

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

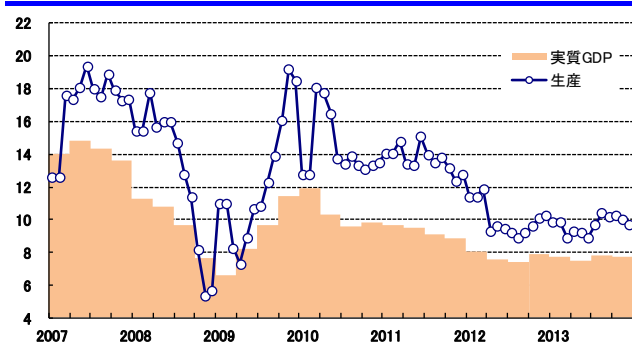
中国経済：巡航速度の安定した成長を維持（10～12 月期 GDP）

10～12 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比 7.7%、2013 年通年の成長率も前年比 7.7%となり、2012 年とも同じ伸びであった。中国経済は 2 年間に渡って 7%台半ばから後半の安定した成長を続けている。主要経済指標は 12 月にかけて景気の勢いが弱まっている可能性を示唆しているが、在庫調整の終了により目立った下押し圧力はなく、景気は持ち直し傾向を維持していると判断できる。政府は、引き続き安定成長を維持するため、今年の成長率目標を 7.5%に設定するとともに、個人消費主導の成長と過剰な資金供給の抑制に一段と注力するとみられる。

7%台後半の成長が続く

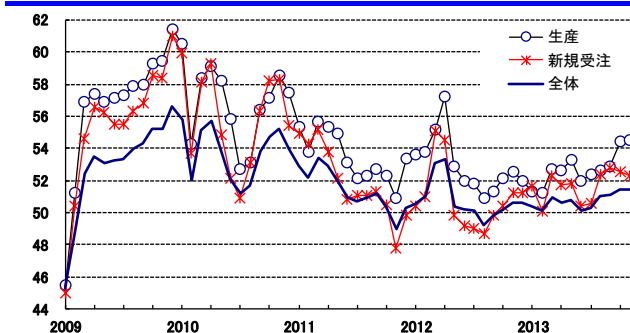
20 日に発表された 2013 年 10～12 月期の実質 GDP は前年同期比 7.7%となり、7～9 月期の 7.8%と概ね同程度の成長率を維持した。この結果、2013 年通年の実質 GDP 成長率は、2012 年と同じ前年比 7.7%となり、政府目標の 7.5%を達成した。中国経済は、2012 年 1～3 月期に実質 GDP 成長率が前年同期比 7%台へ減速したが、その後、2 年間に渡って 7%台で推移しており、少なくとも実質 GDP の数字で見る限り、7%台半ばから後半の安定した成長を続けていることになる。

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

ただし、工業生産の増勢は緩やかな鈍化傾向にあり、8月の前年同月比 10.4%から 12 月は 9.7%へ伸びが低下した。また、製造業 PMI 指数も、6 月の 50.1 から 10 月には 51.4 まで改善（11 月も同水準）したが、12 月は 51.0 と小幅低下するなど、景気の勢いが弱まっている可能性が示唆されている。PMI 指数のサブ指数である新規受注が 10 月以降低下しており、最終需要の拡大ペースが高まらないことが、その背景にあるとみられる。

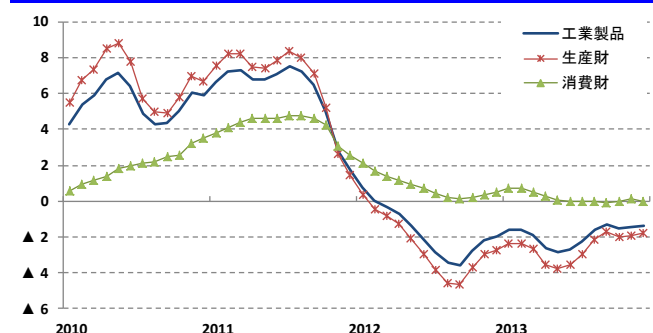
在庫調整は概ね終了したが積み上げ意欲は乏しい

製品需給の改善ペースも、このところ鈍化している。製品需給のバロメーターである生産者物価は、11 月に続き、12 月も前年同月比▲1.4%と大きな改善は見られなかった。5 月の▲2.9%からはマイナス幅が縮小しているものの、縮小テンポは緩慢である。生産財は 11 月の前年同月比▲1.9%から 12 月▲1.8%と小幅な改善にとどまり、特に川上分野（生産財）で需給の改善が遅れている。また、消費財は 11 月の+0.1%から 12 月は横ばいとなり、川下分野（消費財）についても生産の拡大ペース加速を促すほどに需要

