

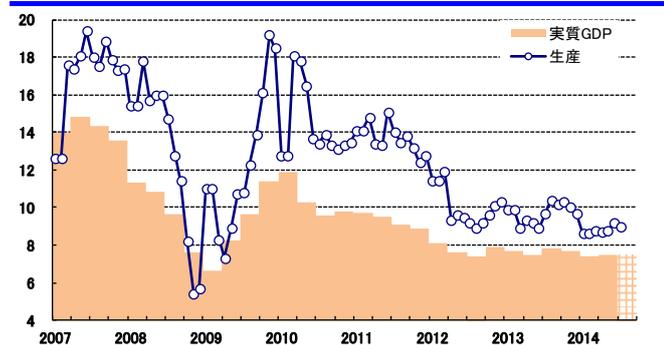
## 中国経済：投資の減速を輸出がカバーし拡大ペースを維持

7月の主要経済指標は、中国経済が引き続き底堅いものの加速感のない拡大を続けていることを示した。輸出は各地域向けとも好調であるが、国内需要は個人消費が伸び悩み、固定資産投資は製造業やインフラ関連を中心に減速が続いている。消費者物価の安定により景気刺激策の検討余地は確保されており、さらなる人民元高の進行などにより成長鈍化が懸念される場合には金融緩和を含めた景気刺激策が打ち出される可能性が高い。

7月の経済指標は成長ペースの加速を示唆せず

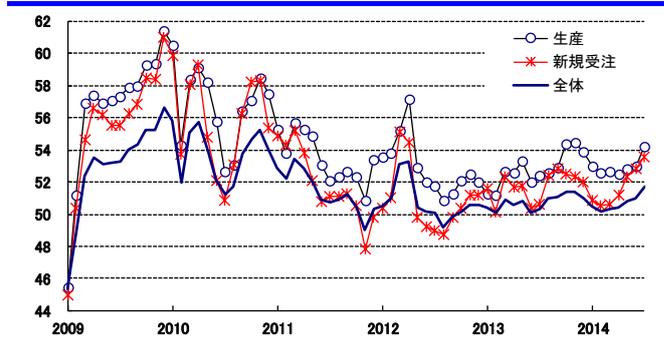
先週出揃った7月の主要経済指標は、中国経済が引き続き底堅いものの加速感のない拡大を続けていることを示した。実質GDPとの連動性が高い工業生産は7月に前年同月比9.0%となり、6月の9.2%から伸びが鈍化した。前年同期比8.9%程度とみられる4～6月期に比べると若干伸びは高まったが、工業生産を見る限り成長ペースが加速している印象はない。月初に発表された7月の製造業PMIが、全体で6月の51.0、4～6月平均の50.7に対して7月は51.7と明確な上昇<sup>1</sup>となり成長加速が期待されたが、实体经济の指標は景況感ほどには改善していない。工業生産の伸びが9月にかけて大きく変わらなければ、7～9月期の実質GDP成長率は4～6月期の前年同期比7.5%と同程度になる可能性が高まることになる。

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

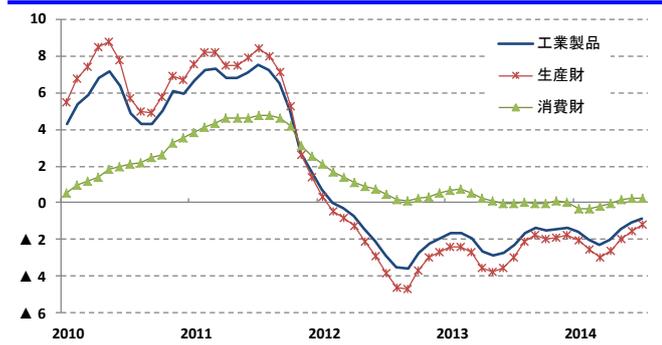


(出所) 中国国家统计局

そうした中で、製造業PMI指数のサブ指数である新規受注指数が、4月の51.2から5月52.3、6月52.8、7月53.6と生産指数(4月52.5→5月52.8→6月53.0→7月54.2)を上回るペースで改善(右上図)していたことから窺えるように、需要の回復が生産拡大に先行し製品需給の改善につながっている模様である。生産者物価は、6月の前年同月比▲1.1%から7月は▲0.9%へマイナス幅が縮小した。内訳を見ると、消費財(6月前年同月比0.2%→7月0.3%)は小幅ながらプラスを維持し、生産財(6月▲1.5%→7月▲1.2%)は下落が続いたもののマイナス幅は縮小した。ただし、鉄鉱石(6月▲6.5%→7月▲8.2%)、鉄鋼(6月▲3.7%→7月▲4.2%)、非金属鉱物(6月▲0.7%→7月▲1.0%)など、生産設備過剰な業界や建設関連分野の一部では、逆に下落圧力を強める財もあり、全体としてみれば物価上昇圧力が高まる状況には至っていない。

