

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

減速に歯止めが掛からず利下げに追い込まれた中国経済

人民銀行は約2年半ぶりの利下げに踏み切った。輸出の増勢鈍化を主因に需要が伸び悩み、製品需給の悪化からデフレ圧力が高まっていることが背景にある。工業生産の動向から判断すると10～12月期の実質GDP成長率は前年同期比7%近くまで低下した可能性がある。ただ、内需には下げ止まりの兆しも見られており、利下げは人民元相場の下落を通じて輸出の復調、ひいては需給の改善、景気の持ち直しを支援する材料となろう。

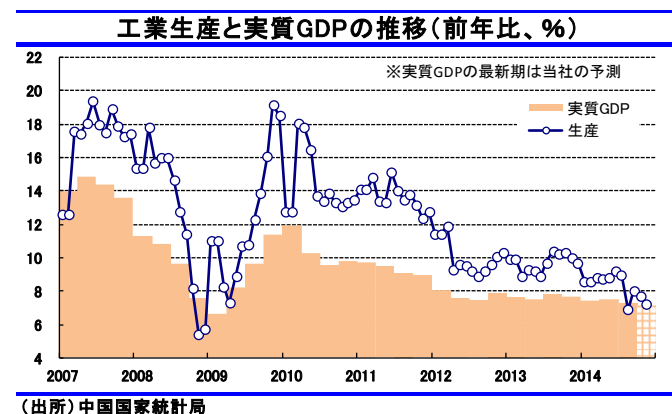
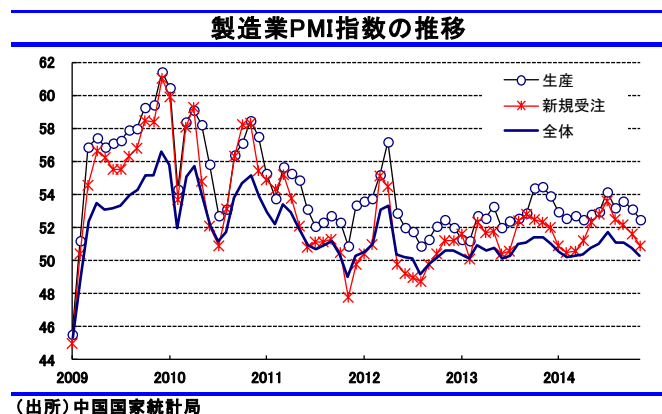
利下げに踏み切った人民銀行

人民銀行は11月21日、政策金利である1年物貸出金利を6.0%から5.6%へ、1年物定期預金金利を3.00%から2.75%へ引き下げると発表、翌22日に実施した。利下げは2012年7月以来、約2年半ぶりとなる。

これまで人民銀行は、景気が減速気味に推移していたにもかかわらず、労働市場の底堅さなどを理由に利下げなど全体的な金融緩和を控え、中小企業や農村部向けの金融機関に限定した預金準備率引き下げという部分的な金融緩和にとどめていた。そうした中で利下げに踏み切ったのは、いよいよ労働市場へも悪影響が及ぶほどに景気が悪化していると政府・人民銀行が判断したからであろう。

需要伸び悩みで生産抑制

実際に、各種経済指標は景気の一段の悪化を示している。製造業PMI指数は、10月の50.8から11月は50.2へ低下、好不調の境目である50をこらうじて上回る程度まで悪化した。内訳を見ると、新規受注指数が10月の51.6から50.9へ低下したことが目立つ。需要の伸び悩みを映じたものとみられ、特に新規輸出受注が48.4まで悪化（10月は49.9）しており、輸出が低調な模様である。在庫関連指数はいずれも50を大きく下回っており在庫の過度な積み上がりはないようであるが、生産指数の低下（10月53.1→11月52.5）が示す通り、需要の落ち込みが生産活動の抑制につながっている。



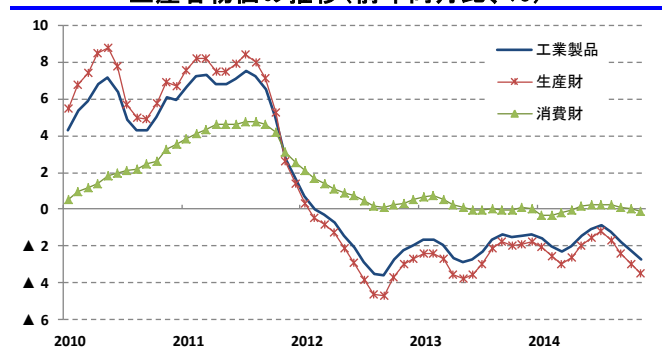
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

