

# 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

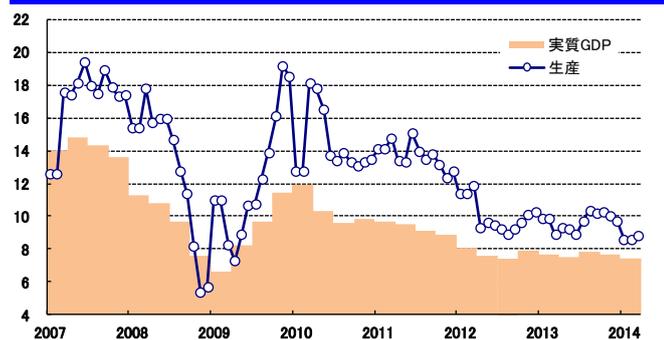
## 再減速により政策対応に注目が集まる中国経済（1～3 月期 GDP）

1～3 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比 7.4%と 2 四半期連続で減速、政府が通年の目標としている 7.5%を下回った。輸出が落ち込んだほか、個人消費は伸び悩み、固定資産投資の伸びは鈍化した。景気の減速により物価上昇率は総じて低位安定しており、政府・中銀は景気テコ入れのため金融緩和に踏み切る可能性が高まった。

1～3 月期は早くも 7.5%の成長目標を下回る

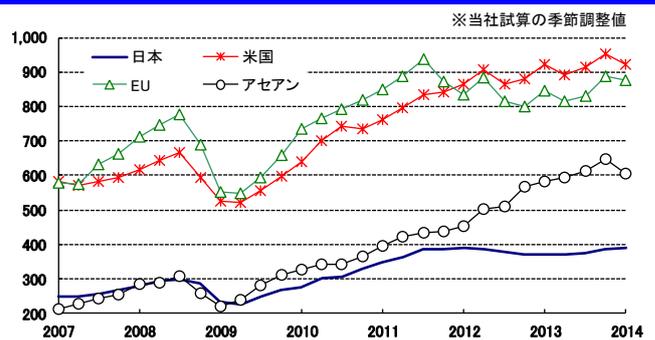
2014 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比 7.4%となり、大方の予想通り、政府が 2014 年通年の目標としている 7.5%を第一四半期から下回った。また、最近の動きを見ると、2013 年 7～9 月期の 7.8%から 10～12 月期 7.7%、1～3 月期 7.4%と 2 四半期連続で鈍化しており、中国経済が再び減速しつつあることを確認する結果となった。実質 GDP と連動性の強い工業生産は、1～2 月の前年同期比 8.6%から 3 月は前年同月比 8.8%へ伸びが若干高まったものの、2009 年 3 月（8.3%）以来の低い伸びであることには変わりはなく、3 月単月をとっても成長ペースは鈍化したままである。

工業生産と実質GDPの推移（前年比、%）



(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：人民元高や一過性の要因により減少

成長鈍化の主因は、輸出の不調である。輸出（通関ドルベース）は、2 月に春節の影響により前年同月比 ▲18.1%と大幅に落ち込んだ後、3 月も ▲6.6%とマイナスが続いた。1～3 月期で見れば前年同期比 2.1%のプラスであるが、10～12 月期の 7.4%と比べると伸びが大きく鈍化している。また、当社試算の季節調整値で見ても、1～3 月期は前期比 ▲3.6%と 2 四半期ぶりに減少した。

主な仕向地別に見ると、香港向け（2013 年シェア 17.4%）が 10～12 月期の前年同期比 0.6%から 1～3 月期に ▲31.3%（前期比では ▲7.9%）と大幅に落ち込んだことが輸出全体を 6.5%Pt も押し下げ、輸出の増勢鈍化の主因となった。落ち込みの背景には、前年 1～3 月期に前年同期比 74.1%（前期比 30.8%）もの大幅増<sup>1</sup>となったことがある。したがって、2014 年 1～3 月期の輸出の増勢鈍化は、こうした一過性の要因を多分に含んでいる点に留意しておく必要がある。とはいえ、米国向け（シェア 16.7%）は前期比

