

米中で格差が生じるコロナ禍からの経済回復

<要旨>

グローバル経済がコロナ禍から立ち直るためには、米中両大国の動向がカギを握る。投資から消費主導の成長への転換を進めてきた中国は、コロナ感染一服後の経済再開の過程でインフラ投資や企業コスト削減など企業向け下支え策を強化し、再び投資主導により回復を進めている。

他方、消費主導の成長を遂げてきた米国経済も5月に上向きつつあることが確認されたものの、感染再拡大のリスクも高まっており、経済再開を見直す動きも生じている。米国の消費回復を大きく左右する高所得層の消費は、感染リスクへの警戒から回復力が弱い。感染防止を図りつつ消費主導で回復を目指すのは投資主導に比べて難度が高く、中国に比べると景気が二番底に陥るリスクは排除できない。

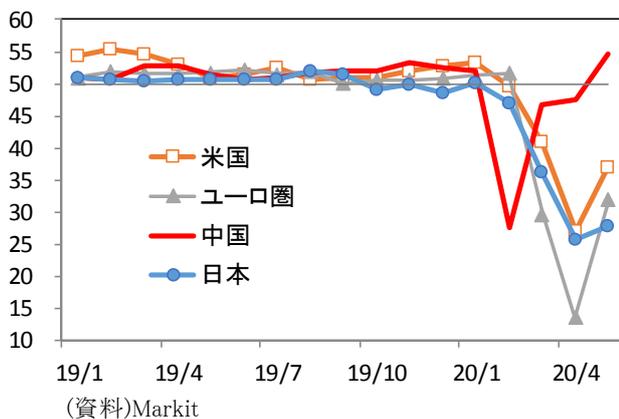
1. 主要国経済は最悪期を脱するも、回復に不確実性が残る

新型コロナウイルス感染拡大のピークアウトに伴い、先進国を中心に経済再開の動きが広がり、中国は2月、欧米及び日本は4月を底に PMI(購買担当者景気指数)が上昇するなど景況感が上向いている(図表1)。とりわけ、5月の中国の PMI は景気判断の分かれ目となる 50 を上回るなど、一足早く回復が進んでいる。実際の経済活動データも、中国は3月から、欧米や日本では5月に入って改善しつつあり、主要国経済は最悪期を脱したと言える。

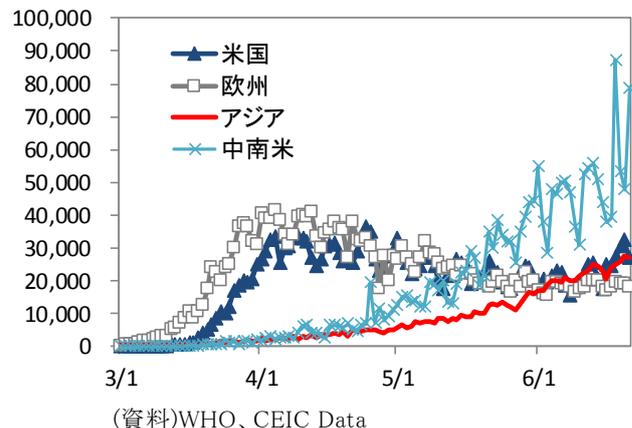
しかし、中南米やアジア新興国では感染拡大が続いている(図表2)。感染が一服したとみられていた中国や韓国でも新規感染者数が急拡大したことから再び外出規制の強化が講じられたほか、米国も第2波の懸念が強まっており、経済再開プロセスを見直す動きが生じている。先進国を中心に経済活動が上向いたとはいえコロナ禍前の水準を大幅に下回っており、かつ回復には感染再燃のリスクがつきまとう。

本稿では、感染一服と経済再開の動きが先行する中国、及び経済再開と感染リスクに揺れる米国という二大経済大国の直近の景気動向を整理し、コロナ禍からの回復見通しについて考察する。

図表1 主要国の PMI(総合)



