

—マクロ経済関連—

**みずほ中国 ビジネス・エクスプレス**

（経済編 第98号）

**要旨**

1～2月経済指標は新型コロナウイルス肺炎蔓延対策による移動制限の影響から12月比で大幅減速。「疫病の影響は短期的」との判断の下、4～6月期政策対応は08年金融危機時のいわゆる「四兆元」のような大規模な景気刺激策はなるべく採らず、19年中から採られている下支え策に上乗せする形を予想。

1. 1～2月経済指標は12月に比べ大幅減速
  - ・ 生産、投資、消費いずれも大幅減
  - ・ 「自動車販売は3月に短期的な回復を予想」（汽車工業協会）
  - ・ 住宅販売価格は一、二、三線都市全てで減速
  - ・ 輸出入ともマイナス転化
  - ・ CPIは亢進。PPIはマイナス幅が縮小
  - ・ 新規貸出純増額、社会融資総量は1月急増後に縮小
2. 政策対応～「短期的な下押しと長期的な発展の趨勢を分けて考える」
  - ・ 「疫病の影響は短期的」
  - ・ 金融、財政政策対応は行き過ぎを回避
  - ・ +5.6%成長確保を目指す可能性

1. 1～2月経済指標は12月に比べ大幅減速

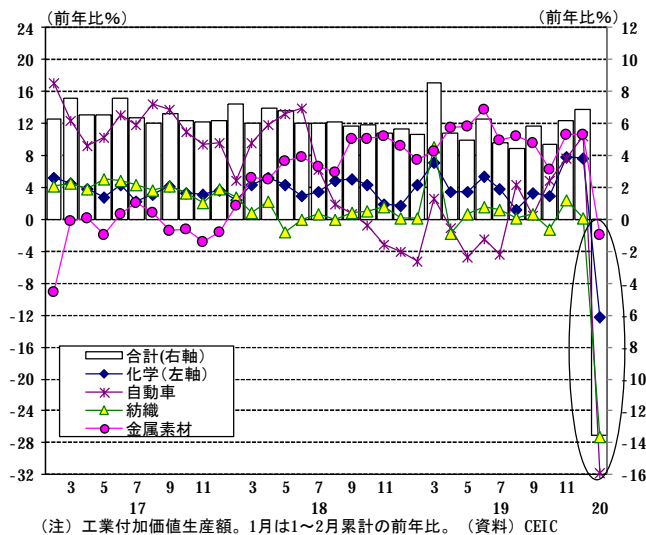
・生産、投資、消費いずれも大幅減

中国では暦の関係で旧正月（春節）の開始時期が年によって異なるため、毎年1、2月の統計にはその影響が出る。2019年の旧正月は2月5日からであったのに対し、20年は1月25日からと時期がずれており、1月の統計が生産や投資などの指標は低め、物価上昇率は高めとなり易い。逆に2月は生産・投資などの統計は高く、物価統計は低めになり易い。こうした事情から、生産、消費、投資などの1月単月統計は公表されず、1、2月累計値としてまとめて公表される。単月値が公表される統計も、1～2月の累計または平均値を分析することが重要となる。これに20年1～2月は新型コロナウイルス肺炎対策による移動制限や物流停滞の特殊要因が加わり、同期の経済指標は19年12月に比べ大きく減速した。

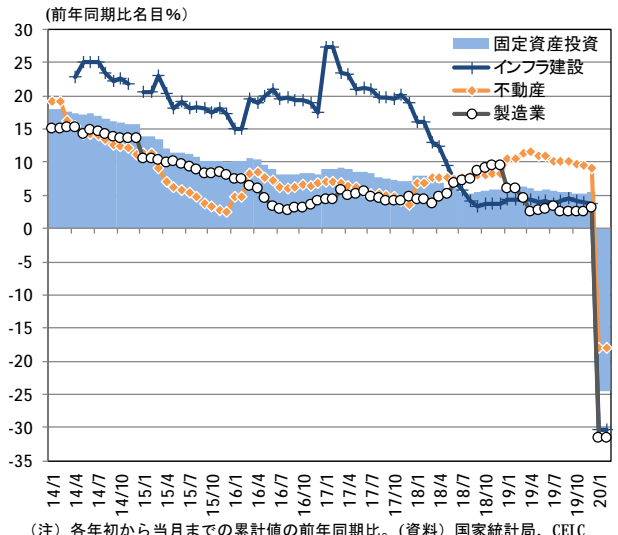
1～2月の工業付加価値生産額は前年同期比▲13.5%と、12月の+6.9%から大幅減速した（前月比1月▲2.8%、2月▲26.6%）（図表1）。

名目固定資産投資は1～2月に▲24.5%と、1～12月の+5.4%から大幅減速した。このうちインフラ建設投資は1～2月に▲30.3%、製造業は同▲31.5%、不動産投資は▲16.3%と、それぞれ1～12月の+3.8%、+3.1%、+9.1%から大幅減速した（図表2）。