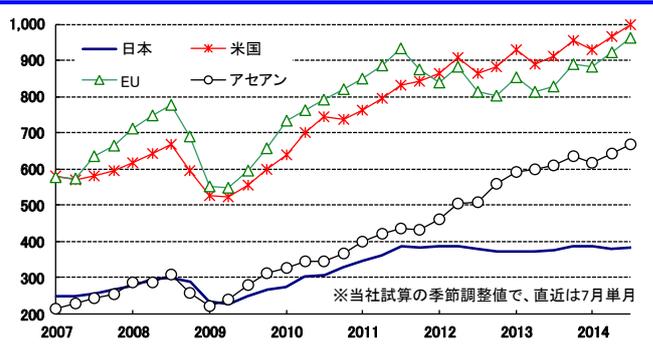
<sup>1</sup> サブ指数の生産だけを見ても、6月の53.0、4～6月平均の52.8に対して、7月は54.2へ改善した。

生産者物価の推移(前年同月比、%)



(出所) 中国国家统计局

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：各地域向けとも好調

主な需要のうち、持ち直しが顕著なのは輸出である。通関輸出額(ドルベース)は、6月の前年同月比+7.2%から7月は+14.5%へ大きく伸びを高めた。当社試算の季節調整値でも、6月の前月比▲1.4%から7月は+5.9%へ持ち直しており、7月の水準は4~6月期を5.5%上回った。

仕向地別では、米国向け(2013年シェア16.7%)が7月に前月比+4.6%と3ヵ月ぶりにプラスに転じ、7月の水準は4~6月期を3.3%上回ったほか、EU向け(シェア15.3%)も7月に3ヵ月ぶりのプラスに転じ(前月比4.6%)、4~6月期を4.0%上回るなど、欧米向けは堅調な増加基調を維持している。

また、アセアン向け(シェア11.0%)も7月は前月比+4.1%と2ヵ月ぶりのプラスに転じ4~6月期の水準を4.1%上回ったほか、7月の韓国向け(シェア4.0%)は4~6月期を8.7%、台湾向け(シェア1.8%)は19.7%、香港向け(シェア17.4%)は10.5%、それぞれ上回るなど、アジア向けは総じて堅調に拡大している。消費増税に伴う駆け込み需要の反動落ちにより減少していた日本向け(シェア6.8%、1~3月期0.3%→4~6月期▲2.1%)も7月は前月比+3.0%と4ヶ月ぶりに増加、4~6月期を1.2%上回っており、輸出は主要各地域向けとも好調であった。

## 個人消費：所得の伸び悩みなどから増勢加速せず

好調な輸出とは対照的に、国内需要は芳しくない。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、6月の前年同月比+12.4%から7月は+12.2%へ伸びが鈍化した。伸びの鈍化は2ヵ月連続である。物価上昇分を除いた実質でも、6月の前年同月比+10.1%から7月は+9.9%へ伸びが鈍化しており、伸び悩んでいる。

伸び悩んでいるとはいえ、名目で前年比+12%、実質で+10%前後という伸び自体は高く、その意味で個人消費は堅調な拡大を続けていると言えるが、政府が経済成長の牽引役として期待しているほどには伸びが高まっていない<sup>2</sup>。

社会商品小売総額の推移(前年同月比、%)