(人) 図表2 新型コロナ新規感染者数

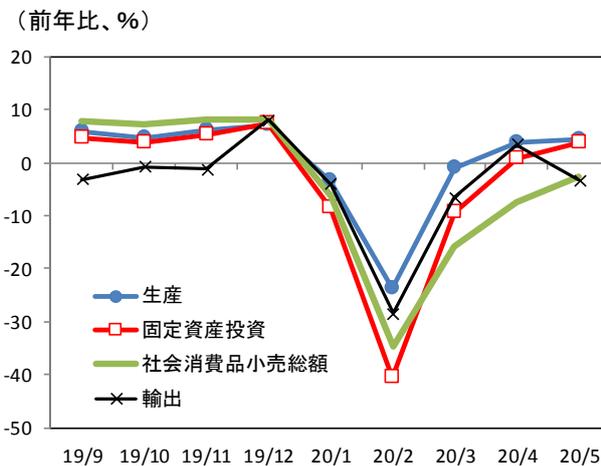


2. 中国経済～企業部門を中心に持ち直しの動き

中国経済の5月のマクロ統計は、企業部門を中心に前年水準を上回るまで持ち直している。中国では感染拡大が2月上旬にピークアウトし収束に向かったため、3月頃より工場再稼働が進み、発生源とされた武漢の封鎖も4月7日に解除されるなど、欧米よりも2カ月ほど早く経済再開に動き出した。そのため、1～3月の実質 GDP 成長率は前年比▲6.8%と統計開始以来初のマイナス成長を記録したが、4月の生産は前年比+3.9%と早くも前年水準を上回り、5月は同+4.4%と伸び率が拡大した(図表3)。5月の生産を業種別にみると、ロックダウン期間中も操業継続が図られていた通信・電子に加えて、専用機械、自動車で前年比2桁増産を記録したほか、非金属鉱物製品、一般機械、電気機械、食料品が同+5%超と好調だった。インフラ投資拡大に向け、関連する建機(専用機械)や素材(非金属鉱物製品)の増産につながったとみられる。また、自動車は購入補助金やナンバープレート規制緩和を背景に販売が回復していることが押し上げ要因となった。5月の固定資産投資はインフラ投資、不動産開発投資、製造業投資とも前年を上回り、同+3.9%(4月:同+0.7%)とプラス幅が拡大した。住宅販売価格はコロナ禍でもプラスを維持しており、経済再開とともに住宅需要が戻りつつある。

ただし、政策の下支え効果が期待できる内需に比べて、外需は振るわない。輸出は4月にプラスに転じたものの5月に再びマイナスとなった。詳細が公表されている4月までは、コロナ禍で需要が急増するマスクやパソコン、消毒液などの輸出が好調だったが、主力の携帯電話は不調が続いていた(図表4)。世界経済の活動水準が大きく落ち込んでいることに加えて、米国が5月にファーウェイの輸出管理規制強化や、監視リスト(エンティティ・リスト)への中国大手 IT 企業等の追加など対中強硬姿勢を強めており、当面の輸出を取り巻く環境は厳しい。

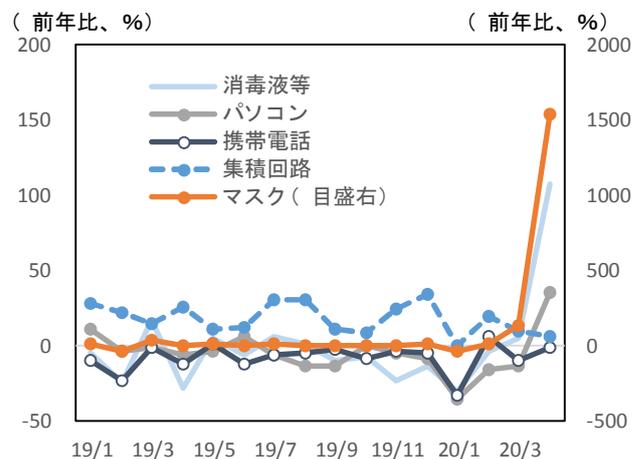
図表3 中国主要指標の推移



(注) 1、2月前年比は調査部による試算値。

(資料) 中国国家统计局より調査部作成

図表4 中国輸出品目の内訳(4月まで)



