Asia Trends

発表日:2020 年7月 16 日(木)

中国景気は新型肺炎の影響を克服も、持続力には疑問が残る

～外需及び公的部門が景気回復をけん引も民間部門は力強さを欠き、雇用の行方がカギを握る～

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)

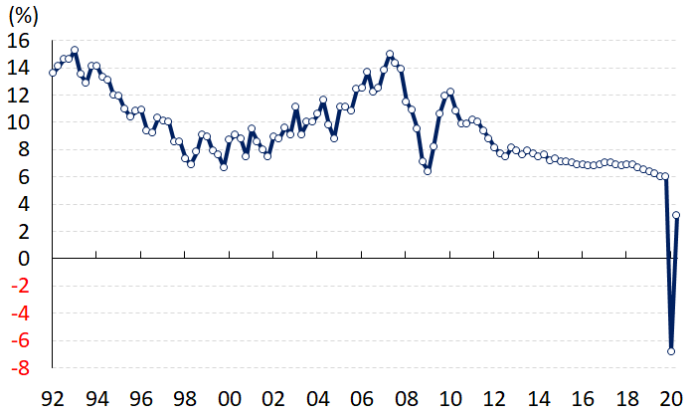
(要旨)

- 新型コロナウイルスの感染拡大と防疫措置を受け、年明け直後の中国経済には急ブレーキが掛かった。しかし、その後は事態収束と経済活動の再開を反映して企業マインドも改善した結果、4-6 月の実質 GDP 成長率は前年比＋3.2%と 2 四半期ぶりのプラス成長となった。製造業や農林漁業などの生産拡大により景気回復が進んだ一方、サービス業の生産回復の動きは道半ばの状況にあるなど跛行色がくすぶっている。
- 企業マインド改善の背景には 6 月の輸出が前年比＋0.5%と前年を上回るなど底入れしていることが一助となった。さらに、こうした動きを受けて 6 月の鉱工業生産も前年比＋4.8%と伸びが加速し、その水準も昨年末を上回るなど新型肺炎の影響を克服している。生産拡大の動きを受けて 6 月の輸入も前年比＋2.7%と鉱物資源関連を中心に底入れが進んでいる。他方、対米貿易黒字は拡大するなど米中摩擦の火種となり得る。
- 一方、6 月の小売売上高は前年比▲1.8%と前年を下回る伸びに留まり、その水準も昨年末を下回るなど新型肺炎の影響が残る。EC の活発化が押し上げ要因となるも、雇用環境の悪化や家計のデフレマインドが消費の足かせとなる状況は続く。6 月の固定資産投資も年初来前年比▲3.1%に留まり、公共投資の進捗や不動産投資が活発化する一方で民間投資は低迷が続く。また、足下では不動産価格の底入れが進むなどバブル再燃の兆候が出ている。足下の景気底入れの動きは、外需や公的部門がその立役者になっている。
- 政府は先行きの景気回復に自信を覗かせる一方、足下の雇用環境を巡る厳しさを注視するなど難しい対応を迫られている。公的部門への過度な依存は過剰債務の再膨張やバブル再燃といった新たなリスクを招き得るなか、しばらくは短期的な中国景気の動向に過度に一喜一憂しない姿勢が問われる局面が続こう。

昨年末に中国で発見された新型コロナウイルス（SARS-CoV-2）を巡っては、足下で感染拡大の中心地が新興国にシフトしており、医療インフラが脆弱なほか、今後は季節が冬に移行する地域での感染拡大は事態収束を困難にすることが懸念される。なお、当初における感染拡大の中心地であった中国では、感染封じ込めに向けた都市封鎖措置の影響で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めてマイナス成長となるなど、景気に急ブレーキが掛かる事態に直面した。しかし、その後は感染収束が進んで都市封鎖措置解除の動きが広がり、５月初めには当初の感染拡大の中心地であった湖北省武漢市の都市封鎖措置も解除されるなど、経済活動の正常化に向けた動きが進んだ。さらに、５月末には当初の予定から２ヶ月半遅れで全人代（第 13 期全国人民代表大会第３回会議）が開催され、財政及び金融政策の強化を通じた雇用創出により景気下支えを図る姿勢が示された。こうした動きを受けて、都市封鎖措置などの影響で幅広い分野で過去にみたことのない水準に落ち込んだ企業マインドは大きく回復しており、景気の底入れが進んでいる様子がうかがえる。事実、４－６月の実質ＧＤＰ成長率は前年比＋3.2%と２四半期ぶりに前年を上回る伸びに転じるなど景気の底入れが確認されたほか、前期比

