

中国：コロナ・ショックの経済的影響

～中長期的に懸念される金融リスクの増大～



大和総研 経済調査部 主席研究員

齋藤 尚登

1. 新型コロナウイルス肺炎は 2002年～2003年のSARSと比 べて極めて大きなインパクト

中国国家衛生健康委員会によると、2020年
3月25日時点で、中国国内の新型コロナウイ

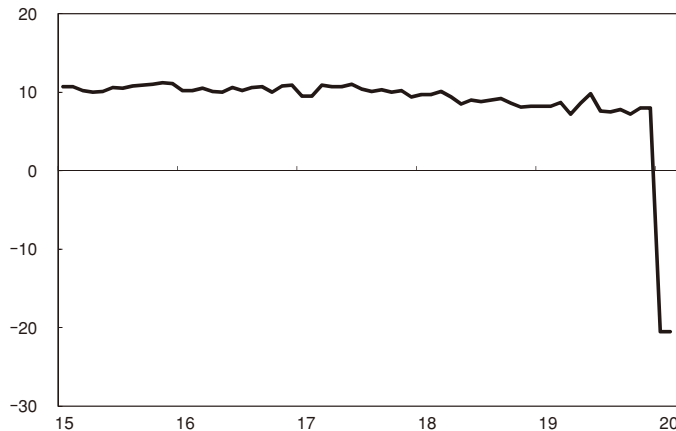
〈目 次〉

1. 新型コロナウイルス肺炎は2002年～2003年のSARSと比べて極めて大きなインパクト
2. かつてない苦境に立たされる中国経済
3. スタグフレーションへの懸念も
4. 2四半期連続のマイナス成長も
5. 企業の大量倒産、金融危機回避のための流動性供給
6. 当面の注目は全人代での政府成長率目標
7. 景気テコ入れ策と中長期的に懸念される金融リスクの増大

ルス肺炎（COVID-19）の感染者は累計81,285人（既に治癒し退院した74,051人を含む）、うち死亡者は同3,287人となった。2002年～2003年に流行した重症急性呼吸器症候群（SARS）の中国国内感染者数が累計5,326人、死亡者は348人であったことからすると、今回の新型肺炎の蔓延ぶりは正に桁違いである。省レベルの行政区でいえば、SARSの感染者数が100人以上だったのは北京市（2,521人）、広東省（1,511人）など6地域にとどまったが、今回は25地域を数える。3月25日時点累計の新型肺炎感染者数は湖北省が全体の8割以上を占めるものの、広東省、河南省、浙江省、湖南省でも1,000人を超えた。今回は感染エリアが広範囲にわたるため、ヒトの移動を制限し、ヒトとの接触を回避する厳格な感染拡大抑制策もほぼ中国全土で実施されているなど、経済に与える影響も格段に大きくなっている。

中国は新型肺炎の初期段階の封じ込めに失

(図1) 小売上の推移 (前年同月比) (単位: %)



(注) 旧正月の時期のずれによる影響を避けるため1月と2月は平均値
(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

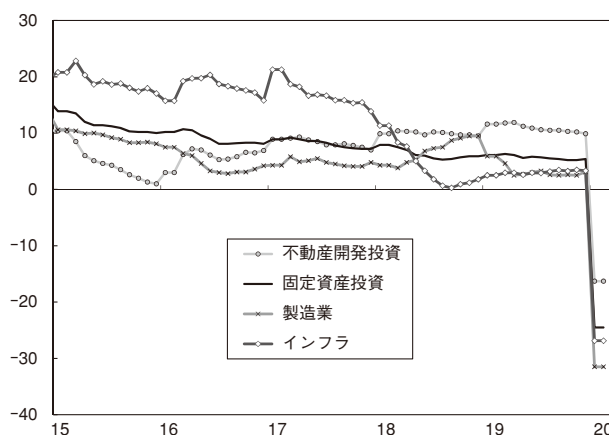
敗した。感染源とされる湖北省武漢市で新型コロナウイルスの発生が確認されたのは2019年12月8日であったが、国家衛生健康委員会がそれを把握したのは12月末、感染源とされる市場の封鎖は2020年1月1日であった。武漢市は旧正月の連休が始まる前日の1月23日に空港や駅を閉鎖し、公共交通機関の運行を停止するなどの強硬な措置をとった（後に同様の措置を湖北省全域に拡大）。とはいえ、「春運」と呼ばれる特別輸送体制（鉄道、航空の増便）はほぼ2週間前の1月10日から始まっており、感染者は全国各地、そして世界に拡散してしまった。