図表1 工業付加価値生産額



図表2 固定資産投資



個人消費は名目消費小売額が1～2月に▲20.5%と、12月（+8.0%）から大幅減速した（前月比1月▲9.4%、2月▲4.5%）（図表3）。このうち、ネット・ショッピングによる商品・サービス小売額は1～2月に1兆3,712億元で▲3.0%、うち商品は1兆1,233億元（サービス2,479億元）と同期間の消費小売額合計（5兆2,130億元）の21.5%を占め、変動率は+3.0%であった<sup>1</sup>。

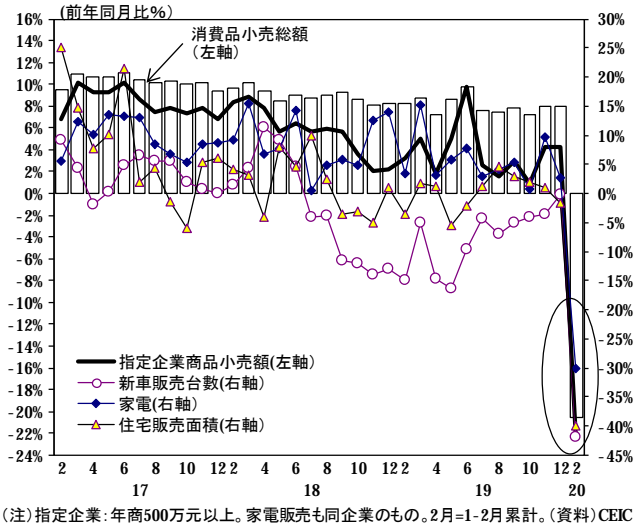
・「自動車販売は3月に短期的な回復を予想」（汽車工業協会）

自動車販売台数は1～2月の新車販売台数が223.71万台、▲41.9%と、12月の265.83万台（▲0.1%）から台数、前年比とも大幅減速した（図表4）。自動車販売は17年（2,894.1万台、+3.6%）までの拡大基調から18年（2,803.98万台、▲3.1%）に1990年以来初の減少となったのに続き、19年も2,575.45万台、▲8.2%と減少幅は拡大している。15年10月から実施していた小型乗用車向けの減税措置が17

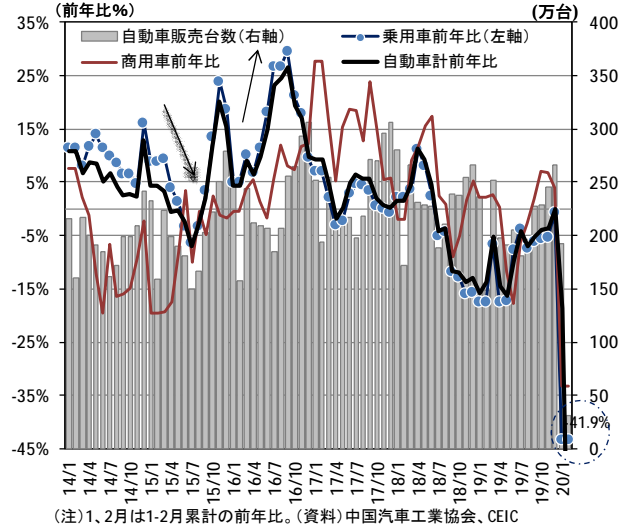
<sup>1</sup> 国家統計局 3月16日「2020年1—2月份社会消费品零售总额下降20.5%（2020年1-2月社会消费品小売総額は▲20.5%）」  
[http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/202003/t20200316\\_1732236.html](http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/202003/t20200316_1732236.html)

年末に終了<sup>2</sup>したことの反動に加えて、米中貿易摩擦などに伴う先行きへの不透明感が消費マインドに影響していたが、新型コロナウイルス肺炎に伴う移動制限による生産停滞と販売不振が新たな下押し要因として加わった。疫病蔓延期間中の人の移動制限解除が徐々に進むにつれ「抑制されていた消費が解放され3月の販売は短期的な回復が見込まれ、年後半にかけて高まってくる」(中国汽車工業協会)<sup>3</sup>ものの、通年の販売台数は19年に引き続き減少する公算である。

図表3 消費品小売額、品目別小売売上、住宅販売面積



図表4 自動車販売台数(乗用車・商用車別)



