

Economic Monitor

所 長 三輪裕範 03-3497-3675 miwa-y@itochu.co.jp
主任研究員 武田 淳 03-3497-3676 takeda-ats@itochu.co.jp

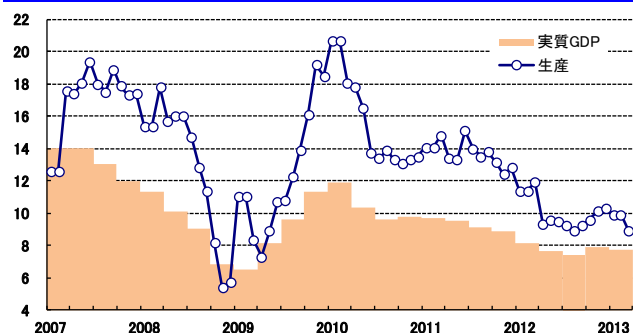
景気停滞懸念が再び浮上する中国経済

1～3 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比 7.7%に低下。個人消費の減速が主因。需要拡大ペースの鈍化により一部で在庫調整が足踏み。政府の内需刺激策や緩和的な金融政策の継続が今後の景気を下支えするが、2013 年の成長率は 8%割れの可能性高まる。

1～3 月期の実質 GDP 成長率は再び鈍化

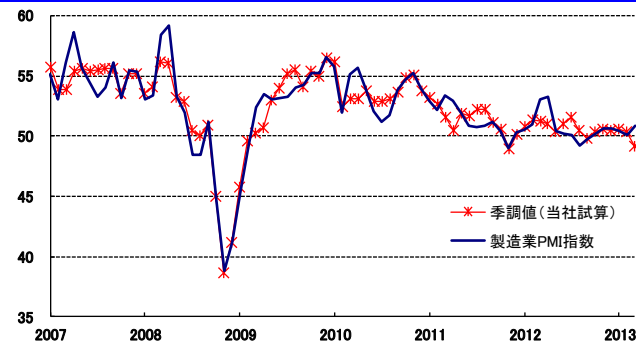
今月 15 日に発表された 2013 年 1～3 月期の実質 GDP は前年同期比 7.7%の増加にとどまり、2012 年 10～12 月期の 7.9%から伸びが鈍化した。国家統計局による季節調整値でも、10～12 月期の前期比 2.0%（年率 8.2%程度）から 1～3 月期は 1.6%（年率 6.6%程度）に伸びが鈍化しており、中国経済の拡大ペースは減速している。3 月の PMI 指数が前月から上昇したことなどを受けて、市場では 1～3 月期の実質 GDP 成長率が前年同期比 8%台へ高まるとの見方も少なくなかったが、期待外れの結果に終わった。

工業生産と実質GDPの推移（前年同期比、%）



(出所) CEIC DATA

製造業PMI指数の推移



(出所) CEIC DATA

8%成長への期待感を高める一因となった製造業 PMI 指数は、2 月の 50.1 から 3 月に 50.9 へ上昇したが、例年 3 月から 4 月にかけて水準が高まる季節性が残っている¹点に留意が必要である。こうした季節性を除去すると、製造業 PMI 指数は 2 月の 50.1 から 3 月は 48.9 へ低下し、景気の改善と悪化の境目である 50 を下回る。また、景気実態を反映する工業生産も、1～2 月累計の前年同期比 9.9%から 3 月は前年同月比 8.9%と大きく伸びが鈍化している。これらの指標は、足元で景気の回復力が再び低下していることを示しており、中国経済が順調に持ち直すという見方に対して、再点検を迫るものと言える。

個人消費の減速が成長率鈍化の主因

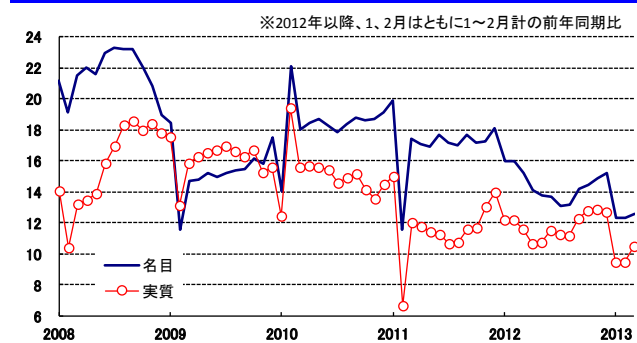
主な需要項目のうち、1～3 月期の減速が顕著なのは個人消費である。個人消費の代表的な指標である社会商品小売総額は、1～3 月期に前年同期比 12.4%となり、10～12 月期の 14.9%から大きく伸びが鈍化した。さらに、物価上昇分²を除いた実質では、10～12 月期の 12.8%から 1～3 月期は 9.8%となり、減速がより顕著である。