(資料) 中国海関総署

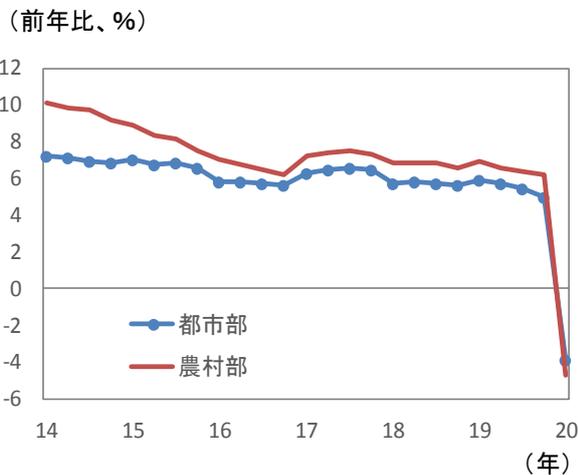
さらに、消費の回復がやや遅れている。5月の社会消費品小売総額は前年比▲2.8%と4月(同▲7.5%)よりマイナス幅が縮小したが、5カ月連続で前年水準を下回った。大規模小売店販売の内訳をみると、自動車や住宅関連(家電・家具・建築材料)が前年比プラスに転じ、日用品や化粧品が大幅に増加する一方で、服飾・宝飾品、石油製品は前年比マイナスが続いた。リベンジ消費の好調が報じられるなど落ち込みからの反発をみせているものの、前年水準を回復するには至っ

ていない。

その理由の一つとして、所得の大幅な悪化が挙げられる。1～3月期の実質可処分所得(都市部)は前年比▲3.9%(前期:同+5.0%)と統計開始以来のマイナスに陥り、農村部の所得は同▲4.7%(前期:同+6.2%)とさらに落ち込んだ(図表5)。西南財経大学が定期的を実施するアンケート調査によれば、1～3月期の所得悪化は低所得層を中心に生じていた。金融資産も同様の傾向であり、株価下落や収入減が低所得層の資産減少につながった。さらに先行き不透明感が強い中、50%の家計が消費を減らして貯蓄を増やすと回答していた(図表6、7)。

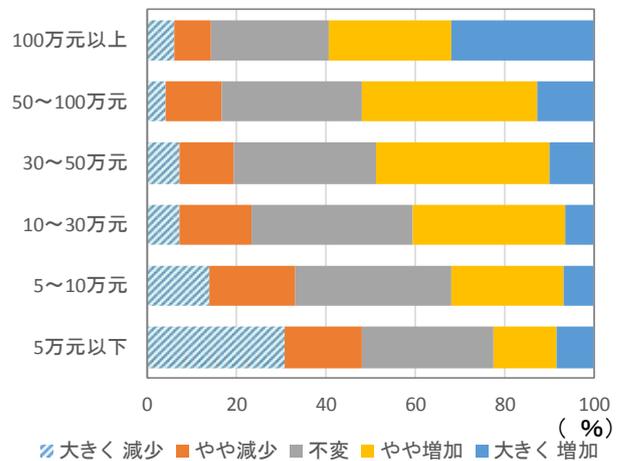
中国政府のコロナ対策は企業負担削減やインフラ投資拡充など企業向けが中心で、先進国のような家計への現金給付は実施されていないことから(図表8)、政策効果が家計に波及するには時間がかかる。「投資から消費」への構造転換を進めてきた中国だが、コロナ禍からの回復局面では、一時的にせよ投資主導の成長とならざるを得ないとみられる。

