

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

再減速の兆しを受けて政策対応が注目される中国経済

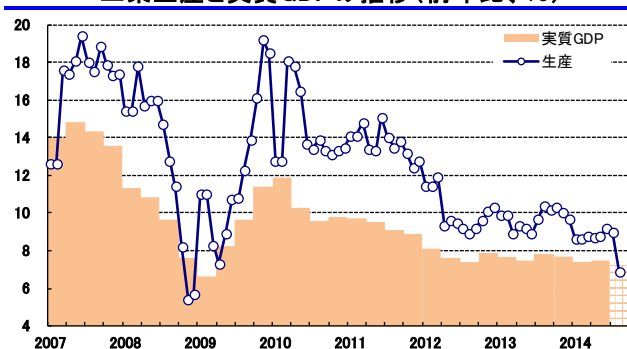
8月の主要経済指標は、中国経済が再び減速しつつある可能性を示唆した。輸出は人民元相場上昇の影響もあって増勢が弱まり、個人消費は伸び悩み、固定資産投資は製造業やインフラ関連を中心に減速が続いている。消費者物価上昇率は製品需給の緩和を背景に低下しており、政策対応の余地を拡大する一方でデフレ懸念が生じている。そのため、9月の経済指標で十分な持ち直しを確認できなければ、金融緩和を含めた景気刺激策の実施が検討される可能性が高い。

8月の経済指標は景気再減速の可能性を示唆

13日に揃った8月の主要経済指標は、中国経済が再び減速しつつある可能性を示唆した。実質GDPとの連動性が高い工業生産は8月に前年同月比+6.9%となり、7月の+9.0%から大きく伸びが鈍化した。四半期では、前年同期比+8.9%程度とみられる4~6月期に対して、7~8月平均は+8%程度へ減速している。後述の通り9月にはリバウンドが見込まれるものの10%を超える急回復がなければ、7~9月期の伸びは4~6月期より鈍化する。そのため、4~6月期に前年同期比+7.5%へ持ち直した実質GDP成長率は7~9月期に再び低下する可能性が高まった。9月次第では7%程度までの減速もあろう。

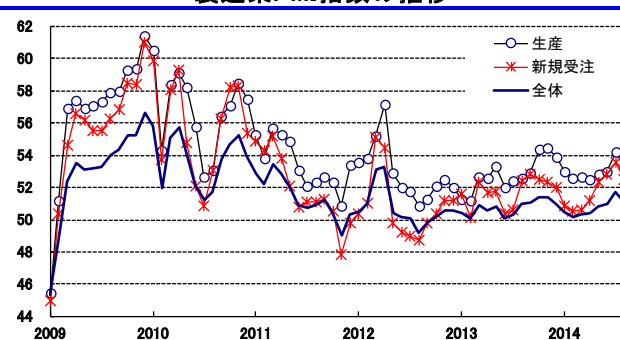
急減速とも言える8月の状況を製造業PMI指数で見ると、全体の指数は2月の50.2から5ヵ月連続で上昇し7月には51.7まで改善していたが、8月は51.1へ悪化¹した。サブ指数を見ると、改善傾向にあった新規受注（7月53.6→8月52.5）が需要の伸び悩みにより低下したことを受けて、受注残高（7月46.4→8月45.9）や生産（7月54.2→8月53.2）が悪化している。ただし、製品在庫（7月47.6→8月48.1）は悪化したものの依然として50を下回っており、原材料在庫（7月49.0→8月48.6）は逆に改善するなど、在庫の積み上がりを示しているわけではなく、上記の工業生産の急減速は、需要の減速に対する速やかな生産調整の結果、すなわち一時的なものという見方でもできる。

