノミスト 西濵 徹(TEL:03-5221-4522)

(要旨)

- 昨年末に湖北省武漢市で発見された新型コロナウイルスは、その後中国全土に感染が拡大したため、政府は強硬な封じ込め策を採る一方、景気に甚大な悪影響が出た。22 日に開幕する全人代では「正しい現状認識」を基に政策判断が行われる期待がある。一方、足下では経済活動再開に伴い供給サイドで回復が進む一方、内･外需双方で需要回復の弱さが景気の足かせとなるなど、中国経済は難しい状況に直面している。
- 4月の鉱工業生産は前年比＋3.9%と前年を上回る伸びに転じた。政策支援を追い風にハイテク関連やインフラ関連などで生産回復の動きが進んでいる。一方、4月の小売売上高は前年比▲7.5%と引き続き前年を下回る伸びに留まった。都市封鎖措置の影響は一巡する一方、雇用悪化に伴う財布の紐の固さを反映して不要不急の需要を手控える動きが重石になっている。4月の固定資産投資も年初来前年比▲10.3%と前年割れが続き、需要の先行き不透明感が設備投資需要の足かせとなる動きが続く。他方、金融緩和に伴う「カネ余り」で不動産市場に資金が回帰するなど、不動産市場が新たなリスク要因となる可能性も出ている。
- 国家統計局は足下で景気の底入れが進んでいる上、先行きも景気回復が進むとの認識を示す一方、家計消費と外需の動向を警戒しており、これらの動向がこれまで以上に中国景気を左右する展開が予想される。

昨年末に湖北省武漢市で発見された新型コロナウイルス（SARS-CoV-2）は、その後中国全土に感染拡大の動きが広がり、感染者数及び死亡者数は 2002～03 年に同国で大流行したＳＡＲＳ（重症呼吸器症候群）を上回る事態となった。その後、中国政府は地方レベルでの措置ながら全土で都市封鎖による外出制限のほか、団体での海外旅行の禁止や入国する外国人を対象とする隔離措置など強硬策に動き、早期の事態収束を目指す姿勢を強めた。結果、１－３月の実質ＧＤＰ成長率は前年比▲6.8%と四半期ベースで初のマイナス成長となったほか、前期比年率ベースでは▲34%程度の大幅マイナスとなるなど、景気に急ブレーキが掛かる事態となった（詳細は４月 17 日付レポート「中国、四半期で初のマイナス成長、2020 年通年の成長率も大きく鈍化」をご参照下さい）。なお、中国政府が公表する経済統計を巡っては、常にその内容に対する疑念が付きまとうが、少なくとも１－３月のＧＤＰ統計については（それ以前の真偽は不明ながら）実勢に近い数値と捉えることが出来る。来週（22 日）には当初は３月上旬に開催が予定されていた全人代（全国人民代表大会）の開幕が控えており、同会議では今年の経済運営の方針が討議されるが、足下の景気に対する『正しい現状認識』を基に政策判断が行われることが期待される。他方、中銀（中国人民銀行）は預金準備率の引き下げなどを通じて中小・零細を中心とした企業の資金繰り支援を図っているほか、地方政府レベルでは補助金や商品券の配布などを通じた景気下支えを図る動きがみられるものの、企業マインドは『最悪期』は過ぎているが回復の道のりは平たんでないことを示唆している（詳細は４月 30 日付レポート「中国の「Ｖ字回復」は望み薄の状況が続く」をご参照

下さい)。さらに、雇用・所得環境の悪化などを受けて家計部門の財布の紐を締める展開が続いており、経済活動再開に伴う生産回復の背後で需給が緩み、結果的にディスインフレ懸念が再燃する事態にも直面している（詳細は 12 日付レポート「中国、「コロナ禍」一巡の背後でディスインフレ懸念が再燃」をご参照下さい)。企業部門を中心とする生産を取り巻く環境は着実に回復に向けて歩みつつある一方、家計消費は依然として回復途上の状況にある上、足下では新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）による世界経済の減速を受けて外需の不透明感が高まっており、内・外需を巡る動向が景気回復の足かせとなる可能性を示唆している。