工業生産も、10月の前年同月比+7.7%から+7.2%へ伸びが鈍化した。その結果、10～12月期の工業生産の伸びは、前年同期比+8.0%程度だったとみられる7～9月期を下回る可能性が高まった。工業生産は実質GDPと連動性が高いことから、10～12月期の実質GDP成長率も7～9月期の前年同期比+7.3%から更に低下し、12月の状況次第では7%程度まで落ち込む可能性もある。李克強首相は、7.2%成長を労働市場が悪化しない最低ラインとしていたが、これを下回る可能性が高まったことが、今回の利下げの最大の理由であろう。

製品需給の悪化が続く

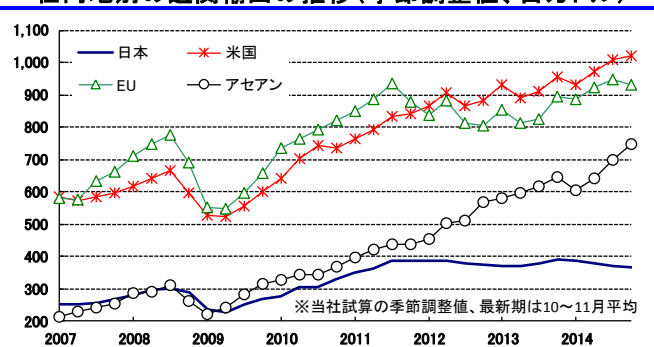
このように生産を抑制しているにもかかわらず、製品需給は一段と悪化している。生産者物価は、工業製品全体で10月の前年同月比▲2.2%から11月は▲2.7%へマイナス幅が一段と拡大、川上分野の生産財(10月前年同月比▲3.0%→11月▲3.5%)は2013年6月以来のマイナス幅まで落ち込み、川下分野の消費財(10月0.0%→11月▲0.1%)も7ヵ月ぶりのマイナスに転じた。原油の国際価格の下落が続いていることを受けて原油ガス(10月▲8.2%→11月▲13.0%)や燃料(▲8.1%→▲11.2%)の下落幅が拡大したほか、鉄鉱石(▲14.7%→▲16.6%)や鉄鋼(▲8.5%→▲8.9%)、化学繊維(▲4.8%→▲5.6%)や繊維製品(▲1.2%→▲1.5%)など、川上から川下へ価格下落が波及する動きも見られる。こうした状況が長期化すれば、製造業の業績が悪化し雇用や賃金、設備投資が抑制され一段と景気を悪化させる「デフレ・スパイラル」に結び付きかねないことが、政府に利下げを促す大きな要因になったとみられる。

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：先進国向けを中心に増勢鈍化

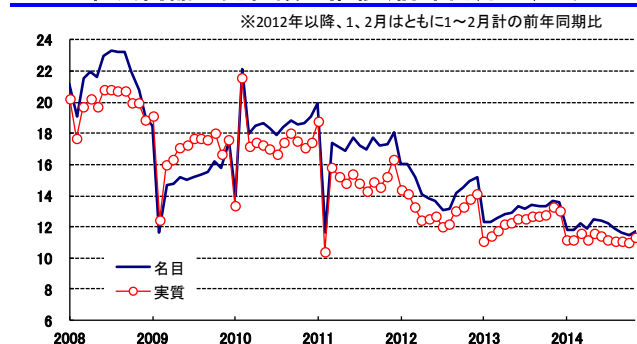
主な需要動向を見ると、製造業 PMI 指数が示す通り、輸出の増勢は鈍化している。通関輸出額(ドルベース)は、10月の前年同月比+11.6%から11月は+4.7%へ大きく伸びが鈍化した。当社試算の季節調整値でも、10月の前月比+0.9%から11月は▲2.3%と減少に転じており、10～11月平均の水準は7～9月期を0.7%上回るにとどまった。7～9月期の前期比+5.5%と比べると勢いは明確に弱まっている。

