

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

中国経済：需要の伸び悩みから在庫調整に遅れ

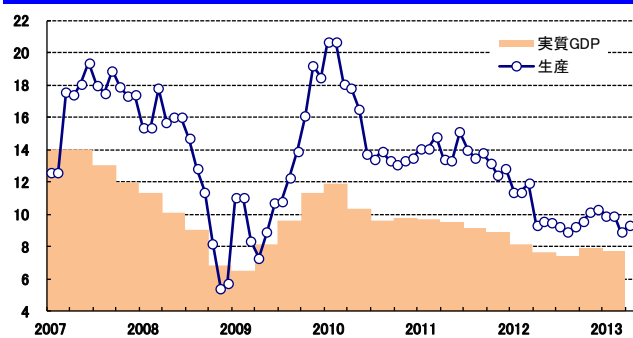
4月の主要経済指標は、中国経済が未だ持ち直しの域を脱していないことを示唆した。内需は伸び悩んでおり、輸出統計は増勢加速を示唆するが企業景況感の改善には結びついていない。需要の回復力が弱い中で在庫は再び積み上がりの兆しを見せており、景気回復に向けた今後の政策対応が注目される。

景気は持ち直しの域を脱せず

4月の主な経済指標が13日に出揃った。まず、景気全体を概観すると、製造業 PMI 指数は全体で3月の50.9から50.6へ低下、1～3月平均の50.5を若干上回るにとどまり、景気の改善と悪化の境目である50は上回ったものの、回復と言える状況には程遠い。さらに、製造業 PMI 指数は例年3月から4月にかけて水準が高まる傾向があることも踏まえると、景気の実態はこの数字が示すよりも悪いとみておくべきであろう¹。サブ指標では、生産が3月の52.7から4月も52.6と比較的高い水準を維持したものの、新規輸出受注（3月50.9→4月48.6）が2ヵ月ぶりに50割れとなり、受注残高が2012年7月（41.9）以来の水準となる43.6まで低下したことが目立った。これらを総合すると、輸出を中心とした需要の弱さが企業景況感を悪化させているという評価となる。

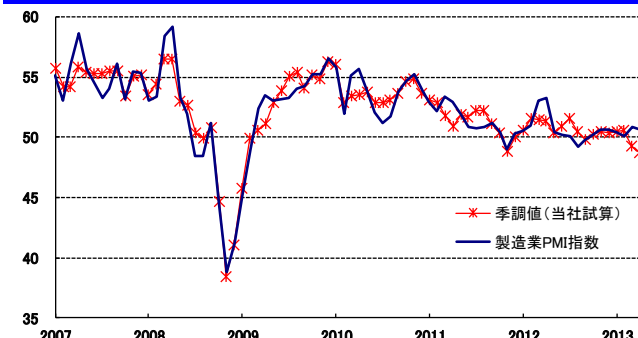
製造業などの実際の生産活動を示す工業生産は、3月の前年同月比8.9%から4月は9.3%に伸びが高まった。政府試算の季節調整値でも、3月の前月比0.67%から4月は0.87%に増勢が加速している²。こうした動きは、景気が回復に向かう兆しという見方もできるが、後述の通り一部の分野で在庫調整が遅れ、また、需要の回復力も乏しい中では、過大な生産により在庫が積み上がるリスクをも内包している点に留意が必要であろう。

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

在庫調整の遅れから製品需給は再び軟化

在庫は、2011年の前年比2割増から2012年は概ね10%台へ、2013年2月には前年同月比7.5%まで伸

¹ 製造業 PMI 指数の公表値（国家統計局）は季節調整済値であるが、明らかな季節性が存在する。当社試算の季節調整値では、3月に48.9と50を下回り、4月には47.8まで低下している。