年率ベースでは＋54.8％（試算値）と前期（同▲34.5％）に大きく下押し圧力が掛かった反動も重なり大幅な拡大に転じている。今年の全人代においては経済成長率目標が設定されないなど異例の内容となったが（詳細は５月 22 日付レポート「中国・全人代開幕、2020 年は成長率目標示せず、雇用重視が鮮明に」をご参照下さい）、４－６月の底入れに伴い年前半の経済成長率は▲1.6％とマイナスに留まるものの、想定以上に早く底入れが進んでいる。分野別では、すべての産業で前年を上回る伸びをみせているが、なかでも製造業を中心とする第２次産業で生産が大きく拡大しており、当研究所が試算した季節調整値ベースの実質値は昨年 10-12 月を大きく上回る水準となるなど、新型コロナウイルス感染拡大の影響を完全に克服したと捉えられる。また、農林漁業関連を中心とする第１次産業でも生産は堅調な動きをみせている一方、サービス業を中心とする第３次産業では生産拡大の動きはみられるも昨年 10-12 月の水準を下回っており、サービス業などは依然として新型コロナウイルスの影響を克服出来ていない様子がうかがえる。

図１ 実質 GDP 成長率（前年比）の推移



（出所）CEIC，国家統計局より第一生命経済研究所作成

なお、足下の企業マインドが大きく改善している背景には、中国国内における生産活動再開の動きに加え、欧米など主要国での経済活動再開などに伴い世界経済の底入れが進んでいることも大きく影響していると考えられる。６月の輸出額は前年比＋0.5％と２ヶ月ぶりに前年を上回る伸びに転じているほか、４－６月の輸出額も前年比＋0.1％とわずかながら前年を上回る伸びに転じるなど、１－３月（同▲13.4％）から大きく底入れしている。６月単月の輸出額についても当研究所が試算した季節調整値ベースの前月比は２ヶ月ぶりの拡大に転じており、中期的な基調も拡大ペースを強める動きをみせるなど底入れが進んでいる。国・地域別では、新型コロナウイルスによる深刻な打撃を受けたＥＵ（欧州連合）向けは前年を下回る推移が続いているほか、足下では感染拡大の中心地となっている中南米向けも前年を下回るなど低調な推移が続く一方、ＡＳＥＡＮ（東南アジア諸国連合）や台湾などアジア新興国向けに堅調な動きがみられるほか、経済活動再開の動きを受けて米国向けも辛うじて前年を上回る伸びをみせるなど、世界経済の底打ちが押し上げ要因になっている。こうした動きを反映して、６月の鉱工業生産（実質ベース）は前年比＋4.8％と３ヶ月連続で前年を上回るとともに、前月（同＋4.4％）から伸びが加速するなど底入れが促されている。前月比も＋