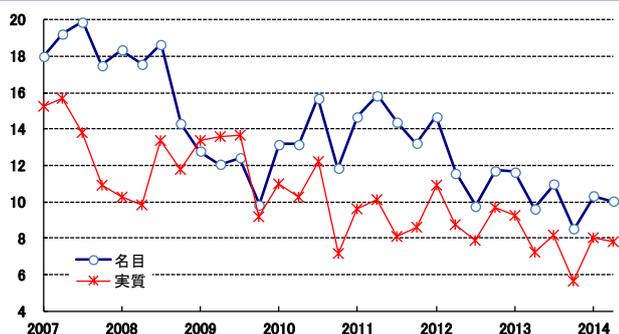
(出所) 中国国家统计局

<sup>2</sup> 政府は2014年の小売販売を前年比14.5%とする目標を掲げている。

主な品目別<sup>3</sup>の動きを見ると、構成比の大きい財では、飲食料品（6月前年同月比12.4%→7月10.2%）の伸びが鈍化した一方で、自動車（6月6.9%→7月8.1%）や家電音響機器（6月10.7%→7月12.6%）、衣料品（6月前年同月比11.7%→7月12.0%）といった選択的な財の伸びが高まっており、こうしたマクロ統計から判断する限り、消費意欲が衰えている様子は感じられない。

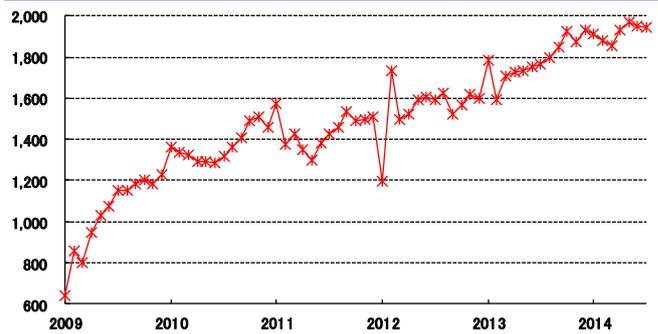
消費伸び悩みの主因は、より根本的なもの、すなわち所得環境にあると考えられる。平均賃金は、2013年通年の前年比+10.1%から2014年1~3月期が前年同期比10.3%、4~6月期は10.0%と同程度の上昇にとどまっている。所得が伸び悩むなかで、個人消費の増勢は強まりにくいということであろう。

平均賃金の推移(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

なお、販売統計では改善が見られた乗用車販売は、台数ベースでは伸び悩んでいる。7月の乗用車販売台数は前年同月比+9.7%となり6月の+11.4%から伸びが鈍化した。当社試算の季節調整値でも、6月の前月比▲0.9%の年率1,951万台から7月は▲0.5%の年率1,942万台へ減少が続き、7月の水準は4~6月期を0.5%下回った。

### 固定資産投資：製造業やインフラ関連を中心に減速続く

1~7月累計の固定資産投資（都市部）は、前年同期比+17.0%となり、1~6月累計の+17.3%から伸びが鈍化した。そのため、単月では6月の前年同月比+17.6%から7月は+15.7%へ伸びが大きく鈍化した。政府は今年通年の目標を前年比+17.5%としているが、その達成が危ぶまれる状況になりつつある。

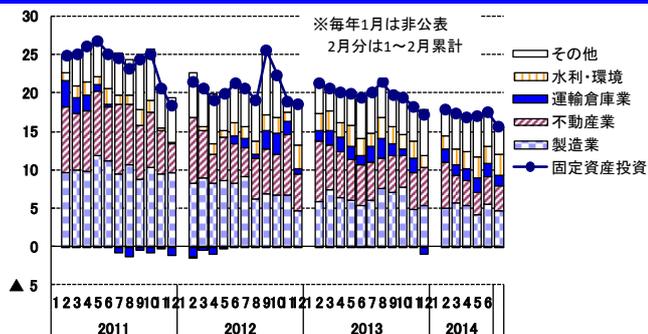
業種別に見ると、全体の34.0%（2013年）を占める製造業が6月の前年同月比+16.5%から7月は+13.7%へ鈍化したことが目立つ。4~6月期の前年同期比+14.6%からも鈍化しており、6月は減速に歯止めが掛かったかに見えた製造業の固定資産投資であるが、7月の数字は未だ減速傾向が続いていることを示した。製造業の業績は輸出の回復や製品需給の改善などを受けて好転しているとみられるが、一部の過剰供給業種における設備投資抑制の動きなどが下押し要因となったとみられる。そのほか、運輸倉庫（4~6月期前年同期比+24.0%→7月前年同月比+15.7%）や電気ガス水道（4~6月期+16.7%→7月+11.1%）といったインフラ関連の一部でも伸びが鈍化している。政府によるインフラ投資前倒しの効果は既にピークアウトしている可能性がある。

