

中国の経済再開で何が変わるのか

Topics

- ▶ 中国ではウィズコロナへの移行が進んでいるもようで、今年はこれまでゼロコロナ政策によって抑制されてきたサービス消費が景気の回復をけん引する見込み。
- ▶ 中国の需要回復に伴う物価への影響は、消費の回復余地を踏まえると財については限定的で、国内外への影響も軽微と考えます。過剰貯蓄が比較的少ないとみられるためです。一方、サービス消費増加の海外への影響は、国によって異なるとみられます。
- ▶ 蓋然性は低いものの、当局が積極的な信用拡張に転じ、不動産投資が急回復する場合は、鉄鉱石や銅などを中心に資源価格に上昇圧力が掛かる可能性があると考えます。

エコノミスト 須賀田 進成

ウィズコロナ移行で経済再開が急速に進む

中国当局は昨年12月、感染の発生を徹底的に抑え込むゼロコロナ政策を放棄し、衛生政策をウィズコロナへと変化させました。11月には、高齢者のワクチン接種率の低さを念頭に、当局はゼロコロナ政策の継続を示唆していましたが、同月下旬にかけての反ゼロコロナ政策デモ発生後、急速な方針転換が行われました。

感染者数が増加している中での方針転換であったため、ウィズコロナへの移行が始まった当初は感染の急拡大とそれに伴う混乱が発生し、経済活動の低迷を招きました。もっとも、都市部では、感染拡大が落ち着いたとみられる12月下旬以降、鉄道旅客数が増加しており、経済活動が再開しているとみられます(図表1)。

2019年以来となる行動制限のない春節を迎え、帰省や旅行が回復しているとみられ、今後、医療設備が脆弱な農村部での感染が拡大する懸念があります。そのため、今後1~2カ月程度は感染の再拡大が懸念されます。4-6月期以降に経済活動の正常化が一段と進む見通しです。

本稿では、これまでゼロコロナ政策がどのような悪影響を及ぼしたのかを整理したうえで、今年の中国景気の回復の姿と世界経済への影響を考えます。

2022年の中国経済の整理

2022年の中国経済は前年比+3%とコロナ禍前(2019年、同+6%)に比べて低成長となりました(図表2)。

外出が制限されていたことで外食は前年比▲6.3%と、前年比ほぼ横ばいであった財消費に比べて大きく減少しました。また、不動産開発投資は前年比▲10%と、不動産投資規制が続く中、急減速しました。

こうした景気悪化の悪影響が集中したとみられるのが若年層の雇用でした。16-24歳の都市部失業率は昨年末時点で16.7%と2019年末(12.2%)から大きく上昇しました。若年層の不満の高まりは、当局の急速なウィズコロナへの転換の一因になったとも指摘されます。

経済活動の鈍化に伴い、エネルギーの需要も減速しました。2019年は前年比+3.5%程度で伸びていた発電量は、2022年は同+2.2%の伸びに留まりました。

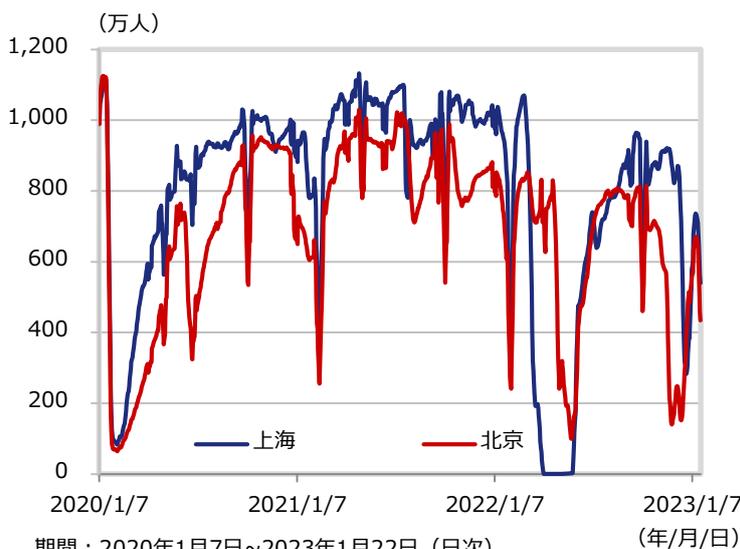
このように、2022年を振り返りますと、ゼロコロナ政策と不動産投資規制が中国景気に大きな下押し圧力を与えていたといえます。

