



## コロナショックの出口へ向かう中国経済の現状と見通し

－見え隠れする悪循環の兆し。頼みの綱は財政・金融政策－

鹿庭 雄介

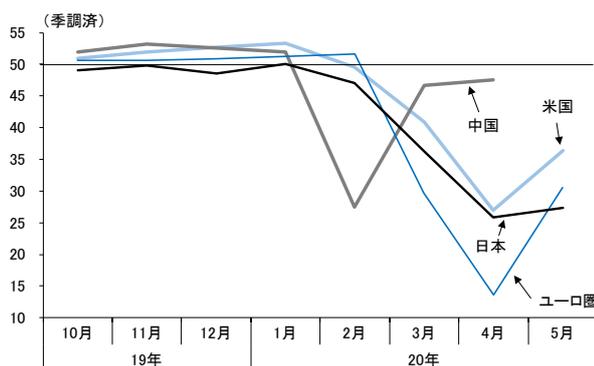
### ポイント

- コロナショックの出口へ向かう中国の景気回復力に注目が集まる。ただ、他国に先駆け上昇へ転じた企業景況感も足元で改善ペースが鈍っており、景気回復に力強さが感じられない。
- 需要項目別にみても回復ピッチは早まっていない。個人消費はコロナ第2波への警戒感や雇用・所得情勢の悪化が、輸出は外需急減や米中摩擦が、それぞれ反動増の足かせとなる。企業業績の悪化と不確実性の高止まりを受けて設備投資も弱含む。中国経済に悪循環の兆しが見え隠れする。
- 頼みの綱は財政・金融政策である。幸い大規模な財政政策を行うことなくコロナ禍を乗り切れた。利下げ余地も残されている。世界景気回復のけん引役となるチャンスはまだ残されている。

### 1. コロナショックの出口へ向かう中国

新型コロナウイルスの感染拡大がいち早く進んだ中国は、他国に先駆けてコロナショックの出口へと向かっている。企業の景況感を示す総合PMI（購買担当者景気指数）は、感染拡大が経済活動を直撃した2月（27.5）に大きく低下した後、翌3月（46.7）には企業の操業再開などを受けて急反発している（図表1）。中国から1か月程度遅れて感染が広がった、ユーロ圏や日本、米国とは対照的な動きである。

（図表1）総合PMIの推移（国・地域別）



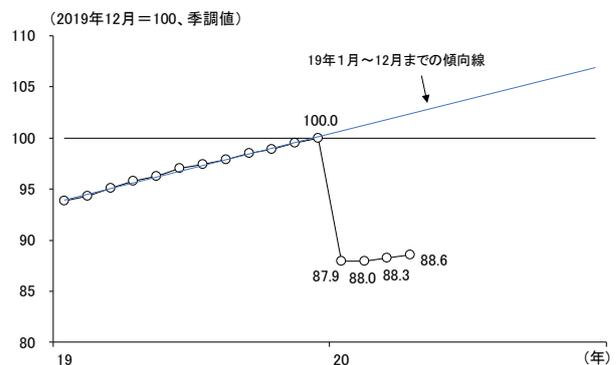
（備考）IHSマークイット資料より作成

もともと、中国の企業景況感がその後も勢いよく改善を続けているようには見えない。続く4月の同指数は47.6と3月から上昇したとはいえ、好不況の分かれ目となる50を依然として下回った状態が続いており、力強さに欠けていると言えよう。

### 2. 第2波警戒や雇用悪化などが消費の重石

需要項目別にみても足元の回復ペースは鈍く、中国経済がV字回復へと向かっているとは言い難い。個人消費の動向を示す小売売上高（社会消費品小売総額）は、感染拡大前の19年12月を100とした場合、直近4月の水準は88.6となる（図表2）。底打ちしたとはいえ、戻りは弱く、都市封鎖が解除された3月以降も消費が伸び悩んでいることが分かる。コロナショックが起きなかった場合に期待された水準（傾向線）と比べると、その開きはさらに大きくなる。

（図表2）小売売上高の推移（中国）



（備考）中国国家統計局資料より作成

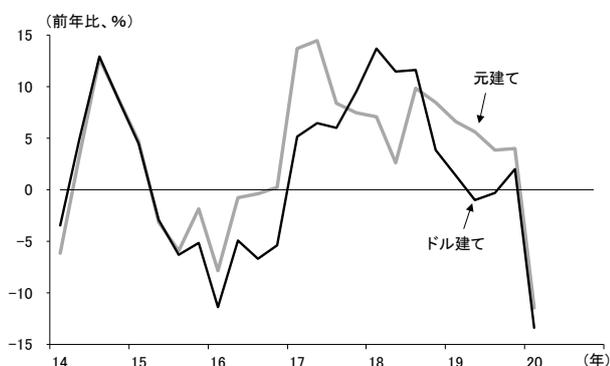
中国では最近、報復性消費（リベンジ消費）という言葉が注目されており、コロナ禍に抑えられていた反動で消費が急拡大するとの見方がある。ただ、こうした動きは一過性のもので終わる可能性が高い。コロナ第2波への警戒感

