

成長率目標の達成が早くも危ぶまれる中国経済

全人代では昨年と同じ前年比 7.5%の成長率目標が決定されたが、今年 2 月までの主要経済指標は、1～3 月期の成長率が 7.5%を下回る可能性を示唆した。輸出は各地域向けとも低調であり、個人消費は大幅に減速、固定資産投資も減速基調が続いている。消費者物価上昇率は一段と低下しており、中国経済は金融緩和による景気テコ入れの可能性も視野に入る状況にある。

2014 年の主な経済政策目標は 2013 年から据え置き

【 経済政策における数値目標 】

	2013年		2014年
	目標	実績	目標
実質GDP	7.5%程度	7.7%	7.5%程度
マネーサプライ(M2)	13%	13.6%	13%
消費者物価上昇率	3.5%程度	2.6%	3.5%程度
都市部新規就業者数	900万人以上	1,310万人	1,000万人以上
失業率(都市部)	4.6%以下	4.1%	4.6%以下

国会に相当する全人代（全国人民代表会議）が 9 日間に渡る日程を終えて 13 日に閉幕した。全人代冒頭の政府活動報告において、2014 年の経済運営における数値目標が示されたが、実質 GDP 成長率は前年比 7.5%前後、消費者物価上昇率は 3.5%前後と、いずれも昨年と同じ目標設定となった。そのほか、都市部新規就業者数（1,000 万人）

は昨年の 900 万人から目標が引き上げられ都市化の進展加速の姿勢を示したが、失業率（4.6%以内）やマネーサプライ（前年比 13%）も昨年と同じ目標が設定されている。

実質 GDP 成長率については、7%前後への引き下げを見込む向きもあったが、李克強首相が雇用安定のために必要な成長率は 7.2%であると明言した¹こともあり、それを上回る 7.5%が設定された模様である。消費者物価上昇率についても、昨年の実績（前年比 2.6%）や足元の状況（2 月前年同月比 2.0%）から判断して目標引き下げの余地はあるものの、後述の通り人民元相場が下落する可能性があり、その影響を意識したものと考えられる。また、マネーサプライについては、昨年の実績（前年比 13.6%）が目標を上回るなかで改めて同じ目標を設定することで、過剰な資金供給に伴う弊害への配慮を示したと言える。これらの数値目標からは、習近平政権の目指す今年の景気の姿が、昨年のようにインフレを加速させない適度な成長ペースの持続であることがわかる。

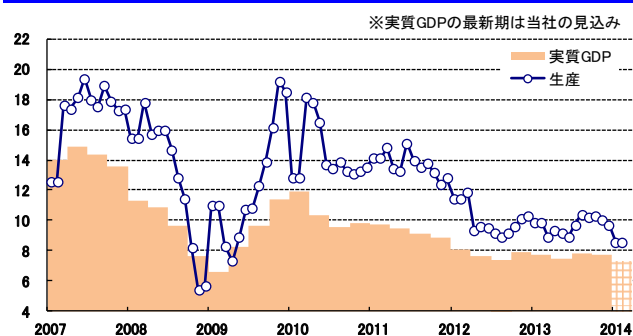
1～2 月の工業生産は実質 GDP 成長率の 7.5%割れを示唆

ただ、2014 年入り後の景気は、今のところ目標を下回る状況にある。実質 GDP と連動性の高い工業生産は、1～2 月平均で前年同期比 8.6%となり、2009 年 4 月（7.3%）以来の低い伸びにとどまった²。製造業 PMI 指数は、全体で 1 月 50.5、2 月 50.2 と好不調の境目である 50 を小幅ながら上回ったほか、サブ指数の生産指数は 1 月 53.0、2 月 52.6 と明確に 50 を上回り、製造業の生産活動が比較的活発であることを示していたが、実態面の指標である工業生産は大きく減速した。なお、最近の工業生産と実質 GDP との関係から判断すると、2014 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率は、今年の年間目標を下回る前年同期比 7%台前半へ減速する可能性がある（10～12 月期は 7.7%）。

¹ 李克強首相は、昨年 10 月に行った中華全国総工会向けの講演において、7.2%で成長すれば 1,000 万人の雇用を創出し失業率を 4%程度に維持できるとした。