¹ 国家統計局が発表する製造業 PMI 指数は季節調整済値ではあるが、統計的に有意に季節性の存在が確認できるため、傾向を見るためには公表値に更に季節調整をかけることが有効である。

² 消費者物価上昇率は、10～12 月期の前年同期比 2.1%から 1～3 月期に 2.6%へ伸びが高まった。

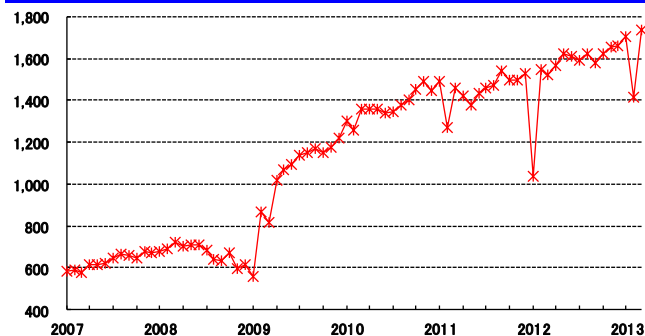
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

社会商品小売総額の推移(前年同月比、%)



(出所) CEIC DATA

乗用車販売台数の推移(季節調整値、年率、万台)

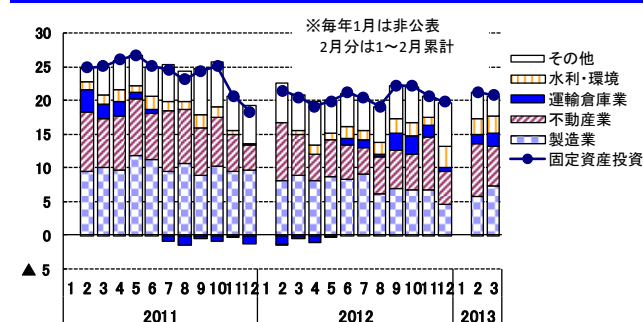


(出所) CEIC DATA

ただし、社会商品小売総額を月毎に見ると、1～2月累計の前年同期比 12.3%から3月は12.6%へ小幅ながら伸びが高まった。また、乗用車販売台数も、春節により落ち込んだ2月の前年同月比▲8.3%から3月は13.3%へ復調しており、当社試算の季節調整値でも3月の乗用車販売台数は年率1,739万台と1月の1,708万台を上回って史上最高を更新している。なお、日本車の販売台数は持ち直し傾向にあるが、3月に限れば改善が足踏みし依然として前年水準を下回るなど³、完全な回復には至っていない。

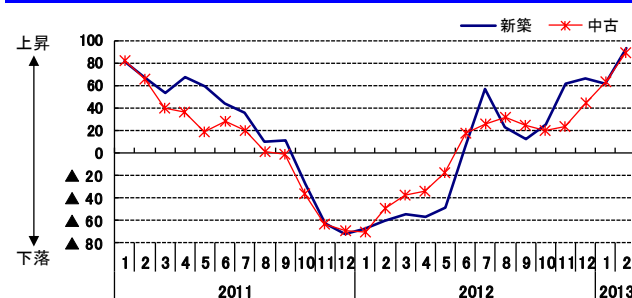
以上から判断すると、個人消費は2013年に入り増勢が鈍化したものの、3月には持ち直しの動きも見られることから、ひとまず減速には歯止めが掛かった可能性がある。

固定資産投資の推移(前年同月比、%)



(出所) CEIC DATA

住宅価格DIの推移(%Pt)



(注) 前月比で上昇した都市の割合一下落した都市の割合。

(出所) CEIC DATAの数値から当社にて試算

固定資産投資はインフラ投資中心に堅調な拡大が続く

固定資産投資は、1～3月期も堅調な拡大が続いた。1～3月期の固定資産投資(都市部)は前年同期比20.9%となり、10～12月期の20.8%から伸びが若干高まった。第3次産業で10～12月期の前年同期比23.4%から1～3月期は24.5%へ伸びが高まったほか、第2次産業(10～12月期15.0%→1～3月期16.2%)も伸びの鈍化に歯止めが掛かった。第3次産業では水利・環境(21.6%→26.7%)のほか、鉄道(▲19.9%→5.8%)や高速道路(6.6%→21.7%)を含む運輸・倉庫(17.0%→22.0%)などのインフラ関連分野が全体を牽引している。また、住宅価格の上昇を背景に不動産業(24.6%→24.1%)も高い伸びを維持した。

