

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

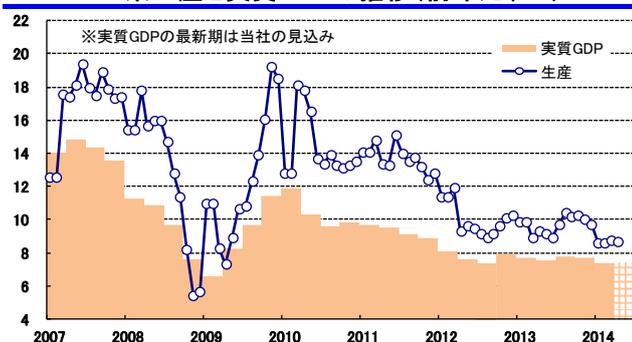
停滞感を払拭できない状況が続く中国経済（4月主要指標）

4月の工業生産は小幅ながら伸びが鈍化し、4～6月期の実質GDP成長率が前期の前年同期比7.4%と同程度にとどまる可能性を示唆。輸出は主要地域向けが総じて持ち直すも、固定資産投資は製造業や不動産業を中心に減速が続く、個人消費は堅調拡大ながら勢いを欠くなど国内需要は伸び悩んでいる。物価は低位安定しているが政府・中銀は大規模な景気刺激策の発動を見合わせており、景気は今後も停滞感を伴う状況が続くと予想される。

4月の主要経済指標は景気の足踏みを示唆

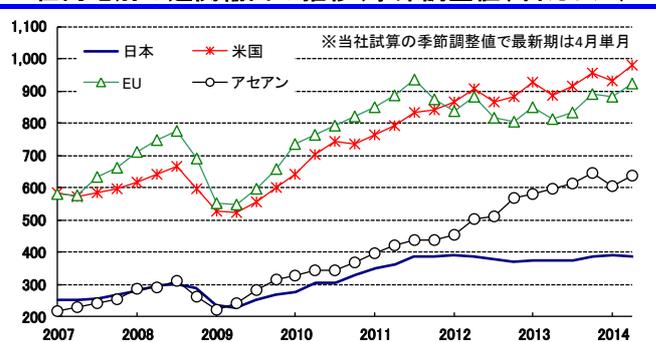
中国経済は、未だ停滞感を払拭できない状況が続いている。2014年4月の工業生産は前年同月比8.7%となり、3月の8.8%から伸びが小幅ながら鈍化した。製造業PMI指数が3月の50.3から4月は50.4へ小幅改善、後述の通り輸出に持ち直しの動きが見られたことから、工業生産の伸びが加速するという見方もあったが、実際はPMI指数のサブ指数である生産指数の低下（3月52.7→4月52.5）が示す通り若干の減速であった。工業生産の減速、製造業PMI指数の改善はいずれも小幅であり、これらの指標から判断する限り、景気は概ね横ばい状態にあると言える。また、これまでの工業生産と実質GDPとの連動性から判断すると、4月の工業生産の伸びは、4～6月期の実質GDPが1～3月期の前年同期比7.4%と同程度にとどまる可能性を示唆するものである。

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：主要地域向けが総じて持ち直し

主な需要の動向を見ると、輸出は持ち直しつつある。4月の通関輸出額（ドルベース）は、前年同月比0.8%と小幅ながら3ヵ月ぶりのプラスに転じた。当社試算の季節調整値では、3月の前月比6.1%に続いて4月も5.6%と比較的高い伸びとなり、4月の水準は1～3月期を3.3%上回った。

仕向地別では、米国向け（2013年シェア16.7%）が3月の前月比2.9%から4月は7.4%へ増勢が加速、4月の水準が1～3月期を5.4%上回ったほか、EU向け（シェア15.3%）も3月6.8%、4月6.9%と増勢を維持し4月は1～3月期を4.9%上回った。そのほか、アセアン向け（シェア11.0%）や韓国向け（シェア4.0%）も、4月の水準が1～3月期をそれぞれ5.3%、4.9%上回った。また、年初から大きく落ち込