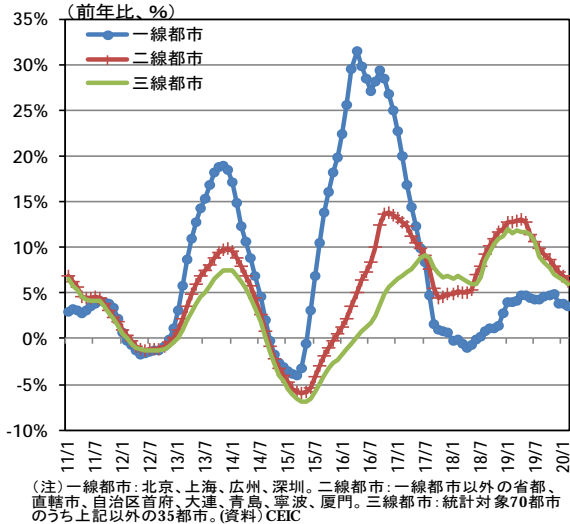
・住宅販売価格は一、二、三線都市全てで減速

住宅販売面積は1~2月に▲39.9% (8,475万㎡) と、17年+7.7%、18年+1.3%、19年▲0.1% (17億1,558万㎡) から大幅減となった。住宅販売は、人民銀行による預貸金利引き下げ(14年11月以降計6回実施)、2軒めの住宅購入時の頭金比率(下限)引き下げ(60%から40%に。15年3月30日)、1軒めの住宅購入時の頭金比率引き下げ(25%に。同年9月30日)など当局の不動産市場テコ入れ方針に伴い、15年4月を底に回復傾向をたどってきた。その後の価格急騰を受け、16年3月の上海や深圳<sup>4</sup>を皮切りに採られた購入制限が価格上昇の顕著な他の都市においても拡大<sup>5</sup>、住宅購入制限は更に強化されてきた<sup>6</sup>。

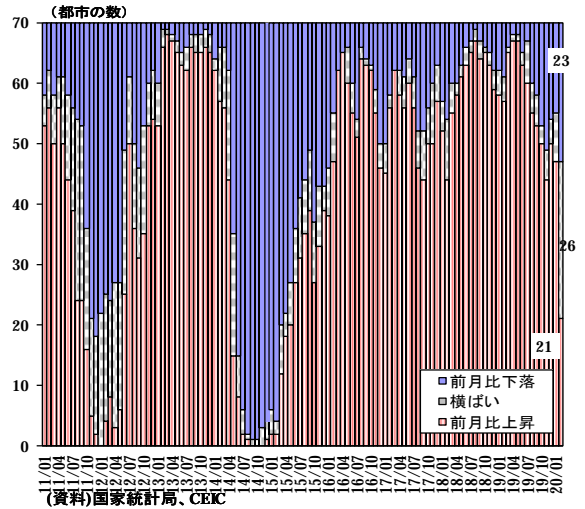
<sup>2</sup> 財政部と国家税務総局は16年12月15日、小排気量の新車購入を支援する減税措置の期限を17年末まで1年間延長すると発表。但し、税率は7.5%と現行の5%からは引き上げられ、通常税率の10%に対する減税幅は半分(2.5%)となる。財政部「关于减征1.6升及以下排量乘用车车辆购置税的通知(排気量1,600cc以下の乗用車購入税引き下げに関する通達)」[http://szs.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefabu/201612/t20161215\\_2483048.html](http://szs.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefabu/201612/t20161215_2483048.html)  
 財税〔2015〕104号(15年9月29日付)は、15年10月1日から16年末まで、排気量1,600cc以下の乗用車を対象に、自動車取得税の税率を従来の10%から5%に引き下げると公表。国家税務総局<http://www.chinatax.gov.cn/n810341/n810755/c1827947/content.html>  
<sup>3</sup> 経済観察報3月16日「2月汽车产销下滑近80%中汽协预计3月回暖(2月自動車生産販売は80%近く減少 中国汽車工業協会は3月に回復予想)」<http://www.eeo.com.cn/2020/0314/378345.shtml>  
<sup>4</sup> 16年3月25日、上海市は2軒め住宅購入時の頭金比率をこれまでの40%から50~70%に引き上げ。深圳市は2軒め住宅購入時の頭金比率をこれまでの30%から40%に引き上げ。いずれも、非居住者の取得条件を厳格化。  
<sup>5</sup> 厦門、南京、合肥でも16年4月末から7月半ばまでにかけて住宅価格抑制策が打ち出されるなど、住宅購入制限策は価格上昇の顕著な都市に広がっている。参考: 経済参考報16年7月14日「房地产現严重分化 因城施策将是下半年楼市政策主线(不動産の分化深刻 地域毎の政策が下期不動産政策の主線に)」など。[http://www.china.com.cn/shehui/2016-07/14/content\\_38877726.htm](http://www.china.com.cn/shehui/2016-07/14/content_38877726.htm)  
 人民日報16年10月11日「限购、限貸、近期已有20城市推出新举措 楼市调控 因城施策(購入制限、貸出制限 最近20都市で新規措置 住宅抑制 都市に合った施策)」によれば、同記事執筆時点で20都市において住宅購入制限を実施。  
<http://www.fangchan.com/news/6/2016-10-11/6191397283909931925.html>  
<sup>6</sup> 21世紀経済報道17年3月20日「北京最严楼市调控“认房又认贷” 下半年全国楼市降温可期(北京で最も厳しい不動産抑制「認房又認貸」 下期の全国不動産は冷え込みへ)」によると、北京市は3月17日、頭金の比率を6割以上に引き上げるほか、購入者が入居しな

2月の新築住宅価格を前年比で見ると、65都市で上昇、1月（66都市）から1都市減少した。その変動率を地域別に見ると、一線都市では+3.5%（1月+3.8%）、二線都市で+6.2%（1月+6.9%）、三線都市では同+5.9%（1月+6.4%）と、それぞれ1月から鈍化した（図表5）<sup>7</sup>。

