Nov17, 2014　　No.2014-111

伊藤忠経済研究所

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

中国経済：成長ペースの鈍化が続くも政府の許容範囲

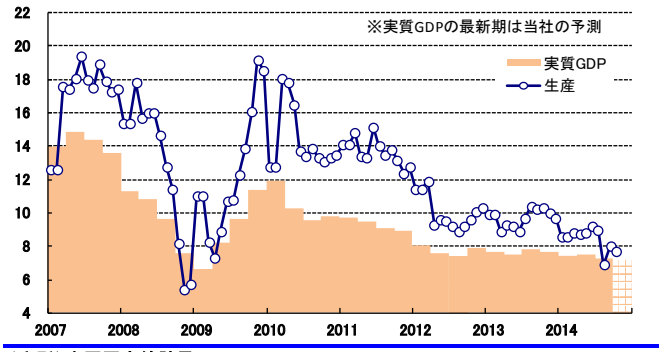
10 月の主要経済指標は、中国経済が引き続き減速傾向にあることを示した。10 月の工業生産は 7～9 月期から減速、生産者物価の下落幅も拡大した。輸出は人民元高の影響などから増勢が鈍化、個人消費は減速傾向から脱せず、固定資産投資も減速傾向に歯止めが掛かる兆しが見られる程度であり、需要は総じて弱い。インフレも極めて落ち着いているが、労働需給はタイトな状況が続いており、政府が積極的な景気刺激策を打ち出す状況には至っていない。

10 月の主要指標は成長ペースの鈍化を示唆

今月 13 日に 10 月の主要指標が概ね出揃ったが、実質 GDP と連動性の強い**工業生産は、9 月の前年同月比＋8.0%から＋7.7%へ伸びが鈍化**した。7～9 月期の工業生産は前年同期比＋8.0%程度だったとみられることから、**11 月以降の工業生産も 10 月と同程度の伸びが続いた場合、10～12 月期の実質 GDP 成長率は 7～9 月期の前年同期比＋7.3%から更に低下する可能性が高い**。そして、仮に 10～12 月期の実質 GDP 成長率が前年同期比＋7.2%となれば、2014 年通年の成長率は前年比＋7.3%程度となる。政府は 2014 年通年の成長率目標を＋7.5%「前後」としていたが、この「前後」の範囲を±0.2%Pt としても、かろうじて目標を達成する程度の成長にとどまることになる。

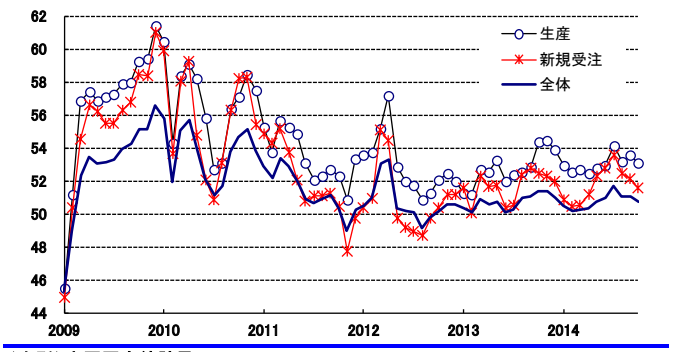
工業生産の伸びの鈍化は、11 月初めに発表された製造業 PMI 指数から、ある程度予想することはできた。10 月の**製造業 PMI 指数は、全体で 9 月の 51.1 から 50.8 へ低下**したが、内訳を見ると、**新規受注指数の低下（9 月 52.2→10 月 51.6）を受けて生産指数も低下（53.6→53.1）**している。在庫指数は、原材料（9 月 48.8→10 月 48.4）、製品（47.2→47.9）とも引き続き 50 を下回っており、過剰な在庫の積み上がりには至っていないようであるが、**需要の伸び悩みを背景に生産活動が抑制されている**模様である。