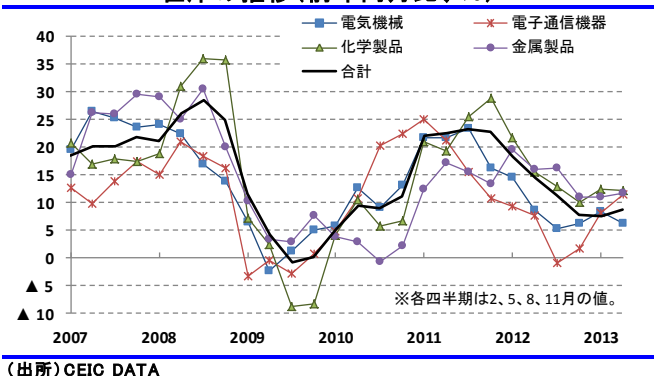
² 事前予想では前年同月比9%台半ばがコンセンサスとなっており、実績が予想をやや下回ったことからネガティブな評価もあったようであるが、少なくとも PMI 指数から見込まれる範囲内であろう。

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。

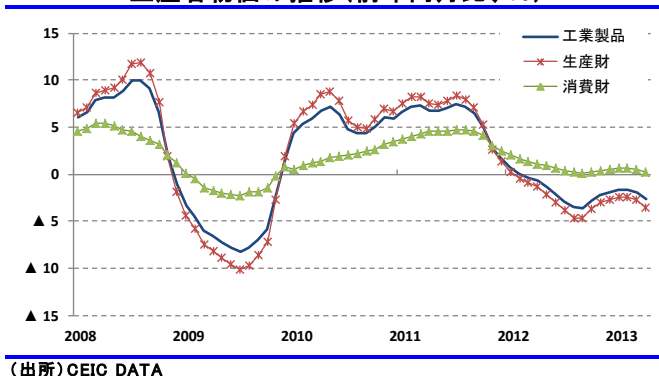
びが鈍化し、緩慢ながらも着実に調整が進展していたが、3月の在庫全体の伸びは8.8%へ高まり、在庫調整は足踏みしている。主な財について見ると、電子通信機器が2月の8.1%から3月は11.5%へ伸びを高めているが、既に2012年8月に▲0.9%へ伸びが低下し在庫調整が一旦終了しているため、最近の在庫増は主に需要の拡大に応じた正常な積み増しと考えられる。また、電気機械（2月前年同月比8.4%→3月6.2%）は5%程度の低い伸びが続いており、川下分野については総じて在庫水準を懸念する状況ではない。一方で、川上分野の金属製品（11.0%→11.7%）や化学製品（12.4%→12.1%）は依然として高い伸びが続いており、在庫調整が進展していない。

生産者物価を見ても、川上にあたる生産財で3月の前年同月比▲2.7%から4月は▲3.5%へマイナス幅が拡大しており、在庫の状況が示す通り、製品需給が再び軟化している様子が窺える。一方、川下にあたる消費財は4月に前年同月比0.3%とプラスを維持しており、需給環境は相対的に良好であるが、3月の0.5%からは伸びが鈍化しており、川下分野においても価格上昇圧力が高まるほどには需給が改善していないと言える。

在庫の推移(前年同月比、%)



生産者物価の推移(前年同月比、%)



個人消費、固定資産投資とも増勢加速せず

需給環境の改善が遅れている主因は、国内需要の伸び悩みである。その柱の一つである個人消費は、代表的な指標である社会商品小売総額が3月の前年同月比12.6%から4月は12.8%へ伸びが高まった。ただし、物価上昇分を除いた実質では、3月の10.5%から4月は10.4%へ小幅ながら鈍化しており、個人消費に景気を牽引するほどの回復力はない。品目別³には、自動車³が3月の前年同月比5.5%から4月は13.0%へ大きく伸びを高める一方で、衣料品（3月17.4%→4月9.5%）の伸びが大幅に低下し、飲食料品（14.9%→11.9%）や家電音響機器（16.6%→15.3%）の伸びも鈍化した。

自動車販売は、台数ベースでも好調である。乗用車販売台数は、3月の前年同月比13.3%から4月は13.0%へ小幅伸びが鈍化したが高い伸びを維持し、当社試算の季節調整値では年率1.718万台と史上最高を更新している。なお、日系メーカー各社の販売台数は回復に向かっているものの、良くて前年並み程度にとどまっており、市場全体の拡大ペースには追い付いていない⁴。