事実、４月の鉱工業生産（実質ベース）は前年同月比＋3.9%と前月（同▲1.1%）から前年を上回る伸びに転じた。前年を上回る伸びとなるのは昨年 12 月（同＋6.9%）以来となるなど、年明け以降における新型コロナウイルス流行に伴い生産活動に大きく下押し圧力が掛かった状況は一巡しつつある。前月比も＋2.27%となり、前月（同＋33.04%）が生産再開の動きを反映して大きく上振れした反動で拡大ペースは鈍化しているものの、２ヶ月連続で拡大が続くなど底入れが進んでいる様子がうかがえる。財別では、州政権が推進する産業政策（中国製造2025）の対象分野である半導体（前年比＋29.2%）やマイコン機器（同＋26.2%）のほか、産業用ロボット（同＋26.6%）などで軒並み前年を大きく上回る伸びとなっているほか、近年は発展途上国向けなどを中心に輸出拡大が続く発電機（同＋48.0%）も大幅な伸びとなっている。結果、ハイテク関連の生産は前年比＋10.5%と前月（同＋8.9%）から一段と伸びが加速して生産全体の動向を上回っており、政策的な後押しの動きも相俟って生産回復の動きが早期に進んでいるものと捉えられる。さらに、新型コロナウイルスの感染抑制に向けた医薬品需要の高まりを受けて、３月の医薬品関連の生産は前年比＋10.0%と大幅に伸びが加速したものの、４月は同＋4.8%に鈍化するなど事態収束を受けて早くも一巡しつつあるとみられる。他方、政府によるインフラ関連を中心とする公共投資の拡充期待を反映して、鋼材（前年比＋3.6%）やセメント（同＋3.8%）、非鉄金属（同＋3.8%）など建設関連資材の生産はいずれも伸びが加速しており、この動きも政策的な後押しが影響していると捉えられる。なお、長期に亘る販売低迷に加え、同国内での生産停止に伴うサプライチェーンの寸断などの影響も重なり大きく下押しされた自動車生産も４月は前年比＋5.1%と久々に前年を上回る伸びに転じており、経済活動の再開のほか、補助金給付など政策支援を追い風に商用車を中心に自動車販売が底入れしたことが影響したとみられる。ただし、外需を巡る不透明感の高まりや新型コロナウイルスのパンデミックに伴う米国経済の減速をきっかけに米中摩擦の再燃が懸念されるなか、携帯電話（前年比▲15.2%）の生産は弱含む展開が続いているほか、衣類や縫製品の輸出低迷を反映して布（同▲21.8%）の生産は前年を大幅に下回るなど厳しい状況に直面している。このように業種ごとに生産動向を巡る跛行色は鮮明になっているものの、経済活動

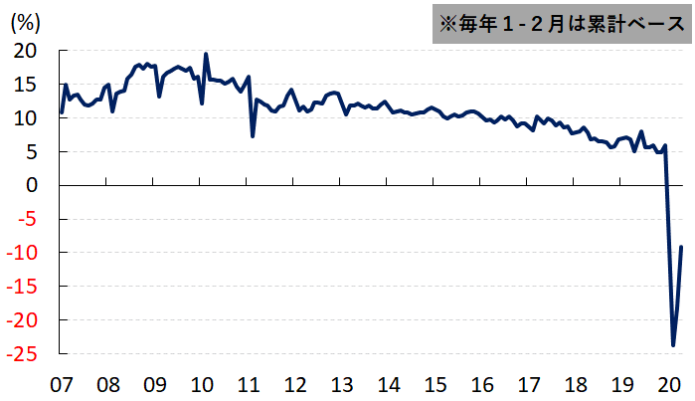
図１　鉱工業生産(前年比･実質ベース)の推移

（出所）国家統計局, CEIC より第一生命経済研究所作成

の動向と並行して動く傾向がある発電量は前年比＋0.3%と前月（同▲4.6%）から前年を上回る伸びに転じており、この点でも供給サイドを取り巻く状況は改善しつつあると判断出来る。