工業生産と実質GDPの推移（前年比、%）



（出所）中国国家統計局

製造業PMI指数の推移



（出所）中国国家統計局

需要の緩慢な拡大により製品需給の悪化が続く

こうした生産抑制圧力の高まりは、製品需給の状況からも確認できる。**生産者物価は、工業製品全体で 9 月の前年同月比▲1.8%から 10 月は▲2.2%へマイナス幅が拡大**、川下分野の消費財（9 月前年同月比＋0.1→10 月 0.0%）が前年比横ばいとなり、川上の生産財（▲2.4%→▲3.0%）は今年 3 月以来のマイナス幅まで落ち込んだ。原油の国際価格下落を受けて原油ガス（9 月前年同月比▲2.1%→10 月▲8.2%）や燃料

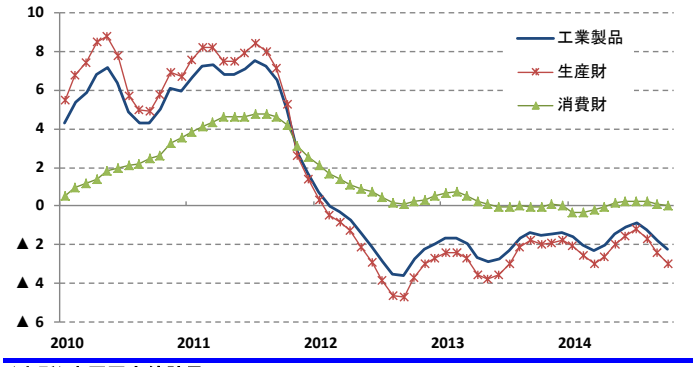
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

（▲6.4%→▲8.1%）の価格が下落した影響もあるが、鉄鉱石（▲12.6%→▲14.7%）や鉄鋼（▲7.9%→▲8.5%）、化学繊維（▲3.8%→▲4.8%）や繊維製品（▲0.8%→▲1.2%）など、川上、川下問わず幅広く価格が下落しており、製品需給は一段と悪化、製造業の生産活動を下押ししている。

輸出：人民元高などから増勢鈍化

成長鈍化の起点となった需要動向を見ると、輸出は堅調な拡大を続けているが、伸びはやや鈍化している。通関輸出額（ドルベース）は、9 月の前年同月比＋15.1%から 10 月は＋11.6%へ伸びが鈍化した。当社試算の季節調整値でも、9 月の前月比＋2.0%から 10 月は+1.0%へ減速しており、10 月の水準は 7～9 月期を 2.0%上回るにとどまった。10 月単月での判断とはいえ、7～9 月期の前期比＋5.7%と比べると勢いの弱まっている印象は拭えない。

