

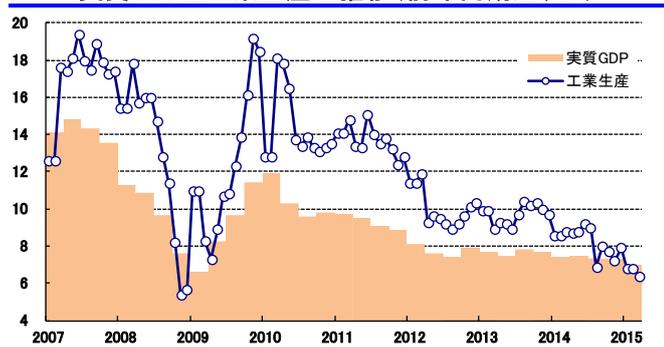
早くも 7%成長に減速しデフレ懸念が強まる中国経済

1～3 月期の実質 GDP 成長率は大方の予想通り前年同期比+7.0%へ減速した。さらに、GDP デフレーターがマイナスに転じ、デフレに陥りつつある可能性が示唆された。個人消費は伸び悩み、固定資産投資は減速、輸出も落ち込むなど内外需とも冴えない。政府・人民銀行は財政支出の拡大や更なる金融緩和などによる景気刺激に本腰を入れることとなろう。

1～3 月期の成長率は予想通り 7%へ減速

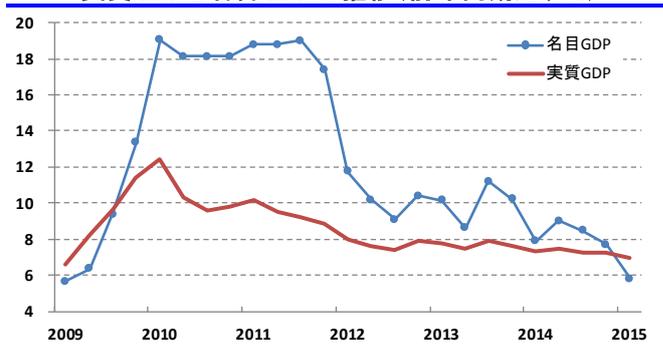
今月 15 日に発表された 2015 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率は、大方の予想通り前年同期比+7.0% となった。前の期（10～12 月期）の前年同期比+7.3%から一段と伸びが鈍化し、中国経済の減速が続いていることが示された。こうした状況は既に PMI 指数や工業生産の動向、さらには相次ぐ金融緩和の実施¹から予想されており、特段のサプライズはないが、以下で詳述する通り未だ減速に歯止めの掛からない 中国経済の現状を、世界経済のリスクとして意識すべき状況 になりつつあると言える。

実質 GDP と工業生産の推移（前年同期比、%）



（出所）中国国家统计局

実質 GDP と名目 GDP の推移（前年同期比、%）



（出所）中国国家统计局

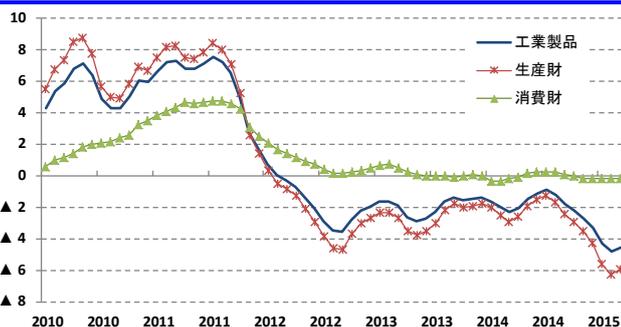
名目成長率は大幅に減速し GDP デフレーターはマイナスに

また、同時に発表された 1～3 月期の名目 GDP は前年同期比+5.8% となり（10～12 月期+7.7%）、実質 GDP 成長率を下回った。この結果、両者から計算される GDP デフレーターは前年同期比▲1.1% と、2009 年 7～9 月期（▲0.3%）以来のマイナスに転じた。GDP デフレーターのマイナス転化についても、生産者物価が 2015 年に入り下落幅を拡大させ（2014 年 10～12 月期前年同期比▲2.8%程度→2015 年 1～3 月期▲4.6%程度）、消費者物価上昇率も 1%前後まで低下²していることから、想定範囲内と言える。ただ、生産者物価が下落した主因は原油など資源価格の低下という外的なものである。にもかかわらず、国内の需給に起因する物価上昇圧力を示す GDP デフレーターがマイナスに転じたのは、それだけ国内の需給が緩んでいるということであり、統計が正しいとすると、中国経済が真性のデフレに陥りつつある可能性を示唆するものと受け止めておく必要がある。

