

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：景気刺激策の可能性が低下し成長率は高まらず

4～6 月期の実質 GDP は前年同期比 7.5%へ伸びが鈍化。生産は抑制されているが、在庫調整のペースは緩慢。成長率低下の主因は輸出の落ち込みと固定資産投資の減速。一方で個人消費は比較的底堅く推移している。物価は安定しており、マネーサプライの伸びも鈍化しているが、政府は景気刺激策を控える姿勢を見せており、今後も成長率の高まりにくい状況が続こう。

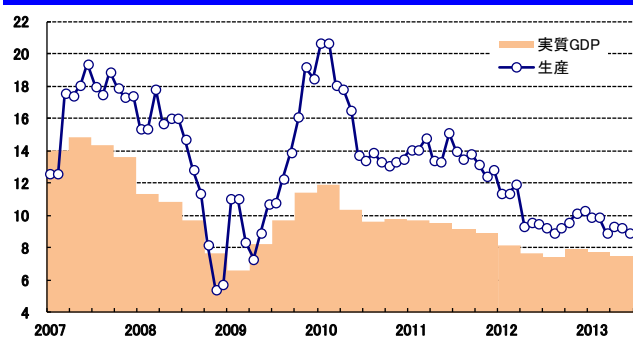
実質 GDP 成長率は 2 四半期連続の減速

2013 年 4～6 月期の実質 GDP は前年同期比 7.5%となり、1～3 月期の 7.7%から伸びが鈍化した。前年同期比の伸びの鈍化は 2 四半期連続となる。また、政府算出の季節調整値では、1～3 月期の前期比 1.6%から 4～6 月期は 1.7%へ伸びがわずかに高まったものの、いずれも年率に換算して 7%程度であり、前年同期比で 8%台の成長ペースを取り戻すほどの勢いはない。

4～6 月期実質 GDP の前年同期比の鈍化は、工業生産の動きから予想された範囲内であった。工業生産は 1～3 月期の前年同期比 9.5%から 4 月に前年同月比 9.3%、5 月は 9.2%へ減速していた。さらに、6 月は 8.9%まで伸びが鈍化している。財別では、コンピュータが 2 月以降、前年同月比でマイナスに転じており、鉄鋼関連は総じて伸びが鈍化している。一方で、自動車は 1～3 月期の前年同期比 12.6%に対して 4～6 月期も 12.5%と高い伸びを維持したほか、冷蔵庫（1～3 月期前年同期比 8.6%→4～6 月期 16.6%）や洗濯機（8.4%→10.7%）といった白物家電は好調、化学製品も化学繊維（4.4%→5.8%）やプラスチック製品（2.5%→3.9%）が伸びを高めるなど持ち直しの動きが見られる。

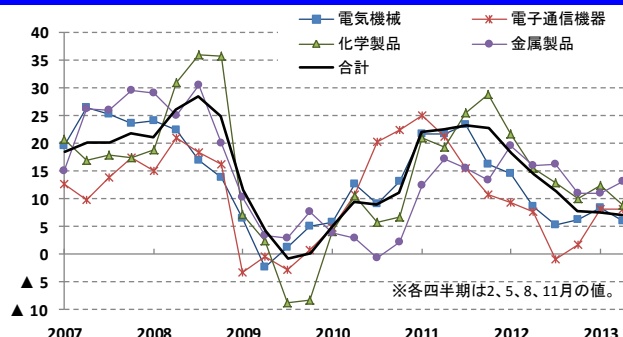
生産活動は抑制されているが、在庫全体の伸びは 2 月の前年同月比 7.5%から、実績が確認できる最新の 5 月においても 7.1%への鈍化にとどまっている。金属製品（2 月前年同月比 11.0%→5 月 13.1%）や電子通信機器（8.1%→8.1%）など改善の遅れている分野が少なくないなど、在庫調整のペースは全体として緩慢であり、需要動向次第ではあるが、今後も生産の伸びが高まりにくい状況が続く可能性を示唆している。