図表5 新築住宅販売価格（前年比）



図表6 住宅販売価格前月比変動都市数

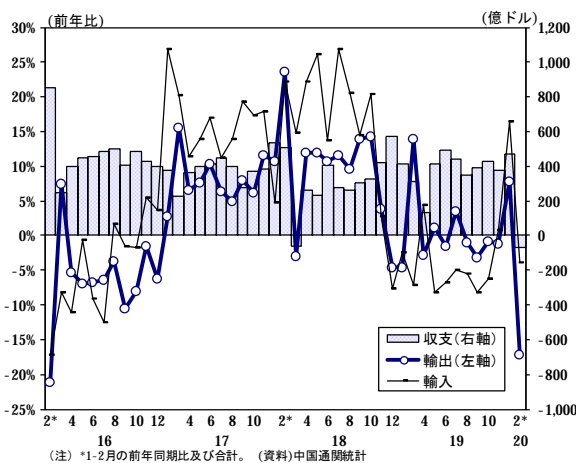


これを前月比で見ると、主要70都市のうち21都市で前月比上昇、上昇した都市の数は1月の47都市から26都市減った。前月比で横ばいであった都市の数は2月に26都市と1月から18都市増え、前月比で下落した都市は23都市と1月から8都市増えた（図表6）<sup>8</sup>。

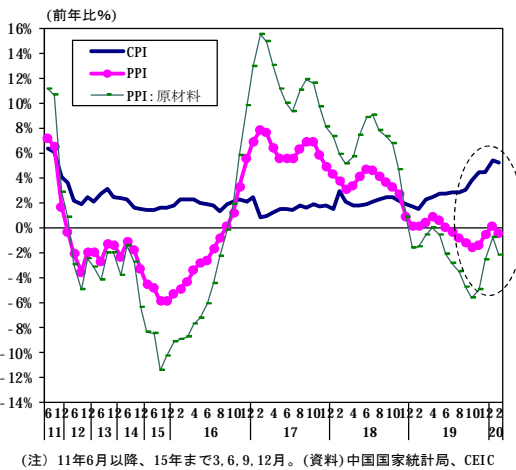
・輸出ともマイナス転化

1~2月の輸出は▲17.2%（2,924.5億ドル）、輸入▲4.0%（2,995.4億ドル）、貿易収支は71.0億ドルの赤字と、輸出入とも12月のプラスからマイナス転化した（図表7）。

図表7 輸出入、貿易収支



図表8 CPI、PPI



1~2月の貿易状況について商務部は「①伝統市場との輸出入は米国（▲19.6%）、EU（▲14.2%）、

い不動産の場合は頭金の比率を8割以上とする、期限25年以上の個人向け住宅ローン暫定停止、企業の購入した住宅の再取引には満3年以上必要とするなどの「史上最も厳しい抑制策」を公表。[http://epaper.21jingji.com/html/2017-03/20/content\\_58356.htm](http://epaper.21jingji.com/html/2017-03/20/content_58356.htm)

<sup>7</sup> 70都市のうち住宅価格上昇率の高かった上位三都市：呼和浩特（フフホト）+13.8%、唐山+13.2%、西寧+12.7%（2月）。

<sup>8</sup> 国家統計局3月16日「2020年2月份70个大中城市商品住宅销售价格变动情况（2020年2月70都市商品住宅販売価格変動状況）」  
[http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/202003/t20200316\\_1732214.html](http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/202003/t20200316_1732214.html) なお、18年1月から保障性住宅を含まないベース。

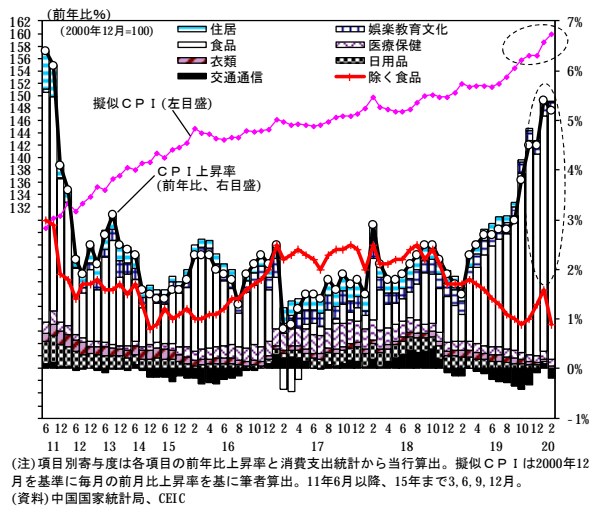
日本（▲15.3%）など減少の一方、ASEAN（+2.0%）、一帯一路沿線諸国（+1.8%）など新興市場との貿易が増加。②労働集約型製品輸出が▲18.8%と回復が遅れる一方、機械電子製品は輸出計の変動率を1%PT上回った。③加工貿易は▲16.4%と大きく落ち込んだ一方、一般貿易は▲9.2%の減少にとどまった。④所有形態別に見ると、民营企业（▲12.8%）、外資系企業（▲20.4%）、国有企業（▲12.4%）といずれも減少」と紹介した<sup>9</sup>。

