

新型肺炎問題に揺れる中国経済

実体経済への打撃は大、金融リスク対策は先送りに

みずほ総合研究所

調査本部 アジア調査部中国室

03-3591-1374

- 中国で新型コロナウイルスの感染が拡大しており、中国政府は強力な感染拡大防止策を実施。予期せぬショックの発生により、米中第1弾合意等で好転しかけた中国経済は再び悪化することに
- 1~3月期の経済成長率は+5%割れとなる見込み。その後、追加経済対策等の押し上げを考慮し、通年では+5.7%と予想。もっとも、先行きの不確実性は高く、下振れリスクへの警戒が必要
- 実体経済、とくに影響の大きい小規模零細企業の支援に向け金融緩和の度合いが強まることで、デレバレッジやシャドーバンキング規制等の金融リスク対策は一時先送りを余儀なくされよう

1. 新型コロナウイルス感染の拡大が中国経済のリスクに急浮上

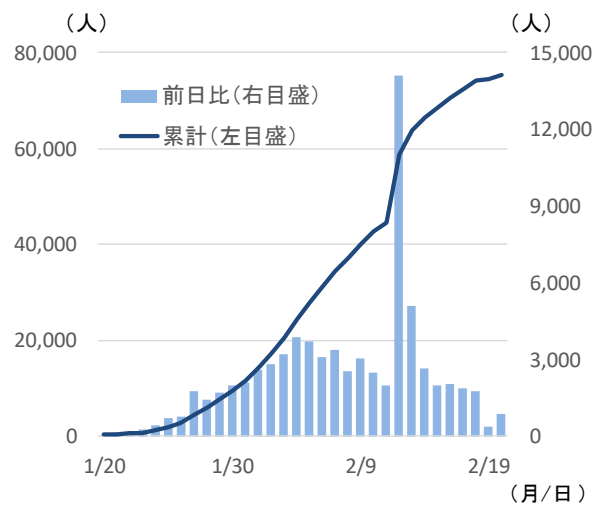
2020年1月中旬以降、中国で、湖北省武漢市が発生源とみられる新型コロナウイルス(COVID-19)感染による新型肺炎の問題(以下、新型肺炎問題)が深刻化している。感染拡大防止のため、習近平総書記が1月20日に重要指示を発して以降、武漢市の封鎖や団体旅行の制限、春節休暇の延長等、前例のない強力な措置がとられているものの(図表1)、感染拡大が落ち着く気配はまだみられず、2月18日時点で累計感染者数は74,185人に達している(図表2)。3月5日開催予定であった年に1度の全国人民代表大会(国会)の開催日延期が検討され始める等、異例の事態が生じている。

図表1 中国政府による感染拡大防止策

	主な対策
都市封鎖	感染震源地の武漢市等で、市内・長距離交通等を停止し、都市を封鎖
交通規制	高速鉄道の運行本数を削減
外出自粛	人の集まる場所への外出自粛を呼びかけ。グループによる会食を制限する地方も文化施設の営業や春節イベントも中止
旅行制限	海外向けを含む全ての団体旅行、航空券と宿泊ホテルがセットとなった旅行商品の販売を暫定的に即日停止
休暇延長	全国レベルで、春節(旧正月)の休暇期間を2/2まで延長(2/3から営業再開) 地方レベルで、企業の操業再開時期を延期(2/10からの営業再開が主)。再開後も、在宅勤務等を推奨

(資料)JETROビジネス短信、各種報道より、みずほ総合研究所作成

図表2 新型コロナウイルス感染者数



(注)1. 中国大陸における感染状況(1/20~2/20)。

2. 2/12の急増は、診断方法の見直しによるもの。

(資料)国家衛生健康委員会、Windより、みずほ総合研究所作成

今回の新型肺炎問題の発生は、2つの点でタイミングが悪かった。第1に、春節という人の移動が1年で最も活発になる時期に重なったという点だ。実際、強力な感染拡大防止策がとられる前に、海外旅行や帰郷のために湖北省から離れた人が多く、それが中国全土や海外への感染拡大につながったようだ。第2に、2018年から続いた景気悪化に歯止めがかかり始め、2020年の2010年対比GDP倍増目標達成が視野に入った¹矢先に発生したという点だ。2020年1月15日になされた米中第1弾合意や国内乗用車販売の最悪期からの脱却等で内外需の改善が期待できた2020年の中国経済だが、新型肺炎問題で内需改善の後ずれは避けられない。