工業生産と実質GDPの推移（前年同期比、%）



(出所) CEIC DATA

在庫の推移（前年同月比、%）



(出所) CEIC DATA

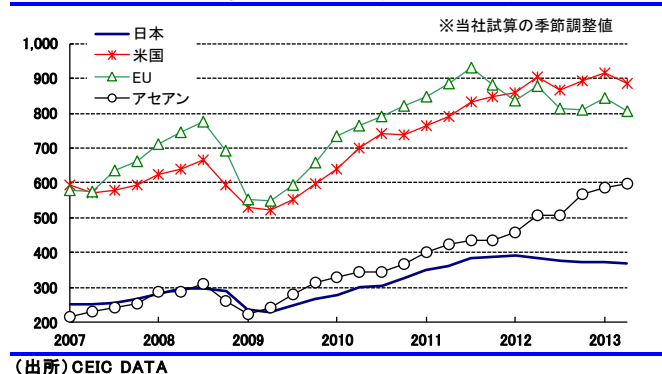
輸出はアセアン向けを除いて低調

主な需要項目のうち、輸出の低迷が目立つ。通関輸出（ドルベース）は、6月に前年同月比▲3.3%となり、2012年1月以来の前年比マイナスに転じた。米国向けのマイナス幅が拡大（5月前年同月比▲1.6%→6月▲5.4%）したことに加え、香港向け（7.7%→▲7.0%）や台湾向け（26.7%→▲2.2%）がマイナスに転じた¹ことが主因である。そのほか、欧州向け（▲9.7%→▲8.3%）や日本向け（▲5.7%→▲5.1%）のマイナスが続いた。

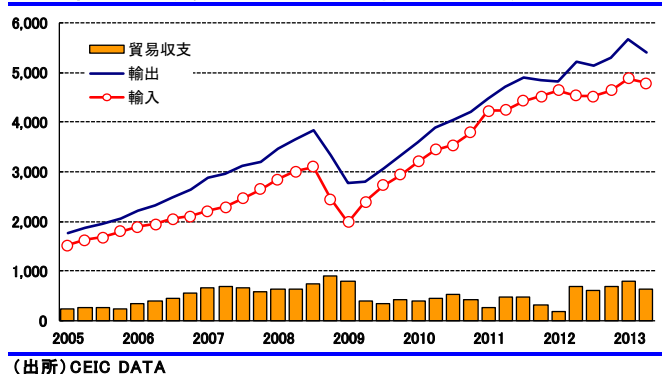
四半期で見ると、輸出は全体で1～3月期の前年同期比18.3%から4～6月期は7.9%へ大きく伸びが鈍化した。当社試算の季節調整値でも、1～3月期の前期比6.7%から4～6月期は▲4.3%と3四半期ぶりの、さらに比較的大きなマイナスとなった。季節調整値を仕向地別に見ると、全体の10.0%（2012年）を占めるアセアン向けは、1～3月期の前期比3.6%から4～6月期は2.1%へやや減速したものの増勢を維持した。一方で、最大シェア（17.2%）の米国向けは2.6%から▲3.4%へ、EU向け（シェア16.3%）は4.2%から▲4.5%へ、日本向け（シェア7.4%）も0.2%から▲1.2%と、いずれも減少に転じている。ただし、各地域の景気動向から判断すれば、米国向けや日本向けは、今後、持ち直しが期待される。

輸入も、1～3月期の前年同期比8.5%から4～6月期は5.0%へ伸びが鈍化した。輸入の伸びの鈍化が輸出ほどではなかったことから、1～3月期に前年同期比で大幅に黒字が拡大した貿易収支は、4～6月期には縮小に転じた。そのため、純輸出（輸出－輸入）は4～6月期に実質GDPの前年同期比を押し下げる方向に寄与したとみられる。また、当社試算の季節調整値では、貿易黒字は1～3月期の782億ドルから4～6月期は637億ドルへ、3四半期ぶりの減少となった。

仕向地別の通関輸出の推移（季節調整値、百万ドル）



輸出入と貿易収支の推移（季節調整値、億ドル）



固定資産投資も減速、個人消費はやや持ち直し

国内需要では、固定資産投資が4～6月期の実質GDP成長率を押し下げた模様²である。1～6月累計の固定資産投資（都市部）は前年同期比20.1%となり、1～3月累計の20.9%に比べ伸びが鈍化した。その結果、4～6月期は前年同期比19.9%にとどまり、固定資産投資の増勢は弱まっている。政府算出の季節調整値では、1～3月期の前期比4.2%から4～6月期は4.4%へ加速しているが、年率換算で19%程度であり、前年同期比の伸びが高まる状況にはない。