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。

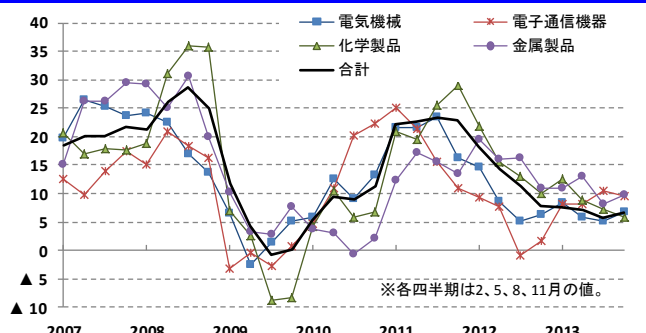
が強いことを示唆している。

生産者物価の推移(前年同月比、%)



(出所) CEIC DATA

在庫の推移(前年同月比、%)



(出所) CEIC DATA

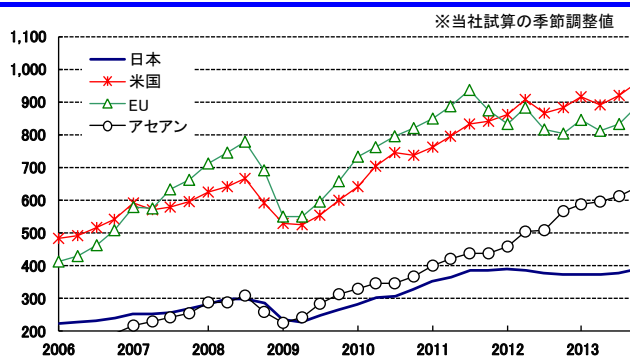
在庫の水準は、全体で11月に前年同月比6.6%となり、8月の5.7%から若干伸びが高まったものの、実質GDPが7%台後半の伸びを続けていることを踏まえると、在庫調整に一応のメドが付いていると考えて良いであろう。ただ、その一方で、一足早く在庫調整が終了した電気機械や電子通信機器など川下に近い分野においても、先に見た生産者物価の動向が示す通り、在庫を積極的に積み増す様子は見られない。景気は、底入れこそしたものの、後述の通り固定資産投資を中心に最終需要の足取りが緩慢なことから、依然として回復力に欠ける状況にある。

輸出：12月は増勢鈍化も増加傾向は維持

最終需要のうち、輸出は、通関ベース（ドル建て）で12月に前年同月比4.3%となり11月の12.7%から大きく伸びが鈍化した。当社試算の季節調整値でも、12月は前月比▲1.0%と3ヵ月ぶりの減少となった。主力の米国向け（2013年シェア16.7%）が前月比▲4.0%と比較的大きな落ち込みを見せたほか、EU向け（シェア15.3%、12月前月比▲0.3%）、日本向け（シェア6.8%、12月▲0.4%）も小幅ながら減少した。

ただし、四半期で見ると10～12月期は全体で前期比4.8%となり、7～9月期の0.2%から明確に加速している。主な仕向地別に見ても、米国向け（7～9月期前期比3.2%→10～12月期4.8%）、EU向け（2.2%→7.1%）、ASEAN向け（2.5%→4.9%、2013年シェア11.0%）、日本向け（1.3%→3.2%）といずれも増勢が加速しており、輸出は引き続き回復傾向を維持していると判断できる。

仕向地別の通関輸出の推移(季節調整値、百万ドル)