2. 実体経済に一時大打撃：1～3月期の実質GDP成長率は+5%割れとなる見込み

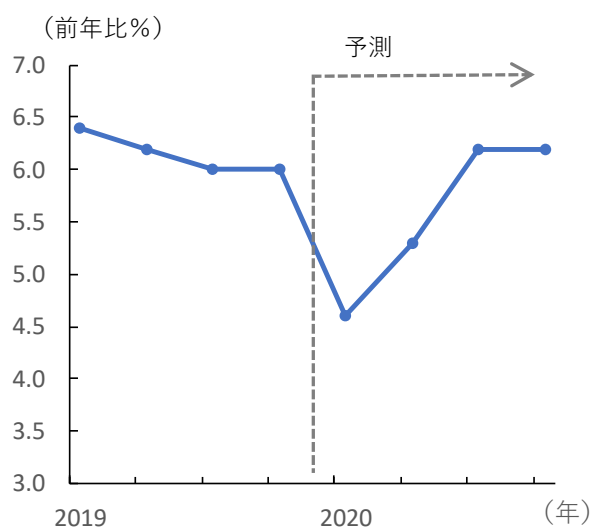
新型肺炎問題の影響を考える際によく引き合いに出される2003年のSARS流行時は、同年4～6月期に家計・企業部門への影響が表れた。例えば、国内・海外旅行や教育・文化・娯楽を中心に消費が落ち込んだほか、生産活動も減速した(文末付表1)。影響が表れた期間は限定的で、翌7～9月期には回復に転じた。

今回、感染者数および対策規模ともにSARSを大きく上回っているため、経済への影響はSARS流行時よりも大きくなるが見込まれる。今回、1～3月期に、外食や交通運輸、教育・文化・娯楽等の個人消費やアウトバウンドの減少がSARS流行時の2倍(医療保健は増加すると想定)に達し、春節休暇延長や人手不足に伴う設備投資の延期や輸出入の停滞も生じることで需要が一時減少するとともに、湖北省を中心としたサプライチェーン途絶による供給制約等の企業部門への影響が生じることを前提に、国際産業連関表を用いて試算したところ、通年で0.47%PTの下押しが発生する結果となった²。とくに1～3月期の下押しが顕著となり、実質GDP成長率は+5%を割り込む見込みだ(図表3)。通年の成長率については、6月にかけて経済活動が徐々に正常化し、下半期に入ると遅延分の投資再開やインフラ投資等の追加経済対策による押し上げが発生するとの想定を踏まえ³、+5.7%になると予想している。

もっとも、前例のない事態が起きているなか先行きの不確実性は高く、下振れリスクへの警戒を怠ることはできない。今後、経済への影響をみるにあたっては、①実際の影響の大きさ、②感染終息までの期間の長さ、③感染終息後の回復の力強さ、の3点がポイントとなる。

①については、全容を把握するには3月16日に公表予定の1～2月の主要月次経済指標を待つほかないが、より短いスパンで公表されているデータを参考に、動向をつぶさに観察していく必要がある(文末付表2)。②については、SARS流行時には影響が1四半期にとどまったが、感染スピードが速く、潜伏期間も長いとされる今回の新型肺炎で同様となるか、予断を許さない。とくに、2月10日以降各地で進む企業活動の再開によって人の移動が活発になるにつれて感染が再び拡大する恐れがある。③については、企業収益悪化の度合いによっては、昨年来悪化が続く家計の雇用・所得環境の改善が遅れ、感染が終息しても個人消費が振るわない状況が続くとともに、企業の設備投資も改善しない等、経済

図表3 中国の成長率見通し



(資料) 国家統計局、CEIC data より、みずほ総合研究所作成

の回復ペースが全体として緩慢となるリスクが指摘できる。

これらはいずれも、中国(中央・地方)政府が感染防止策と早期復旧に向けた対策をバランスよく実行できるかによって左右されるところが大きい。新型肺炎問題を巡る習政権の対応は目まぐるしく展開しているが(文末付表3)、十分な終息が確認できるまで気の抜けない状況がしばらく続くだろう。