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



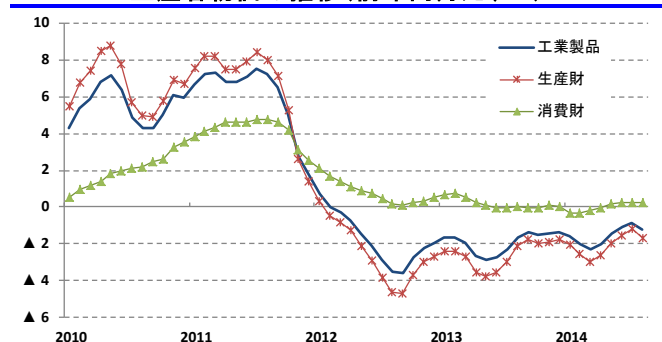
（出所）中国国家统计局

こうした需給の悪化を受けて、生産者物価は、7月の前年同月比▲0.9%から8月は▲1.2%へマイナス幅が拡大した。内訳を見ると、消費財（7月前年同月比0.3%→8月+0.2%）は小幅伸びが鈍化、生産財（7

¹ 本指数は季節調整済ながら季節性を残しており、6月から8月にかけては概ね同程度過小評価される傾向がある。そのため、少なくとも7月から8月の悪化は素直に読み取ればよいと判断できる。

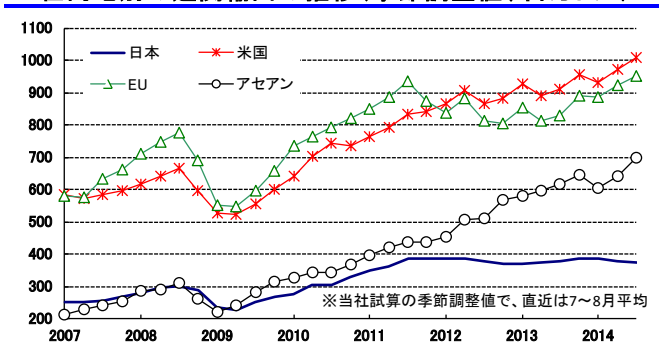
月▲1.2%→8月▲1.7%)はマイナス幅が拡大した。品目別では、鉄鉱石(7月▲8.2%→8月▲10.4%)や鉄鋼(7月▲4.2%→8月▲5.7%)、セメントなどの非金属鉱物(7月0.0%→8月▲0.5%)といった建設関連分野での下落が目立つほか、原油価格の落ち着きを反映して燃料(7月+0.6%→8月▲2.4%)がマイナスに転じている。後述の通り不動産やインフラ関連など建設関連分野において固定資産投資が減速しており、こうした動きが関連製品の需給悪化につながったようである。

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) 中国海関総署

輸出：アセアンと米国向けは好調ながら増勢弱まる

主な需要動向を見ると、輸出はやや増勢が衰えている。通関輸出額(ドルベース)は、7月の前年同月比+14.5%から8月は+9.4%へ伸びが鈍化した。当社試算の季節調整値でも、8月は前月比▲1.0%と2ヵ月ぶりのマイナスに転じている。基調としては、7~8月平均の水準が4~6月期を5.0%も上回っていることから、増加傾向を維持しているものの、勢いは弱まっている。

仕向地別では、アセアン向け(2013年シェア11.0%)が7月の前月比+5.1%に続いて8月も+5.0%と堅調な拡大を見せ、7~8月平均の水準は4~6月期を8.9%も上回った。マレーシアやフィリピンで堅調な景気拡大が続き、インドネシアやタイも景気が持ち直しつつあることを反映したものとみられる。米国向け(シェア16.7%)も、7月の前月比+4.6%に続き8月も+0.9%と増加が続き、7~8月の水準は4~6月期を3.9%上回った。その一方で、EU向け(シェア15.3%)は8月に前月比▲1.6%、日本向け(シェア6.8%)は▲3.7%といずれも2ヵ月ぶりのマイナスに転じた。ともに両地域の景気回復力の弱さを映じたものであろう。

貿易黒字が大幅拡大し人民元の上昇圧力に

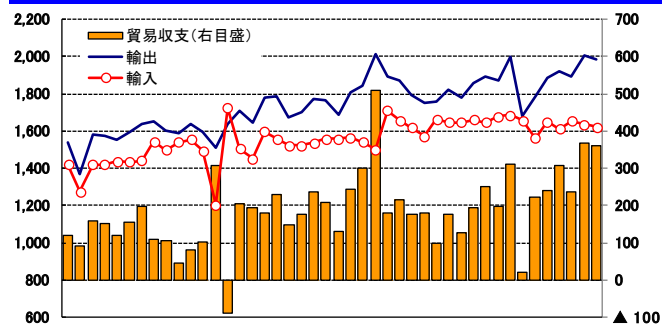
輸入は、7月の前年同月比▲1.5%から8月は▲2.1%へマイナス幅が拡大した。当社試算の季節調整値でも7月に前月比▲1.0%、8月に▲0.9%と減少が続いている。資源価格の下落や内需の弱さなどが背景と考えられる。