¹ 人民銀行は、2014 年 11 月に利下げをした後、2015 年 2 月には預金準備率を引き下げ、3 月に再び利下げと、矢継ぎ早に金融緩和を行っている。

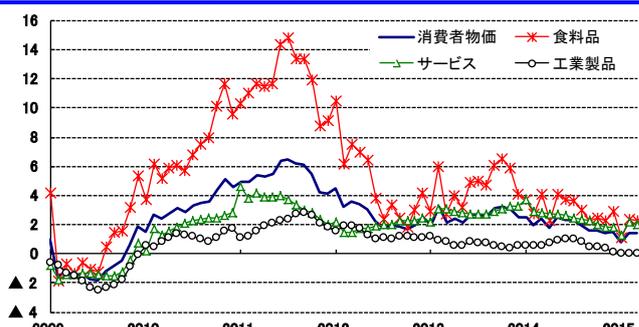
² 2015 年に入ってからの消費者物価上昇率は、1 月前年同月比+0.8%、2 月、3 月は+1.4%。四半期で見ると、2014 年 10～12 月期の前年同期比+1.5%から 2015 年 1～3 月期は+1.2%へ伸びが鈍化した。

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

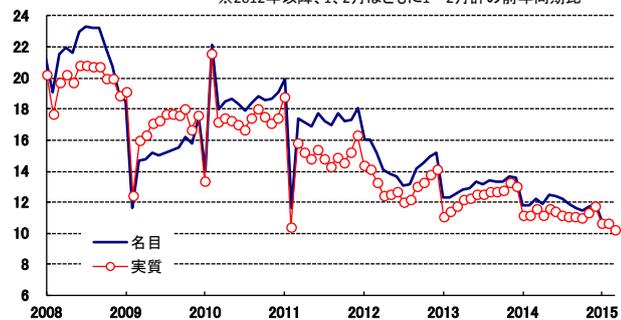
内需の減速が続く

景気減速の状況を主な需要動向を通じて確認すると、個人消費の代表的な指標である社会商品小売総額は、2015年1~2月累計の前年同期比+10.7%から3月は前年同月比+10.2%へ伸びが鈍化した。その結果、1~3月期では+10.5%にとどまり、10~12月期の+11.7%から減速、2015年の政府目標である+13%にも遠く及ばない。物価³上昇分を除いた実質でも10~12月期の前年同期比+10.2%から1~3月期は+9.3%へ減速しており、政府が成長の柱に据えようとしている個人消費の出足は冴えない。

なお、乗用車販売台数は、1~3月期に前年同期比+9.0%と比較的高い伸びを記録した。ただ、当社試算の季節調整値では、10~12月期の年率2,056万台から1~3月期は2,047万台へ小幅減少(前期比▲0.4%)、増勢が一服している。

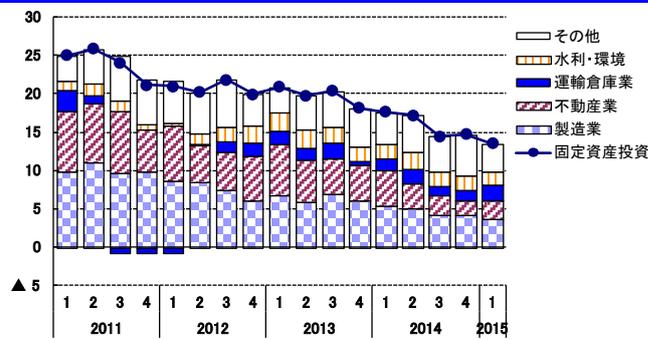
社会商品小売総額の推移(前年同月比、%)

※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

固定資産投資の推移(前年同期比、%)