2. かつてない苦境に立たされる中国経済

2020年1月～2月の中国経済は、新型コロナウイルスの蔓延と、感染拡大を抑制するための極めて厳格な措置によって、かつてない苦境に立たされた。

中国政府は1月24日に全国民を対象に国内団体旅行を禁止し、27日より海外の団体旅行を禁止した。さらに、1月下旬以降、ヒトの移動やヒトとの接触を厳格に制限し、①濃厚接触者の専用ホテルなどでの徹底的な集中隔离・管理、②学校などの一斉休校、③マンションやデパート、オフィスなどの出入りの厳格な管理（体温測定、身分証明書や携帯電話情報の登録など。オフィスでは出社人数の制限も）、④生活必需品などの買い物回数・人

(図2) 固定資産投資の推移 (1月から累計の前年同期比) (単位: %)



(注) 旧正月の時期のずれによる影響を避けるため1月と2月は平均値
(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

数の制限、⑤多くのレストランの休業、営業時も利用者の間隔を空けるなどの制限、⑥映画館など娯楽施設の閉鎖、といった措置を実施した。これによって、観光（ホテル）、娯楽、外食、一部小売、交通などが壊滅的な影響を受けた。

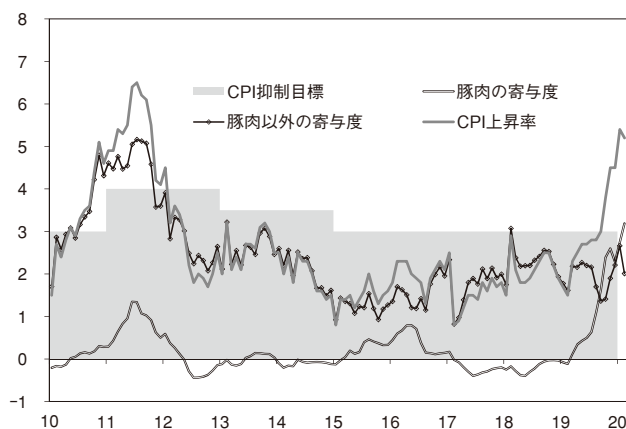
中国国家统计局によると、2020年1月～2月の小売売上は前年同期比20.5%減（以下、変化率は前年同月比、前年同期比、前年比）と、2019年の8.0%増から一転して大幅なマイナスとなった（図1）。特に裁量的な消費が大きく減少し、レストラン収入のほか、自動車、家具、家電、衣類などが30%以上のマイナスとなった。ヒトとの接触がないか、最低限で済むことで伸長が期待されたネット販売（財とサービス）も3.0%減と振るわなかった。

新型コロナウイルス拡大抑制の影響は消費にとどまらない。中国政府は、1月24日に始まった

旧正月の連休の最終日を1月30日から2月2日に延長したが、ほとんどの地方政府は一部企業を例外に、2月9日（湖北省は3月10日）までの休業を要請した。さらに、中国政府は農民工（農村からの出稼ぎ労働者）に対して、段階的な離郷を求め、しかも、多くの都市では外地から戻った人々に対して、14日間の出社停止を求めるなどしており、操業の正常化が遅れた。これによって、鉱工業生産や固定資産投資、貿易への悪影響も大きくなった。

