

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

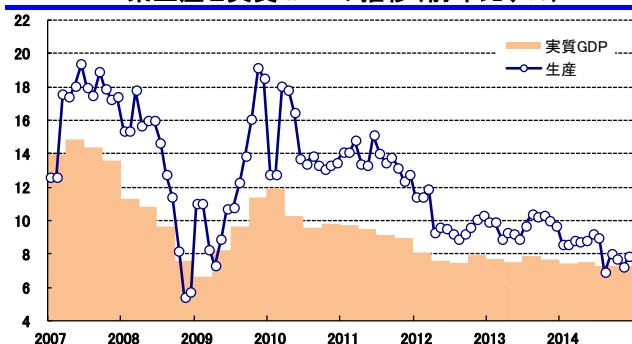
減速に一旦歯止めが掛かった中国経済（10～12 月期 GDP）

2014 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は、低下予想に反して 7～9 月期と同じ前年同期比 +7.3% となった。工業生産も 12 月にかけて持ち直しており、これらの指標を見る限り中国経済の減速には歯止めが掛かりつつある。生産者物価は 12 月にマイナス幅を拡大させたが、原油など資源価格の下落が主因であり、在庫動向は製品需給が改善に向かっていることを示唆した。そのため、今後も需要が現状程度の拡大ペースを維持できれば、景気は底固めから持ち直しに転じることが期待できる。その実現可能性は、新たな成長率目標を含めた今後の政策対応次第であろう。

2014 年の成長率は概ね目標通りの減速

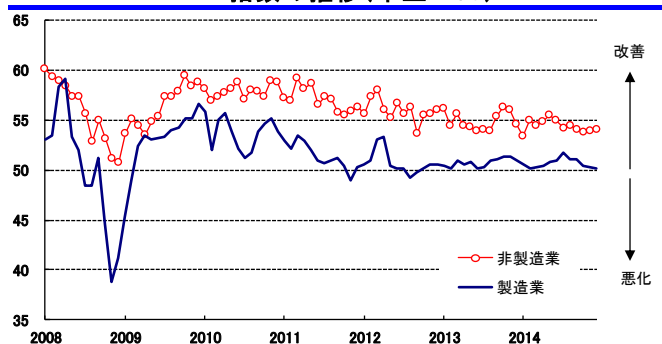
1 月 20 日に発表された 2014 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は、7～9 月期と同じ前年同期比 +7.3% となった。製造業 PMI 指数が 7～9 月期平均の 51.3 から 10～12 月期平均は 50.3 へ低下、工業生産も 7～9 月期の前年同期比 +8% 程度に対して、10 月は前年同月比 +7.7%、11 月は +7.2%、12 月は +7.9% といずれも 7% 台にとどまったことから、当社は実質 GDP 成長率も低下すると見込んでいたが¹、予想に反して底堅さを見せた²。この結果、2014 年通年の成長率は前年比 +7.4% となり、政府が目標とする +7.5% 前後の成長を概ね達成したことになる。一部に 7.5% を下回ったことをもって目標未達とする向きもあるが、いずれにしても、2013 年の成長率 +7.7% から減速したという事実には変わりはない。

工業生産と実質 GDP の推移（前年比、%）



(出所) 中国国家统计局

PMI 指数の推移（中立＝50）



(出所) 中国国家统计局

その一方で、上記の通り 10～12 月期に成長率が減速せず、工業生産の伸びは 11 月から 12 月にかけて高まるなど、景気底入れの期待感を高める動きも見られている。12 月の生産者物価（工業製品）が前年同月比 $\blacktriangle 3.3\%$ となり 11 月の $\blacktriangle 2.7\%$ から マイナス幅が拡大、2012 年 6 月以来となる 3% 台のマイナス幅を記録したが、以下に詳述する通り、主因は資源価格の下落という外生的なものであり、この数字が示すほどには製品需給は悪化していないようである。

