Feb17, 2014　　No.2014-021　　伊藤忠経済研究所

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：構造改革の本格化が成長の重石に

1月の中国経済は、持ち直しの動きが鈍っている。製造業PMI指数は50超を維持しつつも低下し、生産者物価は製品需給の悪化を示唆。輸出の大幅増は春節の影響に嵩上げされており、個人消費は底堅いが春節商戦は倹約令によって下押しされた。固定資産投資はシャドーバンキング問題が重石となるなど、構造改革の本格化により成長ペースは高まり難い。

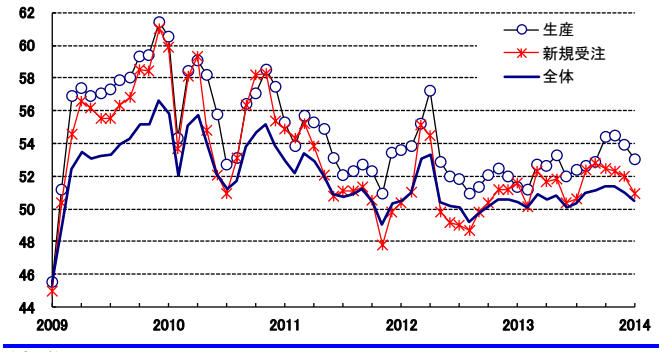
景気概況：拡大ペース鈍化し製品需給が悪化

1月は工業生産や小売販売（社会商品小売総額）、固定資産投資といった主要指標が公表されないことに加え、年によって春節（旧正月）の期間が変わるため、マクロ経済指標から景気の実態を把握することが難しい。そうした制約下で定性情報なども踏まえて敢えて基調を判断すると、1月の中国経済は持ち直しの動きが鈍っている。

景気全体の指標である製造業PMI指数は、12月の51.0から1月は50.5へ低下した。依然として好不調の境目である50は上回っているが、在庫調整が続き景気に減速感が残っていた2013年7月（50.3）以来の低水準であり、決して好調とは言えない。サブ指標を見ると、新規受注（12月52.0→1月50.9）の落ち込みが目立っているが、新規輸出受注（49.8→48.3）の低下幅が比較的小さいことから判断すると、主に国内需要の弱さを反映したものとみられる。ただし、生産（53.9→53.0）は低下しているが水準は受注に比べて高く、生産活動において企業の前向きな姿勢は維持されている。

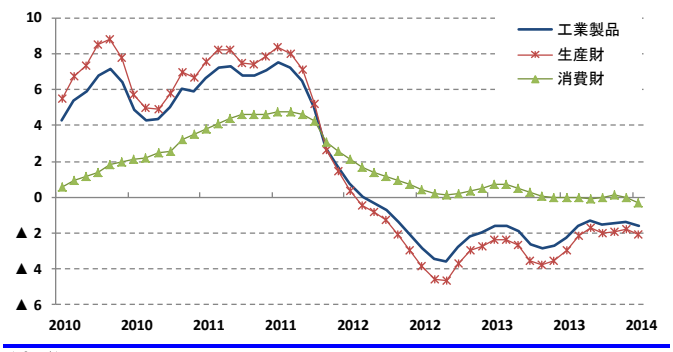
こうした状況を受けて、生産者物価は12月の前年同月比▲1.4%から1月は▲1.6%へマイナス幅が拡大した。製造業PMI指数で確認された、需要の弱さと、相対的に強い生産活動が、製品需給を若干ながら悪化させているとみられる。内訳を見ると、消費財が主に食品の価格下落により12月の前年同月比横ばいから1月は▲0.3%とマイナスに転じ、生産財も鉄鉱石など原材料を中心に弱含み、12月の▲1.8%から1月は▲2.0%へマイナス幅を拡大させた。

製造業PMI指数の推移



（出所）CEIC DATA

生産者物価の推移（前年同月比、%）



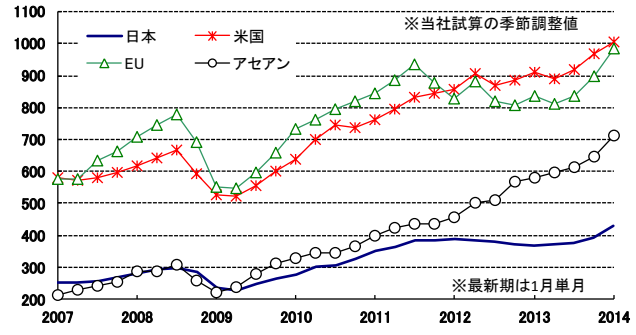
（出所）CEIC DATA

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。見通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。