1月～2月の鉱工業生産は13.5%減（2019年は5.7%増）、固定資産投資は24.5%減（同5.4%増）に落ち込んだ。固定資産投資について、分野別には製造業投資が31.5%減（同3.1%増）、電気・水道・ガスを含むインフラ投資は26.9%減（同3.3%増）、不動産開発投資は16.3%減（同9.9%増）と、軒並み2桁のマイナスであった（図2）。なお、不動産販

(図3) CPI上昇率と豚肉・豚肉以外の上昇率寄与度、CPI年間抑制目標 (単位: %、%pt)



(注) 豚肉のウエイトは2.4%と固定して試算

(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

売面積は39.9%減（同0.1%減）、販売金額は35.9%減（同6.5%増）に失速した。

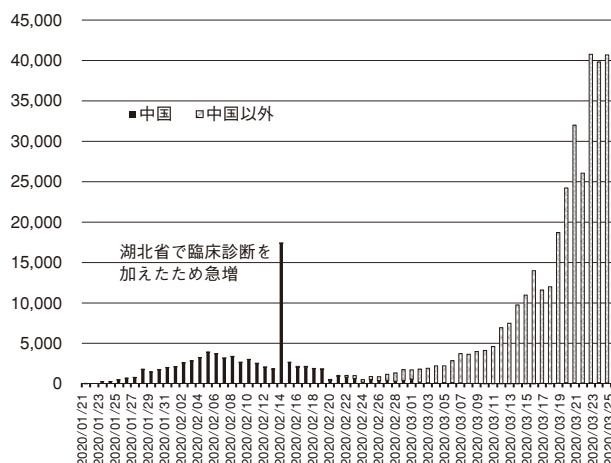
また、中国通関統計によると、1月～2月の輸出（米ドル建て、以下同じ）は17.2%減に落ち込み、輸入は4.0%減、貿易収支は71億ドルの赤字となった。輸出の2桁減は、供給の制約によるところが大きかったと考えられる（後述するように3月以降は需要側の制約が懸念される）。

3. スタグフレーションへの懸念も

景気が失速する中での物価、特に食品価格の大幅上昇も中国政府にとって頭の痛い問題である。1月の消費者物価指数（CPI）上昇率は5.4%、2月は5.2%と、昨年12月の4.5%（2019年は2.9%）を大きく上回った^(注1)（図

3）。中でも食品価格は1月の20.6%上昇から2月は21.9%上昇へと加速した。主因は、かねて懸案の豚肉価格の高騰であり、加えて新型コロナウイルス拡大抑制のための物流の停滞が影響している可能性がある。ちなみに、豚肉価格は1月の116.0%上昇から2月は135.2%上昇へと騰勢を強め、消費者物価指数上昇率に対する寄与度は1月の2.8%ptから2月には3.2%ptに高まっている。特に、食品価格の大幅上昇はエンゲル係数の高い低所得者層を直撃する。これが続けば、習近平政権への不満が高まる可能性があり、物価動向にも注視が必要であろう。

(図4) 中国と中国以外の新型肺炎新規感染者数の推移 (単位:人)



