

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

景気の減速傾向が続きデフレ懸念強まる中国経済

2015 年入り後の中国経済は、製造業 PMI 指数が 50 割れとなるなど、再び減速の動きを見せている。輸出は日欧向けの不調により減速、牽引役として期待される個人消費は堅調拡大ながら増勢は加速せず、不動産市場は調整が続いている。こうした需要伸び悩みに資源価格の下落が加わってデフレ懸念が強まっており、政府・人民銀行の的確な対応が期待される。

1 月の経済指標は景気の減速を示唆

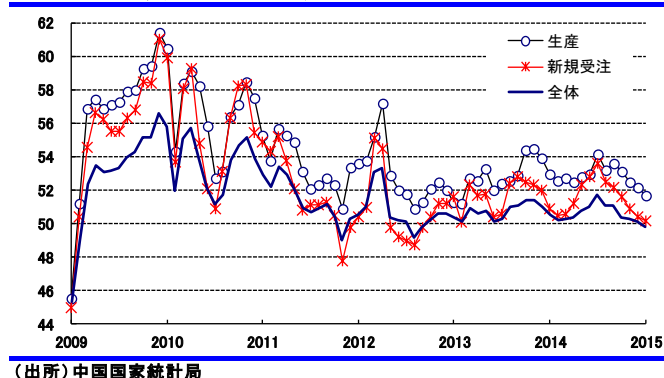
中国経済は、実質 GDP 成長率が 2014 年 10～12 月期に一旦下げ止まり（7～9 月期、10～12 月期とも前年同期比+7.3%）、工業生産も 11 月の前年同月比+7.2%から 12 月は+7.9%へ伸びを高めるなど、底入れを期待させる動きもあったが、1 月分が発表される数少ない経済指標などから判断する限り、期待に反して 2015 年に入ってから景気の減速傾向が続いている模様である。

景気動向全般を示す代表的な指標である製造業 PMI 指数は、12 月の 50.1 から 1 月は 49.8 へ低下し、景気の改善と悪化の境目である 50 を 2 年 4 カ月ぶりに割り込んだ。内訳を見ると、新規受注（12 月 50.4→1 月 50.2）の悪化を受けて生産（52.2→51.7）も低下している。特に新規輸出受注（49.1→48.4）が 50 を割り込んで低下しており、主に輸出の伸び悩みにより企業の景況感が悪化している。

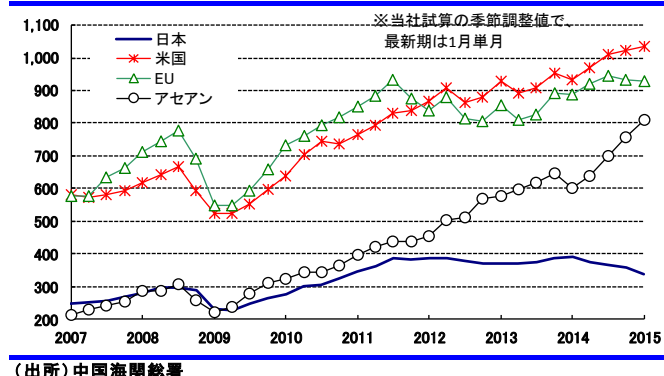
輸出は日欧向けの不調により減速

実際に、1 月の輸出（通関ベース、ドル建て）は前年同月比▲3.3%と 10 カ月ぶりのマイナスに転じた。前年 1 月は春節直前¹で駆け込み的な輸出が水準を押し上げていた部分はあるとみられるが、12 月の前年同月比+9.5%という伸びと比べると、そうした面を考慮しても弱い数字であろう。なお、当社試算の季節調整値でも前月比▲3.7%と低調であった。主な仕向地別の動向を見ると、最大シェア（16.9%、2014 年）の米国向けは、12 月の前年同月比+9.9%から 1 月に+4.8%へ伸びが鈍化した前月比+0.4%（季節調整値）と増勢を維持した。また、ASEAN 向け（シェア 11.6%）は 12 月の前年比+18.7%から 1 月も+15.5%と高い伸びを維持した（前月比+5.1%）。一方で、EU 向け（シェア 15.8%）はマイナスに転じ（12 月前年比+4.9%→1 月▲4.6%）、日本向けはマイナス幅が大きく拡大（▲7.2%→▲20.6%）しており、総じて輸出

