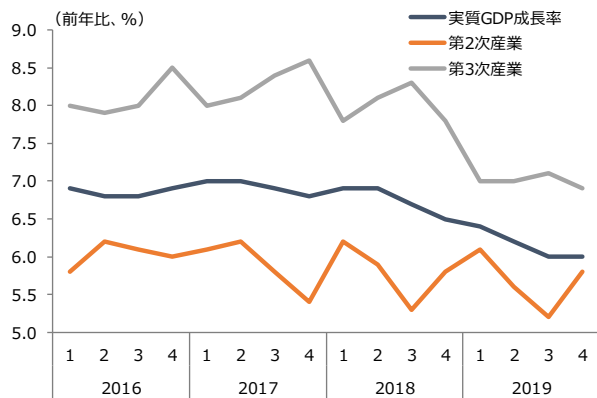


### 19年の成長率は29年ぶりの低水準に減速

19年10-12月期の中国のGDP成長率は前年同期比+6.0%と、19年7-9月期の同+6.0%から横ばいとなった(図表5-1)。また19年のGDP成長率は同+6.1%と29年ぶりの低水準になったものの、政府目標である「6.0%~6.5%」の範囲内に収まった。中国政府は20年1月に14年から18年のGDP成長率をいずれも0.1%ポイント上方修正した。これにより、20年のGDP成長率が5.6%以上であれば、12年の党大会で設定した、「2020年のGDPを2010年の倍にする」という目標が達成できる形となった。

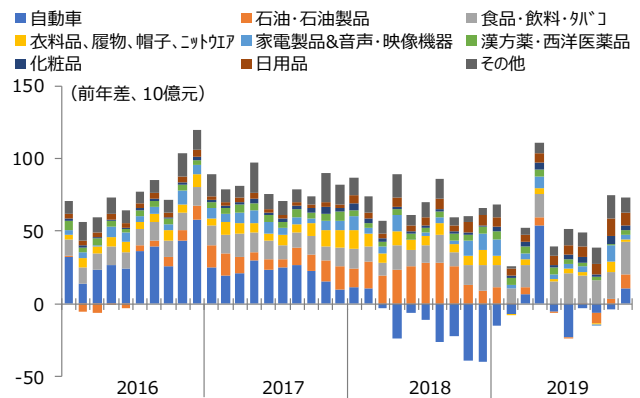
消費をみると、名目小売売上高の伸びは7%台後半の横ばい圏内で推移しているが、実質消費は19年7-9月期から10-12月期にかけて減速した。小売売上高増減の内訳をみると、19年12月に自動車による寄与がプラスに転じた。排ガス規制不適合車の在庫一掃時(19年5~6月)を除けば18カ月ぶりであり、内需の弱さに一部改善の兆しが見られた(図表5-2)。

図表 5-1 実質 GDP 成長率



注：四半期ベース。  
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 5-2 小売売上高の要因分解

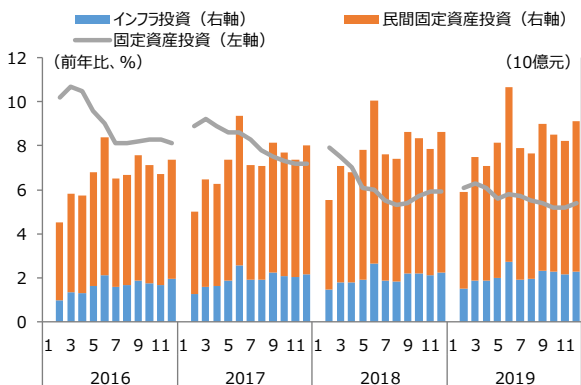


注：内訳は一定規模以上の企業のみが対象。  
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

固定資産投資は横ばいの推移が続く。民間固定資産投資は19年入り後、低い水準で推移しているほか、インフラ投資も投資全体を押し上げるまでには増加していない(図表5-3)。また民間固定資産投資も足もとでは緩やかな回復にとどまっており、先行きの不透明感が依然重しとなっている可能性がある。