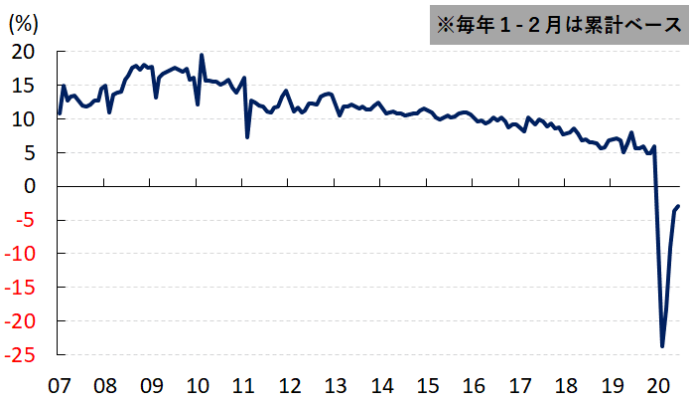
図２ 鉱工業生産(前年比・実質ベース)の推移

（出所）CEIC，国家統計局より第一生命経済研究所作成

1.30%と前月（同＋1.53%）から拡大ペースこそ鈍化するも４ヶ月連続で拡大しており、新型肺炎の影響が発現する直前（昨年 12 月）との対比でも＋1.6%程度上回るなど一連の悪影響を完全に克服したと捉えることが出来る。米中摩擦の再燃が懸念されるなかで、習政権が進める産業高度化政策（中国製造2025）が後押しする形でハイテク関連（前年比＋10.0%）での生産拡大の動きが全体を押し上げる動きがみられるほか、全人代で表明されたインフラ投資拡充の動きに沿って関連財（鉄鋼、セメント、非鉄金属など）の生産が軒並み拡大していることも生産活動の押し上げに繋がっている。さらに、地方政府などでは落ち込んだ景気の底入れを促すべく補助金給付や商品券配布などを通じた家計消費の喚起策が実施されており、それに伴い自動車販売が押し上げられるなどの動きも生産拡大を促す一助になっているとみられる。生産活発化の動きは６月の輸入額が前年比＋2.7%と４ヶ月ぶりに前年を上回る伸びに転じたほか、前月比も４ヶ月ぶりの拡大に転じていることに現れており、原油や鉄鉱石など原材料関連を中心とする拡大が全体を押し上げている。他方、今年１月の米中による「第一段階の合意」で謳われた米国からの輸入拡大の動きは道半ばであり、６月の対米貿易黒字額は＋294.12 億ドルと前月（＋278.91 億ドル）から黒字幅が拡大するなど合意事項の履行にはほど遠い状況にあるなど、米中摩擦の火種はくすぶっていると言えよう。

一方、上述のようにサービス業をはじめとする第３次産業が足下の景気回復の足かせとなっている状況は、家計消費の回復が遅れていることに現れている。６月の小売売上高（名目ベース）は前年比▲1.8%と前月（同▲2.8%）からマイナス幅は縮小するも依然として前年を下回る伸びで推移しており、物価の影響を除いた実質ベースでも前年比▲2.9%と前月（同▲3.7%）からマイナス幅は縮小するも前年を下回る伸びとなるなど生産に比べて力強さを欠く展開が続いている。前月比は＋1.34%と前月（同＋0.85%）から拡大ペースが加速しており、経済活動の正常化の動きが広がるなかでいわゆる『リベンジ消費（報復性消費）』の動きが活発化している上、地方政府レベルでの補助金支給や商品券配布など消費喚起策の効果が発現しているほか、６月はＥＣ（電子商取引）サイトによる大規模セールが実施される時期と重なったことが押し上げに繋がったとみられる。こうした状況にも拘らず、６月の小売売上高は新型肺炎の影響が発現する直前（昨年 12 月）との比較でも▲6.3%も下回る水準に留まるなど、新型肺炎感染拡大の影響を克服しているとは言いがたい状況にある。他方、上述のようにＥＣサイトでの大規模セールの影響もあり、６月のＥＣを通じた小売売上高は年初来前年比＋7.3%と前年を上回る伸びで推移している上、前月（同＋4.5%）を上回るなど家計消費のけん引役になっている。事実、小売売上全体に占めるＥＣ比率は 25.2%と前月（24.3%）から上昇して４分の１を上回る水準となっており、都市封鎖措置に伴う事実上の外出禁止を受けてＥＣに対する需要が押し上げられた流れが一層強まっている様子もうかがえる。こうした状況はＥＣを通じ