製造業PMI指数の推移（中立=50）



仕向地別の通関輸出の推移（季節調整値、百万ドル）

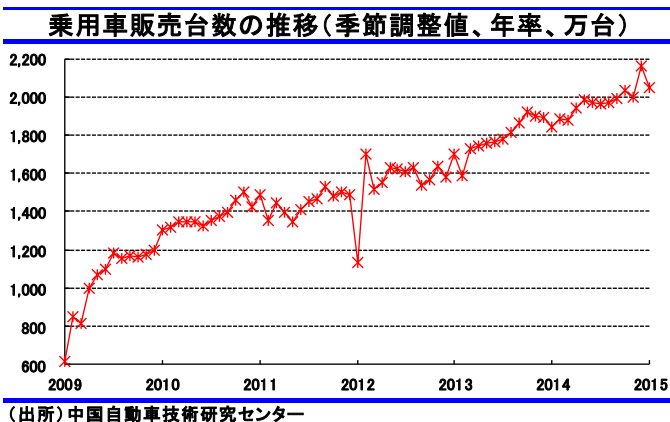


¹ 2014 年の春節休暇は 1 月 31 日から 2 月 6 日。

先の景気動向に応じた動きとなっている。

個人消費は堅調拡大も増勢は強まらず

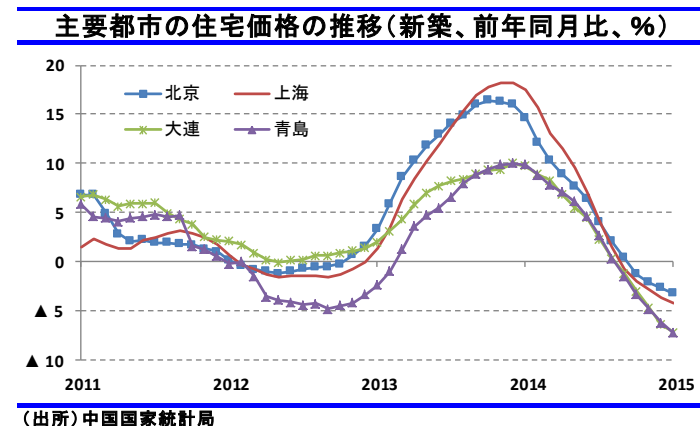
個人消費に関する指標のうち 1 月の実績が発表されるものは自動車販売くらいである。1 月の乗用車販売台数は、12 月の+16.0%からは鈍化したものの前年同月比+10.4%と高い伸びを維持した。当社試算の季節調整値でも 12 月に前月比+8.1%の大幅増（年率 2,161 万台）を記録、1 月は反動により前月比▲5.2%（年率 2,047 万台）と落ち込んだものの、減少幅は 12 月の増加分の範囲内にとどまっている。その結果、12 月と 1 月の平均（年率 2,104 万台）は 11 月までのピーク（2014 年 10 月 2,032 万台）を上回っており、乗用車販売台数は増加基調を維持していると評価できる。



春節期間（2 月 18～24 日）の消費動向も概ね堅調であった模様である。報道によると、春節最終日の 24 日は鉄道輸送客数が史上最高を更新したほか、春節期間のうちの 5 日間（2/18～22）における北京市内の商業サービス企業 120 社の売上高は前年同期比+8.4%であった²。ただ、2014 年は小売販売高（社会商品小売総額）が前年同月比+11%台半ばから 12%台半ばで推移していたことと比べると見劣りのする数字であり、個人消費は堅調な拡大を続けているが増勢が強まるほどではないという評価となろう。