・CPIは亢進。PPIはマイナス幅が縮小

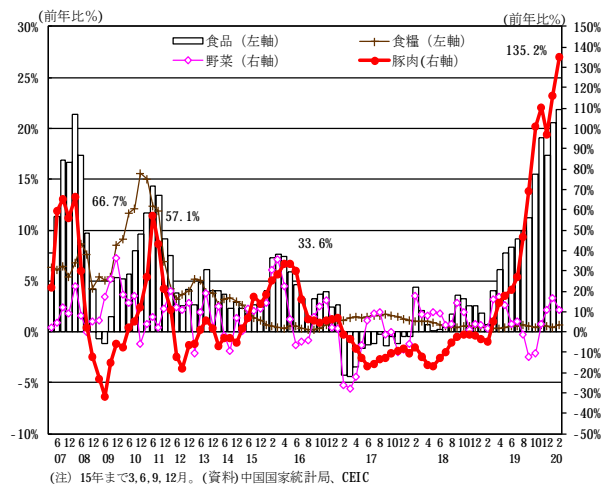
1~2月のCPI（消費者物価指数）上昇率は+5.3%と、12月（+4.5%）から上昇、このうち前月比では1月+1.4%、2月（+0.8%）と12月（+0.0%）から亢進した（図表8）。CPIの内訳を見ると、食品価格は1~2月に+21.3%と12月（+17.4%）から高まった。このうち野菜価格は1~2月に+14.0%と12月（+10.8%）から拡大、豚肉価格は1~2月に+125.6%と、12月の+97.0%から拡大した一方、果物価格は1~2月に▲10.8%と、12月（▲3.9%）からマイナス幅が拡大した（図表9、10）。食品以外の価格は1~2月に+1.25%と12月（+1.30%）から小幅鈍化した。

趙茂宏国家統計局城市司司長は食品価格上昇の原因について、「供給側からは、（新型コロナウイルス肺炎に伴う交通管制実施による）物流滞留、人手不足による配達コスト上昇、開業遅れに伴う生産・供給不足。需要側からは、家に留まる要請とリスク回避心理により買いため行為が発生、一部地域では即席麺、肉製品、冷凍食品などを買い急ぐ現象が見られ、他の食品にも波及した」と分析した<sup>10</sup>。

図表9 CPI、同品目別伸び率寄与度



図表10 食品価格



1~2月のPPI（工業製品出荷価格）は▲0.2%と、12月（▲0.5%）からマイナス幅が縮小したが、2月単月では▲0.4%と「（旧正月連休の）季節要因と疫病の影響を受け、一部工場の生産停止により需要が弱まり」（国家統計局）、1月（+0.1%）からマイナス転化した。「国際商品市況の変動を受けた石油天然ガス採掘業、石油石炭及びその他燃料加工業、化学原料及び同製品製造業、化学繊維製造業、ゴム・プラスチック製品製造業はマイナスとなり、これら合計の寄与度は▲0.44%とPPIマイナス転化の主因となった。また、鋼材在庫増や銅冶金圧延価格の下落などは、非鉄金属冶金製錬と圧延加工業価格の下落につながった。他方、医療防護物資は積極的な操業再開が展開されるも、原材料価格や物流

<sup>9</sup> 商務部 3月12日「商務部召开网上例行新闻发布会（2020年3月12日）（商務部がネット上で定例記者会見を開催）」。当記事の貿易データは人民元建及びその前年比。[http://www.mofcom.gov.cn/xwfbh/20200312\\_shtml](http://www.mofcom.gov.cn/xwfbh/20200312_shtml)

<sup>10</sup> 国家統計局 3月10日「国家統計局城市司司長趙茂宏解读2020年2月份CPI和PPI数据（国家統計局都市司趙茂宏司長が2020年2月のCPIとPPIデータを解説）」[http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/202003/t20200310\\_1730995.html](http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/202003/t20200310_1730995.html)



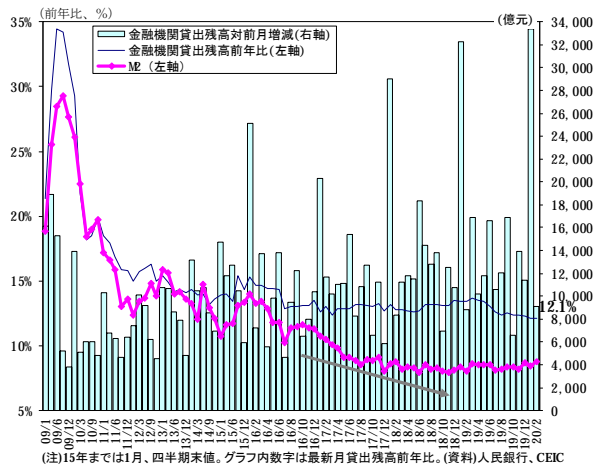
コスト上昇により、医薬製造業価格は+0.3%と上昇、このうち消毒製品は+14.8%、衛生材料は+1.5%であった」（国家統計局）。