生産者物価の内訳を見ると、生産財（11 月前年同月比 $\blacktriangle 3.5\%$ → 12 月 $\blacktriangle 4.3\%$ ）を中心に下落しており、なかでも 原油ガス（ $\blacktriangle 13.0\%$ → $\blacktriangle 19.7\%$ ）、鉄鉱石（ $\blacktriangle 16.6\%$ → $\blacktriangle 19.0\%$ ）、石炭（ $\blacktriangle 11.6\%$ → $\blacktriangle 12.2\%$ ）

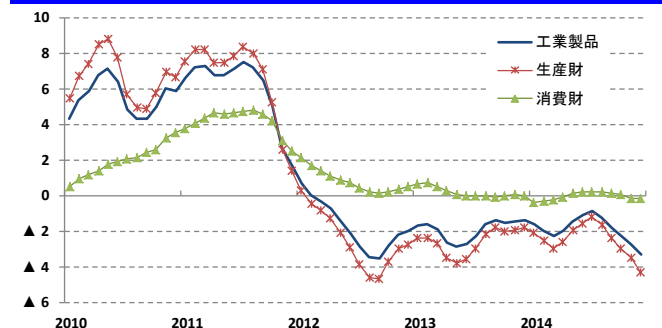
¹ 2014 年 12 月 12 日付 Economic Monitor「減速に歯止めが掛からず利下げに追い込まれた中国経済」参照。

² 実質 GDP 成長率が製造業中心の指標から乖離したことは、非製造業分野における成長加速の可能性を示唆するが、非製造業 PMI 指数は 7～9 月平均の 54.2 から 10～12 月平均は 53.9 へ低下しており、その可能性を裏付ける材料とはならなかった。

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。

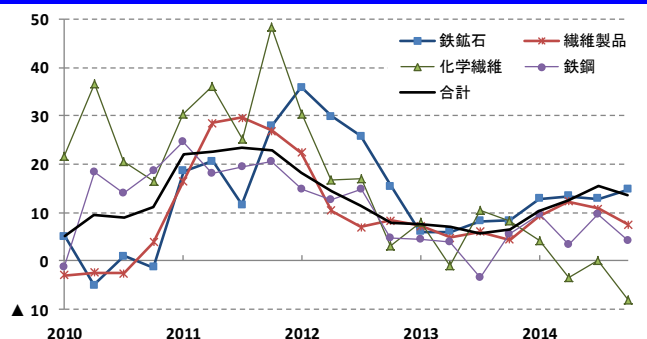
といった鉱物資源の価格下落が目立つ。さらに、これらを原材料とする燃料（▲11.2%→▲16.3%）、鉄鋼（▲8.9%→▲9.7%）のマイナス幅も大きく、ガス（+0.3%→▲2.5%）はプラスからマイナスに転じており、資源価格の下落が徐々に波及している様子がうかがえる。

生産者物価の推移(前年同月比、%)



(出所) 中国国家统计局

在庫の推移(前年同期比、%)



(出所) 中国国家统计局

在庫動向を見る限り、製品需給は改善方向にある。在庫は、全体で8月の前年同月比+15.6%から11月は+13.6%へ伸びがピークアウトしている。10～12月期の名目成長率が前年同期比+7.8%であることと比べると在庫の伸びは依然として高く、鉄鉱石（8月+12.8%→11月+14.7%）や非金属鉱物（+19.2%→+20.0%）など伸びが高まっているものもあるが、総じてみれば在庫調整は進んでいる。そのため、今後も現状程度の需要の拡大ペースを維持すれば在庫調整が一段と進展し、景気は底入れから持ち直しに向かうことが期待できる状況にある。