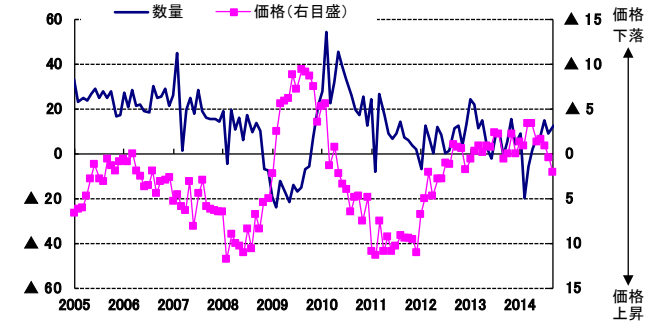
生産者物価の推移（前年同月比、%）



（出所）中国国家統計局

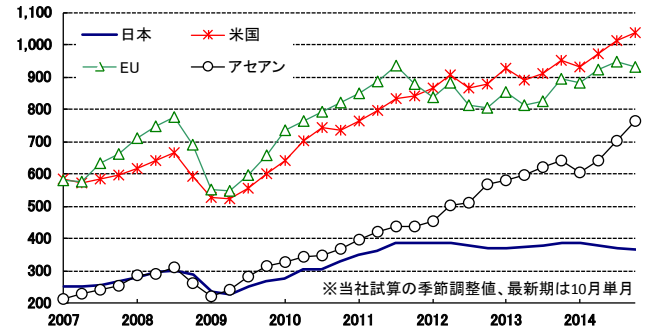
増勢鈍化の要因としては、9 月に香港向け輸出が急増（前月比＋20.6%[1]）した反動が出た部分はあるものの、人民元相場の上昇による影響も一因として挙げられよう。通関輸出数量指数は、2014 年初からの人民元相場の下落を受けて輸出価格（ドルベース）が下落したことを追い風に、2014 年 5 月に前年同月比＋5.4%と 4 ヶ月ぶりのプラスに転じ、7 月以降は概ね 10%前後の伸びを続けていた。しかしながら、夏場以降の人民元上昇により、輸出価格は 8 月に 8 ヵ月ぶりの前年同月比プラス（＋0.5%）に転じ、9 月（＋2.1%）には伸びを高めている。過去において、輸出価格の上昇が続くと輸出数量の伸びが鈍化、ないしはマイナスに転じる傾向が見られることを踏まえると、今後も人民元が上昇し、輸出価格の上昇が続けば、輸出は数量面から下押しされる恐れがある。人民元の対米ドル相場は、10 月下旬に 1 ドル＝6.12 元を割り込んでドル安元高が進んだが、足元では 6.12 元台へ戻しており、元高の進行に歯止めが掛かる兆しも見られるが、今後の動向は景気の先行きを左右する一つの重要なカギを握っていると言え、その動向が注目される。

輸出数量指数と価格指数の推移（前年同月比、%）



（出所）中国海関総署

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

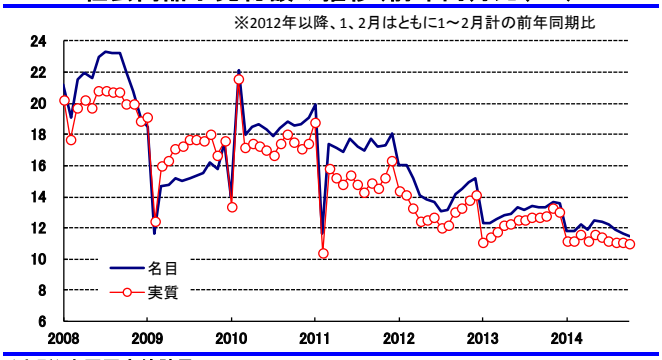
[1] 前年同月比で見ても、8 月の▲2.1%から 9 月は＋34.0%へ大きく伸びを高めた。香港向け輸出には、外貨調達のための架空取引が含まれることが多いとされていたが、2013 年春頃以降は政府が取り締まりを強化したことから一旦は減少していた。9 月の急増が、こうした架空取引によるものかどうかは不明。

また、仕向地別の動向を見ると、アセアン向け（2013 年シェア 11.0%）の 10 月の水準は 7～9 月期を 8.8%も上回り、米国向け（シェア 16.7%）も 10 月は 7～9 月期を 2.5%上回るなど、景気が相対的に好調な両地域向けの輸出は堅調な拡大が続いている。その一方で、景気が減速気味の EU 向け（シェア 15.3%）は、10 月の水準が 7～9 月期を 1.5%下回り、消費増税後の景気停滞が続く日本向け（シェア 6.8%）も 10 月は 7～9 月期を 1.8%下回った。総じて、仕向地の景気動向に応じた輸出動向となっている。今後も米国向けとアセアン向けが輸出の拡大を牽引することとなろう。