図３ 小売売上高（前年比・実質ベース）の推移

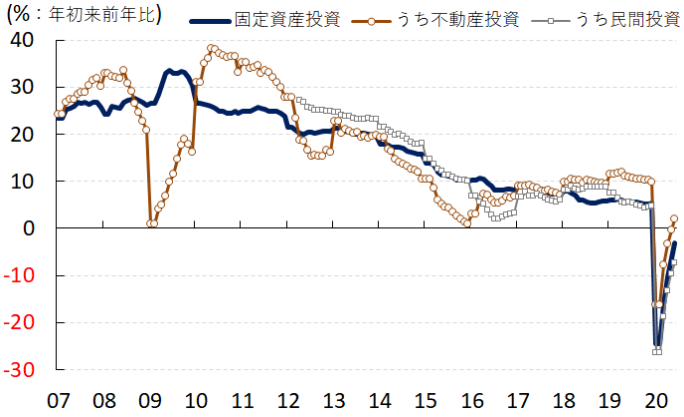


（出所）CEIC，国家統計局より第一生命経済研究所作成

た取引比率の高い化粧品や日用品、通信機器、家電などの売上高の伸びが加速感を強めていることに現れており、家計部門において『デフレマインド』が定着しつつある流れとも密接に関連している可能性が考えられる（詳細は９日付レポート「中国：バブル再燃とディスインフレ懸念が共存する奇妙な世界に」をご参照下さい）。また、６月の自動車販売台数は前年比＋11.8%とプラスで推移しているにも拘らず、自動車販売額は前年を大きく下回る伸びが続いており、これはインフラ関連など公共投資の進捗促進を受けた商用車（同＋63.2%）で販売が大きく押し上げられる一方、乗用車（同＋2.1%）は対照的に回復感に乏しい状況が続いていることも影響している。さらに、足下では企業マインドが改善しているにも拘らずいずれの指標においても雇用に関する指標は悪化するなど雇用調整圧力がくすぶっており（詳細は１日付レポート「中国：新型コロナの「しわ寄せ」は中小・零細企業や雇用環境に」をご参照下さい）、雇用・所得環境の悪化は宝飾品など高額品に対する消費意欲の足かせになるとともに、上述した『デフレマインド』の温床になっている可能性もある。

また、過去における中国の景気回復局面においては、投資拡大の動きが景気全体のけん引役になる傾向が強かったものの、６月の固定資産投資は年初来前年比▲3.1%と前月（同▲6.3%）からマイナス幅は縮小するも、依然として前年を下回る伸びが続くなど力強さを欠く展開が続いている。月次ベースの前月比は＋5.91%と前月（同＋5.96%）からわずかにペースは鈍化するも４ヶ月連続となる大幅な拡大が続いている。新型肺炎感染拡大により大きく下押し圧力が掛かった事態からの脱出に向けた動きが進んではいるものの、６月時点の水準は昨年12 月に対して▲5.0%も下回るなど本格回復にはほど遠い状況にある。なお、実施主体別では国有企業（年初来前年比＋2.1%）が前年を上回る伸びとなるなど回復の動きを強めている一方、民間投資（同▲7.3%）は引き続き前年を大きく下回る伸びで推移しており、足下の投資の動きは公的部門が中心となる『国進民退』の色合いが強まっている様子がうかがえる。分野別でも、新型肺炎対策として全世界的にワクチン開発の動きが強まっており、同国においても共産党及び政府の号令の下でそうした動きが強まっていることを反映して医薬品関連（年初来前年比＋13.6%）のほか、生産活動同様に「中国製造 2025」の対象分野である電子機器関連（同＋9.4%）も押し上げられるなど、政府による支援分野が上振れしていると考えられる。投資対象別の動きをみると、設備関連（年初来前年比▲13.9%）では依然として前年を大きく下回る一方、建設関連（同▲3.8%）やその他（同＋7.3%）で底入れが進んでおり、製造業などを中心に設備投資の新設に向けた動きは必ずしも活発化していない様子もうかがえる。事実、住宅投資は年初来前年比＋1.9%と久々に前年を上回る伸びに転じており、商業用不動産（同▲5.4%）やオフィス関連（同▲3.1%）は引き続き低調な動きが続く一方、住宅関連（同＋2.6%）の伸びが全体を押し上げており、関連業界の企業マインドが復調していることもそうした動きを反映している。こうした