固定資産投資：金融緩和効果などから一旦下げ止まり

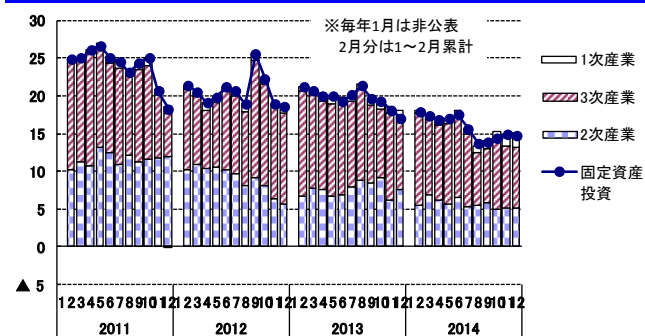
その需要動向であるが、成長率低下の主因となった固定資産投資の減速には歯止めが掛かっている。2014年1～12月累計の固定資産投資（都市部）は前年同期比+15.7%となり、1～11月累計の+15.8%から伸びが鈍化、政府が2014年通年の目標としていた前年比+17.5%を大きく下回った。また、単月でも11月の前年同月比+14.9%から12月は+14.8%へ伸びが鈍化した³。しかしながら、四半期で見れば7～9月期の前年同期比+14.4%から10～12月期は+14.7%へ5四半期ぶりに伸びを高めている。内訳を見ると、全体の33.4%（2014年）を占める製造業が7～9月期の前年同期比+12.3%から10～12月期は+12.7%へ、インフラ関連が中心の運輸倉庫（シェア8.2%）が7～9月期の+15.1%から10～12月期は+16.8%、水利・環境（シェア9.1%）が+21.3%から+22.2%へ、それぞれ伸びを高めた。

固定資産投資の減速傾向に底入れの兆しが見られる一因として、金融緩和の効果が指摘できる。人民銀行は昨年11月21日、約2年半ぶりの利下げを実施したが、これと歩調を合わせるように11月の新規貸出額は8,527億元（前年同月比+2,281億元）、12月は6,973億元（同+2,149億元）と前年を大きく上回り、貸出残高は10月の前年同月比+13.2%から11月+13.4%、12月+13.6%と伸びを高めた。その結果、12月の社会融資総量の増加額は1,694.5億元となり、6ヵ月ぶりに前年を上回った。

ただし、都市部のみとはいえ前年を10%以上上回る固定資産投資の拡大ペースは、8%程度まで低下したとみられる名目GDP成長率を依然として大きく上回っており、過剰供給力の是正という観点からは抑制余地を残している。今後当面、少なくとも政府による積極的な拡大を期待することは難しい。