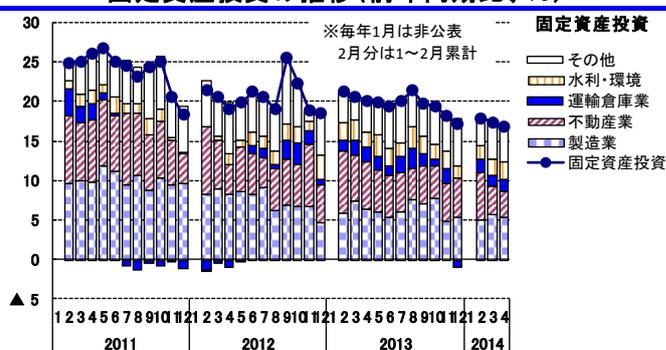
み輸出低迷の主因となっていた香港向け¹（シェア 17.4%）も 4 月は 4 ヶ月ぶりに前月比でプラスに転じるなど、主要地域向けは総じて持ち直しないしは下げ止まりの動きが見られた。緩やかながらも海外景気が拡大していることに加え、人民元相場が 1 月の 1 ドル=6.05 元前後から 4 月には 6.25 元程度まで下落したことが追い風になったとみられる。ただし、日本向け（シェア 6.8%）は、3 月の前月比 10.9%から 4 月は▲1.9%と減少に転じ、4 月の水準は 1~3 月期を 0.8%下回っている。日本における消費増税の影響によるものと考えられる。

固定資産投資：製造業、不動産業の減速続く

固定資産投資は、減速基調が続いている。1~4 月累計の固定資産投資（都市部）は前年同期比 17.3%となり、1~3 月累計の 17.6%から伸びが鈍化、4 月単月では前年同月比 16.8%まで減速している。国家統計局による公式の季節調整値でも、4 月は前月比 1.17%の増加にとどまり、公表されている直近 13 ヶ月中で最も低い伸びとなった。

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や業績回復の遅れから 4 月も前年同月比 15.2%と 1~3 月期と同じ伸びにとどまった。不動産業（シェア 25.5%）も、政府がシャドーバンキングに対する管理強化を進めているなど資金調達環境の悪化により、4 月単月で前年同月比 13.6%にとどまり、1~3 月期の前年同期比 16.3%から大幅に減速した。

固定資産投資の推移（前年同期比、%）



(出所) CEIC DATA

また、インフラ関連では、水利・環境（1~3 月期前

年同期比 24.6%→4 月前年同月比 26.9%）が伸びを高めたものの、運輸・倉庫（20.4%→18.8%）は減速するなど、まちまちであった。なお、各種報道²によると、政府は 2014 年の鉄道関連投資予算を当初の 7,000 億円から 8,000 億円に引き上げた模様であるが、追加額 1,000 億円は 2013 年で 27 兆元程度とみられる年間の固定資産投資額の 1%にも満たないため、その効果は限定的である。

個人消費：堅調な拡大を維持するも勢いを欠く

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、4 月も 3 月と同じ前年同月比 12.0%となった。依然として、2013 年通年の前年比 13.1%を下回る伸びにとどまっている。4 月は消費者物価上昇率が低下したため（詳細後述）、物価上昇分を除いた実質では 3 月の前年同月比 9.6%から 4 月は 10.2%へ伸びを高めたが、それでも 2013 年通年の前年比 10.5%を下回っており、個人消費は未だ勢いを欠く状況と言える。

ただし、乗用車販売台数は、3 月の前年同月比 7.9%から 4 月は 11.6%へ伸びを高めた。当社試算の季節調整値でも 4 月は前月比 4.4%と 3 ヶ月ぶりの増加に転じ、水準も年率 1,929 万台と、過去最高水準(1,932

¹ 香港向けの輸出には、資本規制下での資本調達のため架空取引（水増し取引）が多分に含まれていたとみられ、その取り締まりが強化された 2013 年 4 月頃から香港向け輸出が大幅に落ち込んだ。当社試算の季節調整値で香港向け輸出の推移を示すと、2013 年 4~6 月期に前期比▲21.3%と大幅に落ち込んだ後、7~9 月期▲10.0%、10~12 月期は 7.6%と一旦増加したが、2014 年 1~3 月期は▲7.8%と再び落ち込んでいる。

² 5 月 7 日 NNA 報など。

万台) を記録した 2013 年 12 月と概ね同程度まで増加した。また、消費者を取り巻く環境は、最低賃金の上昇が続く³中で、物価は比較的安定しているため良好である。総合的にみれば、個人消費は堅調な拡大を維持していると評価できよう。

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)