3. 金融リスク対策は一時先送り。小規模零細企業向け貸出強化の副作用にも要警戒

実体経済への強い下押しが予想されるなか、経済や金融、雇用の安定維持のため、中国政府は2月に入ってから金融政策を中心に機動的な対応を始めている。例えば、比較的大規模な流動性の供給やMLF金利の引き下げ、特定の企業を対象にした人民銀行による再貸出の実施、財政資金による利子補給等だ(図表4)。これらは緊急事態への対策として止むを得ない側面はあるものの、金融緩和の度合いが強まることで、デレバレッジの取り組みは、2019年に続き一步後退を余儀なくされるだろう⁴。また、2018年4月に公表されたシャドールバンキング規制についても、当初2020年末の完全適用を目指していたが、その期限延長が政府内で検討されているようだ⁵。

デレバレッジに関しては、債務総量の増大に加えて、質の面でも悪化する恐れがある。不良債権比率が相対的に高い小規模零細企業が、今回の資金繰り支援の重点先となっているためだ⁶。中国政府は2019年、シャドールバンキング規制強化のあおりで資金調達環境が悪化した小規模零細企業を支援するため、それら企業向け貸出残高を前年比30%増やすことを目標に掲げ、実際、その方針に則り、商業銀行の小規模零細企業向けエクスポージャーは拡大した⁷。2020年も、新型肺炎問題を受けた緊急対策として、貸出を強化し、不良債権認定の厳格運用を強制しない等の方針が示されており、そのエクスポージャーは一層拡大することが見込まれる。行政的な貸出傾斜が行き過ぎれば、モラルハザードを招き、新たな金融リスクの火種となる恐れがあることは、昨年既に指摘した通りだ⁸。金融政策のもたらす副作用には引き続き警戒しておく必要がある。

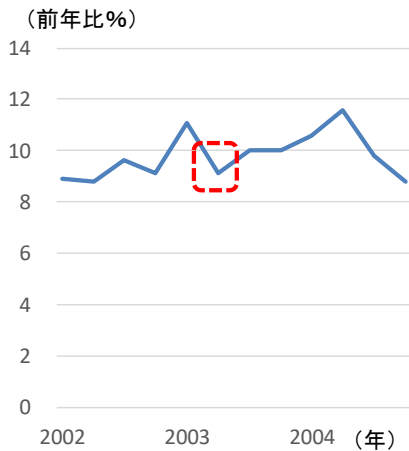
図表4 中国政府が2月以降に公表した対策や政策方針

分野	主な政策
金融	<ul style="list-style-type: none"> 金融当局5部門が、金融面で30カ条対応方針(2/1)(十分な流動性の供給、再貸出の実施、影響を受けた企業等に対する貸し剥し、貸し渋りの禁止等) 人民銀行による再貸出を3,000億元規模で実施へ(2/1)。市中貸出金利は、3.15%以下となるよう指導(LPR金利は4.15%) 流動性供給(1.2兆元(2/3)+0.5兆元(2/4)) リバースレポ(7日・14日)金利を引き下げ(2/3) 2/3から先物夜間取引、空売りの停止(2/2) 大手銀や地銀で、小規模零細企業向けの貸出金利引き下げ等の動き 上海等の地方金融当局が、不良債権認定の厳格運用を強制しない旨通知 MLF金利を引き下げ(3.25%→3.15%、2/17) →LPR金利低下(1年物4.15%→4.05%、2/20)
税財政	<ul style="list-style-type: none"> 利子補給(再貸出による貸出金利の50%。実質負担金利1.6%以下を想定)や信用保証サービス強化(事務簡素化・効率化、臨時の代理返済など)を実施 条件の整った地方が貸出リスク補填資金を確保し、金融機関による小規模零細向け貸出の不良債権化分を補填することを奨励 地方政府(蘇州、上海、北京等)が、小規模零細企業を中心に、コスト負担引き下げを実施(社会保険料納付延期、税減免・納付延期、家賃減免等) 地方債の前倒し発行額を約8,000億元追加(合計で約1.85兆元、うち地方専項債1.29兆元)
雇用	<ul style="list-style-type: none"> 雇用を維持した企業に対する失業保険料の一部還付につき、条件を緩和 遠距離への移動に制約がある農民工に対し、近距離の就職先の紹介や政府による雇用創出を実施