他方、足下の中国のＧＤＰは半分以上をサービス業など第３次産業が占めており、家計消費など内需の動向が景気を左右する傾向が強まっているが、４月の小売売上高（名目ベース）は前年比▲7.5%と前月（同▲15.8%）からマイナス幅こそ縮小するも前年を下回る伸びが続いている。物価の影響を除いた実質ベースでも前年比▲9.1%と３月（同▲18.1%）からマイナス幅は縮小しているものの、依然として大きく前年を下回る伸びとなるなど厳しい状況が続いていると判断出来る。前月比は＋0.32%と前月（同＋0.38%）から３ヶ月連続で拡大しているものの、１月（同▲12.08%）に大きく落ち込んだにも拘らずその後の回復は緩やかなものに留まっており、これに基づけば４月の小売売上高の規模は昨年 12 月に比べて依然として１割以上小さいことを示唆している。都市封鎖措置の解除などに伴う経済活動の正常化を受けて、いわゆる『買い占め』行為などが収束していることを反映して食料品（前年比＋18.2%）や飲料（同＋12.9%）など生活必需品に対する需要や新型コロナウイルスの感染拡大が尾を引く形で医薬品（同＋8.6%）に対する需要も堅調に推移している。また、都市封鎖措置の解除後もいわゆる『テレワーク』などが広がりをみせていることを受けてパソコンなど通信機器（前年比＋12.2%）に対する需要は旺盛に推移するなど、新型コロナウイルスの感染拡大を受けた市民社会の変化も消費行動に変容を与えている。なお、補助金給付といった政策支援の後押しを受ける形で、自動車（前年比＋0.0%）は久々に前年並みの水準に回復しており、この点でも最悪期は過ぎつつあると捉えられる。ただし、宝飾品（前年比▲12.1%）などの高額消費のほか、家電（同▲8.5%）や家具（同▲5.4%）、建材（同▲5.8）などの耐久消費財は軒並み前年を下回る伸びが続いている。また、衣類をはじめとする縫製品（前年比▲18.5%）も大幅に前年を下回るほか、都市封鎖措置の解除にも拘らず外食（同▲31.1%）も大きく前年を下回るなど不要不急の需要が手控えられている模様である。一方、外出制限の長期化による食品デリバリーの活発化も相俟ってＥＣ（電子商取引）を通じた小売売上高は年初来前年比＋8.6%と前月（同＋5.9%）から伸びが加速しており、小売全体に占めるＥＣ比率は 24.1%と前月（23.6%）から＋0.5pt 上昇するなど、その存在感は一段と高まっている。これまでＥＣは価格に敏感な消費者を捉えることで発展してきたが、今後は生活様式の変容も追い風になると捉えられる一方、実店舗にとっては家計部門の財布の紐が固くなっていることに加え、これまで以上に苦境に立たされることは避けられそうにない。

図２ 小売売上高(前年比･実質ベース)の推移

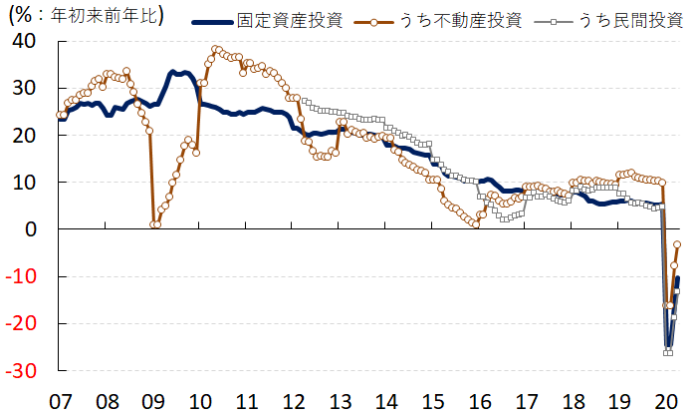


（出所）国家統計局, CEIC より第一生命経済研究所作成

なお、上述のように足下の生産動向を巡っては、政府によるインフラ投資の拡充期待なども後押し要因になっているとみられるが、４月の固定資産投資は年初来前年比▲10.3%と前月（同▲16.1%）からマイナス幅は縮小するも依然として前年を大きく下回る伸びに留まるなど、家計消費とともに景気の足