国内需要のもう一本の柱である固定資産投資は、1～4月累計の前年同期比が20.6%となり、1～3月期累

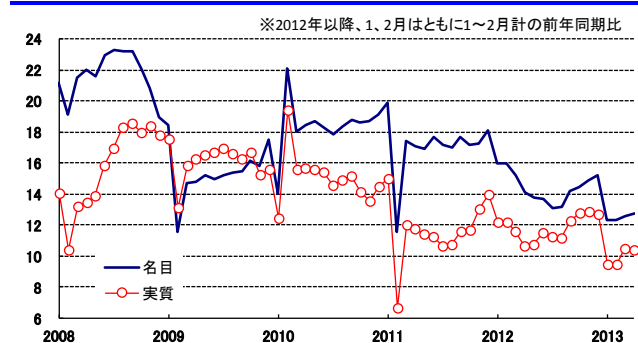
³ 売上高500万元以上の企業に限定したデータ。

⁴ 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3月の前年同月比▲11.7%から4月は▲6.5%へマイナス幅が縮小、日産は▲16.6%から2.7%の増加に転じ、ホンダは▲6.6%から▲2.4%へ、マツダは▲25.2%から▲15.2%へそれぞれマイナス幅が縮小した。

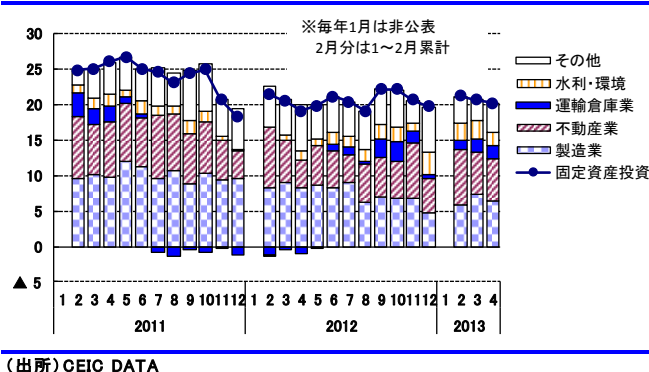
計の 20.9%から伸びが鈍化した。この結果、4 月単月では 20.2%と試算され、3 月の 20.7%と比べても伸びが鈍化している。

業種別には、全体の 25.4% (2012 年) を占める不動産業が 3 月の前年同月比 22.2%から 4 月は 25.0%へ伸びを高め、1~3 月期の 24.1%をも上回るなど増勢が加速する一方で、製造業（シェア 34.4%）は 3 月の 19.9%から 4 月は 17.9%へ鈍化、1~3 月期の 18.7%も下回り、伸び悩んでいる。先述の通り製品需給が軟化しており、価格低下による業績改善の遅れが設備投資の増勢鈍化につながっているとみられる。また、インフラ関連では、鉄道的大幅増（1~3 月期前年同期比 5.8%→4 月 61.9%）により運輸倉庫（22.0%→26.7%）は堅調な拡大を続けているが、水利・環境（36.5%→22.8%）の伸びが大きく低下しており、2012 年秋のインフラ投資拡大策の効果が一巡しつつある可能性が示唆された。

社会商品小売総額の推移（前年同月比、%）



固定資産投資の推移（前年同月比、%）



輸出統計は増勢加速を示す

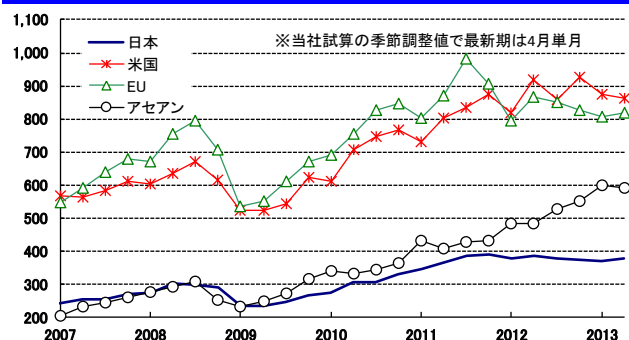
内需が勢いを欠く一方で、輸出は、製造業 PMI 指数の示す姿に反して統計上は明るさを増している。4 月の通関輸出（ドルベース）は、3 月の前年同月比 10.0%から 14.6%へ伸びを高めた。当社試算の季節調整値でも前月比 3.9%増加し、4 月の水準は 1~3 月期を 4.3%上回っている。1~3 月期の前期比は 2.8%にとどまっていたことから、5 月以降も現状の水準を維持すれば、4~6 月期の輸出は増勢が加速することになる。