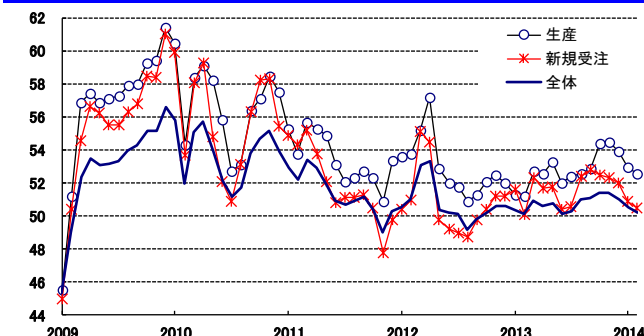
² 国家統計局試算の季節調整値も、2013 年 11 月の前月比 0.66%（年率 8.2%）から 12 月 0.64%（8.0%）、1 月 0.59%（7.3%）、2 月 0.61%（7.6%）となっており、生産の増勢が弱まっている様子が見て取れる。

工業生産と実質GDPの推移(前年比、%)



(出所) CEIC DATA

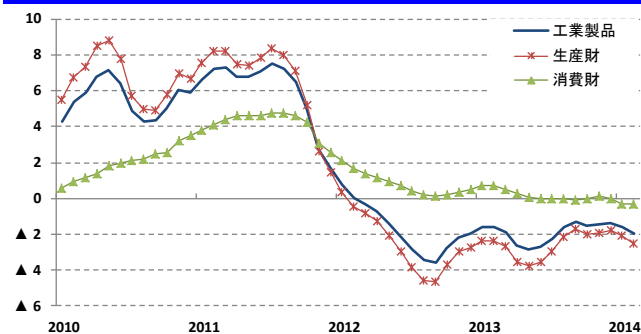
製造業PMI指数の推移



(出所) CEIC DATA

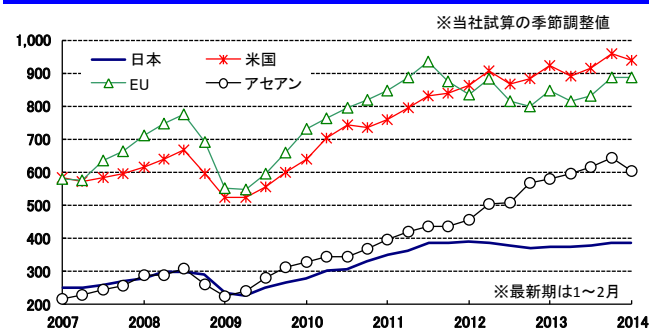
景気の弱さは、物価動向からも窺える。生産者物価は、12月の前年同月比▲1.4%から1月▲1.6%、2月▲2.0%とマイナス幅の拡大が続いている。内訳を見ると、消費財（12月前年同月比0.0%→1月▲0.3%→2月▲0.3%）は2月にマイナス幅が拡大しなかった一方で、生産財（▲1.8%→▲2.0%→▲2.5%）は下落が加速しており、最終需要の伸び悩みによる製品需給の悪化が川下から川上に波及している様子が窺える。こうした動きは、企業業績の改善を遅らせ、景気停滞の要因となることは言うまでもない。

生産者物価の推移(前年同月比、%)



(出所) CEIC DATA

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

輸出はアセアンや米国向けが低調

最終需要の低調さは経済指標で確認できる。昨年半ば以降の景気持ち直しを主導した輸出（通関ドルベース）は、1月こそ春節を控えた前倒しの動きもあり前年同月比10.5%の高い伸びを記録したが、2月は▲18.1%と大幅に落ち込んだ。当社試算の季節調整値で見ても、1月は前月比5.7%増加したが2月は▲15.5%と大幅に減少、1~2月平均の水準は10~12月期を2.6%下回っており、やはり低調である。

1~2月平均の水準を主な仕向地別に10~12月期対比で見ると、景気が底入れしたとみられるEU向け（2013年シェア15.3%）が▲0.3%、消費増税前の駆け込み需要で押し上げられた日本向け（シェア6.8%）が▲0.1%と概ね横ばいにとどまったが、米国向け（シェア16.7%）が▲1.9%、アセアン向け（シェア11.0%）は▲6.5%と、それぞれ落ち込んでおり、全般的に不調である。なお、アセアンの中では、マレーシア（1~2月平均の10~12月期比▲8.7%）やシンガポール（▲7.6%）、タイ（▲5.3%）向けの落ち込みが目立っている。