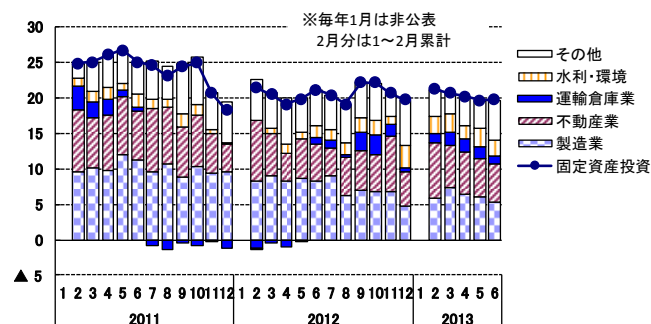
¹ 香港向けや台湾向けの輸出の落ち込みについては、外貨調達を目的とした水増し輸出の取り締まり強化を主因とする見方があるが、真偽のほどは不明である。なお、輸出全体に占める香港向けの割合は15.8%（2012年）、台湾向けは1.6%である。

² 総資本形成の実質GDPに対する寄与度（前年同期比）は、1～3月期の2.3%Ptに対して1～6月累計は4.1%Ptとなっており、4～6月期の寄与が高まった可能性を示唆しているが、これは在庫投資のマイナス寄与が縮小したためと考えられる。

業種別に見ると、全体の34.4%(2012年)を占める製造業(1～3月期前年同月比18.7%→4～6月期16.3%)や、25.4%を占める不動産業(24.1%→22.3%)が減速した。そのほか、水利・環境(シェア8.1%、36.5%→29.2%)も伸びが鈍化、運輸倉庫(シェア8.2%、22.2%→21.3%)は伸び悩むなど、インフラ関連分野も冴えない。

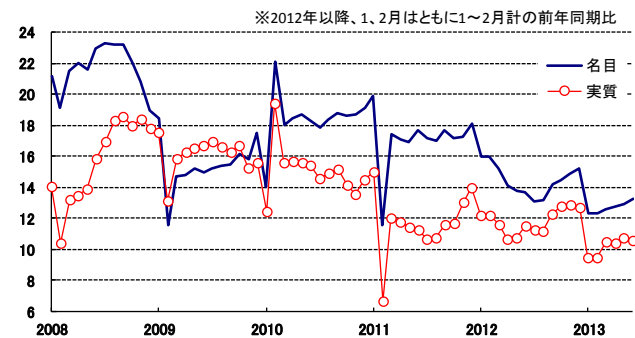
今後についても、製造業は業績回復の遅れから、不動産業については開発資金の調達難から、また、インフラ投資は政府の投資抑制スタンスにより、いずれも伸びが高まりにくい状況が続くとみられる。

固定資産投資の推移(前年同月比、%)



(出所)CEIC DATA

社会商品小売総額の推移(前年同月比、%)



(出所)CEIC DATA

一方で、個人消費は比較的底堅い推移を見せている。個人消費の代表的な指標である社会商品小売総額は、5月の前年同月比12.6%から6月は12.8%へ伸びが高まった。物価上昇分を除いた実質で見れば、5月の10.8%に対して6月は10.6%と小幅鈍化したものの、四半期では1～3月期の9.8%から4～6月期は10.5%へ伸びを高めている。

また、乗用車販売も好調である。乗用車販売台数は、1～3月期の前年同期比17.2%から4～6月期は10.4%へ伸びが鈍化したものの、1～3月期の高い伸びは前年に減税打ち切りによって水準が大きく落ち込んだ影響³による部分が大きく、実態面は好調であった。当社試算の季節調整値では、1～3月期の年率1,647万台から4～6月期は1,749万台へ6.2%も増加しており、1～3月期の前期比1.3%から増勢がむしろ加速している。