こうした輸出入の動きを反映して、貿易収支は7月に473億ドル、8月には498億ドルへ黒字幅が拡大した。7~8月を合計すると971億ドルに上り、四半期ベースで過去最高の黒字を記録した2008年10~12月期の水準(1.143億ドル)を上回る勢いとなっている。

貿易黒字の拡大を背景に、このところ人民元相場は上昇が続いている。6月上旬に人民元相場は対ドルで1ドル=6.25元前後まで下落したが、以降は上昇傾向にあり、9月に入り6.15元を上回る人民元高水準で

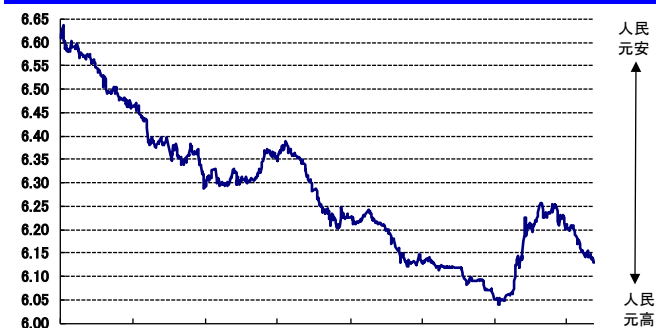
推移している。ファンダメンタルズからみれば、米国の長期金利は金融緩和の終了を織り込みながら上昇、中国の金利は低位安定しているため、金利差は人民元安ドル高要因となっているが、貿易黒字の拡大が実需を通じて人民元相場を押し上げていると考えられる。

輸出入と貿易収支の推移(季節調整値、百万ドル)



(出所) CEIC DATA

人民元相場の推移(元/米ドル)



(出所) CEIC DATA

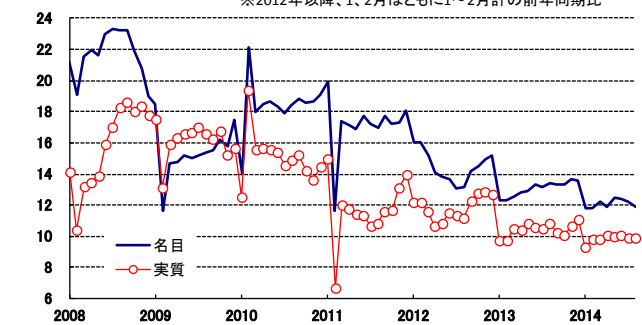
個人消費：各種販売統計が伸び悩み

国内需要は減速傾向を明確にしている。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、7月の前年同月比+12.2%から8月は+11.9%へ伸びが鈍化した。伸びの鈍化は3ヵ月連続である。物価上昇分を除いた実質でも、7月の前年同月比+9.9%と変わらずで、伸び悩んでいる。名目で12%程度、実質で10%程度という伸び自体は決して低くはないものの、政府が今年目標とする14.5%(名目)を下回る状況が続いており、個人消費は期待されているほどには拡大していない。

乗用車販売も伸び悩んでいる。8月の乗用車販売台数は前年同月比+8.5%となり7月の+9.7%から伸びが鈍化した。当社試算の季節調整値では、7月の前月比▲0.5%(年率1,943万台)から8月は+0.2%の年率1,946万台へ持ち直したが、7~8月平均の水準(1,945万台)は4~6月期(1,950万台)を0.3%下回り、頭打ちしている。