図表5 中国 実質可処分所得



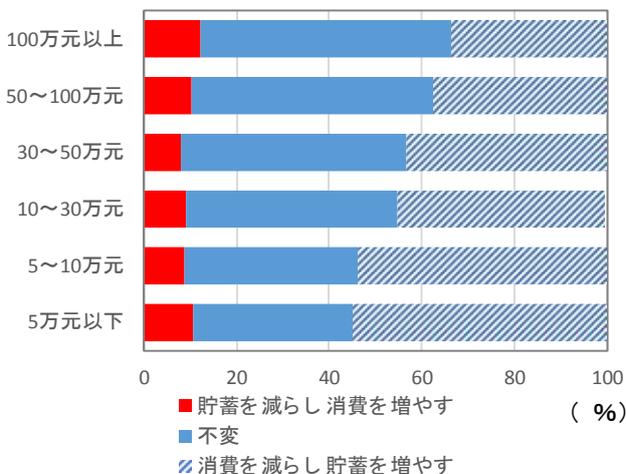
(資料)中国国家統計局

図表6 中国 所得階層別所得変動



(資料)西南財経大学「中国家庭財富調研調査」
(2020年1～3月期)

図表7 中国 所得階層別 今後貯蓄・消費の方針



(資料)西南財経大学「中国家庭財富調研調査」
(2020年1～3月期)

図表8 中国政府の主な経済対策

企業支援
<ul style="list-style-type: none"> ・減税・社会保険料負担免除(2.5兆元) ・財政赤字目標引き上げ(GDP比3.6%(2019年2.8%)) ・インフラ投資向け地方专项債券発行拡大(前年比+1.6兆元) ・中小零細企業への融資支援(貸出1兆元増、金融債3,000億元発行、社債純発行1兆元増加、売掛金など動産担保融資8,000億元拡大)等
家計支援
<ul style="list-style-type: none"> ・失業保険支払いの加速 ・家電・自動車購入促進策

(資料)各種資料より調査部作成

3. 米国経済～5月に小売の反転が見られるも、感染再拡大の懸念が高まる

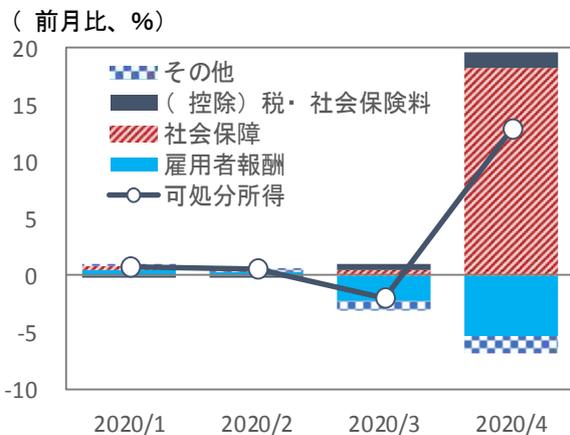
一方、これまで家計主導で成長を遂げてきた米国に目を向けると、新規感染者数が4月10日前後にピークアウトした後、4月16日には米国政府による経済再開のガイドラインが発表され、その後各州で外出規制を緩和する動きが広がった。それに伴って、5月の公式統計からは早くも米国経済が最悪期を脱しつつあることが確認された。

5月の非農業部門雇用者数は前月差+250.9万人(4月:同▲2,068.7万人)と、市場予想(▲750万人)に反し、3か月ぶりに増加に転じた。3～4月に800万人超の雇用が失われた余暇・娯楽を中心に民間サービス業で242.5万人増加した。コロナ禍前の2月の水準と比べて雇用者数は同▲12.8%と大きく減少しているが、ポジティブサプライズとなった。レイオフされていた労働者(失業者)が経済再開により仕事に復帰したため、5月の失業率は13.3%(4月14.7%)と小幅に低下した。なお、米労働省は本来レイオフとすべき非労働力人口の増加を考慮すれば失業率は4月に5%程度、5月に3%程度上振れると指摘しており、上振れを含めても前月より改善していると評価される。

5月の小売・飲食サービス売上高は前月比+17.7%(4月:同▲14.7%)と4か月ぶりに増加した。経済対策の効果が集中したことが、小売の反転を支えた一因とみられる。4月の可処分所得は、雇用者報酬が落ち込む一方で、現金給付や失業保険の拡充など社会保障関連が増加したことにより前月比2桁の増加を記録した(図表9)。予算比で見ると、中低所得層向け現金給付の7割強がすでに実行された計算となる。