次ページへ続く

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表1 鉄道旅客数数の推移



期間：2020年1月7日～2023年1月22日(日次)

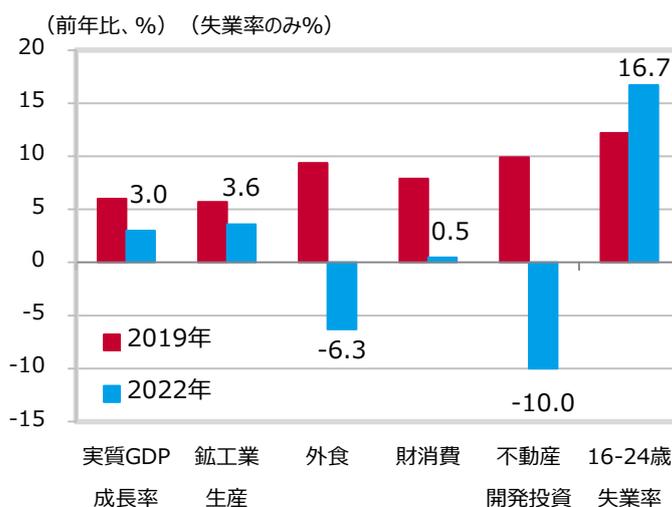
注：いずれも7日移動平均

なお、上海の2021年7月3日～2021年7月9日、2022年2月20日～

2022年2月26日、2022年5月11日～2022年5月27日は欠損値

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表2 2019年と2022年の各種経済指標



注：いずれも各年末の値。失業率以外は年初来累計値の前年比

出所：ブルームバーグとリフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

今年の中国経済はサービス消費がけん引へ

需要減少の裏で、中国の家計は貯蓄を増やしました。2021年末に比べ、2022年には約17.8兆元（名目GDP比約14.7%）の預金が増加しました（図表3）。家計が消費と不動産購入を控えたことが主因とみられます。2019年から2020年は平均的に毎年10兆元程度が積みあがっていたため、昨年の中国家計は約6~7兆元程度を過剰に貯蓄したと考えられます。

筆者は、この過剰な貯蓄の一部が、ウィズコロナへの移行後に、消費に利用されることで、今年为中国経済が回復すると見込んでいます。中でも、抑制されていたサービス消費の増加から、サービス業の労働需要が回復し、若年層の失業率が低下するとみられます。

もう一つの景気下押し圧力となっていた不動産投資については、当局は不動産デベロッパー向けの資金繰り支援を行っているほか、住宅市場の需要テコ入れにも言及し、市場の安定化を急いでいます。

今年为中国経済の回復は、サービス消費を中心とした内需の回復がけん引すると考えます。昨年急減していた不動産投資の安定化も、景気の回復に寄与する見通しです。

中国経済再開は世界経済にどう影響するか

昨年来、主要先進国の中央銀行は高インフレへの対応で金融引き締めを続けていますが、中国の需要回復の影響が他国へ波及し、金融引き締めを長期化させるのではないかと懸念もあります。

財と資源、サービスに分けて影響を考察します。

第一に、中国はコロナ禍に家計向けの大規模な直接給付を行わなかったため、家計の過剰貯蓄は主要国に比べて小さく、他国ほどのペントアップ需要（過去からの繰り越し需要）は見られない可能性が挙げられます。米国ではGDP比10%超の過剰貯蓄があったとされますが、中国の過剰貯蓄は、GDP比で約6%程度にとどまっています。また、ゼロコロナ政策下においても、財の消費は底堅く、繰り越された需要が少ないと考えられます。