ただし、3月単月の固定資産投資は前年同月比20.7%となり、1～2月累計の前年同期比21.2%から伸び

³ NNAなどの報道によると、日系メーカーの販売台数は、トヨタが1～2月の前年同期比▲13.3%から3月は▲11.7%へマイナス幅が縮小したが、日産は▲14.1%から▲16.6%へ、ホンダは▲4.1%から▲6.6%へ、マツダは▲19.4%から▲25.2%へマイナス幅が拡大した。

が若干鈍化した。こうした固定資産投資の動きが、先に見た工業生産の伸びの鈍化の一因となったとみられる。

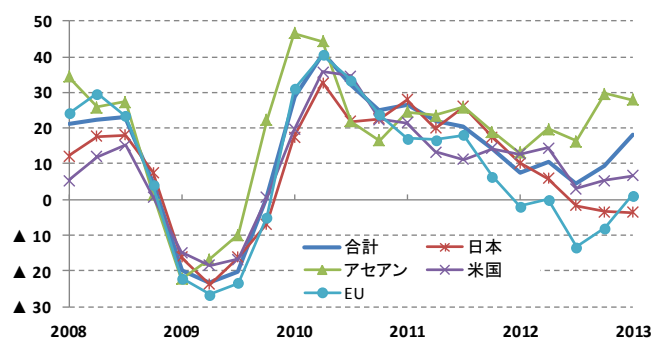
海外景気の復調を受けて輸出は持ち直し

1～3 月期の通関輸出（ドルベース）は前年同期比 18.3% となり、10～12 月期の 9.4% から大きく伸びを高めた。ただし、当社試算の季節調整値では、10～12 月期の前期比 8.7% から 1～3 月期は▲2.1% とマイナスに転じており、春節による季節調整の歪み⁴を考慮しても、少なくとも前年同期比の急拡大が示すほど輸出の増勢は強くないと考えられる。

なお、3 月単月の輸出は前年同月比 10.0% となり、1～2 月平均の 23.6% から大きく伸びが鈍化した。固定資産投資とともに工業生産の伸びを抑制する要因となったと考えられる。

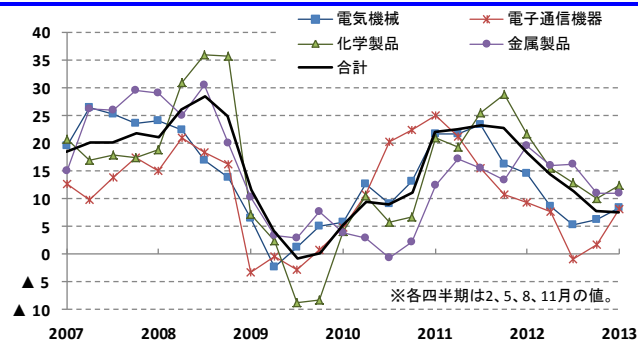
仕向地別の動向を見ると、堅調な景気拡大が続く ASEAN 向け（シェア 10.0%、2012 年）が 10～12 月期の前年同期比 29.7% から 1～3 月期も 28.0% と高い伸びを維持し、輸出全体を牽引した。また、景気の復調が顕著な米国向け（シェア 17.2%）が 1～3 月期に小幅ながら伸びを高め（10～12 月期 5.4% → 1～3 月期 6.7%）、景気低迷が続く EU 向け（シェア 16.3%）も前年同期比 1.1% と 5 四半期ぶりのプラスとなり、ひとまず下げ止まった。一方で、日本向け（シェア 7.4%）は円安の影響もあって 1～3 月期も前年比▲3.7% と 3 四半期連続のマイナスとなり、低迷が続いた。