仕向地別の動向を見ると、アセアン向け(2013年シェア11.0%)は10～11月平均が7～9月期を7.1%も上回り好調を持続したが、米国向け(シェア16.7%)は10～11月平均が7～9月期を1.2%上回るにとどまり、EU向け(シェア15.3%)は10～11月平均が7～9月期を1.4%、日本向け(シェア6.8%)も1.7%それぞれ下回るなど、先進国向けが総じて低調であった。EUや日本向けの低迷は、これらの地域の景気回復が遅れていることを勘案すれば違和感はないが、景気好調な米国向け輸出の減速には、6月以降の人民元相場の上昇が影響している可能性があるだろう。

個人消費：下げ止まりの兆し

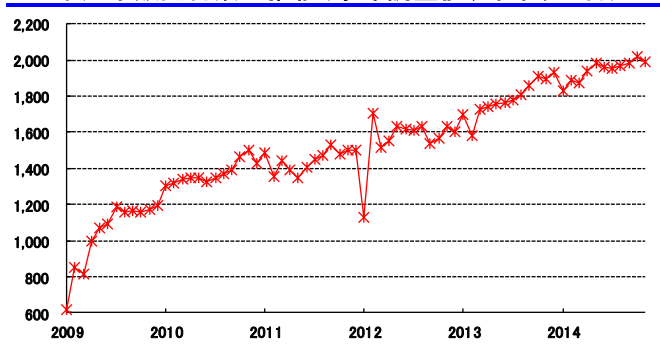
輸出の停滞感が強まる中で、これまで伸び悩んでいた国内需要には、やや明るさが見られる。個人消費の代表的な指標である小売販売（社会商品小売総額）は、10月まで5ヵ月連続で減速していたが、11月は前年同月比+11.7%となり10月の+11.5%から伸びが高まった。物価上昇分¹を除いた実質でも、10月の前年同月比+11.0%から11月は+11.3%へ伸びが高まっており、5月（+11.6%）以降の減速傾向によりやく歯止めが掛かった。なお、1～11月累計では前年同期比+12.0%（名目）であり、政府が今年目標とする+14.5%の達成は事実上不可能である。

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) 中国自動車技術研究センター

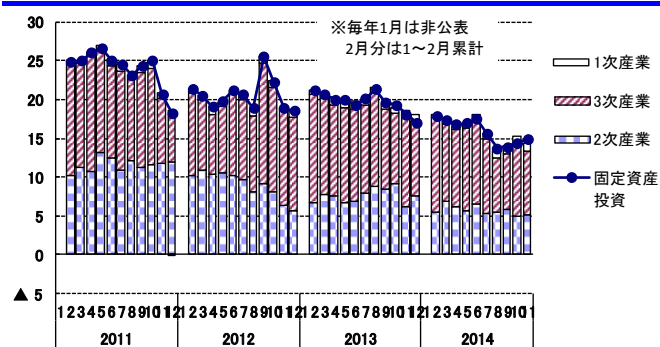
一方で、乗用車販売は勢いを失っている。11月の乗用車販売台数は10月の前年同月比+6.4%から+4.7%へ伸びが鈍化、当社試算の季節調整値でも過去最高の年率2,023万台から前月比▲1.7%の年率1,988万台へ減少した。とはいえ、1～11月累計の販売台数は1,764万台に達し、2014年通年で2013年の1,793万台を上回することは確実である。自動車需要は底堅く拡大していると評価できよう。

固定資産投資：伸びの鈍化傾向には歯止め掛かる

1～11月累計の固定資産投資（都市部）は、前年同期比+15.8%となり、1～10月累計の+15.9%から伸びが鈍化した。ただし、単月では10月の前年同月比+14.4%から11月は+14.9%へ伸びが高まった²。伸びが高まったのは3ヵ月連続であり、11月の伸びが7～9月期の前年同期比+14.4%を上回ったことから判断すると、固定資産投資の伸びの鈍化傾向によりやく歯止めが掛かったと言えそうである。しかしながら、政府が今年通年の目標としている前年比+17.5%の達成は事実上不可能である。

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10～11月平均も+12.3%と底入れの動きが見られた。また、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10～11月平均は+15.5%、水利・環境（シェア8.5%）が7～9月期の