<sup>1</sup> 香港側の統計では架空取引による増加が指摘されている。

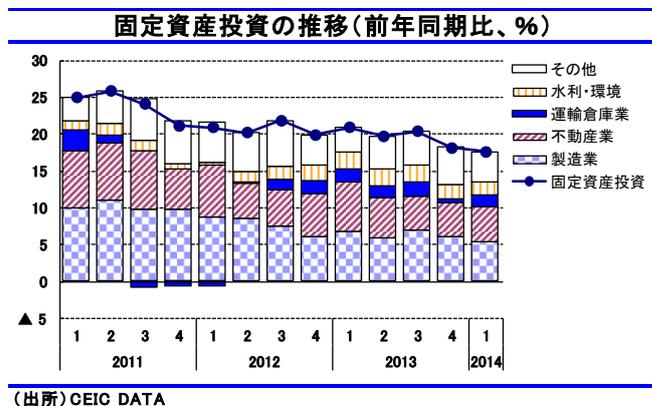
▲3.1%、EU向け（シェア15.3%）は▲1.3%、アセアン向け（シェア11.0%）は▲6.4%といずれも減少、日本向け（シェア6.8%）は消費増税前の駆け込み需要もあり前期比0.7%と増勢を維持したが、日本以外の主要地域向け輸出も低調である。各地域ともタイなど一部を除いて景気は持ち直し方向にあることを踏まえると、1月までの人民元相場上昇の影響が少なからずあったと考えられる。

## 固定資産投資：製造業や不動産業が減速

2014年1～3月期の固定資産投資は前年同期比17.6%となり、2013年10～12月期の18.2%から伸びが鈍化した。伸びの鈍化は2四半期連続であり、減速基調が続いている。

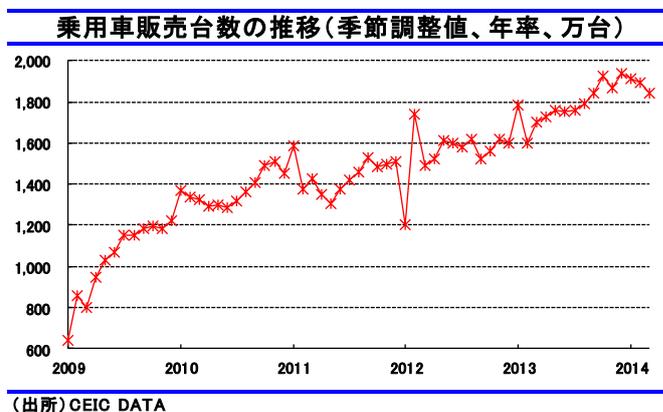
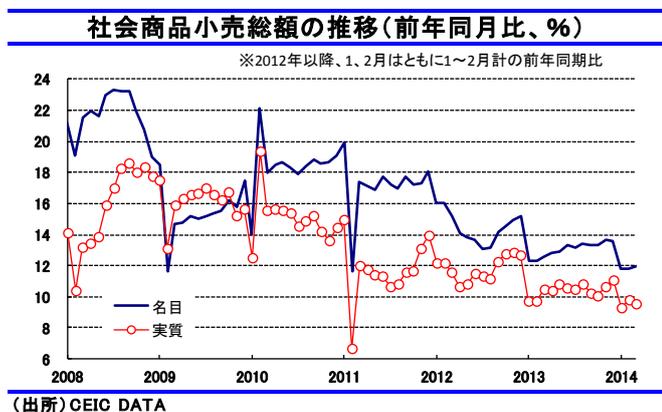
業種別では、全体の34.0%（2013年）を占める製造業が、政府による過剰設備削減方針などを受けて10～12月期の前年同期比18.5%から1～3月期は15.2%へ伸びが鈍化、減速が顕著である。また、不動産業（シェア25.5%）も、資金調達環境の悪化などから伸びが鈍化（10～12月期前年同期比18.6%→16.3%）した。その一方で、運輸・倉庫（6.3%→20.4%）や水利・環境（21.6%→24.6%）といったインフラ関連は伸びを高めている。

今後についても、シャドーバンキングに対する政府の管理強化が不動産業の、輸出回復の遅れが製造業の投資抑制につながるため、固定資産投資が伸び悩む状況が続くと考えられる。



## 個人消費：伸び悩みから脱せず

個人消費の代表的な指標である小売販売（社会商品小売総額）は、1～2月の前年同月比11.8%から3月は12.0%へ伸びを高めた。ただし、10～12月期の前年同期比13.5%と比べると依然として伸びは低く、個人消費は未だ伸び悩んでいると評価すべきであろう。また、乗用車販売は、1月の前年同月比7.0%から2月に18.0%へ伸びを高めたが、3月は7.9%へ減速した。四半期で見ると、10～12月期の前年同期比20.3%から1～3月期は10.1%へ伸びが鈍化、当社試算の季節調整値でも1～3月期は前期比▲1.4%と6四半期ぶりに減少しており、乗用車販売は頭打ちしている。

