

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

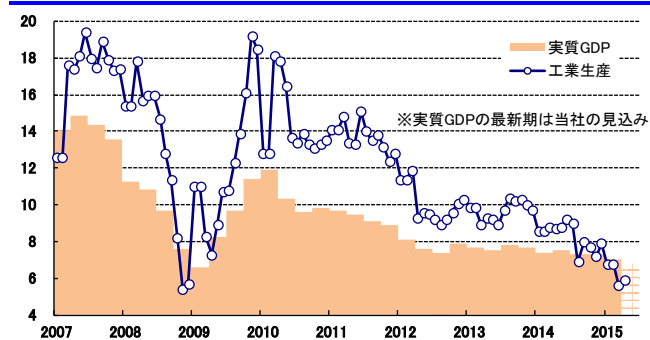
減速に歯止めが掛からず成長率 7%割れが視野に入る中国経済

4月の主要経済指標は総じて景気の一段の減速を示す内容であり、4～6月の実質 GDP 成長率は政府の年間目標である前年比 7%前後を下回る可能性が示唆された。輸出は主要地域向け全てが落ち込み、個人消費は伸び悩み、固定資産投資は大幅に減速するなど、需要は総崩れ状態にある。人民銀行は5月に利下げを行ったが、半年間で5回もの金融緩和にもかかわらず、景気減速に歯止めが掛かる目途は立っていない。

4～6月期の成長率は 7%割れの可能性

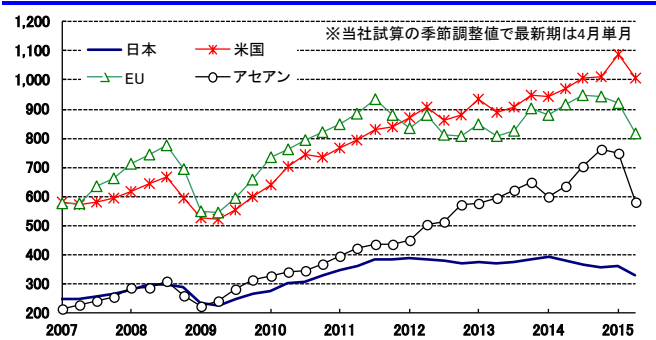
4月の主要経済指標が概ね出揃ったが、総じてみれば中国経済の一段の減速を示す内容であった。まず、実質 GDP 成長率と相関の高い工業生産は、4月に前年同月比+5.9%となり、3月の+5.6%からは伸びが高まったものの、1～3月期の前年同期比+6.4%に比べれば鈍化している。そのため、5月以降に早いペースで伸びが高まらない限り、4～6月期の伸びが1～3月期を上回することは困難である。実質 GDP 成長率は1～3月期に前年同期比+7.0%となり、早くも政府の年間目標である 7%前後まで減速したが、4月の工業生産は4～6月期の実質 GDP 成長率が前年同期比で 7%を割り込む可能性を示唆したことになる。

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

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

輸出は主要地域向け全てが不振

需要動向も冴えない状況が続いており、5月以降の速やかな立ち直りを期待する動きも見られない。4月の輸出(通関ベース、ドル建て)は前年同月比▲6.5%となり、3月の▲15.0%からマイナス幅が縮小、当社試算の季節調整値では前月比+17.2%の大幅増となった。ただ、輸出の動きは春節(旧正月)の影響により2月から3月にかけて大きく変動¹しているため、1～3月期の前年同期比+4.6%と比較すると、前年比マイナスであった4月の数字は不調を言わざるを得ない。なお、4月の水準は1～3月期を11.3%も下回っている(当社試算の季節調整値)。

仕向地別に見ても、全体の16.9%(2014年)を占める米国向けの4月の水準が1～3月期を7.5%下回ったほか、EU向け(シェア15.8%)が11.3%、ASEAN向け(シェア11.6%)が22.8%、日本向け(シ

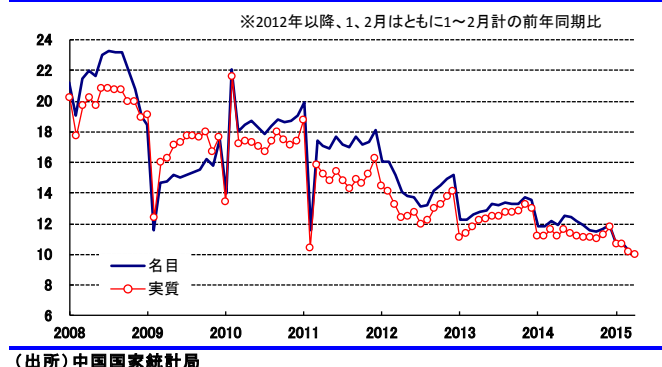
¹ 輸出の前年同月比は、春節期間が昨年と今年で異なるため、1月▲3.3%、2月+48.3%、3月▲15.0%と大きく上下しており、傾向を読み取りにくい。