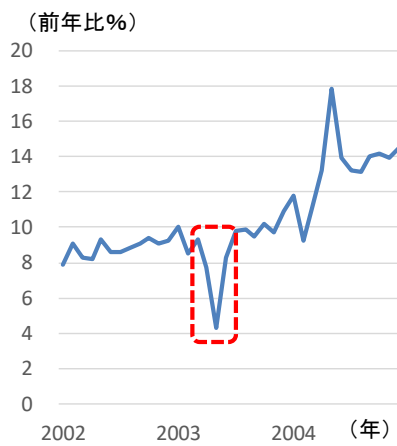
(資料)中国政府、各種報道より、みずほ総合研究所作成

付表 1. SARS流行時の主要経済指標

実質GDP成長率



社会消費品小売総額



工業生産付加価値額



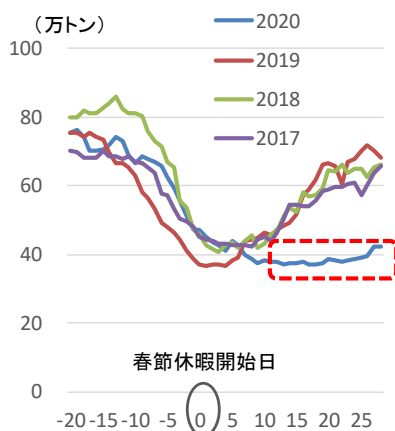
(注) 赤点線で囲った時期が、SARSの悪影響が発生した時期。
 (資料) 中国国家統計局、CEIC data より、みずほ総合研究所作成

付表 2. 日次で公表されているマイクロデータ

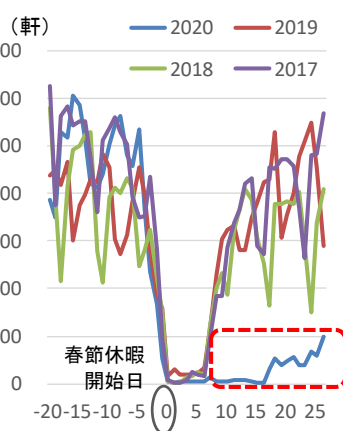
中国の現地アナリストによる分析では、月次統計のほか、以下に掲げたような日次データもよく用いられている。中には、ビッグデータを活用して作成した「道路混雑指数」のような新しいタイプのデータもあるが、発電用石炭消費量や住宅成約軒数等、推計を交えない生データが多い。個別の生データであるがゆえに、全体感を把握するには不十分であるという制約はあるものの、現在の局面においては、春節休暇明け以降の経済活再開のペースが、1~3月期の経済成長率を大きく左右することから、参照する価値は大きいだろう。

これらのデータについて、各年の春節休暇開始日を基準日としてその前後の動向を確認すると、いずれも、2020年は休暇明け後の回復ペースが非常に弱く、(当初予定の)休暇明け後20日以上経過した現在でも、例年の水準からは依然程遠い。本文で述べた通り、経済活動の再開は、感染拡大防止の状況を見ながら慎重に行わざるを得ないことを考慮すると、正常化にはまだ時間を要しそうだ。

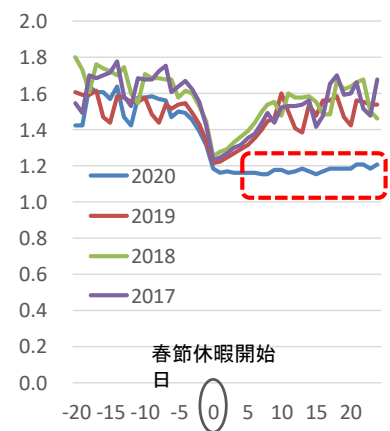
発電用石炭消費量



住宅取引軒数 (30都市)



道路混雑指数 (100都市平均)



(注) 1. 発電用石炭消費量は、6大発電企業の消費量。道路混雑指数は、中国の地図サービス提供企業「高德」が、自社ビッグデータを用いて算出した指数。移動にかかった総時間と、車が流れている状態での移動にかかった時間の比率により算出。

