

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

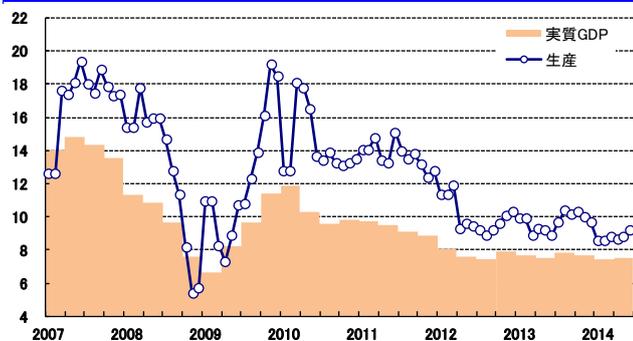
勢いは欠くも緩やかな改善を見せる中国経済（4～6 月期 GDP）

4～6 月期の実質 GDP 成長率は、1～3 月期から小幅改善の前年同期比 7.5%となった。製造業 PMI 指数や工業生産は月を追うごとに改善しているが、そのペースは緩慢である。輸出は人民元安の追い風もあり日本以外の主要地域向けは総じて持ち直しており、採算面も好転している。内需は、個人消費が堅調な拡大を続ける一方で、固定資産投資は減速基調が続いており、わずかではあるが政府の目指す消費主導の成長へ向かう兆しは見られる。今後は住宅価格下落などの影響により景気の下押し圧力が強まる可能性が高いものの、政府は今後も必要に応じて小規模な景気刺激策を追加し、景気の底割れを回避しよう。そのため、当面の中国経済は、大幅な加速も減速もなく現状程度の成長ペースが続くとみられる。

4～6 月期の成長率は 1～3 月期と概ね同程度

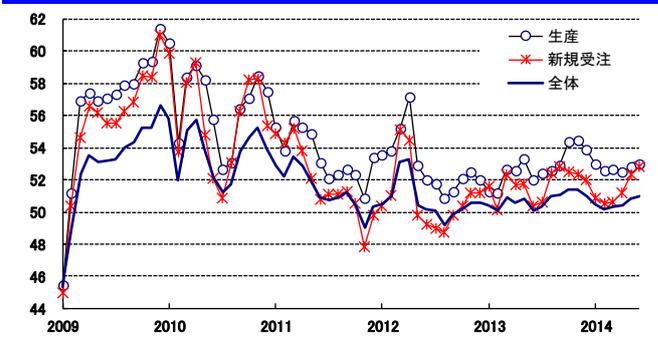
2014 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比 7.5%となり、1～3 月期の 7.4%から小幅な改善にとどまった。景気動向を示す代表的な月次指標の動きを見ると、製造業 PMI 指数は 2 月の 50.2 を底に 5 月は 50.8、6 月には 51.0 へ上昇が続き、工業生産も 1～3 月期の前年同期比 8.7%から 5 月は前年同月比 8.8%、6 月には 9.2% へ伸びを高めるなど、月を追うごとに改善している。ただし、それでも 6 月の製造業 PMI 指数 (51.0) の水準は 2013 年 7～12 月の平均と同程度にとどまり、6 月の工業生産の伸び (9.2%) は 2013 年通年の前年比 9.7%を下回っており、景気改善ペースは緩慢である。

工業生産と実質GDPの推移(前年比、%)



(出所) 中国国家统计局

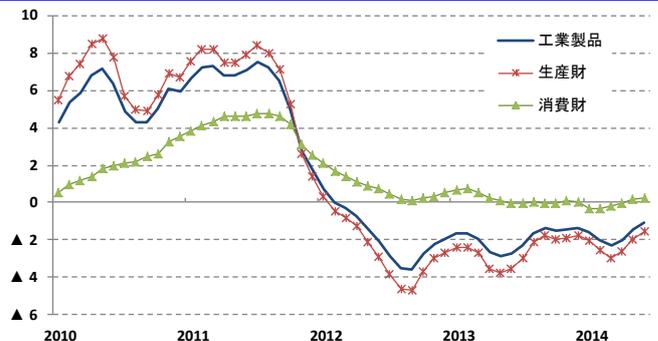
製造業PMI指数の推移



(出所) 中国国家统计局

製造業 PMI 指数の内訳を見ると、新規受注 (2 月 50.5→6 月 52.8) の改善が顕著であり、需要の回復が景気の持ち直しにつながっている様子が窺える。出遅れていた新規輸出受注も 6 月には 3 カ月ぶりに 50 を超えている (50.3)。さらに、需要の回復を背景に、生産者物価は 3 月の前年同月比▲2.3%から 6 月には▲1.1%へマイナス幅が縮小、製品需給は徐々に改善しており、製造業の収益環境は緩やかながら

