

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

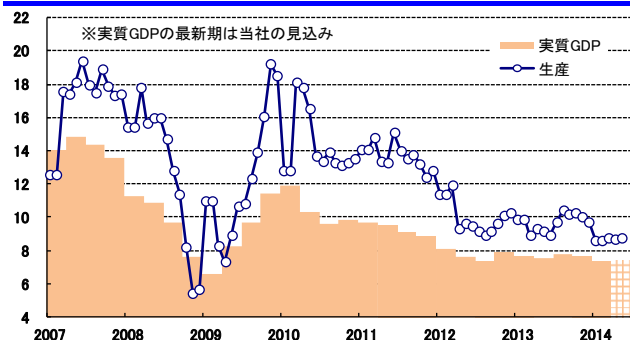
現状程度の成長ペース維持を狙う中国経済（5月主要指標）

5月の工業生産は小幅ながら伸びが拡大するなど、景気は若干の好転を見せたが、4～6月期の実質GDP成長率は1～3月期の前年同期比7.4%と同程度にとどまる可能性が高い。個人消費は底堅い拡大を維持し、固定資産投資の減速には歯止めが掛かるなど、国内需要に底入れ感が出ているほか、輸出は欧米・アジア向けとも拡大を持続している。消費者物価上昇率が引き続き低位安定する中で、政府・中銀は小規模な刺激策によって景気の底割れを回避しつつ、景気の自律的な回復を促す姿勢を維持している。中国経済は現状程度の成長ペースが当面続こう。

5月の主要経済指標は小幅改善

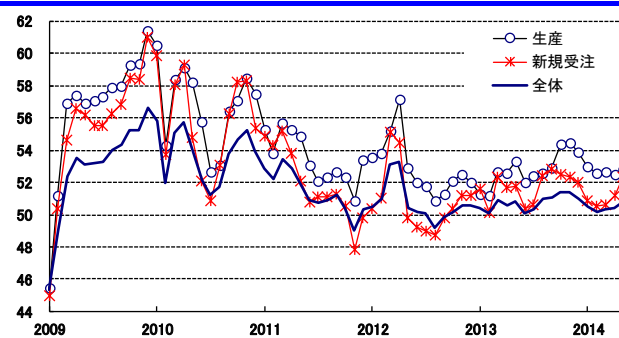
中国経済は、一部に持ち直しの兆しが見られるものの、全体としては停滞感の残る状況にある。2014年5月の工業生産は前年同月比8.8%となり、4月の8.7%から伸びが小幅ながら高まった。製造業PMI指数が4月の50.4から5月は50.8へ小幅改善、サブ指数の生産指数も改善（4月52.5→5月52.8）したことで概ね整合的であり、景気が若干ながらも好転したことを示唆した。また、製造業PMI指数のうち、新規受注が4月の51.2から5月に52.3へ上昇するなかで、新規輸出受注は小幅上昇（49.1→49.3）にとどまっており、景気の好転は専ら輸出よりも内需によるものであることを示している（需要動向についての詳細は後述）。なお、4～5月の工業生産が1～3月と同様に前年比8%台後半で推移していることから、4～6月期の実質GDPは1～3月期の前年同期比7.4%と同程度にとどまる可能性が高いと判断される。