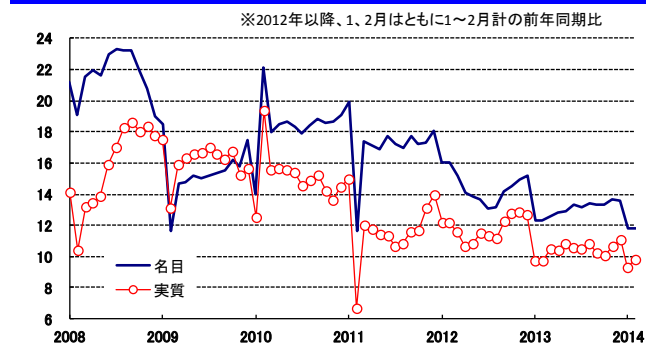
個人消費は物販が伸び悩み

春節商戦では好調さも見られた個人消費であるが、1～2 月累計の小売販売（社会商品小売総額）は前年同期比 11.8%の増加にとどまり、2013 年通年の前年比 13.1%を大きく下回る伸びにとどまった。国家統計局試算の季節調整値で見ても、1～2 月平均の水準は 10～12 月期を 2.1%上回るにとどまっており、10～12 月期の前期比 2.9%から減速している可能性が高い³。

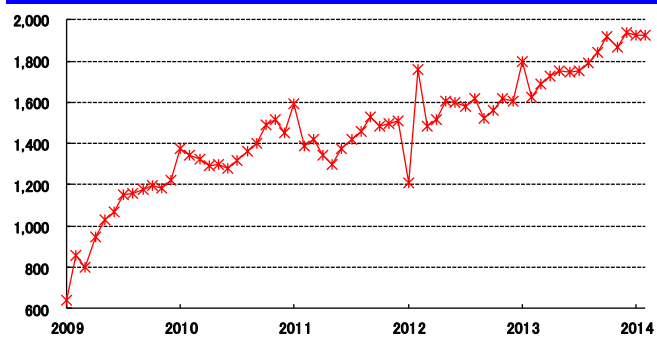
乗用車販売は、1 月の前年同月比 7.0%から 2 月は 18.0%へ大きく伸びを高めたが、春節時期の違いによる歪みがあるとみられる。当社試算の季節調整値で見ると、2 月は前月比横ばい、1～2 月平均の水準は 10～12 月を 1.0%上回るにとどまっており、7～9 月期の前期比 3.1%、10～12 月期の 6.3%と比べて見劣りする。乗用車販売は、高水準を維持しているという程度の評価が適当であろう。

個人消費に関しては、春節期における旅行や外食の好調さが報じられているほか、2 月の非製造業 PMI 指数が 4 ヶ月ぶりの改善（1 月 53.4→2 月 55.0）を示すなど、サービス分野に限れば堅調なようであるが、サービス価格の上昇率低下（詳細後述）が示すように力強さは感じられない。少なくとも物販動向からは個人消費の弱さが目立つ状況にある。

社会商品小売総額の推移（前年同月比、%）



乗用車販売台数の推移（季節調整値、年率、万台）

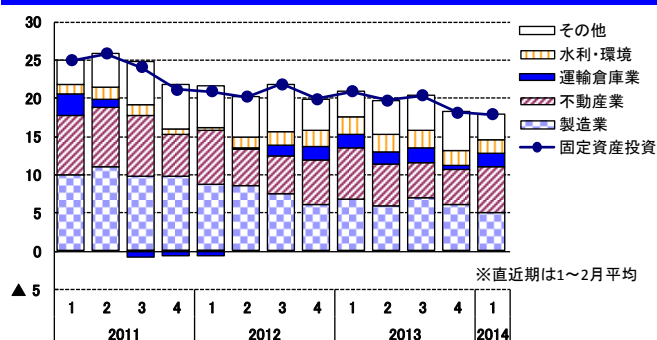


固定資産投資は減速基調が続く

1～2 月の固定資産投資は前年同期比 17.9%と 12 月の前年同月比 17.1%から伸びが高まり、金融問題が懸念される中で比較的底堅い動きを見せた。ただ、10～12 月期の前年同期比 18.2%と比べると伸びが鈍化しており、減速基調から脱したわけではない。