生産者物価の推移(前年同月比、%)



(出所) 中国国家统计局

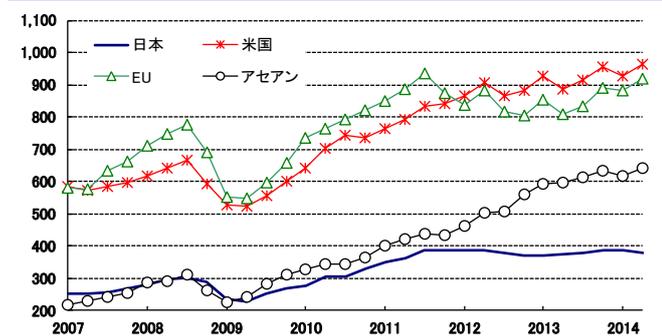
も好転している模様である。

輸出：採算の改善を伴って持ち直し続く

製造業 PMI 指数からも窺える通り、輸出は持ち直しつつある。通関輸出額（ドルベース）は、4月に3か月ぶりに前年同月比でプラスに転じ（0.8%）、5月7.0%、6月7.2%と伸びを高めた。この結果、4～6月期は前年同期比4.9%となり、1～3月期の▲3.5%から2四半期ぶりのプラスに転じている。当社試算の季節調整値でも、1～3月期の前期比▲3.3%から4～6月期は3.9%のプラスに転じ、2013年10～12月期の水準を0.5%上回った。

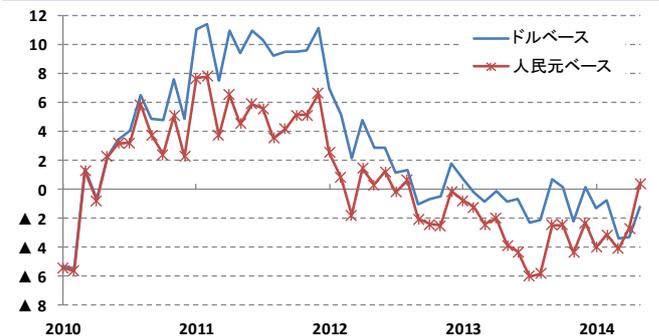
仕向地別では、米国向け（2013年シェア16.7%）が1～3月期の前期比▲2.9%から4～6月期は3.7%増加し10～12月期を0.7%上回ったほか、EU向け（シェア15.3%）は1～3月期の▲0.9%から4～6月期は4.2%増加し1～3月期を3.3%も上回るなど、欧米向けは増加基調を維持した。また、アセアン向け（シェア11.0%）も1～3月期の▲2.7%から4～6月期は4.0%増へ回復、韓国向け（シェア4.0%、1～3月期前期比2.9%→4～6月期2.7%）や台湾向け（シェア1.8%、1～3月期3.4%→4～6月期10.9%）も堅調な拡大が続くなど、アジア向けも総じて底堅く拡大している。ただし、日本向け（シェア6.8%、1～3月期0.3%→4～6月期▲2.1%）は日本の消費増税に伴う駆け込み需要の反動落ちにより減少に転じている。

仕向地別の通関輸出の推移（季節調整値、百万ドル）



（出所）中国海関総署

輸出単価指数の推移（前年同月比、%）



（出所）中国海関総署

こうした金額ベースの拡大のみならず、年初からの人民元安を背景に輸出採算も改善している。輸出単価は5月に人民元ベースで前年同月比0.4%となり、2012年8月以来のプラスに転じた。一方で、ドルベースの輸出単価は5月も▲1.2%とマイナスが続き、輸出数量は前年比6.7%と4月の1.9%から伸びを高めている。すなわち、1月の1ドル=6.05元前後から6月には6.2元台半ばまで進んだ人民元安によって価格競争力を高めた輸出企業が、数量増を追求しつつ一定の採算を確保している様子が確認できる。こうした状況が、冒頭に見た製造業の景況感改善に大きく貢献していると言えそうである。