(出所) 中国国家统计局

固定資産投資(都市部)も10~12月期の前年同期比+14.7%から1~3月期は+13.5%へ減速した。政府が今年目標とする前年比+15%が遠のいた形となったが、名目GDP成長率(+5.8%)を大きく上回る伸びは依然として過剰投資が続いていることを示している。内訳を見ると、全体の33.4%(2014年)を占める製造業(10~12月期前年同期比+12.7%→1~3月期+10.4%)や、卸小売(シェア3.2%、10~12月期+27.2%→1~3月期+20.4%)などで伸びが鈍化した。製造業における減速は、政府が過剰供給業種の投資を抑制する方針を維持していることのほか、物価の下落や成長減速が企業業績や成長期待を下押ししているためと考えられる。一方で、24.5%を占める不動産(+7.4%→+9.0%)がやや伸びを高め、運輸倉庫(シェア8.2%、+16.8%→+23.9%)や電気ガス水道(シェア4.5%、+16.1%→+21.4%)、

³ ここでは、消費者物価のうち工業品を用いた。

水利環境（シェア 9.1%、+22.2%→+22.5%）といったインフラ関連分野も増勢を強めた。政府が景気
下支えのためインフラ投資の拡大を積極化している可能性がある。

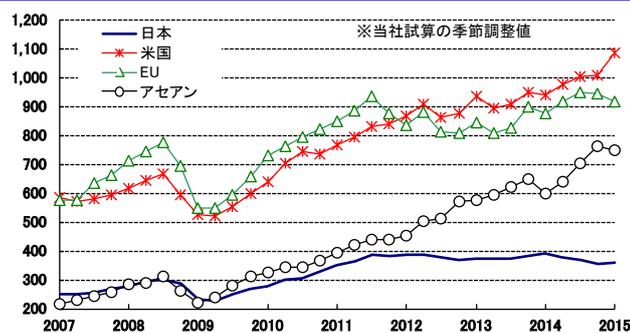
輸出の減速は一過性の可能性も

2月まで好調であった輸出も3月には前年同月比▲15.0%と大幅に落ち込んだ（通関ベース、ドル建て）。
その結果、1～3月期では前年同期比+4.6%にとどまり、10～12月期の+8.5%から伸びが大きく鈍化し
た。当社試算の季節調整値でも1～3月期は前期比▲8.9%と4四半期ぶりの減少に転じている。

仕向地別に見ると、全体の16.9%（2014年）を占める米国向けが10～12月期の前期比+0.5%から1～3
月期には+7.4%へ増勢を強め、日本向け（シェア6.4%、10～12月期前期比▲3.5%→1～3月期+1.6%）
が4四半期ぶりの増加に転じるなど、米国経済の堅調拡大、日本経済の底入れと整合的な動きとなってい
る。一方で、EU向け（シェア15.8%、前期比▲0.6%→▲2.6%）が下げ足を速め、香港向け（シェア15.5%、
+2.8%→▲19.6%）が大幅に落ち込み、ASEAN向け（シェア11.6%、+8.7%→▲2.0%）が減少に転じ
ている。EU向けについては、ECBの金融緩和などを受けてユーロ地合いとなる中で、人民元が対ユーロ
で大幅に上昇した影響が出ている可能性がある。人民元の対ユーロ相場は、2014年前半の1ユーロ=8
～8.5元程度から、2015年1月に7元程度へ、更に3月には6.5元近くまで、実に3割近くも上昇してい
る。また、ASEAN向けは2014年4～6月期以降、大幅な増加が続いていたため、1～3月期に減少した
とはいえ前年同期比+20.6%と水準は極めて高く、急増の反動といったところであろう。

こうして見ると、1～3月期の輸出の落ち込みは、香港向けの大幅減によるところが大きい。香港向け輸
出は、ファンダメンタルズを反映しない動きが多く、今回の落ち込みが一過性のものである可能性もある。
そのため、現時点で輸出の拡大基調が失われたと判断するのは早計であろう。

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

人民元相場の推移（元／ユーロ）



（出所）CEIC DATA

政府・人民銀行による景気テコ入れが本格化する見込み

以上の通り、1～3月期の中国経済は、内外需とも不振で減速に歯止めが掛からなかった。さらに、すで
にデフレに陥った可能性も示唆された。一方で、都市部の有効求人倍率は1～3月期も1.12倍と比較的高
い水準にあり（10～12月期は1.15倍）、政府が重要視する雇用情勢は良好なままである。とはいえ、雇
用の景気に対する遅行性を考慮すれば、静観できる状況ではない。そのため、政府・人民銀行は、景気の
減速に歯止めを掛けるため、今後、財政支出の拡大や更なる金融緩和などによる景気刺激に本腰を入れる
こととなろう。