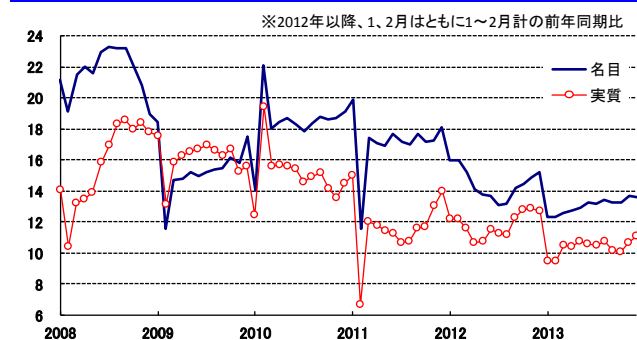
(出所) CEIC DATA

個人消費：物価の安定を背景に堅調拡大

個人消費の代表的な指標である社会商品小売総額は、11月の前年同月比13.7%から12月は13.6%へ伸びが鈍化した。ただし、物価上昇分を除いた実質では10.7%から11.1%へ伸びが高まっている。また、四半期ベースで見ても、名目（7～9月期前年同期比13.3%→10～12月13.5%）、実質（10.4%→10.5%）とも伸びを高めており、個人消費は堅調な拡大基調を維持している。

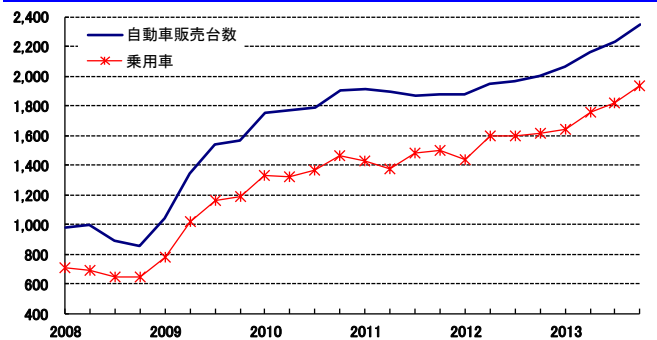
品目別¹に見ると（名目ベース）、飲食料品（7～9月期前年同月比15.3%→10～12月期14.2%）や衣料品（13.2%→10.2%）、日用品（15.0%→12.9%）など生活必需品に近い分野で伸びが鈍化した一方で、自動車（9.9%→13.1%）や家電音響機器（11.5%→13.9%）、通信機器（19.6%→30.5%）、家具類（19.6%→21.7%）といった耐久財の伸びが高まった。食料品を中心に物価が安定していることが、所得環境の改善と相俟って家計の購買力を高め、選択的支出である耐久財の消費拡大に繋がっている可能性が指摘できよう。

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

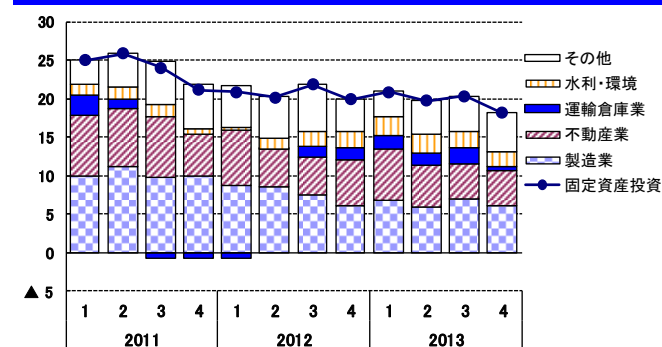
乗用車販売は、台数ベースでも好調である。12月の乗用車販売台数は前年同月比21.5%となり、11月の16.1%から大きく伸びを高めた。当社試算の季節調整値でも11月の年率1,907万台から12月は1,967万台と過去最高を更新した。四半期で見ると、好調さはより一層明確である。10～12月期の乗用車販売台数は前期比6.2%の年率1,938万台となり、7～9月期の前期比3.7%から増勢が加速している。なお、2013年通年の乗用車販売台数は前年比15.7%増加の1,793万台に達し、商用車を合わせた自動車合計では前年比13.9%増の2,199万台まで増加した。

固定資産投資：減速傾向が強まる

固定資産投資（都市部）は、1～11月累計の前年同期比19.9%から1～12月累計は19.6%へ伸びが鈍化、単月では11月の前年同月比18.1%から12月は17.1%まで減速した。11月に伸びが大きく鈍化した製造業（10月前年同月比23.7%→11月14.1%→12月17.5%）は若干伸びを高めたものの、運輸・倉庫（8.7%→21.2%→▲9.2%）が前月の反動もあってマイナスに転じ、水利・環境（23.1%→28.5%→15.7%）が大きく減速するなどインフラ関連の増勢鈍化が顕著であった。一方、不動産（16.8%→17.8%→21.2%）は底堅さを見せた。