・新規貸出純増額、社会融資総量は1月急増後に縮小

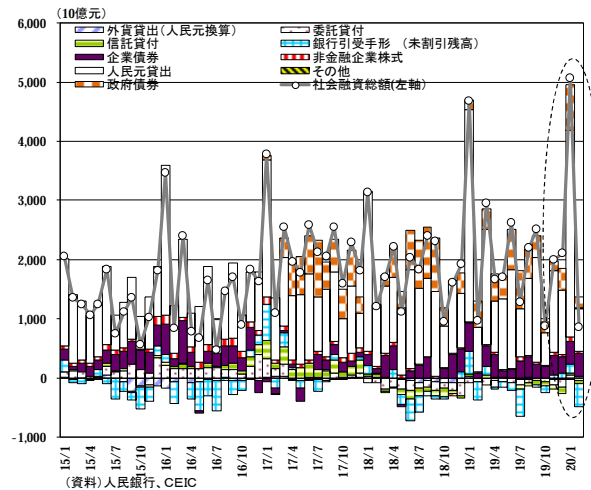
人民銀行が公表したマネーサプライ M2 は1月に+8.4%、2月は+8.8%と、12月(+8.7%)とほぼ同水準の伸びとなっている。2月の新規銀行貸出純増額は9,057億元と、1月の3兆3,400億元から縮小した（図表11）。

銀行貸出以外の資金調達を含む社会融資総量の2月純増額は8,554億元と、1月の5兆6,190億元から大幅縮小した。このうち、委託貸付は2か月連続で減少、信託貸付は1月に12月比で増加に転じた後、2月は減少に転じた。銀行引受手形、預金取扱金融機関 ABS は1月に増加額が拡大、2月は減少に転じた。人民元貸出、企業債券、政府債券<sup>11</sup>、非金融企業株式の増加額は1月に12月比で拡大の後、2月に縮小した。外貨貸付は12月のマイナスから1月に増加に転じた後、2月は増加額が縮小した。貸出償却は1月に増加額が縮小、2月に拡大した（図表12）。

図表 11 金融機関貸出、マネーサプライ



図表 12 社会融資総量（純増減額）



2月末の外貨準備高は3兆1,067.2億ドルと、1月（3兆1,155.0億ドル）比で▲87.8億ドル、前年末比では12.1億ドル減少した。王春英国家外貨管理局報道官は「新型コロナウイルス肺炎の世界的な蔓延、主要国の経済情勢・通貨政策見通しなどの要因が影響し、米ドル、主要国債券価格が上昇。為替レートと資産価格変化等の要因により外準規模の変動（減少）に繋がった」と説明した<sup>12</sup>（図表13）。

2. 政策対応～「短期的な下押しと長期的な発展の趨勢を分けて考える」

・「疫病の影響は短期的」

湖北省武漢市から感染が広がった新型コロナウイルスによる肺炎は3月19日24時時点で累計感染者80,967人、死者3,248人に上った<sup>13</sup>。1月23日以降の武漢市封鎖をはじめとする防疫措置に伴う人の移

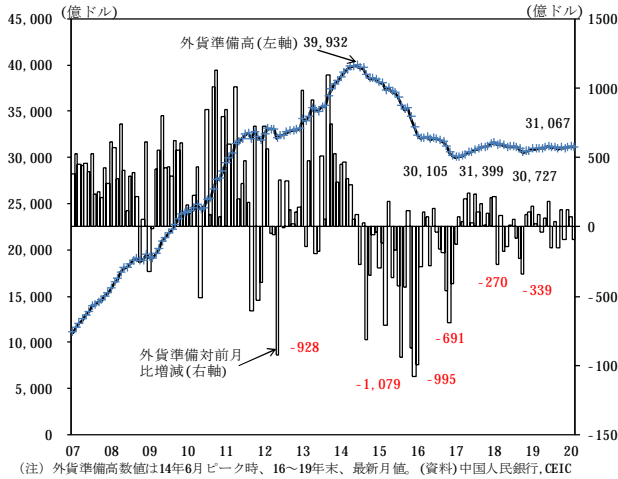
<sup>11</sup> 19年12月から、「地方政府专项債（レベニュー債）」の項目に、国債、地方政府一般債券を組み入れ「政府債券」とした。人民銀行1月17日「2019年金融统计数据新闻发布会文字实录」 <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3961307/index.html>

<sup>12</sup> 国家外貨管理局3月7日「国家外汇管理局新闻发言人、总经济师王春英就2020年2月份外汇储备规模变动情况答记者问（王春英国家外貨管理局報道官、総エコノミストが2020年2月外貨準備規模変動について記者の問いに答える）」 <http://www.safe.gov.cn/safe/2020/0307/15642.html>