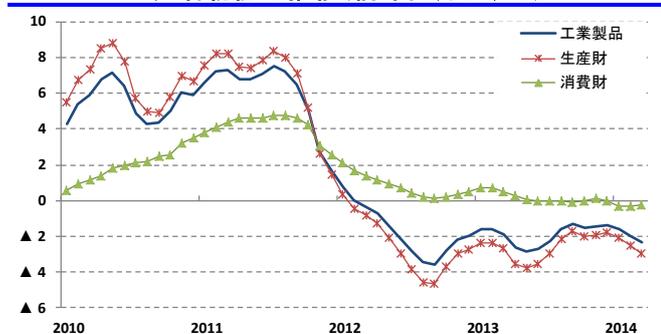


## 物価：国内需給の緩和を背景にインフレ圧力は低下

以上のように内外需とも弱含むなかで、国内の製品需給は一段と緩和している。3月の生産者物価は、前年同月比▲2.3%となり、2月の▲2.0%からマイナス幅が拡大した。内訳を見ると、消費財（2月前年同月比▲0.3%→3月▲0.2%）のマイナス幅は小幅ながらも縮小した一方で、生産財（▲2.5%→▲3.0%）は大幅に拡大し、生産者物価全体を押し下げた。なかでも、鉄鉱石（▲2.3%→▲4.8%）や原油・ガス（▲3.3%→▲5.0%）、石炭（▲10.2%→▲11.6%）といった鉱産物の価格下落が目立っている。

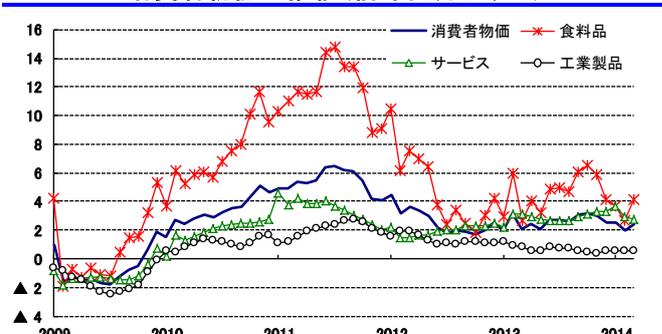
一方で、消費者物価は、2月の前年同月比2.0%から3月は2.4%へ伸びが高まった。主因は生鮮品を中心に食料品（2月前年同月比2.7%→3月4.1%）の価格が上昇したことである。しかしながら、工業製品の伸びは横ばい（0.6%→0.6%）、サービスは小幅鈍化（2.9%→2.8%）しており、総合的に見れば消費者物価上昇率は低い水準で安定している。さらに、今後は生産者物価の下落を受けて工業製品価格の伸びの鈍化が見込まれるため、消費者物価の上昇圧力は、当面、高まり難いと考えられる。

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

## 金融緩和実施の条件整う

こうした消費者物価上昇率の低位安定は、景気刺激策の実施を可能にする。既に政府は、税制優遇の対象となる零細企業の範囲を拡大<sup>2</sup>する方針を打ち出しているが、景気の減速が幅広い分野で確認される現状においては、より効果の期待できる施策が必要となろう。その意味で、2012年6月の預金準備率引き下げを最後として静観を続けている金融政策の動向が注目される。

これまでは、過剰な資金がシャドバンキングを通じて不動産市場などへ流入する懸念が、人民銀行に金融緩和をためらわせる大きな要因となっていた。しかしながら、先般の社債デフォルトを受けて、今後は金融市場において信用リスクに対する意識が高まり、それが不動産市場などへの安易な資金流入を抑制することが期待できる。そのため、政府・人民銀行は、近いうちに金融緩和を行い、再び減速傾向にある景気のコト入れを図る可能性が高いと考えられる。

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。そのため、4~6月期の実質GDP成長率が一段と鈍化することは回避されよう。それでも、1~3月期に7.4%まで低下したことを踏まえると、2014年通年の成長率はせいぜい7.5%程度にとどまるとみておくべきであろう<sup>3</sup>。

<sup>2</sup> 従来の年間課税所得6万元以下を10万元以下とする方針。

<sup>3</sup> 当社は1~3月期GDPを踏まえた見通しの改定を近日中に行う予定である。