仕向地別には、最大の輸出先（2012 年シェア 17.2%）である米国向けが 3 月の前年同月比▲6.5%から 4 月は▲0.1%へマイナス幅を縮小、前月比でも 3.2%増加するなど底堅い推移となったほか、EU 向け（シェア 16.3%）も前年同月比のマイナス幅が縮小（▲14.0%→▲6.4%）、前月比も 6.2%と 4 ヶ月ぶりに増加した。また、日本向け（シェア 7.4%）も前年比が改善（▲10.0%→▲1.2%）、前月比は 4.4%と 3 ヶ月ぶりに増加し、アセアン向け（シェア 10.0%）は前年比の伸びが大きく拡大（11.6%→37.2%）、前月比では 1.4%と小幅ながら 2 ヶ月連続の増加となるなど、EU 向けをリバウンドの範囲内と考えれば、輸出は各地域向けとも景気の状態を反映して底堅く推移している。

なお、輸出の前年同月比の伸びに最も寄与したのは、全体の 15.8%を占める香港向けである。香港向け輸出は、4 月に前年同月比 57.2%もの大幅増を記録した。ただし、このような大幅増は香港側の統計では確認できないため、一部に架空取引が含まれていた可能性が指摘されている。その真偽は、今後の政府による調査結果を待つ必要があるが、先に見た PMI 輸出受注指数の悪化と、通関輸出の改善という相違の原因が仮に架空取引であるとすれば、輸出の実態は通関統計が示すほどには良くないということになる。

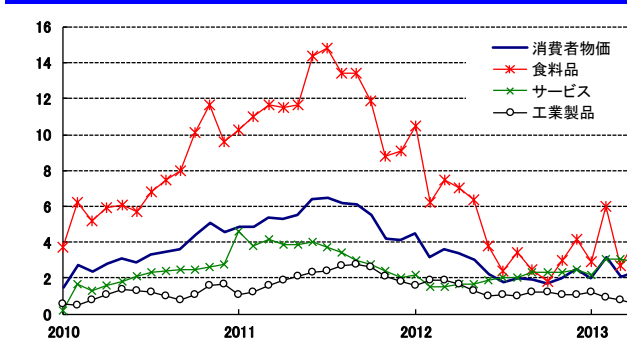
いずれにしても、4月に関しては、輸出動向が企業の景況感改善に結びついていないことだけは事実である。

通関輸出の推移(ドルベース、季節調整値、百万ドル)



(出所) CEIC DATA

消費者物価の推移(前年同月比、%)



(出所) CEIC DATA

物価の安定により金融緩和余地が生じる

消費者物価指数は、3月の前年同月比 2.1%から4月は 2.4%へ伸びが高まった。主因は、天候不順による生鮮食品の価格上昇であり、食料品価格は3月の前年同月比 2.7%から4月は 4.0%へ伸びを高めた。その一方で、工業製品価格(3月 0.8%→4月 0.6%)、サービス価格(3.1%→2.9%)とも伸びが鈍化した。需要の伸び悩みを背景に、需給に起因する物価上昇圧力は見られず、むしろ下落圧力が高まりつつある。こうした物価の状況は、金融政策に緩和余地を与えることになる。

以上の通り、中国経済は、2012 年終盤に底入れしたものの、依然として持ち直しの域を脱していない。さらに、生産の拡大が行き過ぎると再び在庫調整局面に陥る恐れも出始めている。景気が着実な回復基調を取り戻すためには需要の一層の拡大が必要であり、今後の金融政策の行方に加え、政府による財政面からの景気刺激策が打ち出されるかどうかにも注目される。