(出所) WHOより大和総研作成

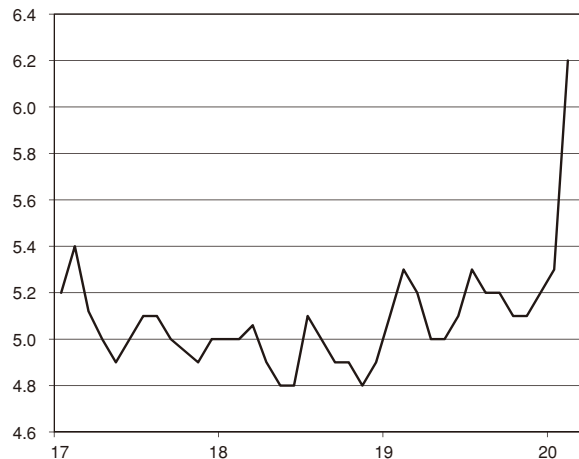
4. 2四半期連続のマイナス成長も

徹底的な新型肺炎拡大抑制策が奏功し、中国国内の1日(24時間)の新規感染者数は激減している。当然、これは明るい材料であるが、この問題は中国一国にとどまらないことが事態を深刻化させている。WHO(世界保健機関)によると、3月16日の新型肺炎の累積感染者数は中国が81,077人、中国以外は86,438人となり、初めて中国以外が中国を上回ったことがニュースとなったが、新規感染者数は2月26日以降、恒常的に中国以外が中国を上回り、今やほとんどが中国以外で占められている(図4)。感染拡大抑制の主戦場は中国以外となり、米国や欧州主要国などでも厳格なヒトの移動制限やヒトとの接触回避

といった措置が実施されている。3月以降は、こうした国々の経済活動の萎縮により、世界的な需要減少は必至の状況であり、「世界の工場」と称される中国経済への悪影響も大きくなると懸念される。

さらに、中国国内で失業率が大きく上昇していることも気掛かりである。中国政府は企業に対して様々な費用・税を減免し、賃下げをしてでも解雇を回避するよう要請した。また、現地メディアは、今回の事態で深刻な打撃を受けている飲食業、ホテル・観光業などの従業員を、ネット通販や飲食のデリバリーなど繁忙産業がシェアする、「共享員工」(シェア従業員)を明るい材料として取り上げていたが、全体から見ればそれほど大きな流れではなかったであろう。2月末の全国都市失業率は6.2%と、2019年末の5.2%から上昇した(図5)。中国で新型肺炎の終息宣言が

(図5) 都市失業率の推移 (単位: %)



(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

出されても、雇用・所得環境の悪化により、消費の戻りは鈍くなる可能性がある。

大和総研は、2020年1月～3月の実質GDP成長率を▲7.0%程度と予想している。4月～6月については、中国以外の新型肺炎拡大に伴う世界需要の減退や、中国国内の雇用悪化による消費の戻りの鈍さが懸念され、マイナス幅は大きく縮小してもプラス成長への浮上は難しいであろう。中国経済の回復には、世界的な感染拡大の抑制、そして景気テコ入れ策の発動が鍵を握る。年後半の本格回復を想定しても2020年の実質GDP成長率は1.5% (2019年は6.1%) 程度にとどまろう。2021年は7.0%程度と予想しているが、これは2020年がかつてない低成長にとどまる反動によるものである。

5. 企業の大量倒産、金融危機回避のための流動性供給

新型肺炎の早期終息と景気安定を同時に実現することはできない。当然、中国が最優先したのは新型肺炎の早期終息であり、景気は失速した。これまでの経済政策運営は、企業の大量倒産や金融危機的な状況の発生を回避するための流動性供給に主眼が置かれている。中国政府は、企業年金・失業・傷病保険の企業負担を期限付きで減免し、各地方政府は金融機関に対して、経営難に直面する企業向けの貸出金利の減免、返済期間の猶予、貸出の増加などを要請した。中国人民銀行は3,000億元 (約4.5兆円) の特別再貸出と、5,000億元 (約7.5兆円) の再貸出・再割引を実施し、感染拡大抑制のための物資の生産・

供給、農業、小型・零細企業をサポートしている。

さらに、中国人民銀行は3月16日に、インクルーシブ・ファイナンスの審査基準^(注2)をクリアした銀行の預金準備率^(注3)を0.5%ptから1.0%pt引き下げ、この基準に見合う株式制商業銀行については、追加で1.0%ptの引き下げを実施した。これにより合計で5,500億元（約8.25兆円）の預金が解凍され貸出に回すことが可能になる。この資金は主に、景気失速により大きな影響を受けている小型・零細企業、民営企業に向けられる予定である。

■ 6. 当面の注目は全人代での政府成長率目標

新型肺炎の終息の次は、景気テコ入れが最優先課題となる。当然、ある程度の景気テコ入れ策は必要であるが、投資への過度の依存、あるいは銀行に過度のリスクを負わせることは避けるべきである。