個人消費：底堅い拡大を維持するも加速感は乏しい

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、5月の前年同月比12.5%から6月は12.4%へ伸びが鈍化した。一方、物価上昇分を除いた実質では5月の前年同月比10.0%から6月は10.1%へ伸びが高まったものの、名目、実質いずれも小幅な変化であり、小売販売は概ね同程度の伸びが続いたと評価すべきであろう。なお、四半期では、名目で1～3月期の前年同期比12.0%から4～6月期は12.3%

へ、実質でも 9.7%から 10.1%へ伸びを高めており、個人消費は 4~6 月期の成長率の改善に貢献したとみられる。

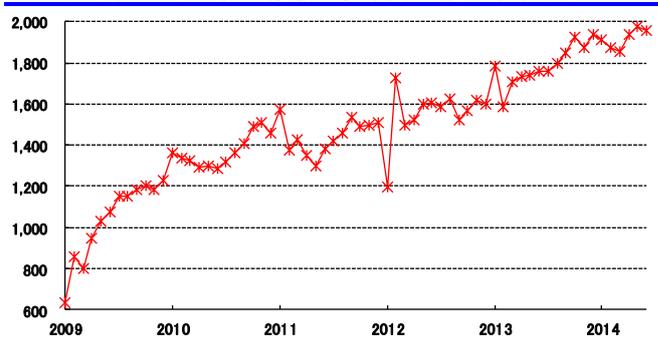
主な品目別¹の動きを見ると、石油製品（5 月前年同月比 10.7%→6 月 11.4%）や家電音響機器（6.6%→12.2%）の伸びが高まり、宝飾品（▲12.1%→▲0.2%）のマイナス幅が大きく縮小するなど一部で改善が見られたものの、自動車（7.6%→6.9%）や飲食料品（13.7%→12.4%）の伸びが鈍化するなど、まちまちであった。自動車については、乗用車販売台数が 5 月の前年同月比 13.9%から 6 月は 11.4%へ伸びが鈍化し、当社試算の季節調整値でも 6 月は前月比▲0.9%と 3 ヶ月ぶりに減少するなど、台数ベースでも伸び悩んだ。販売動向を見る限り、個人消費は底堅い拡大を続けているものの、景気の回復を牽引するほどの力強さはない。

社会商品小売総額の推移(前年同月比、%)



(出所) 中国国家统计局

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：ペースは鈍るも減速基調が続く

1~6 月累計の固定資産投資（都市部）は、前年同期比 17.3%となり、1~5 月累計の 17.2%から伸びを高めた。そのため、単月でも 5 月の前年同月比 17.0%から 6 月は 17.6%へ伸びが高まった。業種別では、全体の 34.0%（2013 年）を占める製造業が 5 月の前年同月比 11.9%から 6 月は 16.5%へ、不動産業（シェア 25.5%）が 11.2%から 13.8%へ、それぞれ伸びを高めた。製造業は、先述の通り収益環境が改善しつつあることから、2013 年 10 月以降の減速傾向に歯止めが掛かった可能性はあるが、不動産業については軟調な住宅市場の現状を踏まえると一時的な動きである可能性が高い²。当社が試算した住宅価格 DI（住宅価格が前月比で上昇した都市の割合から下落した都市の割合を差し引いたもの）は、5 月に新築、中古とも 2012 年 5 月以来のマイナスに転じており（新築▲29、中古▲23）、住宅価格下落の動きが広がっている。

一方で、水利・環境（5 月前年同月比 30.8%→6 月 24.4%）や運輸・倉庫（27.1%→25.4%）といったインフラ関連は伸びが鈍化している。中央政府が地方政府に予算の執行加速を促したことから、両分野とも 5 月に伸びを高めていたが、早くも政策効果が剥落した模様である。

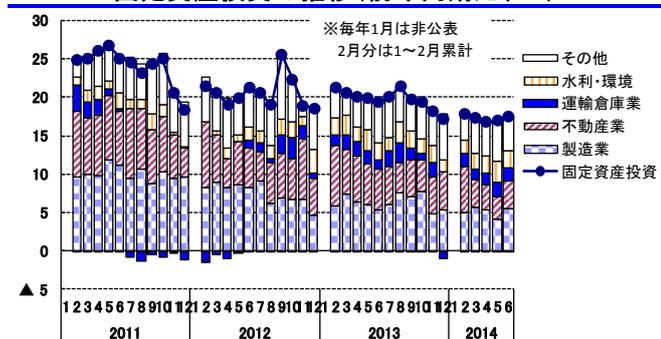
なお、固定資産投資全体の動きを四半期で見ると、1~3 月期の前年同期比 17.6%から 4~6 月期は 17.2%へ伸びが鈍化し、3 四半期連続の減速となった。そのため、固定資産投資は 4~6 月期の実質 GDP 成長率