四半期別に見ると、全体では7～9月期の前年同期比20.3%から10～12月期は18.2%へ伸びが鈍化、新統計に移行した2011年以降、初めて四半期ベースで20%を割り込んだ。固定資産投資は明確な減速傾向にある。なお、国家統計局試算の季節調整値から計算すると、固定資産投資の前期比は2013年1～3月期の4.9%から4～6月期4.7%、7～9月期4.4%、10

固定資産投資の推移（前年同期比、%）



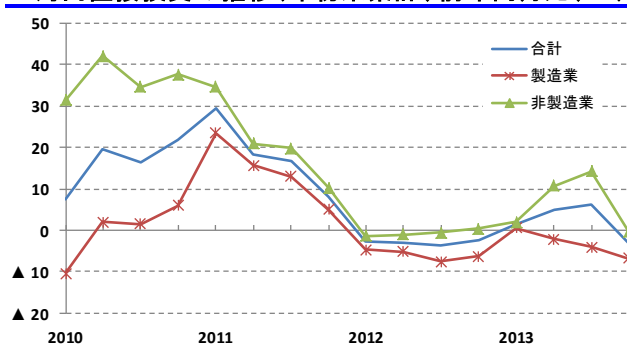
(出所) CEIC DATA

¹ 売上500万元以上（従業員60人以上）の企業のみ対象。

～12 月期 4.2%と着実に減速している。

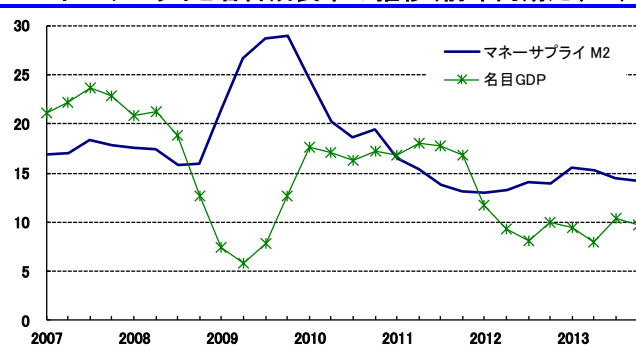
また、業種別の動きを前年同期比で見ると、製造業は再び減速（4～6 月期前年同期比 16.3%→7～9 月期 20.6%→10～12 月期 18.5%）、運輸・倉庫（21.3%→25.7%→5.5%）や水利・環境（31.3%→29.3%→26.9%）といったインフラ関連も伸びが鈍化しているが、不動産（22.3%→18.3%→18.6%）は減速に一旦歯止めが掛かっている。製造業の固定資産投資が、業績改善などを受けて 2013 年半ばに一時持ち直した後、再び伸び悩んでいる主因は、海外からの直接投資が製造業において大きく減少していることに加え、鉄鋼やセメント、板ガラスなど供給力が過剰な業種に対する政府の管理が強化されたことであろう。また、インフラ関連は、政府が昨年夏場に投資を前倒しした反動が出たものと考えられる。

対内直接投資の推移（年初来累計、前年同月比、%）



（出所）CEIC DATA

マネーサプライと名目成長率の推移（前年同期比、%）



（出所）CEIC DATA

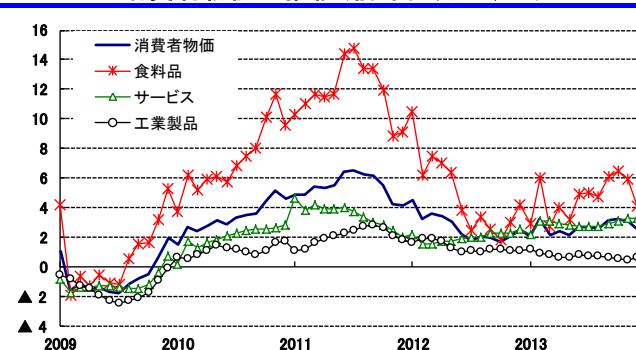
不動産分野での下げ止まりは、住宅価格が大幅に上昇していることが背景にあると考えられる。住宅価格（新築）は、2013 年 2 月以降、調査対象 70 地域のうち 60 以上の地域で前月比上昇する状態が続いており、12 月には北京や上海、広州、新センなどで前年同月比 2 割前後の上昇となったほか、10%以上の上昇を記録した地域が 70 地域中 23 地域にも上っている。