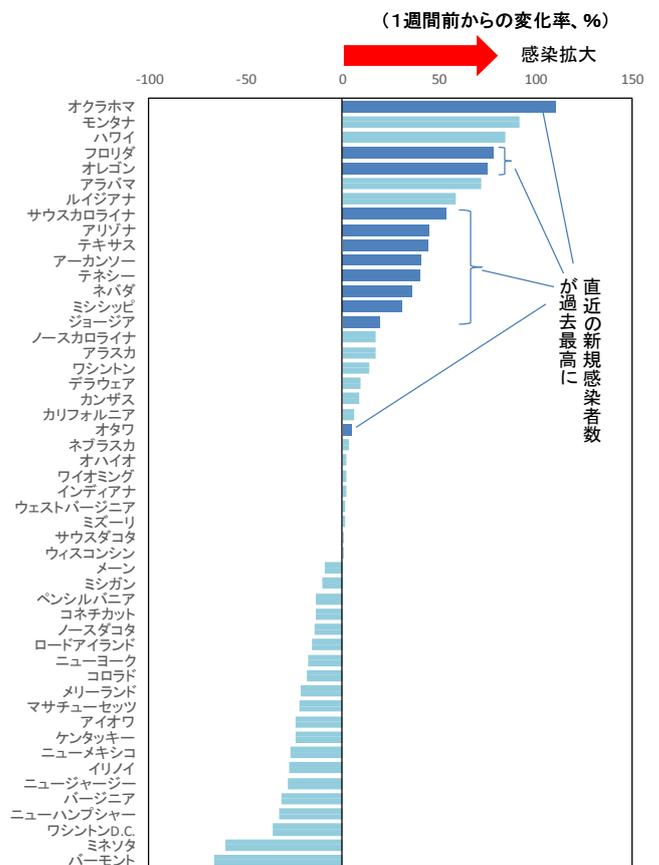
しかし、感染拡大がピークアウトしてから比較的早期に経済再開に踏み切った結果、多くの州で感染再拡大の兆しが生じている(図表10)。6/17の新規感染者数(過去1週間平均)が1週間前よりも増加したのは50州中30州であり、そのうち12州は過去最高水準を記録した。経済再開プロセスを見直す地域も出てきており、そうした動きが広がるか予断を許さない状況にある。

図表9 米国の可処分所得



(資料)米国商務省

図表10 米国 州別新規感染者数変化(6/17)



(注)後方7日間移動平均値により比較。

(資料)CEIC data

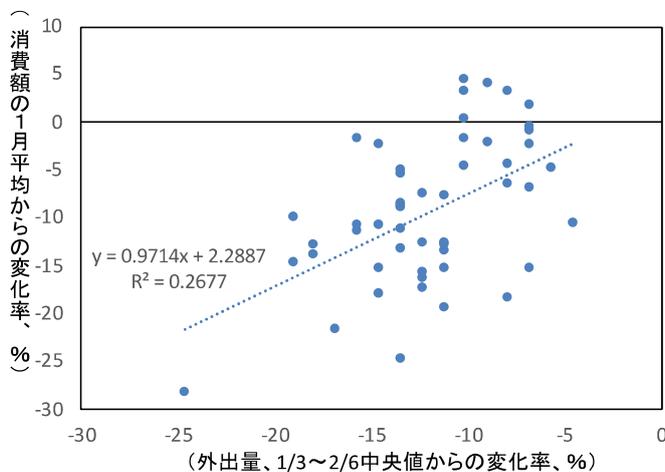
4. 感染リスクと経済再開の両立は困難か～感染懸念から高所得層の消費が停滞

外出規制を緩和し人と人との接触が増加すれば感染リスクが高まるのは避けられないが、外出規制が続いたままでは消費の回復は望みにくい。実際、ハーバード大学などが民間企業の協力を得て作成した消費の日次データ(Opportunity Insights Economic Tracker)¹、Googleが公表している人の移動量のデータを6月10日時点で州別にプロットすると、コロナ前に比べて外出が減少している州ほど、消費が減少しているという関係が窺われる(図表11)。さらに所得階層別にみると、低所得層の6月10日の消費は平時に比べて▲4.0%まで回復したが、米国の消費全体の回復ペースを大きく左右する高所得層では▲16.8%と落ち込んだままであった(図表12)。