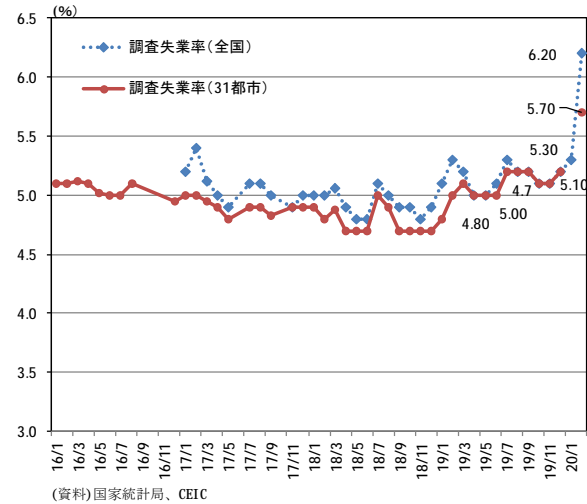
<sup>13</sup> 国家衛生健康委員会 <http://www.nhc.gov.cn/xcs/yqfkdt/202003/0fc43d6804b04a4595a2eadd846c0a6e.shtml>

動や交通管制を受けた経済活動制限により、新規感染者減少及び治癒率上昇などの「段階的な成果が上がり」（3月10日、習近平国家主席<sup>14</sup>）、3月12日には米鋒国家衛生健康委報道官が「疫病流行のピークは過ぎた」と宣言するに至ったものの<sup>15</sup>、この間2か月弱に亘る疫病防疫中の経済社会活動停滞は結果的に大幅な景気下押し要因となった。

図表 13 外貨準備高



図表 14 調査失業率



しかし、これは不可抗力によるものであり、国家統計局も3月16日の記者会見<sup>16</sup>時配布文書の表題を「1-2月国民経済は新型コロナウイルス肺炎の衝撃を受ける」と率直な表現とするなど、当局は経済指標の悪化が今次疫病によりもたらされたことを冷静に受け止めているように見える。国内経済学者の論点も、「疫病による短期的な景気下押しと長期的な発展の趨勢を分けて考える」視点が主流である<sup>17</sup>。

同日記者会見した毛盛勇同局報道官は「疫病の影響は短期的、外在的でコントロール可能」とし、「操業再開の加速でこれまでに抑えられていた経済活動が解放され、3月は1-2月より良くなり、4-6月期は明らかに回復するだろう」と述べた。当然、今次疫病の雇用への影響は大きく、調査失業率<sup>18</sup>は2月に6.2%まで上昇した（図表14）が、毛報道官は「生産活動が復旧するにつれ、雇用ニーズも拡大していく。政策面でも中小企業の雇用安定に向けた対応が採られる」とした。

### ・金融、財政政策対応は行き過ぎを回避

この間の政策対応をみると、疫病蔓延当初から人民銀行による資金供給<sup>19</sup>、LPR (Loan Prime Rate=貸

<sup>14</sup> 中国政府網 3月10日「习近平在湖北省考察新冠肺炎疫情防控工作(习近平が湖北省で新型コロナウイルス肺炎疫病防疫工作进行视察)」[http://www.gov.cn/xinwen/2020-03/10/content\\_5489651.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2020-03/10/content_5489651.htm)

<sup>15</sup> 中国政府網 3月12日「国务院联防联控机制新闻发布会」<http://www.gov.cn/xinwen/gwylflkjz54/wzslqt.htm>

<sup>16</sup> 国家統計局 3月16日「1-2月份国民经济经受了新冠肺炎疫情冲击(1-2月国民経済は新型コロナウイルス肺炎の衝撃を受ける)」[http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/202003/t20200316\\_1732232.html](http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/202003/t20200316_1732232.html)

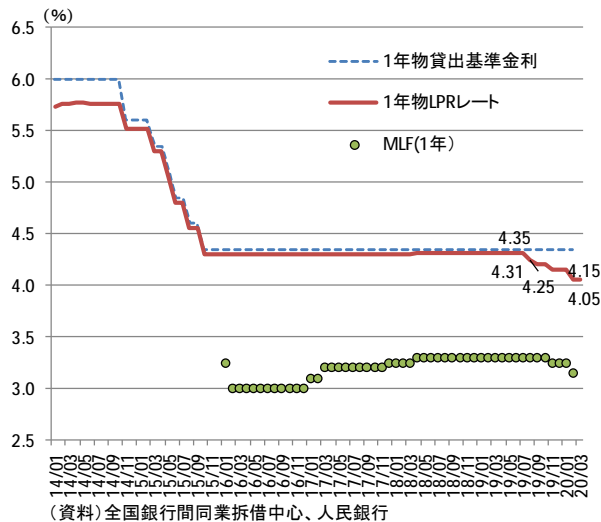
<sup>17</sup> 人民日報 3月18日 林兆木「用全面辩证长远眼光看待我国发展(全面的な弁証により長い目で我が国の発展を見る)」、[http://views.ce.cn/view/ent/202003/18/t20200318\\_34506505.shtml](http://views.ce.cn/view/ent/202003/18/t20200318_34506505.shtml) 経済日報 3月19日 王東京「科学研判疫情对经济的影响(疫病の経済への影響を科学的に考える)」<http://theory.people.com.cn/n1/2020/0319/c40531-31638744.html> など。