新型肺炎の蔓延により、3月5日に開幕が予定されていた第13期全国人民代表大会（全人代）第3回会議は延期された。新たな開催時期は発表されていないが、新規感染者が激減していることからすると、4月中にも開催される可能性がある。毎年恒例の政府による成長率目標の発表が、いつにも増して注目されよう。

最近、習近平総書記（国家主席）は国内外の会議において、中国は2020年の目標を達成する自信があるとし、具体的な話として成長

率ではなく、「貧困脱却」を前面に打ち出すようになっている。中国共産党は2020年を「小康（ややゆとりのある）社会の全面的完成」を達成する年と位置付け、その重点として、貧困脱却、環境汚染対策、金融リスクの防止・解消の3つを掲げた。中国は2010年基準で年間収入が2,300元以下の人々を貧困人口としており、その人数は2010年末の1億6,567万人から2019年末には551万人にまで減少した。統計上は2020年末にこれをゼロとすることはそう難しくない。いざとなれば補助金の支給によって、貧困人口からの一時的な脱却が可能だからである。新型肺炎の蔓延とその後の徹底的な感染拡大抑制策によって景気が失速する中で、今年は敢えて成長率目標に拘らない（現実的な目標設定とする）一方で、貧困脱却を翌2021年の中国共産党結党100周年の大きな成果としてアピールしようとしているのかもしれない。

一方で、2020年は2010年比でGDPを実質で2倍にする国民への公約の最終年でもあり、その達成には5.6%の実質成長が必要とされる。コロナ・ショックがなければ十分達成可能であったが、1月～3月の実質GDP成長率が大幅なマイナス成長となる可能性が高い中、これを実現するには相当な無理をする必要がある。仮に2020年の政府成長率目標が5.5%前後に設定されるようなことがあれば、収益率が低下しているインフラ投資などが大きく増加（債務が急増）し、将来的な不良債権化リスクは増大する懸念が高まろう。

■ 7. 景気テコ入れ策と中長期的に懸念される金融リスクの増大

今後、中国政府はどのようにして景気をテコ入れしていくのであろうか。

まず、金融の緩和余地は大きい。中国人民銀行は2月20日にLPR（ローン・プライム・レート）^{（注4）} 1年物金利を0.1%pt引き下げ、4.05%に、5年物金利を0.05%pt引き下げ4.75%とした。銀行貸出金利の参照金利である1年物LPRの引き下げは2019年11月20日以来で、昨年来では4回目の引き下げ（引き下げ幅は合計で0.26%pt）となる。住宅ローン金利の参照レートである5年物LPRの引き下げは2019年11月以来2回目（引き下げ幅は合計で0.1%pt）となった。既述の通り、中国の食品価格は大きく上昇しているが、これは豚肉価格の高騰によるところが大きい。中国人民銀行が重視する非食品価格は1%前後の上昇にとどまっており、今後の利下げを阻害することにはなるまい。

より重要なのはモノやカネの流通が滞ることとで経営難に直面する企業等に運転資金等を供給することである。新型肺炎の終息に目途がつけば、次は景気テコ入れが焦点となり、金融機関の貸出余力を増やす預金準備率の引き下げの重要度が増していこう。本稿の執筆時点（3月25日）で、大手行の預金準備率は12.5%と高水準であり、引き下げ余地は大きい。

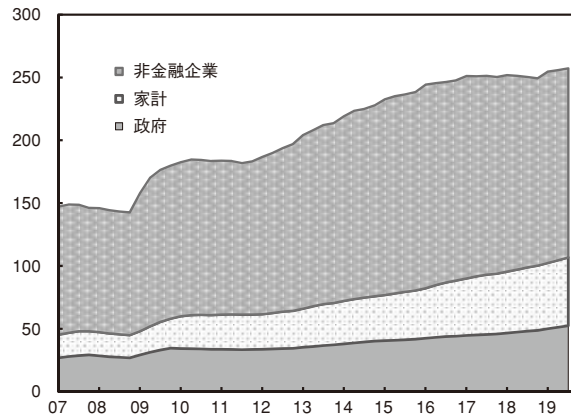
財政政策に関連して、中国政府は財政の健

全性に鑑み、財政赤字のGDP比を3%以内に維持してきた。しかし、2020年は危機対応のため、これを上回ることを容認しよう。インフラ投資の原資の1つとなる地方政府特別債券のネットの発行額は大幅に増やされる見通しである。2019年は前年予算比8,000億元増の2.15兆元が計画され、同年9月末までに全て発行されたが、2020年は3.5兆元～3.8兆元に増額されとの予想がある（これは全人代で明示される）。