輸出：春節要因により大幅増

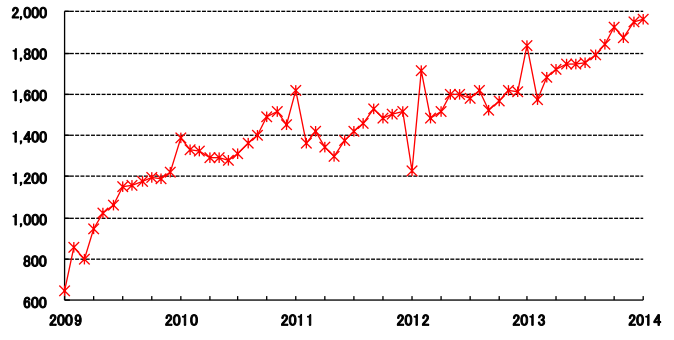
主な需要動向を見ると、**輸出は、通関ベース（ドル建て）で 12 月の前年同月比 4.3%から 1 月は 10.5%へ大きく伸びを高めた**。当社試算の季節調整値でも、**1 月は前月比 6.7%の比較的高い伸びを記録、10～12 月期の水準を 6.9%も上回った**。ただし、前年（2013 年）は 2 月中旬であった春節の時期が今年は 2 月上旬に早まり[1]、**今年 1 月の輸出は春節前の駆け込み的な盛り上がりがフルに入ったため、前年に比べて押し上げられている部分が大きい**と考えられる。主要仕向け先のいずれもが比較的高い伸びとなっていることも、春節の影響が大きかったことを示している。10～12 月期に比べた 1 月の水準は、米国向け（2013 年シェア 16.7%）が 4.0%、EU 向け（シェア 15.3%）が 9.3%、ASEAN 向け（シェア 11.0%）が 10.6%、日本向け（シェア 6.8%）が 9.5%、それぞれ上回った。**1 月の輸出は、製造業 PMI 指数の動きも勘案すると、実態としては 10～12 月期に対してせいぜい小幅増加した程度**と考えておくべきであろう。

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

乗用車販売台数の推移（季節調整値、年率、万台）



（出所）CEIC DATA

内需：個人消費は底堅いが固定資産投資には懸念材料

個人消費に関して 1 月の実績が統計で確認できるものは自動車販売くらいである。**1 月の乗用車販売台数は、12 月の前年同月比 21.5%増から 7.0%増へ伸びが大きく鈍化**した。当社試算の季節調整値では 12 月の年率 1,953 万台から 1,966 万台へ若干増加し史上最高を更新したが、**前年 1 月のような春節休暇前の盛り上がり[2]は見られず、少なくとも乗用車販売を見る限り個人消費に力強さは感じられない**。

個人消費の基調を占う上では春節商戦の方が重要である。商務省の発表によると**春節休暇中（1 月 31 日～2 月 6 日）の小売・飲食売上高は、前年の春節休暇期間に比べて 13.3%増加した。2013 年の小売販売（社会商品小売総額）が前年比 13.1%であったことを踏まえると堅調な拡大の部類に入る**と言える。ただ、昨年の春節商戦の実績（前年比 14.7%）を下回っており、その要因として倹約令の影響が指摘されている。役人への贈答や接待を禁止する**倹約令は 2012 年 12 月に打ち出されており、昨年の春節時期に高級品や高級料理店の売上が大幅に減少したが、今年は酒やタバコ、飲食を中心に高額消費が一段と落ち込んだ**。その一方で、家電製品や衣料品、大衆的なレストラン、旅行など通常の消費活動は好調であった模様であり、それが春節商戦を下支えした。**個人消費は、倹約令という特殊要因に下押しされ加速感はないものの底堅い拡大を続けている**と判断される。