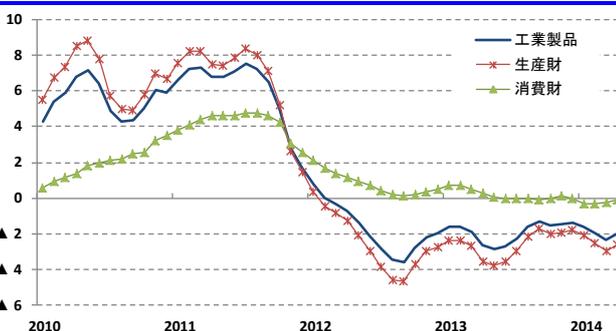
(出所) CEIC DATA

物価：工業製品価格は上昇するも物価全体は低位安定

以上の通り、需要動向は、固定資産投資の減速が続いているが、個人消費が堅調な拡大を維持し、輸出が持ち直すなど、やや好転している。そうした中で、工業生産の拡大ペースは抑制されたため、4月の生産者物価(工業製品)は3月の前年同月比▲2.3%から▲2.0%へマイナス幅が縮小、国内の製品需給が若干ながら改善したことを示した。内訳を見ると、消費財(3月前年同月比▲0.2%→4月▲0.1%)、生産財(▲3.0%→▲2.6%)ともマイナス幅が縮小した。消費財では食品(▲0.2%→0.1%)がプラスに転じたほか、生産財では鉄鋼(▲7.8%→▲6.8%)や非鉄金属(▲8.5%→▲7.0%)のマイナス幅縮小が目立った。

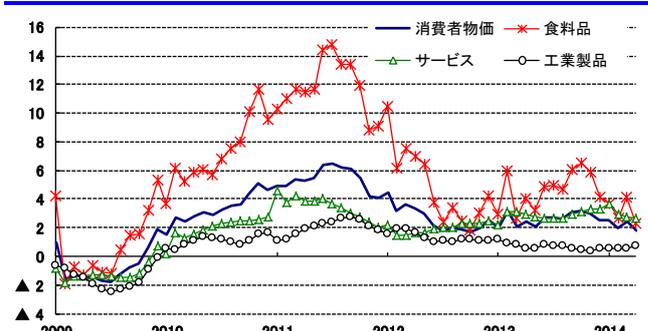
一方で、消費者物価は、3月の前年同月比 2.4%から4月は 1.8%へ伸びが鈍化した。主因は生鮮品を中心に上昇していた食料品(3月前年同月比 4.1%→4月 2.3%)の価格が落ち着いたことである。そのほか、サービスが小幅鈍化(2.8%→2.7%)した。工業製品の伸びは高まった(0.6%→0.7%)ものの、総合的に見れば消費者物価上昇率は低い水準で安定している。

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

経済政策に目立った動き見られず

このように、景気は需要面で若干の改善を見せているとはいえ、未だ停滞感を多分に残す状況にあり、実

³ 2014年も4月までに7地域で最低賃金が引き上げられている。引き上げ率は前年比9~19%。

質 GDP 成長率を確実に 2014 年の政府目標である前年比 7.5%程度以上にするためには、何らかの景気刺激策が望まれるところである。しかしながら、今のところ政府は大規模な景気刺激策は不要という姿勢を崩していない。その一方で、政府はシャドバンキングの管理強化を軸とする金融システム改革を進めており、主に固定資産投資の下押し圧力となることは避けられない。そのため、個人消費がある程度増勢を強めたとしても、国内需要全体で見れば成長ペースを高めるほどの拡大を見込むことは困難である。

ただ、輸出については、足元で見られる持ち直しの動きが今後も持続することが期待できる。対米ドルで大きく下落した人民元相場は、米国と中国のファンダメンタルズの格差などを踏まえると、昨年までのような堅調かつ持続的な上昇基調に速やかに戻るとも考え難く、また、海外景気が米国を中心に緩やかながらも改善傾向にあることも輸出持ち直しを支える要因となろう。そのため、需要動向から判断する限り、実質 GDP 成長率が今後、さらに低下していく可能性はさほど高くない。そのうえ、李克強首相が下限とする 7.2%を割り込むことになれば、政府による本格的な景気下支え策の発動も見込まれる。したがって、中国経済は、今後も停滞感を伴う現状の 7%台半ば程度の成長が続き、2014 年通年の成長率も 7.5%程度に落ち着くという従来の見通しを修正する必要はないと考えられる。