工業生産と実質GDPの推移（前年比、%）



(出所)CEIC DATA

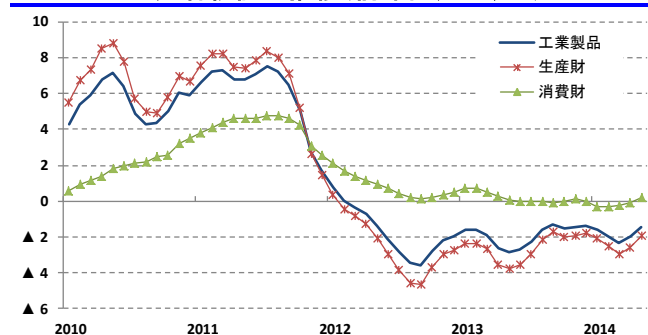
製造業PMI指数の推移



(出所)CEIC DATA

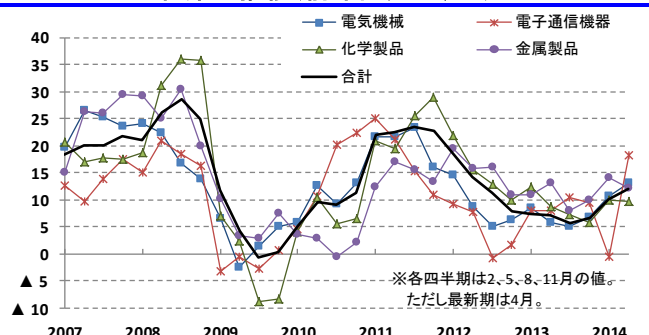
なお、製品需給を示す生産者物価（工業製品）は、4月の前年同月比▲2.0%から5月は▲1.4%へマイナス幅が縮小した。マイナス幅の縮小は2カ月連続であり、需要の持ち直しと生産の拡大抑制を背景に、需給環境は緩やかながら改善方向にある。ただし、在庫は2月の前年同月比10.2%から4月は12.0%へ伸びを高めており、需要の改善期待を織り込んだ在庫積み増しの動きが見られる。そのため、需要の回復が期待したほどではない場合、ないしは、期待先行で生産の拡大ペースが加速した場合などは、再び在庫調整圧力が高まる可能性を残している点に留意が必要であろう。

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、%)

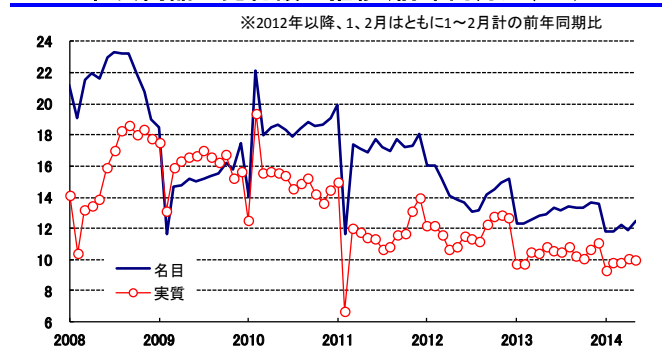


(出所) CEIC DATA

個人消費：底堅い拡大を維持

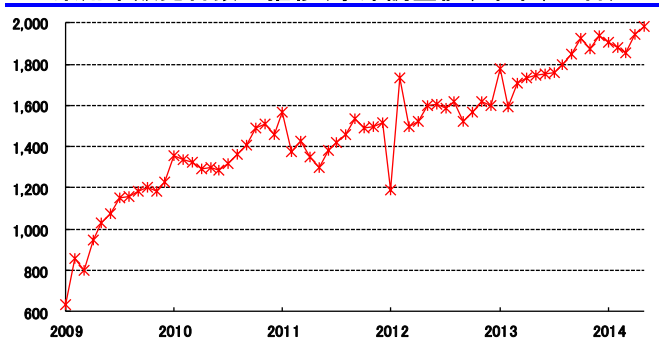
個人消費の代表的な指標である小売販売(社会商品小売総額)は、4月の前年同月比11.9%から5月は12.5%へ伸びを高めた。主な品目別¹の動きを見ると、石油製品(4月前年同月比8.0%→5月10.7%)や飲食料品(11.9%→13.7%)、衣料品(11.2%→11.7%)、日用品(10.7%→12.3%)などが伸びを高め、家電音響機器(2.9%→6.6%)が持ち直すなど、幅広い分野で改善した。その一方で、自動車(12.3%→7.6%)は伸びが鈍化、宝飾品(▲30.0%→▲12.1%)はマイナスが続くなど高額品は不調である。ただし、自動車については、乗用車販売台数が4月の前年同月比11.6%から5月は13.9%へ伸びを高め、当社試算の季節調整値でも5月は前月比2.2%と2ヵ月連続の増加、水準は年率1,984万台と過去最高を更新するなど、台数ベースでは好調である。また、宝飾品は前年同月の高い伸び²の反動が出た部分が大いといわれるため、販売動向が示す個人消費は底堅い拡大を続けていると言える。

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

固定資産投資：減速に一旦歯止めが掛かるも先行きは不透明

1～5月累計の固定資産投資(都市部)は、前年同期比17.2%となり、1～4月累計の17.3%から伸びが鈍化した。5月単月では前年同月比17.0%と、4月の16.8%から伸びがやや高まり、減速傾向に歯止めが掛かった形となった。ただし、2013年通年の前年比19.6%だけでなく、2014年の政府目標である17.5%をも下回っており、伸びは低い。

¹ 売上高500万元以上の企業に限った集計値。なお、この対象においても、全体では4月の前年同月比9.6%から5月は10.1%へ伸びを高めている。

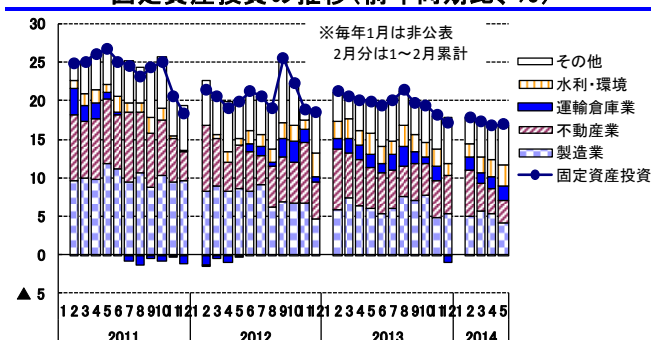
² 宝飾品販売の伸びは、2013年4月に前年同月比72.2%、5月も38.4%と高い伸びを記録した。