さらに、住宅価格上昇の一因として、過剰な資金供給が挙げられる。マネーサプライ（M2）は、7～9 月期に前年同期比 14.5%、10～12 月期も 14.2%と、2013 年の政府目標である 13%を上回っているだけでなく、実体経済の規模を示す名目 GDP の伸び（7～9 月期前年同期比 10.4%、10～12 月期 9.6%）をも上回っている。さらに、実態が把握できないシャドーバンキング²によるものを含めると、過剰貸出は相当の規模に達しているとみられる。

消費者物価：上昇率は下方硬直的に

景気の拡大テンポに加速感がない中で、物価は落ち着いた動きが続いている。消費者物価は、11 月の前年同月比 3.0%から 12 月は 2.5%へ伸びが鈍化した。天候要因によって高騰していた生鮮野菜価格の下落により食料品価格（11 月前年同月比 5.9%→12 月 4.1%）の上昇率が低下傾向にあることが主因である。

消費者物価の推移（前年同月比、%）



（出所）CEIC DATA

² 投資銀行など幾つかの機関がシャドーバンキングの規模を推計しているが、実態が把握できないこともあり、結果は 15～30 兆元と相当の幅がある。ただ、2013 年の名目 GDP が 56.9 兆元であったことと比べると、かなりの規模であることは間違いない。

ただし、サービス価格は、12月も11月と同様、前年同月比3.3%と比較的高い伸びが続いている。さらに、工業製品価格は11月の前年同月比0.4%から12月は0.6%へ伸びを高めている。賃金の上昇や在庫調整一巡による製品需給の緩和により、消費者物価上昇率は低下し難くなっていると言える。

2014年の成長率目標は7.5%となる見込み

以上の通り、中国経済は主に固定資産投資の減速により勢いを欠いているものの、その一方で在庫調整は概ね終了しており、目立った景気下押し圧力もインフレ圧力もない状況にある。つまり、現在の7%台後半という成長ペースは、潜在成長率に近い巡航速度であると考えられる。

昨年12月に開催された中央経済工作会议では、「GDPの合理的な成長を維持」し、「後遺症のない速度の成長」を目指す方針が決定されたが、ここで言う「合理的な成長」とは、主に雇用情勢の安定、すなわち失業者を増やさない成長ペースを意味し、李克強首相が下限とした7.2%以上ということであろう。また、「後遺症のない速度」とは、インフレを加速せず、過大投資に依存しない成長ペースだと考えられる。2013年の経済情勢は、実質GDP成長率や消費者物価に限れば正にこの方針の通りであったため、3月の全人代（全国人民代表大会）において発表される2014年の成長率目標も、2013年と同様、前年比7.5%となる可能性が高い。消費者物価上昇率の目標も前年比3.5%に据え置かれるであろう。

ただし、2013年の政府目標のうち、内需について投資主導から個人消費を主役にするという成長の姿は未達に終わった。実績を確認すると、小売総額は目標の前年比14.5%に対して実績は13.1%にとどまり、固定資産投資は前年比18%の目標を上回る19.6%となった。そのため、今年の経済政策運営において政府は、個人消費の拡大ペースを加速し固定資産投資の伸びを抑制する姿勢をより強めることとなろう。また、マネーサプライ（M2）も目標の前年比13%を上回る14.9%で着地した。政府は、既にシャドーバンキングの実態把握と管理の強化に努める方針を示しているが、通常の銀行貸出を含め、過剰な資金供給の抑制を強化するとみられる。こうした動きは、不動産分野を中心に金融面から固定資産投資の伸びを抑制することとなろう。

【 経済政策における数値目標 】

	2012年		2013年	
	目標	実績	目標	実績
実質GDP	7.5%程度	7.8%	7.5%程度	7.7%
小売総額	14%	14.3%	14.5%	13.1%
固定資産投資	16%	20.3%	18%	19.6%
マネーサプライ(M2)	14%	13.6%	13%	14.9%
消費者物価上昇率	4%程度	2.6%	3.5%程度	2.8%

(注) 小売総額、固定資産投資は名目