は依然として高く、消費マインドの低い状態が続くと予想されるためである。また後述の通り、企業の業績悪化を受けて、雇用・所得情勢も厳しい状況が続くとみられることも、個人消費の足かせとなろう。

### 3. コロナに加え米中摩擦が輸出を下押し

輸出も期待薄である。20年1～3月期の中国輸出（元建て）は前年比11.4%減と大きく落ち込んだ（図表3）。4月単月でみると前年比8.2%増と急回復しているようにも見えるが、これはコロナ禍で出荷が滞っていた受注分をまとめてこなした影響や、マスクなど防疫用品や在宅勤務用のパソコンなどコロナ特需による一時的な増加である可能性が高い。

（図表3）名目輸出の前年比（中国）



（備考）中華人民共和国海関総署資料より作成

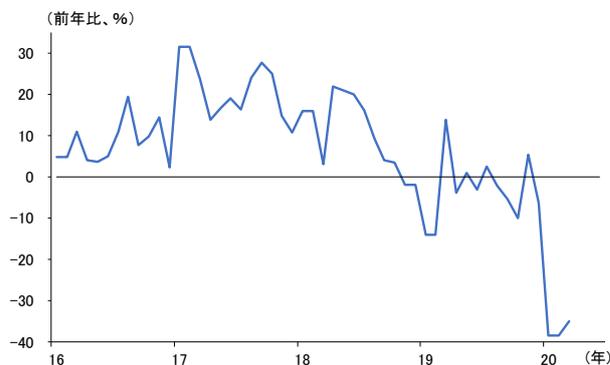
先行きも厳しい。主要な輸出相手先である日米欧は外出制限を受けて経済活動が冷え込んでおり、コロナ以前と同水準の外需を期待するのは当面難しい状況下にある。またコロナショックの影に隠れ注目度がやや下がっているものの、米中貿易摩擦は現在も続いている。今年2月に制裁が一部緩和されたものの、依然として中国輸出の大きな下押し要因となっている。最近では中国のコロナ対応を巡って米中貿易摩擦が再び激化の様相を強めており、中国輸出をさらに下押しすることになるかもしれない。

### 4. 設備投資の回復を阻む業績悪化と不確実性

個人消費や輸出の低迷を受けて、企業業績も大幅に悪化している。20年3月の工業利益は前年比34.9%減と、大きく落ち込んだ1～2月平均（同38.3%減）からの改善は小幅にとどまった（図表4）。トランプ米大統領が元安誘導を強く牽制していることから、先行き元安誘導による輸出企業の業績下支えも難しい。また非製造

業も外出制限の影響を受けて業績は急激に悪化しており、中国企業は総じて厳しい収益環境下に置かれていると言える。

（図表4）工業利益の前年比（中国）

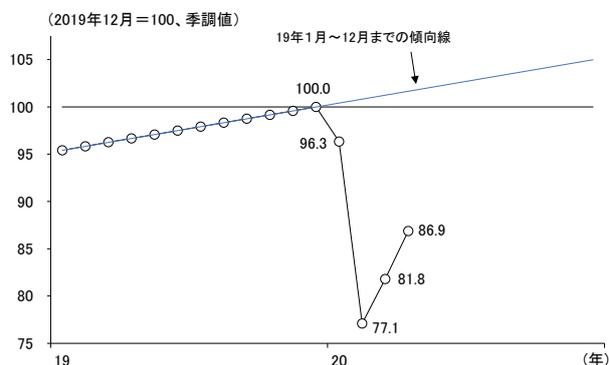


（備考）1. 1月と2月は両月の平均値を使用  
2. 中国国家統計局資料より作成

企業収益が落ち込めば、企業が設備投資や雇用・賃金に振り向ける資金も減少する。実際、固定資産投資（除く農村部）の動きをみても、3月・4月とやや持ち直してきたとはいえ、コロナ前と比べれば1割以上も低い水準となっている（図表5）。

さらに新型コロナウイルスの感染拡大により、世界経済及び金融市場は依然として高い不確実性の中にある。今後はコロナ第2波・第3波に備えて、手元資金を従前よりも潤沢に用意しておこうと考える企業が増えると予想され、設備投資や雇用・賃金に向けられる資金はより一層絞られることにもなりかねない。