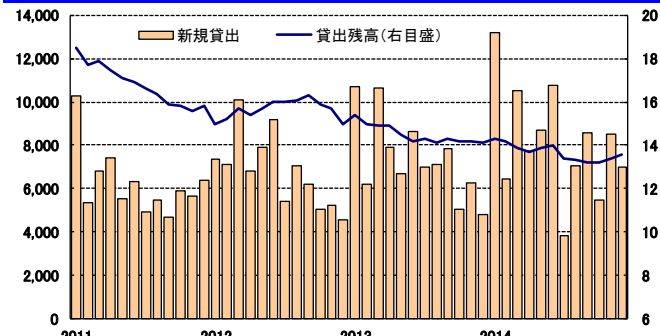
³ 2011年の実数実績値を基準に当社にて試算。

固定資産投資の推移（前年同期比、%）



(出所) 中国国家统计局

新規貸出額と貸出残高の推移（億元、前年比・%）



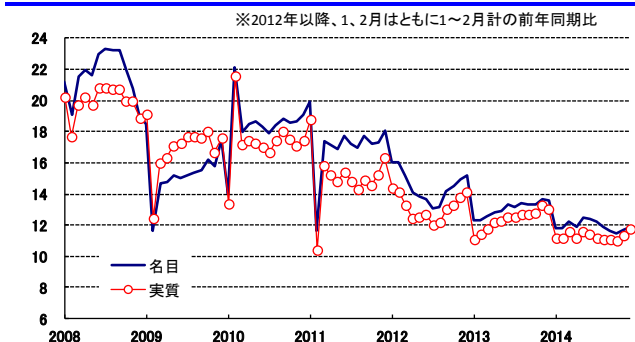
(出所) 人民銀行

個人消費：物価上昇率の低位安定により持ち直し

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、11月の前年同月比+11.7%から12月は+11.9%へ、物価上昇分⁴を除いた実質でも+11.3%から+11.8%へ伸びが高まった。名目、実質とも2ヵ月連続で増勢を強めており、個人消費は持ち直しつつあると言える。この結果、名目では7～9月期の前年同期比+11.9%から10～12月期は+11.7%への小幅鈍化にとどまり、実質では+9.9%から+10.2%へ伸びを高めた。ただ、2014年通年（名目）では前年比+12.0%にとどまり、政府目標の+14.5%だけでなく、2013年実績の+13.1%をも下回った。

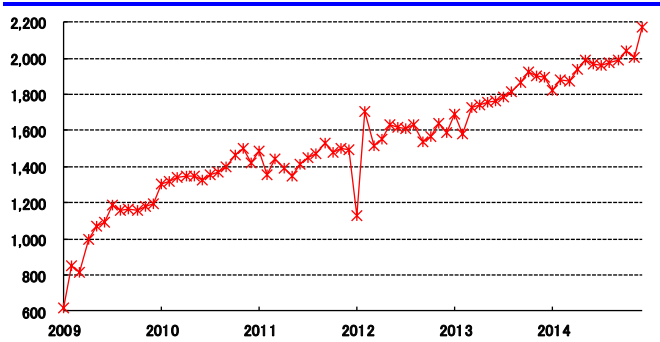
乗用車販売も勢いを取り戻している。12月の乗用車販売台数は11月の前年同月比+4.7%から+16.0%へ大きく伸びを高め、当社試算の季節調整値でも12月は年率2,173万台と過去最高を更新した。なお、2014年通年では前年比+9.9%の1,970万台に達した。中国の自動車市場は、世界一の規模となって久しいが、低い普及率を背景に引き続き比較的速いスピードで拡大している。

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）



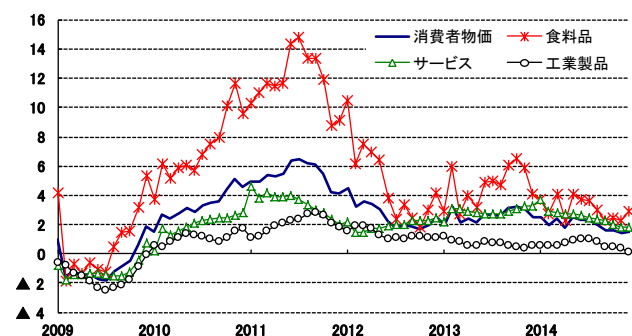
(出所) 中国自動車技術研究センター

こうした個人消費の堅調さの背景には、低い物価上昇率がある。消費者物価上昇率は、11月の前年同月比+1.4%から12月は+1.5%へ小幅ながら伸びを高めたものの、4ヵ月連続で1%台にとどまっており、依然として低い水準で推移している。天候不順の影響により食料品(11月前年同月比+2.3%→12月+2.9%)の伸びが高まったものの、原油価格の下落などを映じて光熱費を含む住居費(+1.4%→+1.0%)の伸びが鈍化、交通通信(▲0.8%→▲1.4%)のマイナス幅が拡大し、物価上昇を抑制した。

⁴ 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。

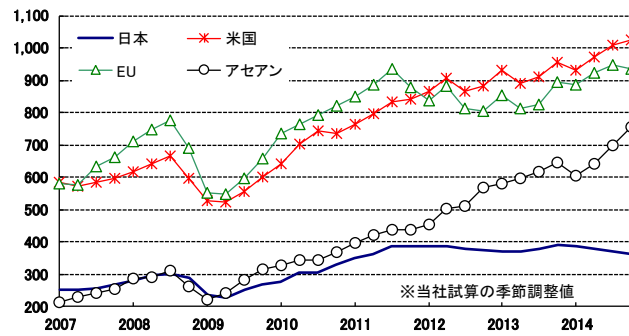
今後も、先に見た通り製品需給は改善に向かう兆しはあるものの、一般的に物価に反映されるまでに時間を要することを踏まえると、当面はこれまでの需給軟化が工業製品価格の下押し圧力となろう。さらに、原油価格の下落に伴って関連分野の価格の更なる低下が見込まれる。そのため、デフインフレ傾向が強まることはあっても、インフレ圧力が強まる状況は想定し難い。引き続き物価上昇率の低位安定が個人消費の拡大をサポートすることとなろう。