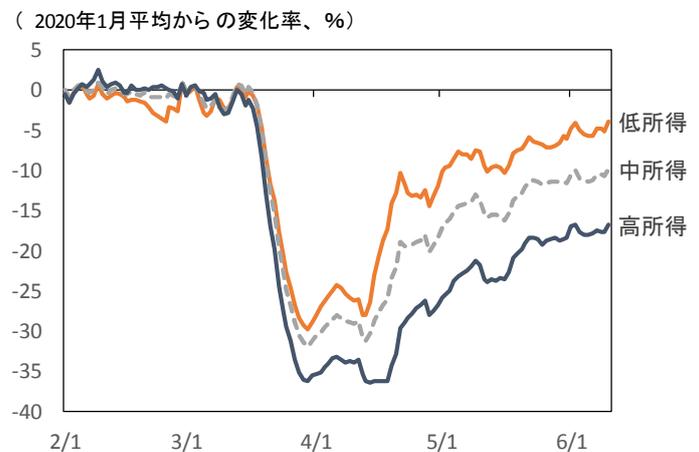
Opportunity Insights et al.(2020)は、高所得層ほど外出を減らし、かつ消費を減らしていたことについて、自己隔離しやすい仕事や住居をもつことに加えて、健康への懸念が意識されているためと推察している。他方、高所得層では失業が少なく、失業した低所得層でも失業給付の拡充が所得減を補ったことから、所得は今の消費悪化の主因ではないと指摘している。つまり需要の減退(購買力の低下)ではなく、健康リスクが低い財・サービスの供給が少ないという供給力の問題が、消費悪化をもたらしているという。

こうした知見に基づけば、前頁図表10に示した通り感染再拡大の兆しが出始めた状況では、警戒心を強める高所得層の消費を中心に短期的な下振れリスクは高いと考えられる。米国はコロナ対策(第3・4弾)として、すでに家計向けの現金給付策や失業手当の拡充、給与保護プログラ

図表11 州別 消費と外出頻度の関係(6/10)



図表12 所得階層別 消費変化



(注)消費データは Affinity Solutions Inc.のクレジットカード情報に基づく。7日間後方移動平均後に季節調整を実施し、2020年1月平均からの変化率を算出。

(資料)“How Did COVID-19 and Stabilization Policies Affect Spending and Employment? A New Real-Time Economic Tracker Based on Private Sector Data”, by Raj Chetty, John Friedman, Nathaniel Hendren, Michael Stepner, and the Opportunity Insights Team. June 2020.

¹ 消費データはクレジットカード、デビットカード情報を基にしているため、カード使用が少ないファイナンスサービスや自動車購入などが反映されにくい点に留意。米国のクレジットカード利用率は消費全体の約50%であり、データ提供会社のカバレッジはカード利用全体の約10%であることから、カード利用による消費に関しては代表性を有すると考えられる。同データでは所有者の郵便番号情報をもとに地域別平均所得を紐づけることで、所得階層別の消費動向を示している。

ム(PPP)に約1兆ドル、企業向け資金繰り支援策に約1.5兆ドルを投じており、家計・企業両面での大型財政政策が講じられている。GDP比約5%にのぼる家計支援が、米国の経済成長を支える消費の増加につながるには時間がかかるとみられる。

投資主導でコロナ禍からの回復を目指す中国に対して、消費主導で成長する米国では外出規制の緩和によって感染再拡大が懸念される状況となっており、経済再開の動きが停滞する恐れがある。国の体制が大きく異なる両国を単純に比較することはできないが、感染防止との両立を図る上では、消費主導の成長は投資主導に比べてより難度が高い。感染第2波の発生による二番底に陥る可能性は排除できない。

(調査部 経済調査チーム シニアエコノミスト 大和 香織 :
Yamato_Kaori@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。