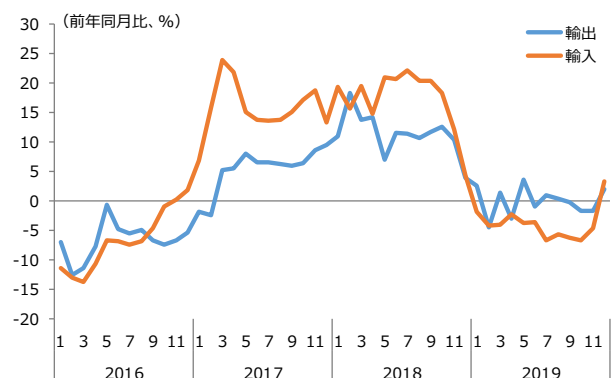
貿易では輸出入双方の増加が目立つ(図表5-4)。米中第一段階の合意を受けて輸出が顕著に改善し、期を同じくして鉱工業生産も改善した。同様の背景で景況感にも改善がみられた。

図表 5-3 インフラおよび民間投資



出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 5-4 輸出入



注：3カ月平均。  
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

### 20年の中国経済の足かせとなる新型肺炎

これらの指標はいずれも新型肺炎(COVID-19)による影響が顕在化する前の状況に基づいたものだが、足もとでは新型肺炎のまん延に伴って中国経済の先行き懸念が高まっている。

まず、生産活動に与える影響としては、工場の操業停止などに伴う生産活動の一時的な縮小がある。ここで新型肺炎の発生地となった湖北省の位置づけをみると、18年のGDP規模は3.9兆元(全国シェア

ア 4.3%) を占める。単純計算で湖北省の経済活動が▲10%縮小すると、中国全体の GDP が▲0.4%ポイント下押しされる。湖北省は生産拠点として重要な役割を担っており、中国の主要輸出品目の中では、衣類繊維や鉄鋼、自動車などで国内生産額シェアが高い(図表 5-5)。長期的な工場の停止が武漢市をはじめとする少数の都市にとどまれば中国経済全体への影響は限定的だが、新型肺炎の感染者は、主要輸出品目で上位を占める広東省、河南省、浙江省などでも拡大している。工場の操業停止が広域化/長期化すれば、中国経済あるいはグローバルサプライチェーンを通じた世界経済への影響は大きい。中長期的には、総論(P.7)で触れたように、中国からの生産拠点の移転が加速する可能性もある。

次に、消費行動の変化(消費・外出の抑制)が経済に与える影響も大きい。SARS が中国および世界経済に与えた経済影響を分析した Lee and McKibbin (2004)<sup>3</sup> は、経済影響を①カントリーリスク上昇、②需要ショック、③コスト上昇の三つに分解して分析しているが、中国では他国に比べて特に②需要ショックの影響が大きかったとされる。今回も、少なくとも新型肺炎が終息するまでは、中国人のマインド悪化の影響は続き、活発な消費活動は期待できないだろう。さらには新型肺炎に対する政府の対応への国民の不満が高まれば、社会不安につながるリスクもある。そのため、今後数カ月は中国国民の不安をいかに政府が払拭できるかが重要な注目点となろう。

仮に4月頃に感染が終息し、消費マインドが回復すれば、20年後半には中国消費が好転する可能性がある。背景として、本来春節時に消費されていた資金が消費者の手元に残っていることに加え、延長された春節休暇期間を法定休日としたことで、休暇中であっても賃金が支払われていることが挙げられる。SARS 発生時には、発生年の10-12月期に1人当たり消費支出が反動増となった(図表 5-6)が、今回は消費マインドがいつ回復に転じるかに注目である。また、20年の経済目標は全国人民代表大会で公表されるが、ここで+5.6%の成長率を堅持する政策パッケージが出されるか、5%前後の成長を許容するかも注目される。

### 進むレベニュー債発行とシャドーバンキングの縮小

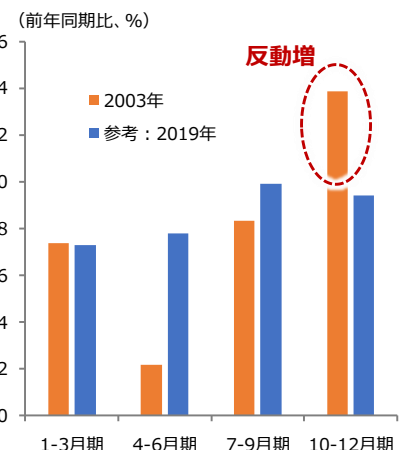
20年前半の消費は新型肺炎による低迷が想定されるが、低迷する消費をカバーするために投資がどこまで加速するかは重要な論点となる。中国政府は17年以降、地方政府特別債(以下レベニュー債)の発行を加速させるとともにシャドーバンキング(受託および信託貸付)の縮小を進めた。資金調達総額統計によれば、19年にレベニュー債を2兆元以上発行した(図表 5-7)一方で、受託貸付を約9,400億元、信託貸付を約3,470億元それぞれ縮小させたため、ネットでの資金供給額は限定的だった。