消費者物価の推移(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：生産拠点シフトの一服もあって増勢鈍化

国内需要が底入れの動きを見せる一方で、2014年の景気を下支えした輸出は勢いが弱まっている。通関輸出額(ドルベース)は、11月の前年同月比+4.7%から12月は+9.5%へ持ち直したが、それでも10~12月期では前年同期比+8.5%にとどまり、7~9月期の+12.9%から伸びが鈍化した。当社試算の季節調整値でも、7~9月期の前期比+5.5%から10~12月期は+1.2%に減速している。

仕向地別の動向を見ると、米国向け(2014年シェア16.9%)が7~9月期の前期比4.0%から10~12月期は+1.5%と増勢を維持したものの減速、EU向け(シェア15.8%)は+2.6%から▲1.3%へ減少に転じ、日本向け(シェア6.4%)は▲1.8%から▲2.1%と落ち込みが続くなど、先進国向けは総じて低調であった。なかでも日本向けは4四半期連続で減少しており低迷が顕著であるが、消費増税に伴う駆け込み需要の反動落ちのほか、円安人民元高などが影響しているとみられる。その一方で、ASEAN向け(シェア11.6%)は、7~9月期の前期比+9.1%に続いて10~12月期も+8.0%と大幅に増加した。

また、2014年通年の通関輸出額はドルベースで前年比+6.1%となり、2013年の+7.9%から減速した。2014年は年初から人民元安が進み、年間でも米ドルに対して2.5%程度下落したが、こうした追い風を受けるなかで輸出の伸びが鈍化した要因として、それまで中国への生産拠点シフトによって嵩上げされていた部分が剥落したことが挙げられる。賃金の大幅な上昇と人民元相場の持続的な上昇によって、中国は「世界の工場」から「世界の市場」へ姿を変えつつある。二桁成長と同様、「新常態」の下では輸出にも海外景気の拡大ペースを大きく上回る増勢を期待することは困難であろう。

「新常態」へのソフトランディングには引き続き適切な政策対応が必要

以上の通り、減速が続く中国経済であるが、物価の安定や金融緩和の効果もあって底入れの兆しも一部では確認された。今後、個人消費の拡大加速を促すとともに固定資産投資の下支えをし、輸出の一段の減速を阻止することで需要が現状程度の拡大ペースを維持すれば、製品需給も改善、企業業績の重石となって

いる生産者物価の下落にも歯止めが掛かり、景気は底固めから持ち直しをうかがう展開となろう。

そうした中で、政府は 2015 年の成長率目標を 7%に引き下げる可能性が高いようである。仮に成長率目標が引き下げられた場合、期待成長率の低下によって供給力の拡大が抑制されることは、軟調な需給バランスの是正に一定の効果があろう。しかし一方で、経済活動の委縮につながり需要が過度に減退するリスクも負うことになる。そのため、こうした弊害が生じないよう政府・人民銀行は何らかの手当を検討すべきである。少なくとも、期待成長率の低下に見合った実質金利の引き下げは不可避の措置であろう。先に見た通り原油など資源価格の大幅下落によって生産者物価の下げ足が速まっているため、企業経営者にデフレマインドが醸成され易くなっている。速やかな金融緩和の実施が求められる状況にあると考えられる。適切な政策対応がなされれば、中国経済は 7%前後の成長ペースを前提とした新たな需給の均衡点、いわゆる「新常态」へソフトランディングし、2015 年から 2016 年にかけて 7%程度の成長を維持すると予想する。