物価は総じて安定

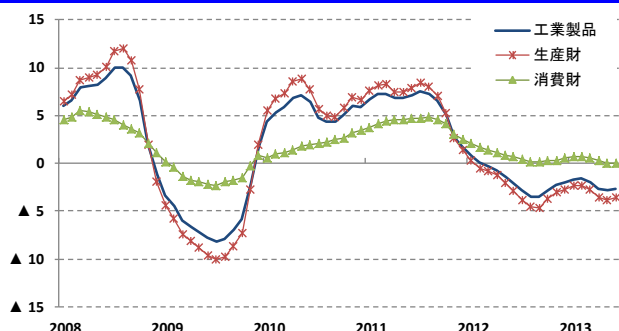
生産者物価(工業製品)は、在庫調整が緩慢ながらも進んでいることを反映して、5月の前年同月比▲2.9%から6月は▲2.7%へマイナス幅が縮小した。内訳を見ると、消費財は5月の0.1%から6月は0.0%へ伸びが鈍化したが、生産財(▲3.8%→▲3.5%)のマイナス幅が縮小しており、川上分野で価格の下落が一服する兆しが見られる。

一方、消費者物価は、5月の前年同月比2.1%から6月は2.7%へ伸びが高まった。食料品価格の伸びが3.2%から4.9%へ高まったことが主因である。ただし、政府が消費者物価の今年の目標とする前年比3.5%に比べ低い伸びにとどまっていることに加え、サービス価格の伸びが鈍化(5月2.8%→6月2.7%)したことなどから消費者物価のコア(除く食品エネルギー)は6月も前年同月比1.7%と伸びが抑制されてい

³ 2012年1～3月期の乗用車販売台数は、前年末の減税打ち切りを受けて前年同期比▲1.8%と落ち込んだ。なお、翌4～6月期は反動もあって前年同期比16.6%と大幅に伸びが高まった。

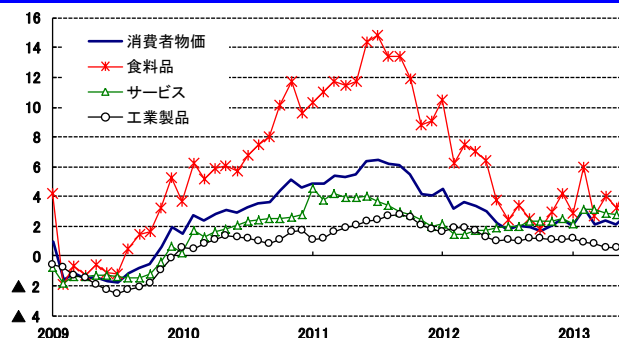
る（5月は1.8%）。消費者物価は全体としてみれば極めて安定している。

生産者物価の推移（前年同月比、%）



（出所）CEIC DATA

消費者物価の推移（前年同月比、%）



（出所）CEIC DATA

金融緩和の可能性は低下

以上の通り、中国経済は足踏み状態が続いており、物価は安定している。さらに、6月の新規貸出額は前年同月を593億元下回る8,605億元にとどまり、マネーサプライ（M2）は5月の前年同月比15.8%から6月は14.0%まで伸びが鈍化した。マネーサプライの伸びは、政府が今年目標とする前年比13%を依然として上回っているが、政府が景気を優先するのであれば、金融緩和を行う際の障害にはならないと考えられる。

しかしながら、最近の政府要人の発言⁴からは、現在の8%を割り込む経済成長ペースを許容するという政府の姿勢がより明確になっている。そのため、成長鈍化による弊害、すなわち、在庫の積み上がりによる物価下落の加速や、企業業績および雇用情勢の著しい悪化が懸念される状況に至らない限り、政府は景気テコ入れに動かない可能性が高まったと考えられる。少なくとも、実質GDP成長率が今年の政府目標である7.5%を大きく下回らない限り、金融緩和やインフラ投資の追加といった景気刺激策は打ち出されないであろう。

こうした状況も踏まえ景気の先行きを展望すると、今後は米国や日本の景気回復を背景に輸出が持ち直し、さらなる減速は避けられるとみられる。一方で、固定資産投資の抑制が続くため、実質GDP成長率は前年同期比7%台後半での推移が続く、2013年通年では政府目標の前年比7.5%をやや上回る程度で着地すると予想する。当社の従来予想は2013年7.9%、2014年8.0%であったが、政府による景気刺激策実施の可能性が低下したことから、それぞれ7.6%、7.9%へ下方修正する⁵。

⁴ NNAによると、7月9日、李克強首相は、今年の経済成長率が下限を下回らないよう求めた。下限は明示されていないが、仮に政府目標の7.5%であるとすれば、7%台後半の成長率は容認されることになる。

⁵ 従来予想は、2013年4月23日付け「中国経済情報2013年4月号」参照。また、最新予測の詳細は別途レポート作成予定。