図表 5-5 湖北省の経済・社会状況

	省名	上位4省・直轄市				湖北省の国内順位
		1位	2位	3位	4位	
新型肺炎感染者数	湖北省	56,249	1,316	1,231	1,167	1位
	人					56,249
GDP規模	湖北省	9.7	9.3	7.6	5.6	7位
	兆元					3.9
	全国シェア	10.6%	10.1%	8.3%	6.1%	4.3%
人口規模	湖北省	11,346	10,047	9,605	8,341	9位
	万人					5,917
平均賃金	北京市	14.6	14.0	11.6	10.1	19位
	万元					7.4
主要輸出品目の国内生産シェア	衣類繊維	浙江省	江蘇省	山東省	福建省	5位
	粗鋼	河北省	江蘇省	山東省	遼寧省	6位
	自動車	広東省	上海市	吉林省	湖北省	4位
	携帯電話	広東省	河南省	重慶市	北京市	9位
	集積回路	江蘇省	甘肅省	広東省	上海市	16位

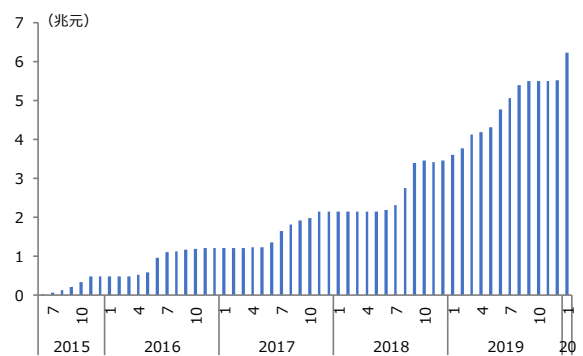
注：順位は31省・直轄市中の順位。GDP、人口、賃金は18年の平均。新型肺炎の感染者数は2月16日時点。省名の太字は新型肺炎の感染者数が1千人を上回っている地域。1元は15.7円(2月16日時点)。18年の中国の名目GDPは約91.9兆元。  
出所：中国国家統計局、WHOより三菱総合研究所作成

図表 5-6 1人当たり消費支出



出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 5-7 レベニュー債残高

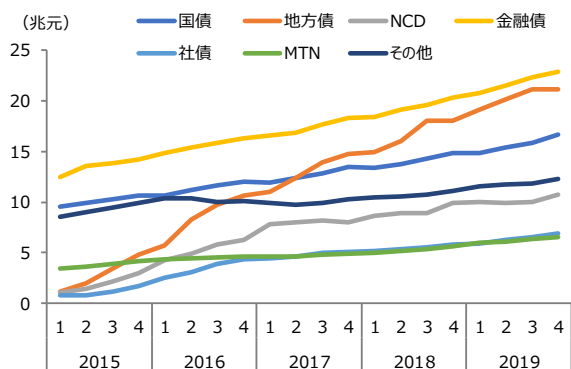


出所：Windより三菱総合研究所作成

<sup>3</sup> “Estimating the Global Economic Costs of SARS”, Lee, J. W. and McKibbin, W. J., in *Learning from SARS: Preparing for the Next Disease Outbreak (National Academy of Sciences)*, pp.92-109, 2004.