業種別では、全体の 34%（2013 年）を占める製造業が 10～12 月期の前年同期比 18.5%から 1～2 月平均は 15.1%へ伸びが鈍化、減速が顕著である。政府は供給力が過剰となっている業種の設備削減方針を強化⁴しており、その影響が出ている可能性がある。その一方で、運輸・倉庫（10～12 月期前年同期比 17.2%→1～2 月 21.1%）、水利・環境（21.6%→24.1%）

固定資産投資の推移（前年同期比、%）



³ 仮に 3 月の前月比が 2 月と同じであった場合、1～3 月期の前期比は 2.4%にとどまる。

⁴ 今回の政府活動報告では、鉄鋼やセメント、板ガラスなどの業種における生産設備の削減計画を前倒しで実施する方針を示している。

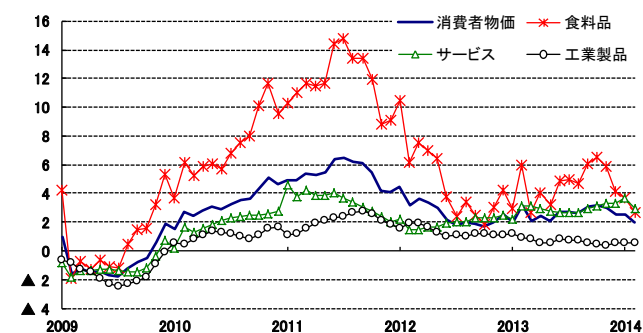
などのインフラ関連や、不動産（18.6%→19.1%）が高い伸びを維持している。環境関連については大気汚染対策など政府の方針という追い風により拡大が見込まれる分野はあるものの、主な事業主体となる地方政府やその関連企業における資金調達環境が悪化している現状を踏まえると、今後、高い伸びを維持することは困難であろう。

消費者物価の上昇圧力は弱まる

以上のように景気に再び陰りが見られ、生産者物価が示す通り製品需給も緩和するなか、これまで高まりつつあった消費者物価の上昇圧力も一転して弱まっている。2月の消費者物価は、1月の前年同月比2.5%から2.0%へ伸びが鈍化した。主因は天候要因の一巡による食料品価格の落ち着きであるが（1月前年同月比3.7%→2.7%）、工業製品価格は低い伸びが続いており（0.6%→0.6%）、このところ伸びを高めていたサービス価格も上昇率が低下している（3.7%→2.9%）。消費者物価は、サービス分野を含めた最終需要の弱さを示唆していると言える。

一般的に、需要の減速と消費者物価の上昇率低下は、金融緩和を連想させる。これまで政府・中銀は、所謂シャドーバンキングなどを通じて不動産バブルや過剰供給力の拡大を助長するという弊害を懸念して、金融緩和に慎重な姿勢を続けていた。しかしながら、先般の中国社債史上初のデフォルトを受けて金融市場が信用リスクを意識するようになれば、その弊害は小さくなる。李克強首相は、全人代後の記者会見において、金融システムの監督強化とともにデフォルト容認の姿勢を明確にしているが、これを金融緩和に向けた地均しと見ることもできよう。

消費者物価の推移（前年同月比、%）



(出所) CEIC DATA

人民元相場の推移（元／米ドル）



(出所) CEIC DATA

金融緩和には、人民元相場の上昇圧力を弱め、輸出回復を促す効果も期待される。人民元の対米ドル相場は、昨年12月頃から上げ足を速め、1月には1ドル＝6.04元台まで上昇したが、2月半ば以降に急落し、全人代開催中は昨年夏場以来の元安水準となる6.13元程度でもみ合う展開となっている。急落のきっかけは人民銀行が基準値を人民元安方向に設定したことであるが、金融緩和により市場金利が一段と低下すれば、米国における金融緩和縮小と相俟って、人民元の上昇圧力低下が見込まれる。

1～3月期の実質GDP成長率が7.5%という目標を下回ることになれば、金融緩和によって景気テコ入れが図られる可能性は小さくはないだろう。