2. いずれのデータも、春節休暇開始日20日前から、執筆時点で入手可能な直近までのデータ。

(資料) Wind より、みずほ総合研究所作成

付表3. 習政権による新型肺炎問題対応のタイムライン

時期	出来事
2019年 12/8	新型コロナウイルス感染による肺炎患者を確認
12/30	医師の李文亮氏が、肺炎患者がコロナウイルスに感染しているとの見方をSNSグループチャット上で発表
2020年 1/5	武漢市が「原因不明のウイルス性肺炎」の状況について報告
1/7	中央政治局会議常務委員会開催。全人代等の方向性を担当部門よりヒアリング。武漢市全人代が開幕
1/13	湖北省全人代が開幕
1/20	新型肺炎問題への対応について重要指示
1/21	新型肺炎防止・コントロール合同対応メカニズムを発足
1/23	武漢市で主要交通の運行を停止し、市を封鎖
1/25	中央政治局会議常務委員会を開催。新型肺炎問題につき中央主導で対応する方針を決定
1/26	中央・新型コロナウイルス感染性肺炎疫病状況対応工作領導小組(組長:李克強首相)が第1回会議を開催
1/27	李克強首相が武漢を視察
1/28	習近平総書記がWHOテドロス事務局長と会見
1/31	WHOが、新型コロナウイルスの感染拡大を「国際的に懸念される公衆衛生上の緊急事態」と認定
2/3	中央政治局会議常務委員会を開催。今後の新型肺炎対策や経済・社会活動復旧の方向性を議論
2/7	医師の李文亮氏が、新型肺炎のため死去
2/10	習総書記が北京市内を視察
2/13	湖北省・武漢市の党書記が、蔣超良・馬国強から応勇・王忠林に交代
2/16	雑誌「求是」で習総書記の新型肺炎問題への対応状況を紹介。1/7の会議で対策の指示を出していたと言及
2/17	3/5開催予定の全人代の開催時期延期について、2/24に検討する考えを表明

(資料) 中国政府、新華社、各種報道より、みずほ総合研究所作成

¹ 目標達成のために必要な2020年の実質GDP成長率は、従来は+6.12%であったが、2020年1月17日に2019年通年のGDP成長率等の主要経済指標が公表された際に、2018年実施の経済センサスの結果を踏まえて、2014年～2018年の実質GDP成長率が遡及改訂された結果、+5.62%（みずほ総合研究所試算）へと低下した。

² 試算結果や世界経済への影響等については、みずほ総合研究所『2019～2021年度内外経済見通し』（2020年2月20日）参照。

³ 追加経済対策による押し上げは、国際産業連関表による試算では考慮していない。

⁴ 調査本部アジア調査部中国室「2020年の中国の経済政策方針」（みずほ総合研究所『みずほインサイト』2019年12月19日）。

⁵ 「支持疫情防控相关财税政策、缓解小微企业融资难融资贵发布会」（『国务院新闻办公室』2020年2月7日）。

⁶ 清華大学と北京大学が、新型肺炎問題発生後に国内中小企業995社に対して実施したアンケート調査によれば、手元現金での資金繰り維持が可能な期間について、34%の企業が1カ月、33%の企業が2カ月、18%の企業が3カ月と回答しており、営業や生産の再開の遅れによる資金繰りへの影響が深刻なことを示唆している（「995家中小企業调研：85%的企业账上现金撑不过3个月」『新浪财经』2020年2月8日）。

⁷ 2019年通年で貸出総残高の伸びは12.3%だったのに対して、インクルーシブ型小規模零細企業向け貸出（1社当たり与信額1,000万元以下の貸出）残高の伸びは+24.6%であった。その結果、貸出総残高に占める同貸出のシェアは、2018年の6.9%から7.6%と拡大した。

⁸ 三浦祐介「中国の民営・小規模零細企業動向」（みずほ総合研究所『みずほインサイト』2019年4月25日）。

【共同執筆者】

アジア調査部中国室主任研究員	三浦 祐介	yusuke.miura@mizuho-ri.co.jp
アジア調査部中国室主任研究員	佐藤 直昭	naoaki.sato@mizuho-ri.co.jp

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。