この他にも、2019年1月下旬に発表されたものの、まだ本格的に実施されていない政策が2つある。「双子の重要政策」と呼ばれるのがそれである。

1つめは自動車と家電購入に対する補助金政策である。これは2019年1月28日に基本方針が発表され、実施細則の発表待ちの状態が続いている。自動車では、①老朽化した自動車の廃棄・買い替え、②農村のオート三輪車を廃棄し、3.5トン以下のトラックもしくは排気量1.6L以下の自動車に買い替える場合に補助金が支給される。家電では老朽化した家電を省エネ家電・スマート家電に買い替えたり、新規購入することで補助金が支給される。対象は冷蔵庫、洗濯機、エアコン、テレビ、レンジフード、給湯器、コンロ、パソコンが想定されている。国家発展改革委員会は、省エネ家電、スマート家電の消費刺激策を全国展開した場合、2019年～2021年の3年間で7,000億元（約10.5兆円）の消費刺激効果ができるとしていた。それが何故、未だに実施されていないのか？筆者は、最大の問題は実施

(図6) 中国の部門別債務残高のGDP比 (単位: %)



(出所) 国際決済銀行 (BIS) 統計より大和総研作成

期間であったと考えている。2019年に始まり2021年末に補助金政策が終了すれば、2022年にはその反動減が懸念されることになる。しかし、2022年秋には5年に1度の最重要会議である党大会が開催される。極めて重要な年に、消費に反動減が発生するのは政治的に許されることではない。今後、この消費刺激策が本格的に実施されれば、当面の間、需要刺激効果が期待され、2022年に大きな反動減が出るのは避けられる。

2つめは、2019年1月23日付で発表された「社会領域の公共サービスの不足の補強、弱点克服、質的向上の推進を強化し、強大な国内市場の形成を促進する方法」である。これは国家発展改革委員会、中央宣伝部、教育部、工業・情報化部など、合計18の部署が合同で発表したもので、2022年までを対象に、義務教育のバランスのとれた発展、貧困地区の県レベル医療衛生サービスの向上、母子健康サ

ービスの強化、など27項目が重点に掲げられている。その中身は、県レベルでの学校建設や医療施設の建設、母子のための施設建設など、いわゆる「ハコモノ」の建設加速を地方政府が主導して行うものとなっている。地方政府の資金不足から政策は本格的に実施されていなかったが、今後の景気テコ入れ策として、この政策が党・中央政府の肝いりで強力に推進される可能性がある。

やはり特に懸念すべきはインフラ投資への過度の依存であろう。料金徴収などによって、長期的な資金回収が期待できる交通インフラはまだしも、公共サービスの「ハコモノ」は収益性を期待しにくい。収益性が低下しているインフラ投資をさらに加速させることは、かねて指摘される過剰債務問題の一段の深刻化を招き (図6)、中長期的には中国経済にさらなる影を落とす可能性が高い。今後の動向に注意が必要であろう。

(注1) 2019年3月の全人代では2019年年間の消費者物価上昇率抑制目標を3.0%以下とした。

(注2) 具体的には、農業、貧困世帯の消費、学費、個人事業、小型・零細企業向けの貸出が、一定の基準を満たすことが求められる。

(注3) 銀行は預金の一定割合を中国人民銀行に預け入れる必要があり、この割合が預金準備率である。

(注4) LPRは2019年8月以降、毎月20日に発表されるようになった。