<sup>18</sup> 調査失業率は、都市部登録失業率(17年3.90%、18年3.80%、19年3.62%)より実態を反映しているとされ、19年末に5.2%と、18年末の4.9%から悪化した。同年当局目標5.5%の範囲内。

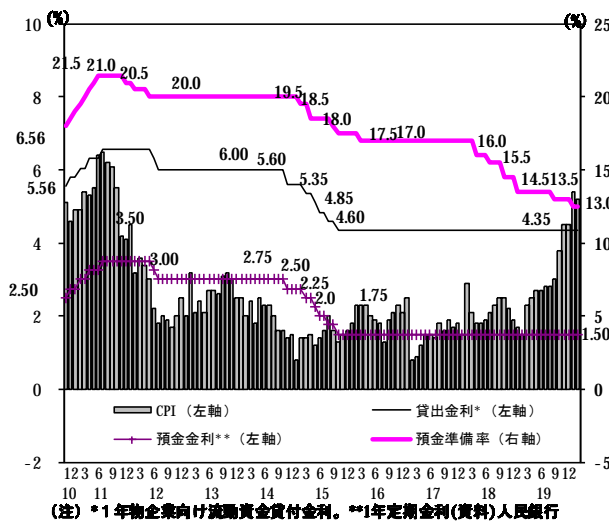
<sup>19</sup> 人民銀行再貸出3,000億元(2月1日)、流動性供給5,000億元(2月4日)、MLF金利引下げ(2月17日。3.25%→3.15%)など。中国政府網 3月15日「国务院联防联控机制新闻发布会」<http://www.gov.cn/xinwen/gwylflkjz58/wzslqt.htm>

出基礎金利)引き下げ<sup>20</sup>(図表 15)、預金準備率引き下げ(図表 16)<sup>21</sup>などが行われている外、財政政策も利子補給、零細企業向けコスト負担引き下げ、地方債前倒し発行額追加などが打ち出されている。今後、財政赤字のGDP比上昇を容認する(毛盛勇同局報道官ほか)考え方もあり、さらなる政策対応が見込まれる。

図表 15 各種金利の推移



図表 16 預金貸出金利、預金準備率の推移





礎になる<sup>24</sup>」。20年はまた「GDPと一人当たり収入の2010年比倍増」目標の達成、「貧困脱却（2020年の基準で一人当たり収入が年間4,000元未満の貧困人口を20年中にゼロとすること＝全面的な小康社会達成）が目指されている。20年の実質GDP成長率目標は19年12月の中央経済工作会议で定められたが現状非公開であり、3月5日から開会予定であった全国人民代表大会（全人代、国会に相当）で正式決定されることになっていた。当初は+6.0%に設定されるとみられていたが、今次疫病の影響を受けて下方修正されるとの観測がある。GDP倍増目標達成のために必要な実質GDP成長率は+5.6%とみられ、当局の目指す最低ラインはこの水準と考えられる。

以上

【みずほ銀行（中国）有限公司 中国アドバイザー一部主任研究員 細川美穂子】

**【ご注意】**

1. **法律上、会計上の助言：**本資料記載の情報は、法律上、会計上、税務上の助言を含むものではありません。法律上、会計上、税務上の助言を必要とされる場合は、それぞれの専門家にご相談ください。
2. **秘密保持：**本資料記載の情報の貴社への開示は貴社の守秘義務を前提とするものです。当該情報については貴社内部の利用に限定され、その内容の第三者への開示は禁止されています。
3. **著作権：**本資料記載の情報の著作権は原則として弊行に帰属します。いかなる目的であれ本資料の一部または全部について無断で、いかなる方法においても複写、複製、引用、転載、翻訳、貸与等を行うことを禁止します。
4. **免責：**
  - (1) 本資料記載の情報は、弊行が信頼できると考える各方面から取得しておりますが、その内容の正確性、信頼性、完全性を保証するものではありません。弊行は当該情報に起因して発生した損害については、その内容如何にかかわらずいっさい責任を負いません。また、本資料における分析は仮定に基づくものであり、その結果の確実性或いは完結性を表明するものではありません。
  - (2) 今後開示いただく情報、鑑定評価、格付機関の見解、制度・金融環境の変化等によっては、その過程やスキームを大幅に変更する必要がある可能性があり、その場合には本資料で分析した効果が得られない可能性がありますので、予めご了承下さい。また、本資料は貴社のリスクを網羅的に示唆するものではありません。
5. 本資料は金融資産の売買に関する助言、勧誘、推奨を行うものではありません。

<sup>24</sup> 一つめの百年＝2021年の中国共産党建党100周年に「全面的な小康社会」建設。二つめの百年＝2049年の中華人民共和国建国100周年に社会主義現代化強国を構築、「全人民の共同富裕」を基本的に実現。

中国政府網 12月12日「中央经济工作会议在北京举行」[http://www.gov.cn/xinwen/2019-12/12/content\\_5460670.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2019-12/12/content_5460670.htm)