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などの影響により 4 月の前年同月比 15.2%から 5 月は 11.9%へ減速した。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ことなどから資金調達環境が悪化しており、4 月の前年同月比 13.6%から 5 月は 11.2%へ伸びが鈍化した。

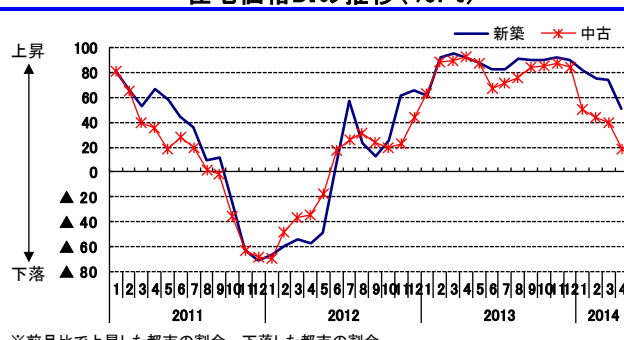
その一方で、インフラ関連については、水利・環境（4 月前年同月比 26.9%→5 月 30.8%）や運輸・倉庫（18.8%→27.1%）が顕著に伸びを高めている。各種報道³によると、中央政府から地方政府に対して予算の執行を速やかに進めるよう指示があり、これを受けて各地方政府はインフラ投資などの前倒し執行などを行っている模様である。こうした動きが固定資産投資の減速に歯止めを掛けている。

ただし、当社が試算した住宅価格 DI⁴の低下傾向が示す通り、住宅価格の上昇は一服しつつあり、不動産業における投資抑制につながっている。政府・中銀は投機的な需要の拡大に結び付かない範囲で住宅ローンの要件緩和を促しているが、その一方で資金供給は特定分野を除いて抑制されていることもあり、その効果が現れにくいという指摘もある。また、製造業においても、生産者物価の下落などが示す通り企業業績を取り巻く環境は芳しくないため、固定資産投資の増勢が強まる状況を見通し難い。そのため、インフラ関連分野の投資拡大を後押ししている政府の支出前倒しが一巡すれば、固定資産投資は再び減速傾向となる可能性が残る。

固定資産投資の推移（前年同期比、%）



住宅価格DIの推移（%Pt）



輸出：欧米アジア向けとも総じて拡大持続

5 月の通関輸出額（ドルベース）は前年同月比 7.0%となり、4 月の 0.8%から大きく伸びを高めた。当社試算の季節調整値では、4 月の前月比 5.6%に比べ 5 月は 1.5%と増勢を弱めているが、4～5 月平均の水準は 1～3 月期を 4.3%も上回っており、持ち直し傾向にある。

仕向地別では、米国向け（2013 年シェア 16.7%）が 4 月の前月比 7.4%から 5 月は▲1.7%と減少に転じたものの、4～5 月平均の水準は 1～3 月期を 4.8%上回っており、拡大基調を維持している。また、EU 向け（シェア 15.3%）も 4 月は▲0.8%と減少したが 4～5 月平均は 1～3 月期を 4.5%上回るなど、欧米向けは好調さを維持した。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%）は、4～5 月平均の水準が 1～3 月期をそれぞれ 6.2%、4.9%上回るなど、アジア向けも総じて底堅く拡大している。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

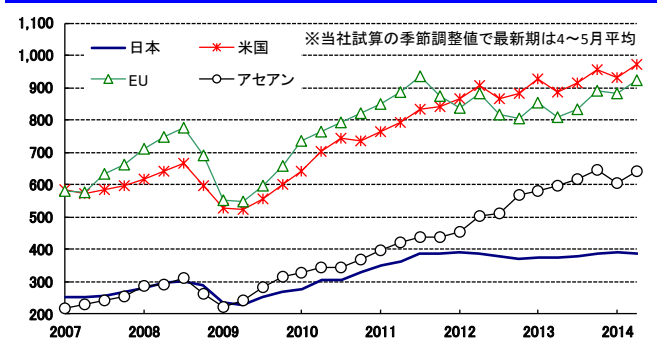
³ 5 月 30 日ロイター報、同日 NNA 報など。

⁴ 住宅価格が前月比で上昇した地域の割合から、下落した地域の割合を引いたもの。

5 月には 6.20~6.25 元程度まで下落したことが追い風になったとみられる。実際に、輸出単価は今年 3 月以降、ドルベースで前年同月比のマイナス幅を拡大させており(2月▲0.8%→3月▲3.4%→4月▲3.3%)、マクロ的には人民元安によるメリットを価格競争力の引き上げに充当している様子が見えてくる。