（図表5）固定資産投資の推移（中国）



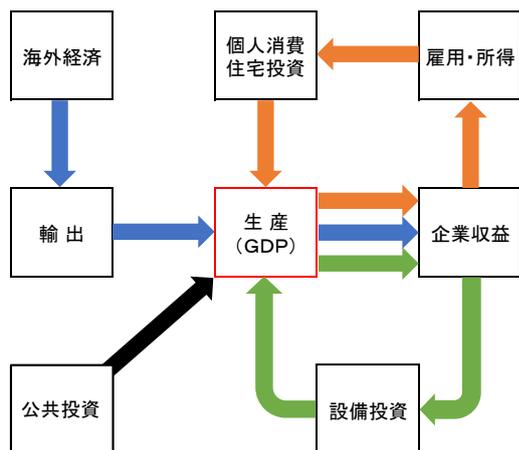
（備考）中国国家統計局資料より作成

### 5. 悪循環の兆しが見え隠れする中国経済

以上みてきたように、コロナショックによる中国経済の急減速を一時的な「ショック」に止めることは難しくなりつつある。個人消費はコ

ロナ第2波への警戒感や雇用・所得情勢の悪化が、輸出は外需急減や米中摩擦が、それぞれ反動増の足かせとなっている。これを受けて企業業績も大幅に悪化しており、設備投資や雇用・賃金に振り向ける余地も狭まっている。そして設備投資の減少は、製造元企業の生産活動に影響を与え、雇用減・賃金減は個人消費の減少へとつながる。中国経済は悪循環の流れへと引き込まれつつある可能性がある（図表6）。

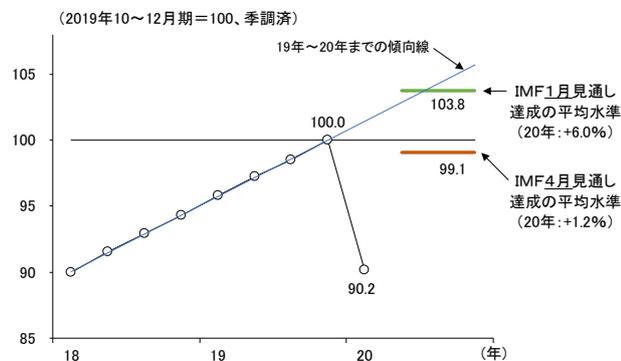
（図表6）GDPと各需要項目の関係図



（備考）地域・中小企業研究所作成

中国の実質GDP（国内総生産）は19年10～12月期の水準を100とした場合、直近20年1～3月期は90.2（前期比9.8%減）と1割近く落ち込んだ（図表7）。4～6月期以降は反転上昇が見込まれるものの、ショック直前に発表されたIMF 1月見通し（20年：6.0%増）を達成するためには、残りの3四半期でGDPの平均水準を103.8にまで押し上げなければなら

（図表7）実質GDPの推移（中国）



（備考）中国国家统计局資料より作成

ず、前期比 9.4%増ペースでの高成長が求められることになる<sup>1</sup>。

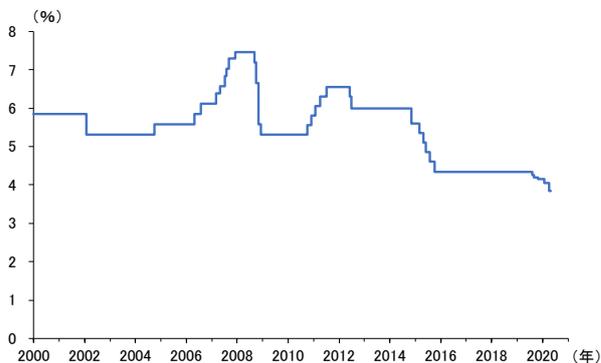
またコロナショック後に下方修正されたIMFの4月見通し（20年：1.2%）の達成を目指した場合であっても、平均水準を99.1にまで引き上げる必要があり、前期比6.3%増ペースでの成長が求められる。足元の経済指標の動きを見る限り、IMF 4月見通しの達成もハードルが高いと言わざるを得ない。

## 6. 頼みの綱は財政・金融政策

こうした中、中国政府には大規模な財政政策や、さらなる金融緩和策が求められる。幸い中国はコロナショックを大規模な財政政策なしで乗り切ることができた。政策金利である最優遇貸出金利（1年物、LPR）は米中摩擦やコロナショックの影響を受けて、複数回引き下げられてきたが、足元でも3.85%とゼロ金利政策を採用している日米欧と比べればまだ下げ余地がある（図表8）。政府目標の3%を大きく上回っていたインフレ率が低下に転じていることも利下げの追い風となろう。

他国に先駆けてコロナショックの出口へと向かう中国の景気回復力は、これから遅れて出口へと向かう日本を含む世界各国の景気回復ペースを大きく左右することになる。過剰債務のリスクやバブル生成などに目配りをしつつ、こういった政策メニューが今後示されるのか、その内容と規模次第では中国が世界景気回復のけん引役となるチャンスがまだ残されていると言えよう。

（図表8）政策金利の推移（中国）



（備考）1. 19年7月までは貸出基準金利（1年物）、それ以降は最優遇貸出金利（1年物、LPR）を使用  
2. 中国人民銀行資料より作成

以上

<sup>1</sup> なお、中国共産党は2012年の第18回党大会で2020年にGDP総額を2010年比で倍増させる目標を打ち出している。今年はその目標達成時期となるが、これをクリアするためには6%弱の成長率が必要となり、IMF 1月予測と同程度の成長が求められる。

本レポートは、情報提供のみを目的とした上記時点における当研究所の意見です。施策実施等に関する最終決定は、ご自身の判断でなさるようお願いいたします。また、当研究所が信頼できると考える情報源から得た各種データ等に基づいて、この資料は作成されておりますが、その情報の正確性および完全性について当研究所が保証するものではありません。