レベニュー債を含む地方債の発行残高は、19年10-12月期には一服したが、国債の発行残高を超え金融債に迫る水準となっている（図表5-8）。省別で発行残高をみると省や直轄市ごとの開きが大きく、特に天津市、重慶市、安徽省などで資産が積み上がっている（図表5-9）。こうした省や市では過度に残高が積み上がるにより資産効率の低下などが懸念されよう。なお、これまでレベニュー債の発行残高が増える一方、インフラ投資は増えていなかったが、この背景にはより利回りの高い土地備蓄（駐車場整備など）やバラック再開発の用途で用いられるレベニュー債の増加があった。しかし19年9月に用途制限が設けられたため、20年以降はインフラ投資の増加が見込まれる。

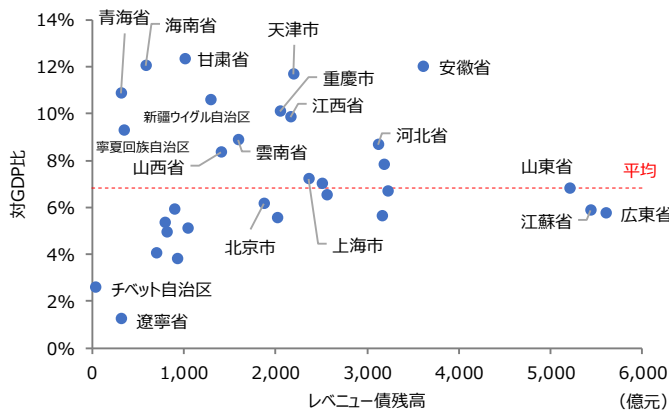
図表 5-8 種類別債券残高



注：四半期ベース。NCDはNegotiable Certificate of Depositの、またMTNはMedium Term Notesの略。

出所：Windより三菱総合研究所作成

図表 5-9 省別レベニュー債発行残高と対GDP比



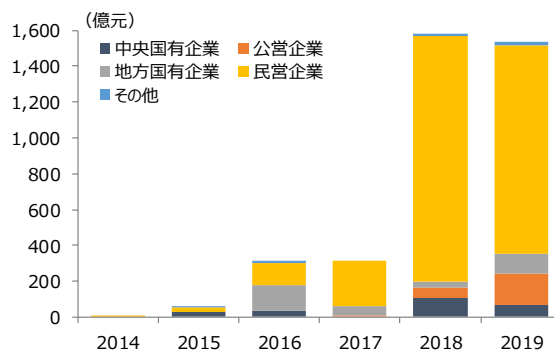
出所：Windより三菱総合研究所作成

### 不良債権圧力が高まる中、国有企業改革の進展に注目

20年前半は新型肺炎の影響などにより経済成長が鈍化することが予想されるが、企業等のデフォルトも増える可能性が高い。19年の社債デフォルト額は過去最高の18年と同水準となったが（図表5-10）、ここに新型肺炎に伴う景気減速の影響が加わる。政策的に資金供給を増やし、当座の資金手当てを行うことで一時的にデフォルトを少なくすることは可能だが、これは本質的な解決とはならない。

不良債権を本格的に削減していくためには改革の進展が不可欠だが、景気減速が強まるなか、国有企業改革などを本格的に進めることへの逆風の強まりが予想される。しかし、痛みを伴うものの、今回の景気減速を機に国有企業の再編を進め生産性を少しでも実質的に改善できれば、中国の長期的な成長性は高まるだろう。

図表 5-10 社債のデフォルト額



出所：Windより三菱総合研究所作成

### 20年の成長率は5%台に減速の見込み

20年前半は、新型肺炎に伴う消費・生産の減速が景気を下押しし、20年1-3月期の成長率は前年同期比+4%前後となる可能性がある。20年後半は消費の反動増に加え、レベニュー債のインフラ用途での活用増加が見込まれる。政府によるウイルス封じ込め策などが奏功し、消費者信頼感が早期に改善に転じれば、7-9月期、10-12月期の成長率は6%台半ばに回復する見込み。実質GDP成長率は、20年は同+5.6%（前回から▲0.3%ポイント下方修正）、21年は同+5.7%を予測。

リスクは、新型肺炎に伴う操業停止など、経済への悪影響が長引くことに加え、債務問題（詳細は総論P.10参照）と米大統領選後の米中関係だ。新型肺炎による悪影響が長引き、バブル崩壊などの急激な信用収縮を引き起こせば、中国経済の急減速につながる。仮に、急減速を回避できたとしても、不良債権が拡大すればその処理のために今後成長率が押し下げられる可能性が高い。また次期大統領の政権下で再び米中対立が激化する事態となれば、中国経済への下振れ圧力が再燃する。