固定資産投資の推移（前年同期比、%）



(出所) 中国国家统计局

¹ 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。

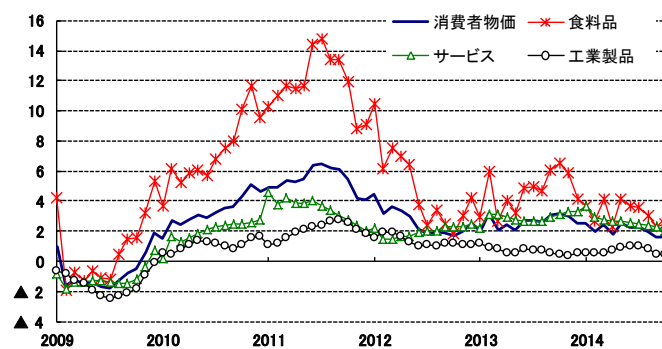
² 2011年の実数実績値を基準に当社にて試算。

+21.3%から 10～11 月平均は+28.0%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。

消費者物価：デシインフレの様相を強める

景気の減速を反映して、消費者物価上昇率は一段と低下した。11 月の消費者物価は 10 月の前年同月比+1.6%から+1.4%へ伸びが鈍化した。食料品（10 月前年同月比+2.5%→11 月+2.3%）が低い伸びにとどまったほか、製品需給の軟化を背景に工業製品（10 月+0.5%→11 月+0.4%）の伸びが鈍化、サービス（10 月+2.0%→11 月+1.8%）も 2012 年 5 月以来の伸びへ低下した。そのため、食品とエネルギーを除いたコア消費者物価も 10 月の前年同月比+1.4%から 11 月は+1.3%へ更に低下しており、デシインフレの様相を強めている。

消費者物価の推移（前年同月比、%）



（出所）中国国家统计局

利下げにより人民元相場下落、株価急上昇

こうした景気や物価動向を受けて、政府・人民銀行は冒頭の通り、ようやく利下げに踏み切った。これに対して市場は、それまで政府が利下げに否定的であったこともあり、人民元の下落と株価の急上昇という形で反応した。人民元の対ドル相場は、11 月 20 日の 1 ドル=6.12 元程度から 12 月 9 日には 6.18 元程度まで下落、上海総合指数は 11 月 20 日の 2,452.66 から 12 月 8 日には 3,020.26 と 2011 年 4 月以来の 3,000 ポイント回復、この間の上昇率は 23%にも達した。

中国では、株式の保有は一部の富裕層に偏っているとされ、株価上昇による個人消費押し上げ効果（資産効果）をさほど期待することはできないものの、人民元の上昇に歯止めが掛かり、水準をやや人民元安方向に戻したことは、輸出の復調、ひいては景気持ち直しの可能性を高めることとなろう。その意味で、今回の利下げは景気刺激という観点で一定の効果があると評価して良いであろう。

人民元相場の推移（元／米ドル）



（出所）CEIC DATA

上海総合指数の推移



（出所）CEIC DATA

成長率目標引き下げの可能性

2015 年の経済政策運営について議論する中央経済工作会议が 12 月 9 日から 11 日にかけて開催された。会議では、過剰生産設備や不動産バブル、環境悪化といった問題が生じた反省を踏まえ、これまでのよう

な数量至上主義で投資主導型の経済成長から、質を重視した技術革新を原動力とする新しい成長の姿（新常态）を目指す方針が確認され、成長の速度ではなく安定を重視するという観点から、成長率目標の引き下げも検討された模様である。新たな成長率目標は、最終的には来年3月の全人代で決定される見込みであるが、既に労働力人口が減少に転じ、労働市場を悪化させない成長ペースが切り下がっている現状を踏まえると、7%程度に引き下げられる可能性が高い。ただ、前述の通りこの10～12月期の成長率が前年同期比7%近くまで低下する見込みである状況を踏まえると、成長率目標の引き下げは現状追認に過ぎず、中国経済に対する見方を現状以上に悲観的にするものではない。それよりも、日本の2倍に達する経済規模であることを考えると決して低いとは言えない7%成長に、無事ソフトランディングできるかどうかが目点であろう。