個人消費：全体としては減速傾向から脱せず

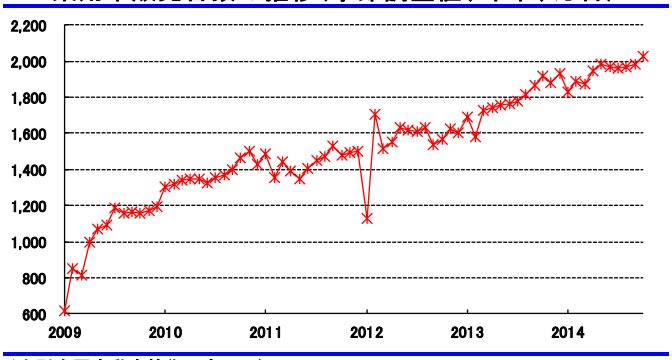
国内需要の伸び悩みは、輸出よりも明確である。個人消費の代表的な指標である小売販売（社会商品小売総額）は、9 月の前年同月比＋11.6%から 10 月は＋11.5%へ伸びが鈍化した。伸びの鈍化は 5 ヵ月連続となる。物価上昇分[2]を除いた実質でも、9 月の前年同月比＋11.1%から 10 月は＋11.0%へ伸びが鈍化しており、5 月（＋11.6%）以降の減速傾向から脱していない。なお、1～10 月累計では前年同期比＋12.0%（名目）であり、政府が今年の目標とする 14.5%の達成は相当困難となった。

社会商品小売総額の推移（前年同月比、%）



（出所）中国国家統計局

乗用車販売台数の推移（季節調整値、年率、万台）



（出所中国自動車技術研究センター

ただし、乗用車販売は底堅い動きを見せた。10 月の乗用車販売台数は 9 月と同じ前年同月比＋6.4%となり、当社試算の季節調整値では、9 月の前月比＋0.7%（年率 1,986 万台）から 10 月は前月比＋2.2%の年率 2,030 万台と過去最高を更新した。中国の新車市場は頭打ちが懸念されて久しいが、低い普及率[3]と急速に高まる所得水準[4]を背景に、堅調な拡大を続けている。

固定資産投資：減速に歯止めが掛かる兆しあるが増勢加速は期待薄

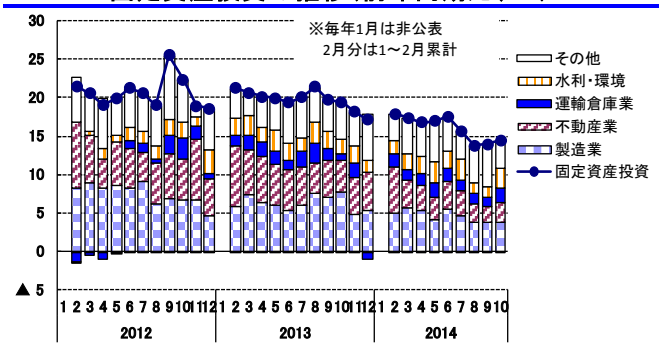
1～10 月累計の固定資産投資（都市部）は、前年同期比＋15.9%となり、1～9 月累計の＋16.1%から伸びが鈍化した。単月では 9 月の前年同月比＋13.9%から 10 月は＋14.4%へ伸びが高まった[5]が、10 月の伸びは 7～9 月期の前年同期比＋14.4%と同じであり、伸びの鈍化に歯止めが掛かりつつあるといった程度である。そのため、政府が今年通年の目標としている前年比＋17.5%の達成は相当困難であろう。

業種別に見ると、全体の 34.0%（2013 年）を占める製造業が 7～9 月期の前年同期比＋12.3%から 10 月単月は＋11.3%へさらに鈍化し減速が続いた。過剰供給構造是正に向けた投資抑制の動きが続いていると

[2] これまで消費者物価総合指数にて実質化していたが、総合指数はサービスを含んでいることを勘案して、今回より消費者物価の工業品指数にて実質化している。
[3] 自動車保有率は都市部に限っても 2012 年末で 21.5%にとどまっている。
[4] 一人当たり GDP は 2013 年の 6,800 ドル程度から、2014 年は 7,300 ドル程度へ増加する見込み（当社予想）。
[5] 2011 年の実数実績値を基準に当社にて試算。