住宅市場の調整が続く

固定資産投資に関しては経済指標が 1 月は発表されず、住宅価格に不動産分野の投資抑制が続いている様子を垣間見る程度である。全国主要 70 都市のうち新築住宅価格が前月より下落した都市の数は 12 月の 65 から 1 月は 64 へ減少するにとどまり、依然として全国的に住宅価格の下落が続いている。主な都市の状況を見ると、上海や大連、青島など多くの都市で 2014 年 9 月に、北京でも 10 月に住宅価格が前年同月比でマイナスに転じており、各都市とも 2015 年 1 月にはマイナス幅が一段と拡大している。



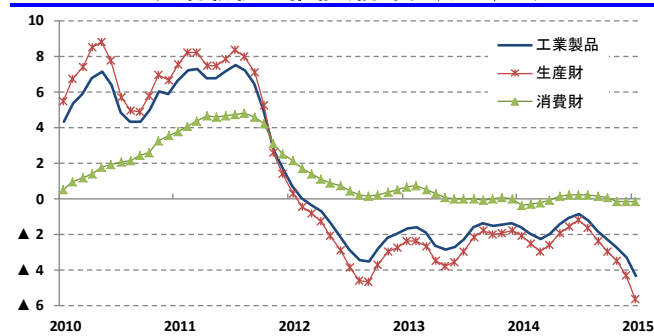
デフレ懸念強まる

こうした需要の緩慢な拡大に加え、原油など資源価格の下落が続いたことから、企業間の取引価格である生産者物価（工業製品）はマイナス幅が一段と拡大（12 月前年同月比▲3.3%→1 月▲4.3%）した。内訳を見ると、消費財は 12 月、1 月とも前年同月比▲0.2%で変わらずであったが、生産財（12 月▲4.3%→1 月▲5.6%）が下げ足を速めており、なかでも原油・ガス（▲19.7%→▲32.9%）や燃料（▲16.3%→▲22.7%）

² いずれも 2015 年 2 月 25 日 NNA 報。

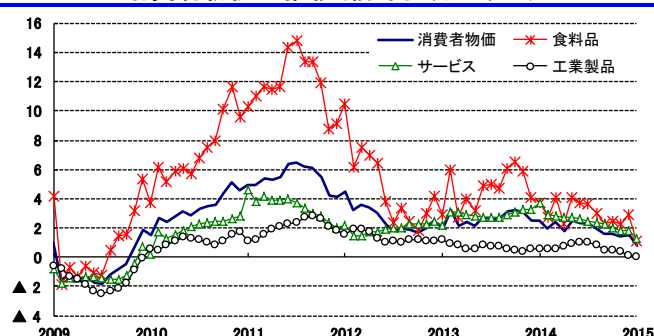
が顕著である。そのほか、鉄鉱石（▲19.0%→▲20.5%）や石炭（▲12.2%→▲13.0%）のマイナス幅が依然として大きいなど、資源分野での下落が目立つ。また、鉄鋼（▲9.7%→▲11.5%）や化学繊維（▲6.3%→▲8.6%）、化学製品（▲4.9%→▲6.7%）など製品段階での下げ幅拡大の動きもあり、需要の伸び悩みを受けた製品需給の悪化が資源価格下落の波及を促しているようである。

生産者物価の推移(前年同月比、%)



(出所) 中国国家统计局

消費者物価の推移(前年同月比、%)