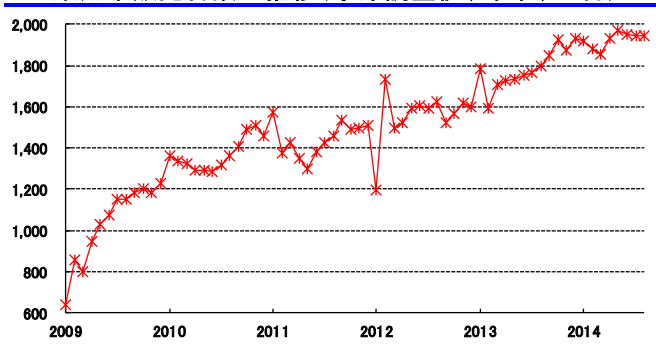
社会商品小売総額の推移(前年同月比、%)

※2012年以降、1、2月はともに1~2月計の前年同期比



(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：一段と減速

1~8月累計の固定資産投資(都市部)は、前年同期比+16.5%となり、1~7月累計の+17.0%から伸びが鈍化した。そのため、単月では7月の前年同月比+15.7%から8月は+13.8%へ伸びが鈍化した計算²⁾になる。政府は今年通年の目標を前年比+17.5%としているが、その達成が困難になりつつある。

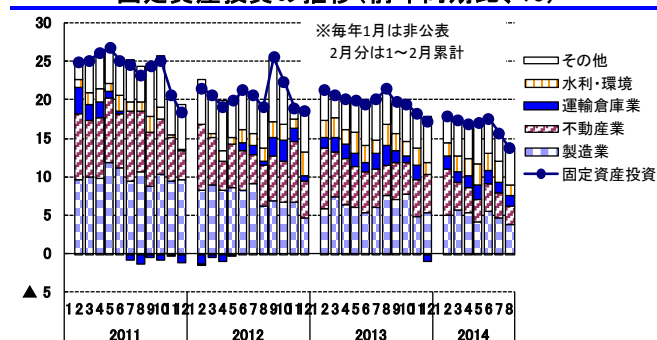
²⁾ 2011年の実数実績値を基準に当社にて試算。

業種別に見ると、全体の34.0%(2013年)を占める製造業が7月の前年同月比+13.7%から8月は+11.3%へ鈍化したことが目立つ。鉄鋼業で前年割れが続いているほか、食品加工業も昨年後半以降の減速傾向に歯止めが掛からず、年初から持ち直し傾向にあった一般機械や電気機械などが息切れしている。製造業の業績は、一部の分野で製品需給悪化の影響はある一方で人民元相場下落の恩恵もあり、多くの分野で好転しているが、過剰供給構造や人件費上昇などによる競争力の低下、先行きに対する不透明感などが設備投資の抑制につながっているとみられる。

製造業以外では、運輸倉庫(シェア8.0%、7月前年同月比+15.7%→8月+15.5%)や水利・環境(シェア8.5%、7月+33.5%→8月+16.0%)といったインフラ関連の一部でも伸びが鈍化した。運輸倉庫のうち、高速道路(7月+11.6%→8月+16.2%)は持ち直したが4~6月期(+23.7%)に比べれば伸びは鈍化、鉄道(7月+41.6%→8月+24.6%)は増勢が弱まっており、インフラ投資前倒しの効果がピークアウトしつつある可能性が示されている。

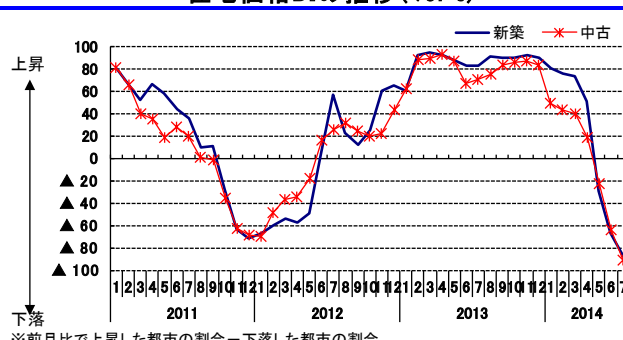
不動産業(シェア25.5%)も7月の前年同月比+13.5%から8月は+10.0%まで減速した。当社が試算した住宅価格DI(住宅価格が前月比で上昇した都市の割合から下落した都市の割合を差し引いたもの)が、5月に新築、中古とも2012年5月以来のマイナスに転じ、7月には新築▲89、中古▲91までマイナス幅が拡大、わずか2ヵ月間で住宅市場総崩れの状況まで悪化するなど、住宅市場の悪化を受けたものとみられる。