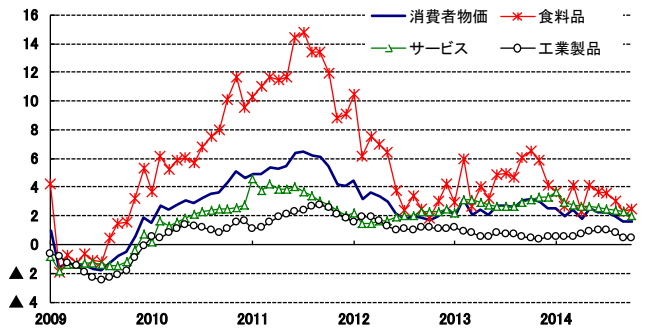
みられる。**不動産業（シェア 25.5%）も、10 月は前年同月比＋10.9%となり 9 月（＋8.0%）から伸びが高まったものの、7～9 月期の前年同期比＋12.6%に比べると鈍化しており、減速基調を脱するには至っていない**。住宅価格の下落が全国的に広がっており、底入れには今しばらく時間を要するとみられる。一方で、**インフラ関連が中心の運輸倉庫（シェア 8.0%）が 7～9 月期の＋15.1%から 10 月は＋22.5%へ、水利・環境（シェア 8.5%）が 7～9 月期の＋21.3%から 10 月は＋29.0%へ、それぞれ伸びを高めた**。景気に配慮して政府がインフラ投資を積極化している可能性があるが、いずれにしても固定資産投資全体の増勢を強めるほどの大規模なインフラ投資拡大は行わないとみられる。

固定資産投資の推移（前年同期比、%）



（出所）中国国家統計局

消費者物価の推移（前年同月比、%）



（出所）中国国家統計局

消費者物価：低い伸びが続く

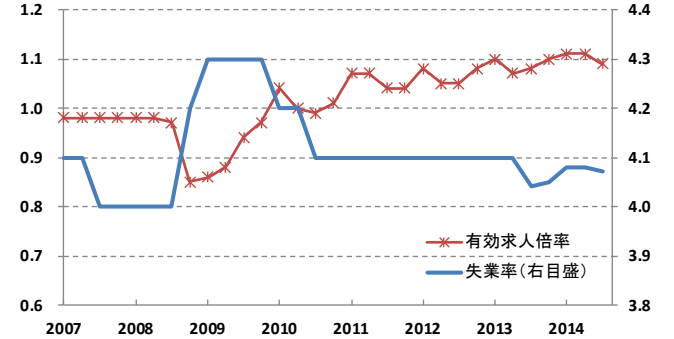
景気の減速を反映して、消費者物価上昇率は低位での推移が続いている。**10 月の消費者物価は 9 月と同じ前年同月比＋1.6%という低い伸びにとどまった**。食料品（9 月前年同月比＋2.3%→10 月＋2.5%）は若干伸びが高まったものの、工業製品（9 月＋0.5%→10 月＋0.5%）の低い伸びが続き、サービス（9 月＋2.3%→10 月＋2.0%）は伸びが一段と鈍化した。その結果、食品とエネルギーを除いた**コア消費者物価は 9 月の前年同月比＋1.5%から 10 月は＋1.4%へ更に低下**している。

政府が許容する成長率の下限は低下

こうした景気や物価動向に対して、政府は相変わらず金融緩和など全体的な景気刺激策に対する慎重な姿勢を崩していない。その背景には、**成長ペースの減速にもかかわらず労働需給が引き続きタイト**なことがある。都市部の失業率は、2013 年 7～9 月期に 4.04%まで低下した後、2014 年 1～3 月期に 4.08%へ上昇したが、7～9 月期には 4.07%へ小幅ながら再び低下した。また、有効求人倍率は、2014 年 4～6 月期の 1.11 倍から 7～9 月期は 1.09 倍へ低下したものの、依然として歴史的な高水準で推移している。

政府の成長率目標は、失業者を増やさない、つまり労働需給を軟化させない程度の水準に設定されるが、こうした労働市場の状況は、7～9 月期の前年同期比＋7.3%という成長ペースが決して低過ぎないことを示している。**政府が許容する成長率の下限は、7%近くまで低下している可能性**があろう。

労働需給の状況（都市部、%）



（出所）CEIC DATA