中国製造業の設備稼働率に改善余地がみられ、財の供給余力が残されていることもあり、需給両面で、財のインフレへの影響はさほど強くないと考えます（図表4）。

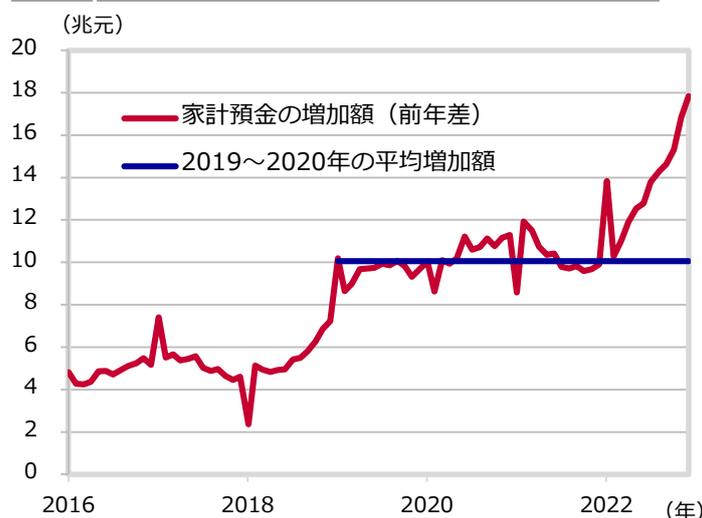
資源のうち、エネルギーについては、中国の需要回復が価格に上昇圧力を掛ける可能性があります。IEA（国際エネルギー機関）は、中国の需要がけん引して原油需給が引き締まるとの見通しを公表しました。当面のエネルギー価格は中国の景気回復ペースに左右されるとみられます。一方、銅や鉄鉱石といった鉱物については、当局が不動産投機抑制を続け、不動産投資が緩やかな回復に留まるうちは、需要の回復は限定的なものにとどまる見通しです。

もう一つの論点は、中国の国際観光再開による他国のサービス業への影響です。2019年には、中国人海外旅行者数は約1.5億人と世界全体（14.7億人）の10%超を占め、国際観光支出としては約2,550億ドルと、旅行者数・支出額ともに世界一位でした。この回復が期待される一方、他国の労働市場に与える影響も注目されています。

中国人インバウンド消費回復の影響は、国ごとに異なると考えます。米国においては、これまでの急速な利上げを受け、今後総需要が減速に向かい、雇用も減少するとみられ、中国人観光客増加による労働市場や景気への影響は、さほど大きくないと考えます。

（図表4下へ続く）

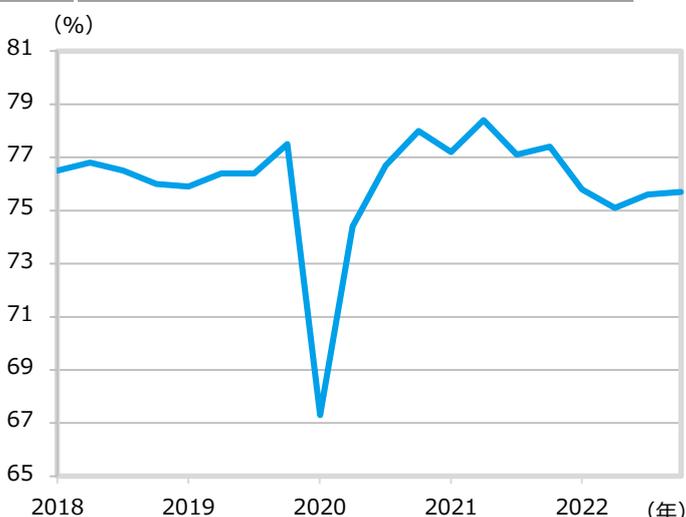
図表3 中国の家計預金増加額の推移



期間：2016年1月～2022年12月（月次）

出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表4 中国製造業の設備稼働率の推移



期間：2018年1-3月期～2022年10-12月期（四半期）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

ただし、日本のように依然としてコロナ禍からの回復の過程にあり、かつサービス業における人手不足が深刻化している国では、中国人観光客を中心としたインバウンドの回復による影響は大きくなる可能性があります。

インバウンドの回復は、日本におけるサービス業の売上に寄与する一方、宿泊費や交通費といったサービス価格や、同産業の賃金の上昇圧力につながる可能性があります。

総じてみて影響は軽微だが、不動産投資の動向次第では、資源価格に上昇圧力も

中国の経済活動再開に起因する世界的なインフレの押し上げは、エネルギー価格の動向には注意が必要なものの、総じてみて軽微なものになると考えます。

ただし、中国の不動産投資の回復経路次第では、資源価格の上昇を招く可能性があります。

蓋然性は低いものの、当局が積極的な信用拡張に転じ、筆者の考えを上回るペースで不動産投資が急回復する場合は注意が必要です。資源市場における中国の影響力の大きさを鑑みますと、不動産支援の姿勢が強まる場合は、鉄鉱石や銅など主要な資源価格の上昇要因となる可能性があります。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。

● 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。

● 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

● 投資信託は、

1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。