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)



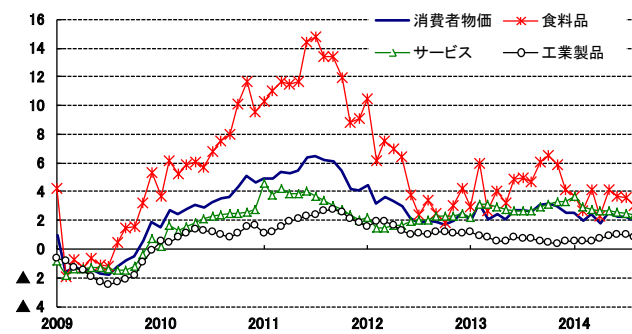
(出所) CEIC DATA

消費者物価上昇率が一段と低下しデフレ警戒が必要な状況へ

需要の回復力が弱く製品需給の改善が遅れる中で、8月の消費者物価は7月の前年同月比+2.3%から+2.0%へ鈍化した。食料品(7月前年同月比+3.6%→8月+3.0%)やサービス(7月+2.5%→8月+2.4%)の伸びの鈍化が続くなかで、工業製品(7月+1.0%→8月+0.8%)も伸びが鈍化し、物価は全体的に上昇ペースを弱めている。

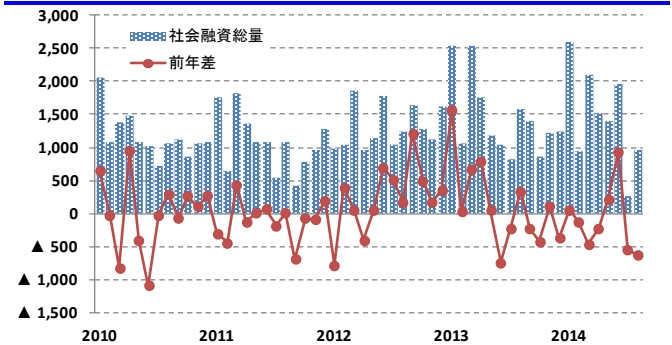
物価上昇率の低下には、資金供給の抑制も貢献している可能性がある。社会融資総量は7月に前年同月比▲5,460億元の2,731億元、8月も前年同月比▲6,267億元の2,957億元と前年比で減少が続き、マネーサプライ(M2)は7月の前年同月比+13.5%から8月は+12.8%へ伸びが鈍化、今年の政府目標である13%を今年初めて下回った。マネーの抑制が、主に固定資産投資の増勢鈍化を通じて景気の減速、物価の上昇抑制につながっているということであろう。

消費者物価の推移(前年同月比、%)



(出所) 中国国家统计局

社会融資総量の推移(10億元)



(出所) 人民銀行

こうした景気や物価動向に対して、中国政府は基本的に静観の構えを崩していない。李国強首相は、9月10日に天津で行った講演の中で、一時的な経済指標の悪化によって中長期的な課題である構造改革の手を緩めるつもりはないと明言した³。しかしながら、物価はデフレを懸念すべき状態となりつつあり、固定資産投資は政府目標を下回り一部に景気の先行きを悲観して抑制する動きも見られること、人民元の上昇が輸出の回復を阻害する恐れがあることなども勘案すると、景気が9月に十分なりバウンドを見せない場合、何らかの景気刺激策を打ち出す可能性が高いと考えるべきであろう。その際には、これまでの限定的な金融緩和の範囲を広げることを含めた対策が検討されることとなろう。

その結果、追加対策の有無に関わらず 7~9月期以降の成長率は7%台を維持し、2014年通年では政府目標である「7.5%前後」の範囲という解釈が可能な7.3~7.4%程度に着地する可能性が高いと考えられる。2015年については、目標が「7%前後」に引き下げられ、実際の成長率も7%程度か、それを若干上回る程度に落ち着くと予想する。

³ 9月14日 bloomberg 報など。