を引っ張っている。月次ベースの前月比では４月は＋6.19%と前月（同＋6.10%）に続いて底入れが進んでいる様子がうかがえるものの、１月及び２月に大きく下押し圧力が掛かったことを勘案すれば、４月の固定資産投資の規模は昨年 12 月に比べて３割弱小さいことを示唆しており、依然として本格回復にはほど遠い状況にあると判断出来る。実施主体別では、国有企業（年初来前年比▲6.9%）に対して民間投資（同▲13.3%）はマイナス幅が大きい展開が続いており、政府による政策支援が国有企業に手厚く亘っている実態を浮き彫りにするとともに、過去数年同様にいわゆる『国進民退』が進行している様子がうかがえる。また、用途別でも建設関連（年初来前年比▲11.3%）以上に設備投資関連（同▲21.6%）が下振れする展開が続いており、経済活動の再開を受けて生産活動は回復しているものの、先行きの需要に対する不透明感の高まりが設備投資需要の足かせになっているとみられる。業種別ではエネルギー関連（年初来前年比＋7.6%）やコンピュータ関連（同＋1.1%）などで前年を上回る伸びとなる動きがみられるものの、需要の底打ち期待にも拘らず自動車関連（前年比▲22.9%）や鉄道・船舶・航空宇宙関連（同▲26.2%）、電気機械関連（同▲23.0%）に加え、特殊機械関連（同▲19.6%）、一般機械関連（同▲25.1%）など川上の段階でも軒並み前年を大きく下回る水準に留まるなど、需要の先行き不透明感が重石になっているとみられる。その一方、不動産投資は年初来前年比▲3.3%と投資全体のマイナス幅よりも小さく、前月（同▲7.7%）からマイナス幅も縮小するなど底入れが進んでおり、金融緩和による『カネ余り』を受けて不動産市場に資金が回帰する動きも押し上げに繋がっているとみられる。新型コロナウイルス感染拡大の影響が一巡して住宅需要に底打ちの兆候が出ていることも影響している一方、当局は引き続き不動産市況の動向を注視する姿勢を崩しておらず、堅調さが続くか否かは全人代での政策の方向性如何と判断出来よう。

図 3　固定資産投資(年初来前年比)の推移



（出所）国家統計局, CEIC より第一生命経済研究所作成

４月の経済指標の発表に際して、国家統計局の毛勇報道官は「４月の経済指標は中国経済が改善していることを示している」とした上で、先行きについて「生産再開の動きは良い結果を招いており、景気回復が続く」との見通しを示し、「経済見通しに自信を持っている」と述べるなど、これまで同様に明るめの見通しを示した。その一方、「景気回復の足取りは依然として弱く、特に雇用に対する圧力は比較的大きい」とし、「農民工を巡る雇用は改善しているものの依然として平時の水準を下回っている」と述べるなど、雇用回復の足取りの弱さが景気の重石になっている模様である。その上で、「海外で新型コロナウイルスの流行が広がりをみせており、中国経済の回復は依然として多くの試練に直面している」とし、「世界経済のリセッションリスクが高まるなど、外需は比較的大きな試練に直面している」と外需を中心に不確実性が高まっているとの見方を示している。国家統計局の発言は共産党及び政府の意向を示しているとすれば、これまで同様に４－６月以降の景気回復を目指す姿勢は変わらないとみられるが、家計消費と外需を巡る不透明さが下振れ要因となる可能性はこれまで以上に高まっている。　　以　上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。