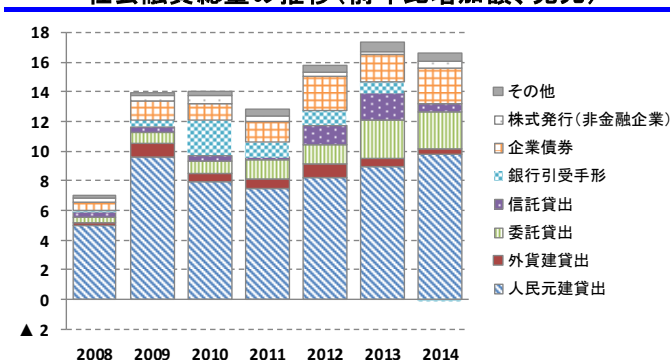
(出所) 中国国家统计局

消費者物価の上昇も一段と抑制されている。1月の消費者物価上昇率は前年同月比+0.8%へ低下、約5年ぶりに1%を下回った。食料品価格の上昇率が低下(12月+2.9%→1月+1.1%)、サービス価格の伸びも一段と鈍化(12月+1.8%→1月+1.3%)し、製品需給の悪化を背景に工業製品価格は前年同月比横ばいとなるなど、幅広い分野で物価上昇圧力が低下している。原油価格下落の影響が大きいとはいえ、食品やエネルギーを除いたコア・インフレ率も前年同月比+1.2%まで低下しており、もはやデフレーション状態を超えてデフレ懸念が強まる状況となっている。

金融政策は機動的な対応が可能な状況に

こうした状況を受けて、人民銀行は、昨年11月の利下げに続き、2月4日には全ての金融機関を対象とした預金準備率の引き下げに踏み切った(大手銀行20.0%→19.5%、中小銀行18.0%→17.5%)。農業や中小企業向けの貸出が大きい金融機関に限定した準備率の引き下げは2014年に実施しているが、全金融機関対象は2012年5月以来となる。なお、この措置により、市場には6,000億元以上の資金が供給される見込みである。

社会融資総量の推移(前年比増加額、兆元)



(出所) 人民銀行

これまで広範に渡る金融緩和に消極的であった人民銀行が、その姿勢を転換した背景には、春節を控えて資金需要が高まっていたことのほか、シャドーバンキングの管理・規制強化が順調に進んでいることがあろう。通常の銀行貸出や債券、株式による資金調達だけでなく、委託貸出³や信託貸出⁴といった所謂シャドーバンキングと呼ばれるものを含んだ社会融資総量は、2013年の前年比+17.3兆元から2014年は+16.4兆元へ増加幅が縮小した。内訳を見ると、信託貸出(+1.8兆元→+0.5兆元)の減速が顕著であり、

³ 委託貸出とは、企業などの運用資金を金融機関が委託を受けて行う融資。中国では一般企業の貸付が禁じられている。

⁴ 信託貸出とは、信託会社が理財商品や信託商品で調達した資金による融資。

中核となる人民元建て貸出（+8.9兆元→+9.8兆元）は逆に増勢を強めている。さらに、銀行業監督管理委員会は、委託貸出について、信用膨張の根底にある曖昧な原資や資金使途、銀行の役割を明確化する形で規制を強化する方針を打ち出している。

こうした見方が正しいとすれば、今後は機動的な金融緩和が可能となり、金融緩和によってもたらされる正常な貸出の増加と人民元安が景気の持ち直しに貢献することとなろう。

全人代で示される成長率目標に注目

当面の注目は、3月5日から開催される全人代（全国人民代表大会）において正式に決定される2015年の成長率目標であろう。既に昨年12月の中央経済工作会议において、2015年については中高速の成長ペースの下で量の拡大から質の向上を重視する方向へ転換しつつ「新常态（ニューノーマル）」に向けた経済構造改革を進める方針が固まっているが、全人代では成長率目標を含めた具体的な施策が示される予定である。

李克強首相は、2013年10月の中国工会会合において、都市部の失業率を4%前後に維持するには年1,000万人の雇用増を確保する必要がある、その実現のための成長率は7.2%であるとした。この7.2%という数字は、目標とする都市部の雇用増1,000万人を、成長率1%当たりの雇用増の直近5年（2009～13年）平均である約140万人で除した数字と概ね一致する。こうした考え方を最近の状況に当てはめると、成長率1%あたりの雇用増は約142万人（2010～2014年平均）へ増加⁵していることから、1,000万人の雇用増に必要な成長率は7.0%となる。このことから、2015年の成長率目標は巷間言われている通り「7%前後」に引き下げられる可能性が高い。そして、雇用維持のため、政府・人民銀行は「保八」ならぬ「保七」を新たな目標として景気の減速に機動的な対応を行うであろう。

⁵ 成長率1%当たりの雇用増が増加傾向にあるのは、雇用一人当たり生産量が製造業に比べて小さいサービス産業の割合が上昇しているためである。