その一方で、不動産業（シェア25.5%）は4~6月期の前年同月比+12.9%から7月は前年同月比+13.5%

<sup>3</sup> 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。

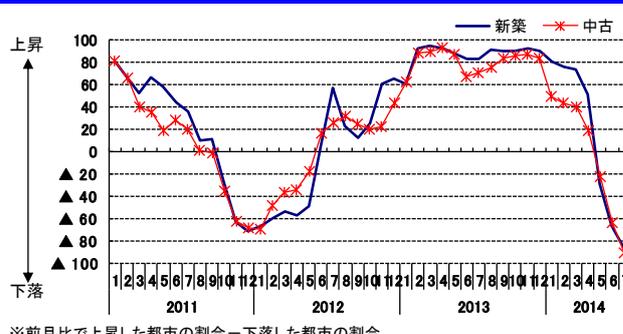
へ持ち直している。ただし、6月の+13.8%に比べると鈍化しており、反転の兆しを意味するものではない。特に住宅関連に関しては、当社が試算した住宅価格DI（住宅価格が前月比で上昇した都市の割合から下落した都市の割合を差し引いたもの）が、5月に新築、中古とも2012年5月以来のマイナスに転じ、7月には新築▲89、中古▲91までマイナス幅が拡大、わずか2ヵ月間で住宅市場総崩れの状況まで悪化しており、今後は一層の落ち込みが懸念される状況にある。

固定資産投資の推移(前年同期比、%)



(出所) 中国国家统计局

住宅価格DIの推移(%Pt)



※前月比で上昇した都市の割合-下落した都市の割合。

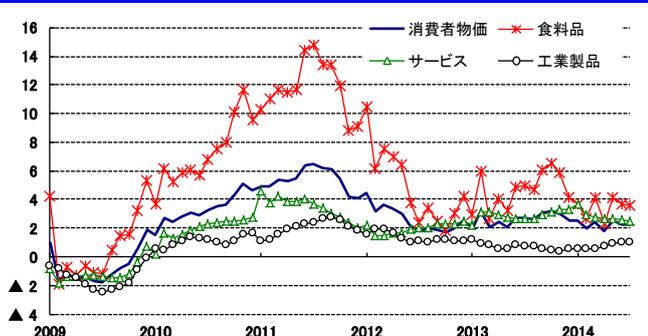
(出所) CEIC DATA

## 消費者物価は安定し景気刺激策に検討余地

需要の持ち直しが続き、製品需給が徐々に改善する中で、7月の消費者物価は6月と同じ前年同月比+2.3%となった。食料品（6月前年同月比+3.7%→7月+3.6%）やサービス（6月+2.6%→7月+2.5%）は伸びが小幅鈍化し、工業製品（6月、7月とも+1.0%）は変わらずと、総じて物価は落ち着いている。

こうした景気や物価動向のなかで、政府は今年の成長率目標でもある現状の7%台半ばの成長ペースを引き続き維持する方針であり<sup>4</sup>、積極的に成長加速を促す意思は示していない。しかしながら、先に見た通り、現在の中国経済は、期待の個人消費が加速せず、固定資産投資は過剰設備や住宅バブルという構造問題の調整を進めているため減速が続くなど国内需要に勢いはなく、輸出の拡大によってかろうじて現在の成長ペースを維持している状況である。そのうえ、輸出拡大の追い風となっていた人民元相場は、6月初め頃の1ドル=6.25元台から8月に入り6.15元前後まで上昇し、輸出の先行きにとっての懸念材料となりつつある。

消費者物価の推移(前年同月比、%)



(出所) 中国国家统计局

人民元相場の推移(元/米ドル)



(出所) CEIC DATA

<sup>4</sup> 7月29日に開催された中央政治局会議は、「上半期の経済運営は合理的範囲内を保ち、主要指標は今年の目標に合致」とし、1～6月の7%台半ばの成長ペースを妥当としたうえで、「持続的で健全な経済成長を促進し、経済・社会発展の年間目標の実現に努力する必要がある」とした。

政府は一方で、一定の成長が多くの問題解決に必要ともしている。上記のような物価の安定は、追加の景気刺激策の検討余地を確保するものであり、国内需要の増勢が一段と弱まる場合や、輸出の持続的な拡大が困難になる要因が生じるなど、成長ペースの鈍化が懸念される状況となれば、政府は金融緩和を含めた景気刺激策を打ち出す可能性が高い。その結果、2014年後半も実質 GDP 成長率は7%台半ば程度で推移すると見込まれる。中国経済は、良く言えば安定成長を、悪く言えば加速感のない成長を続けることとなる。