図４　固定資産投資（年初来前年比）の推移



（出所）CEIC，国家統計局より第一生命経済研究所作成

動きを受けて、６月の新築住宅価格は前年比＋4.9%と前月（同＋4.9%）から横這いで推移しているものの、前月比は＋0.6%と前月（同＋0.5%）から上昇ペースが加速するなど、中銀（中国人民銀行）による金融緩和を背景とする『カネ余り』を追い風に不動産市場への資金流入が活発化している可能性もうかがえる。足下の中国においては、景気回復期待を追い風に株式や不動産をはじめとする資産市場への資金流入の動きが活発化して『バブル』が再燃するとの懸念が出ているが（詳細は８日付レポート「中国で早くも再燃しつつある「バブル懸念」」をご参照下さい）、こうした動きはそうした傾向を反映したものと捉えることが出来よう。

このようにみると、足下のＧＤＰ成長率は前年を上回る伸びに回復しているほか、生産活動の水準も新型肺炎の感染拡大前を上回るなど一連の影響を克服しているようにみえる。ただし、足下の生産活動の回復は主要国での経済活動再開を受けた世界経済の回復期待の動きに加え、中国国内でのインフラ関連など公共投資の進捗や不動産投資の活況などに依存しており、外需と公的部門の動向が左右する状況にあると判断出来る。他方、今後の景気回復の持続力を勘案すれば、家計部門や民間を中心とする企業部門の動きを注視する必要があるが、全人代において共産党及び政府が重視した雇用拡大は進んでおらず、家計及び企業部門ともに足下の回復に自信を持てていない可能性がある。特に、今夏は 874 万人という史上最大規模の大卒者が労働市場に参入する予定であるが、足下の雇用・所得環境は依然として回復感に乏しい状況にあることを勘案すれば、これらの受け皿を充分に確保し得るかは心許ない。当面は公的部門による支援が景気下支えの主役となる状況は続くと見込まれるものの、その後に自律的な景気回復に向けた歩みを進められるか否かは極めて不透明な状況にあると判断出来よう。ＧＤＰ統計の公表に際して、国家統計局の毛盛勇国民経済総合統計局長（兼、報道官）は足下の中国経済について「底入れが進み安定している」とし、「雇用動向も物価動向もともに安定している」とした上で、「金融市場の期待も改善に向かっている」との見方を示した。その上で、「中国経済は自立的な調整能力を擁する」とし、「マクロ政策の効果反映を受けて年後半にかけても景気回復は継続可能」との見通しを示した。一方、新型肺炎の影響については「世界経済への影響は我々にとって引き続き課題になる」とし、「経済政策の柔軟性を維持する必要がある」との認識を示した。他方、「小売売上高のデータは、足下の家計消費の回復には依然として支援が必要であることを示唆している」とした上で、「防疫政策の進展を通じて家計消費はさらに促進される」など比較的楽観的な見通しを示した。なお、雇用環境については「政府による対策は進展したものの依然圧力にさらされており、その安定に向けてあらゆる努力を払う」と述べるなど、引き続き雇用動向を重視する姿勢を改めて示した格好である。先月に首都北京では新型肺炎の感染拡大の『第２波』が懸念される動きがみられたが、その後の防疫対策の強化を受けて足下では落ち着いた動きがみられるものの、防疫政策の強化に伴いヒトの移動に大きく下押し圧力が掛かるなど経済活動への悪影響が顕在化する動きもみられた。当面は公的部門がけん引する形で景気の底入れに向けた動きが進む可能性はあるが、その背後では過剰債務の再膨張やバブルの再燃といった新たなリスクの萌芽が生まれる兆候も出ており、短期的な上振れに過度に一喜一憂しない姿勢が問われる局面が続こう。

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。