¹ 売上高 500 万元以上の企業に限った集計値。なお、この対象においては、全体で 5 月の前年同月比 10.1%から 6 月は 10.7%へ小幅ながら伸びを高めている。

² 人民銀行が 5 月に銀行へ住宅ローンの要件緩和を要請したが、その効果が投資拡大に寄与するまでには、数ヶ月程度の時間を要すると思われるであろう。

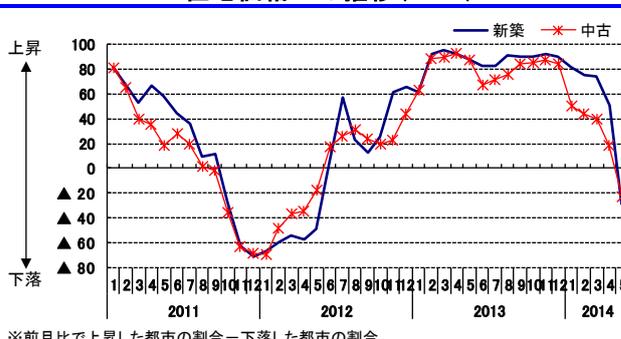
を悪化させる方向に寄与したとみられる。製造業に明るさが見られることや政策効果によって減速ペースは弱まったものの、固定資産投資の伸びの鈍化傾向が続いている。

固定資産投資の推移(前年同期比、%)



(出所) 中国国家統計局

住宅価格DIの推移(%Pt)



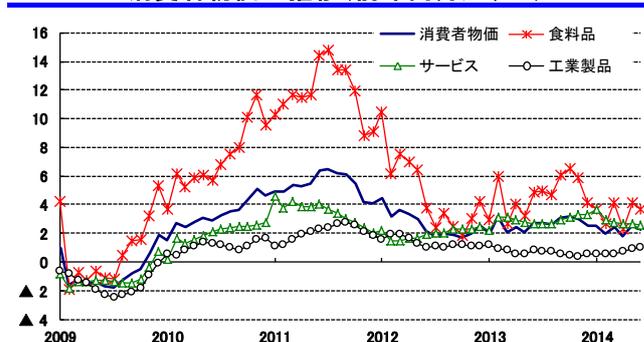
※前月比で上昇した都市の割合ー下落した都市の割合。

(出所) CEIC DATA

消費者物価：食料品価格の落ち着きなどから低位安定続く

以上の通り、需要が持ち直し製品需給が改善する中で、消費者物価は、5月の前年同月比2.5%から6月は2.3%へ伸びが鈍化した。主因は食料品価格の落ち着き(5月前年同月比4.1%→6月3.7%)であるが、サービス価格も5月の前年同月比2.7%から6月は2.6%へ伸びが鈍化し、物価上昇率の低下に寄与した。一方で、衣料品(2.5%→2.6%)など工業製品価格(0.9%→1.0%)は需給改善などから伸びを高めたが、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。

消費者物価の推移(前年同月比、%)



(出所) 中国国家統計局

今後も現状程度の成長ペースが続く見込み

景気に若干の改善が見られることから、政府はひとまず静観のスタンスをとっている模様である。実際に、これまで見た通り、4~6月期の成長率は小幅ながら伸びを高め、中身を見ても、輸出の持ち直しが続き、内需については減速の続く固定資産投資から堅調な拡大を続ける個人消費への主役交代をわずかながらも期待させる状況にある。今後は、住宅価格の下落やシャドーバンキングの管理強化に伴う主に金融面を通じた下押し圧力が強まる可能性が高いものの、景気の底割れ懸念が生じた場合には、政府は全銀行を対象にした預金準備率引き下げなどの景気刺激策を追加するとみられる。また、消費主導の成長に向けて、国有企業改革や都市化の推進、社会保障制度の整備などの諸施策を継続し、社会の安定にもつながる所得分配の歪の修正を徐々に進めていくこととなろう。その結果、成長ペースの加速は期待できないものの、大幅な減速も回避し、2014年通年の成長率は7.5%程度に落ち着くと予想される。