通関輸出の推移（ドルベース、前年同期比、%）



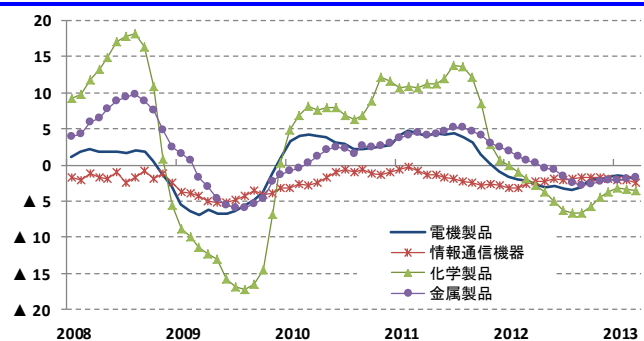
(出所) CEIC DATA

在庫の推移（前年同月比、%）



(出所) CEIC DATA

生産者物価の推移（前年同月比、%）



(出所) CEIC DATA

在庫調整は一部で足踏み

期待ほどに需要が拡大しなかったことから、これまで順調に進んでいた在庫調整は一部で足踏みしている。在庫全体の伸びは、2012 年 11 月の前年同月比 7.9% から 2013 年 2 月に 7.5% へ鈍化した。8 月 (11.3%) から 11 月にかけての動きと比べると伸びの鈍化ペースは緩慢である。

⁴ 春節月は営業日数が少ないため輸出の水準が押し下げられるが、その前月は前倒し出荷によって水準が押し上げられる傾向がある。春節の時期は年によって異なるため、通常の季節調整では、こうした影響を十分に控除できない。

主な財の在庫動向を見ると（前頁左下図）、川下分野にあたる電子通信機器（2012年11月前年同月比1.6%→2013年2月8.1%）や電気機械（6.2%→8.4%）は2012年半ば以降の伸びの拡大傾向が続き、主に川上分野となる化学製品（10.0%→12.4%）や金属製品（10.9%→11.0%）も伸びが高まっている。川下分野においては2012年半ば頃に一旦在庫調整が終了しており、需要の拡大に見合った在庫積み増しとの見方もできるが、川上分野は在庫調整の途上であり、需要拡大ペースの鈍化を受けて在庫調整が足踏みしていると考えられる。

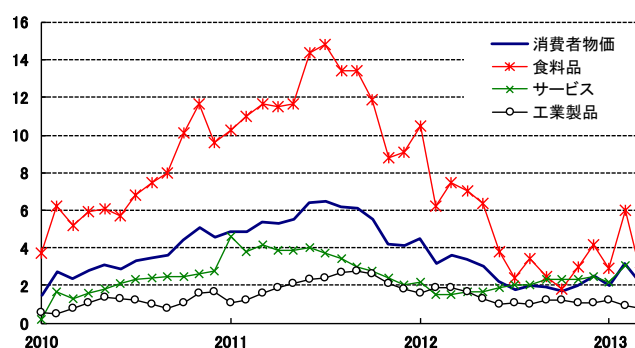
こうした在庫の動きに歩調を合わせる形で、生産者物価は2013年に入り前年同月比の下落幅が拡大する品目が散見され（前頁右下図）、製品需給の緩和により価格が再び下げ足を速めている様子が窺える。

消費者物価上昇率は低下

消費者物価指数も、2月の前年同月比3.2%から3月は2.1%へ伸びが鈍化した。主因は、天候不順や春節により大きく上昇していた食料品価格が落ち着いたことである（2月前年同月比6.0%→3月2.7%）。

また、サービス価格の伸びが2月、3月とも前年同月比3.1%と高止まる一方で、2012年を通じて前年同月比1%台で推移していた工業製品価格が、2013年2月に0.9%、3月は0.8%と徐々に伸びを低下させており、消費者物価上昇率の低下に寄与した。

消費者物価の推移（前年同月比、%）



（出所）CEIC DATA

8%成長が遠のく

以上の通り、中国経済は、2013年初に個人消費が減速し、3月には固定資産投資や輸出の増勢に陰りが見られたため、1～3月期の実質GDP成長率が鈍化した。そして、こうした需要の伸び悩みにより在庫調整が一部で足踏みするなど、再び景気の停滞が懸念される状況となりつつある。

こうした状況に対して、政府は、引き続き都市化推進に向けてインフラ投資に積極的に取り組むとともに、省エネ対応の耐久財販売支援策などの消費刺激策を打ち出し、内需主導の景気拡大を促すとみられる。また、消費者物価上昇率の低位安定は、現状の緩和的な金融政策の持続性を高め、金融面から内需拡大を後押しするほか、人民元の上昇圧力を低下させ、輸出回復の一助ともなろう。これらの効果により、中国経済が再び大幅な調整を強いられる可能性は高くはないが、2013年の実質GDP成長率が8%を超える可能性は大きく低下した。政府が目標に掲げる通り、中国経済の成長力に対する目線を改めて7～8%に置き直す必要がある。