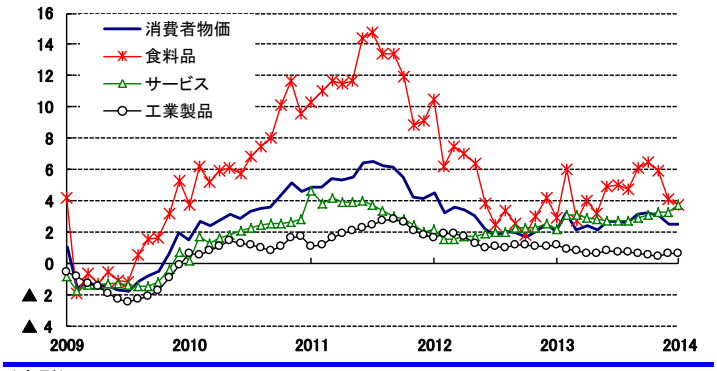
[1] 2013 年の春節は 2 月 10 日（春節休暇は 2 月 9 日～2 月 15 日）、2014 年は 1 月 31 日（1 月 31 日～2 月 6 日）。
[2] 2013 年 1 月の乗用車販売は当社試算の季節調整値で前月比 13.8%の増加を見せたが、2 月は▲14.4%と大きく落ち込んだ。例年、春節期間は自動車販売が落ち込む。

また、2014 年入り後の固定資産投資については、経済統計などによる定量的な情勢の把握は困難であるが、環境面において大きな変化が見られる。固定資産投資のうち、インフラ投資や住宅投資、政府系企業による投資は事実上、地方政府が担う部分が少なくないが、それを支えてきたのがシャドーバンキング（影の銀行）と呼ばれる銀行を経由しない資金調達である。しかしながら、その中核とも言える理財商品（資産運用商品の一種）の類がこのところ相次いで償還不能懸念に陥っている[3]。中国政府はシャドーバンキングの実態把握と管理強化を急いでおり、今後はシャドーバンキングを通じた資金調達が困難になる可能性が高い。その一方で、中央政府は地方政府に順次地方債の発行を認めて投資資金の確保手段を与えていく方針であり、地方政府による投資は、最終的には透明性の高い資金へ移行していくとみられるが、その過程において資金調達難による投資抑制のほか、不良債権の発生とその処理に伴う悪影響が成長の下押し要因となろう。ただ、こうした動きは、過大投資体質からの脱却と言う正常化に向けた既定路線であり、シャドーバンキング問題の是正は金融システムの健全化に不可欠なものである。中国経済は未だ若く、こうした移行に伴うコストを吸収する体力は十分にあるため、短期的には成長の重石となるものの、長い目で見れば構造改革の進展につながることが期待される。

物価：人件費上昇で下方硬直性強まる

景気の拡大テンポが緩慢な中で、1 月の消費者物価は 12 月と同じ前年同月比 2.5%となり、物価は表面的には引き続き落ち着いた動きを見せている。

消費者物価の推移（前年同月比、%）



（出所）CEIC DATA

ただ、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%→1 月 3.7%）の上昇率が低下傾向にある一方で、サービス価格（12 月前年同月比 3.3%→1 月 3.7%）の伸びの高まりが顕著である。製品需給の軟化もあって工業製品価格（12 月 0.6%→1 月 0.6%）は変化がなかったが、賃金の上昇により消費者物価上昇率の下方硬直性が強まっている。

さらに、各種報道によると春節後は沿海部だけでなく内陸部においても労働力確保が困難になっており[4]、企業は今年も 10%を超える賃上げを迫られる模様である。賃金の上昇は、製造業の価格競争力を奪うというマイナス面はあるものの、前述した過大投資の抑制と併せて、中国経済における所得分配の歪みを是正し、個人消費主導、国民生活主導の経済成長を実現するために避けて通れない道である。今後の中国経済を見る上では、成長をある程度犠牲にしてでも、シャドーバンキングなどによる所得分配の歪みを正し、構造改革を進められるかどうかという視点も重要となろう。

[3] 1 月下旬に期限を迎えた忠誠信託有限責任公司が組成した理財商品が償還困難に陥り、最終的に第三者の投資家が買い取った。また、2 月に入り吉林省信托投資有限責任公司の組成した商品も償還できず返済条件の変更を余儀なくされているほか、北京融典投資管理の商品に対しても償還懸念が高まっている。

[4] NNA によると、珠江デルタ地区で労働力が 100 万人近く不足しているほか、湖南省や陝西省などの内陸部でも労働者の確保が困難になっている。