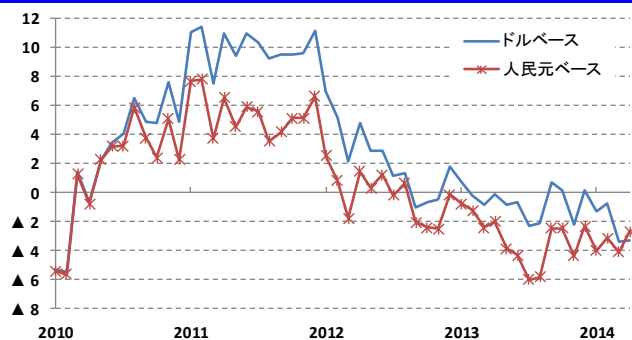
なお、年初から大きく落ち込み輸出低迷の主因となっていた香港向け⁵(シェア 17.4%)も、4~5 月平均は 1~3 月期を 0.7%下回るにとどまり、減少に歯止めが掛かりつつある。また、日本向け(シェア 6.8%)は、日本における消費増税の影響により、4 月の前月比▲2.0%に続いて 5 月も▲0.3%と減少が続いており、4~5 月平均の水準は 1~3 月期を 1.0%下回っている。

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

輸出単価指数の推移(前年同月比、%)



(出所) CEIC DATA

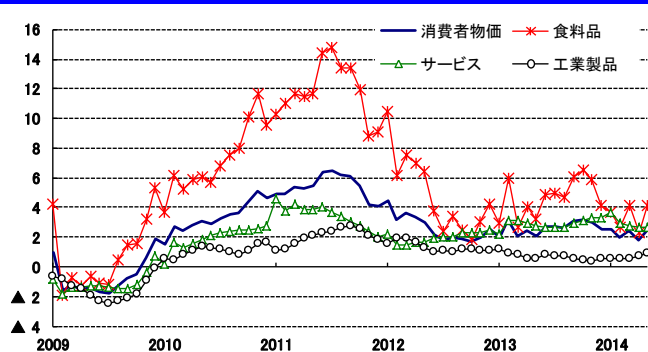
消費者物価：上昇率が高まるも依然として低位安定

以上の通り、需要が持ち直し、先に見た通り製品需給がやや改善する中で、消費者物価は、4 月の前年同月比 1.8%から 5 月は 2.5%へ伸びが高まった。主因は食料品価格の上昇(4 月前年同月比 2.3%→5 月 4.1%)であるが、衣料品 (2.3%→2.5%) など工業製品 (0.7%→0.9%) も伸びを高めている。その一方で、サービスは 4 月、5 月とも 2.7%で横ばいであり、総合的に見れば消費者物価上昇率は依然として低位安定していると言える。また、1~5 月では政府が今年通年の目標とする前年比 3.5%を大きく下回る前年同期比 2.3%にとどまり、物価の上昇を懸念すべき状況にはない。

政府は小規模な刺激策による景気の底割れ回避にとどめる姿勢を維持

このように、景気は一部に改善の動きが見られるとはいえ、未だ回復には程遠い状況にある。そのため、政府・中銀(人民銀行)は、先述した地方政府の支出前倒しのほか、住宅ローンの要件緩和を進めており、また、6 月 9 日には預金準備率の引き下げを決定した。ただし、今回の引き下げは、投機的な不動産投資や過剰供給力分野への設備投資を抑制する方針と矛盾しないように、その対象を中小企業や農業分

消費者物価の推移(前年同月比、%)



(出所) CEIC DATA

⁵ 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。

野向けを中心とする金融機関に限定している⁶。そのため、その効果もまた、限定されることになる。

今回の預金準備率引き下げを含めた最近の経済政策を見ると、政府が過去の反省を踏まえ、インフレや不動産バブル膨張のリスクを内包する大規模な刺激策による景気の早期回復を望まず、小規模な刺激策により底割れは防ぎつつ現状程度の成長ペースを維持し景気の自律的な回復を待つ様子が窺える。そのため、中国経済は今後も現状の 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ている。

⁶ 具体的には、2013 年末時点で全貸出に占める中小企業向けないしは農村向け貸出の割合が 30% 以上であり、かつ 2013 年中の新規貸出に占めるこれらの分野向け貸出が 50% 以上の金融機関が対象。引き下げ幅は 0.5%Pt で 16 日実施。