ア 6.4%) が 8.7%、それぞれ下回っており、主要地域はいずれも不振である。1～3 月期は香港向け（シェア 15.5%）の落ち込みが目立ったが、4 月は落ち込みが全体に広がっており、単月の結果とはいえ輸出の腰折れが懸念される状況となっている。

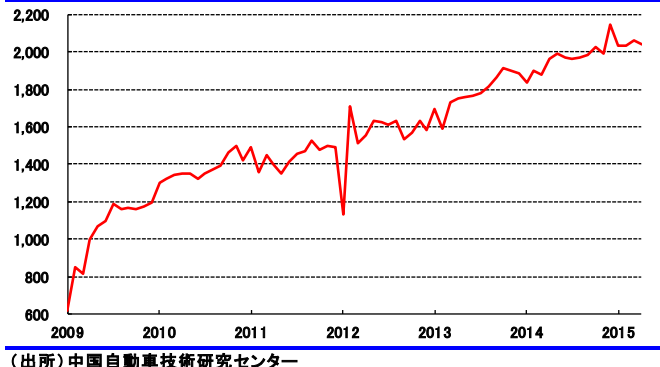
個人消費は伸び悩み

内需に目を転じると、個人消費の代表的な指標である社会商品小売総額は、4 月に前年同期比+10.0%となり 3 月の+10.2%から伸びが鈍化した。1～3 月期の前年同期比+10.6%と比べると一段と大きな減速であり、2015 年の政府目標である+13%との乖離が拡大した。物価²上昇分を除いた実質でも 1～3 月期の前年同期比+9.3%から 4 月は+8.5%へ減速しており、個人消費は伸び悩んでいる。乗用車販売台数も、1～3 月期の前年同期比+9.0%から 4 月は+3.7%へ減速、当社試算の季節調整値でも 1～3 月期の年率 2,041 万台から 4 月は 2,042 万台とほぼ横ばいにとどまった。

社会商品小売総額の推移(前年同月比、%)



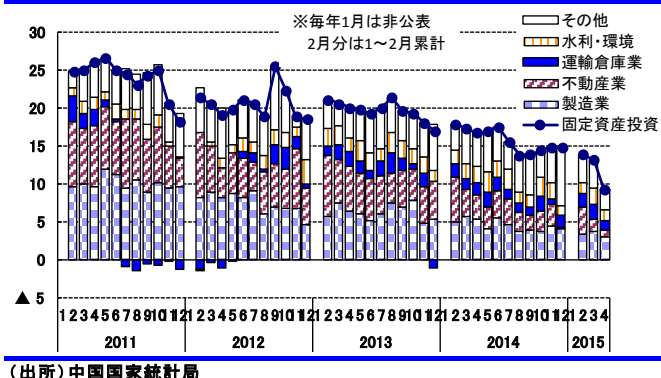
乗用車販売台数の推移(季節調整値、年率、万台)



固定資産投資は大幅に減速

固定資産投資（都市部）も 1～3 月期の前年同期比+13.5%から 4 月は+9.4%へ大きく減速した。3 月単月の+13.2%と比べても大幅な減速である。内訳を見ると、全体の 33.4%（2014 年）を占める製造業（1～3 月期前年同期比+10.4%→4 月+9.0%）や、24.5%を占める不動産（+9.0%→+3.2%）といった主要分野だけでなく、1～3 月期に持ち直しが見られた運輸倉庫（シェア 8.2%、+23.9%→+16.8%）や水利環境（シェア 9.1%、+22.5%→+14.6%）、電気ガス水道（シェア 4.5%、+21.4%→+18.3%）などのインフラ関連分野でも伸びが鈍化した。正に総崩れと言える状況である。投資依存の成長から脱却するためには固定資産投資の伸びの抑制が必要ではあるが、小売販売同様、今年通年の政府目標である前年比+15%から大きく乖離しており、今後の政府の対応が注目される。

固定資産投資の推移(前年同月比、%)

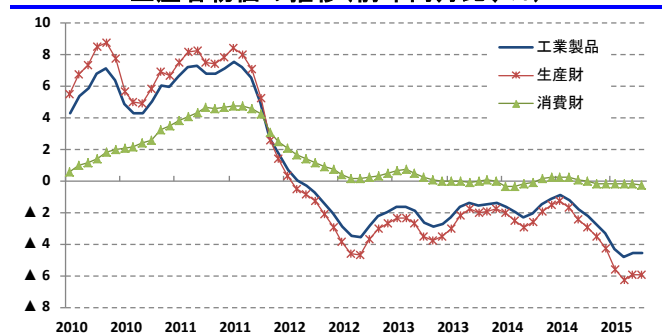


² ここでは、小売販売の構成に近づけるため、消費者物価のうち工業品を用いた。

物価下落圧力が根強く残る状況

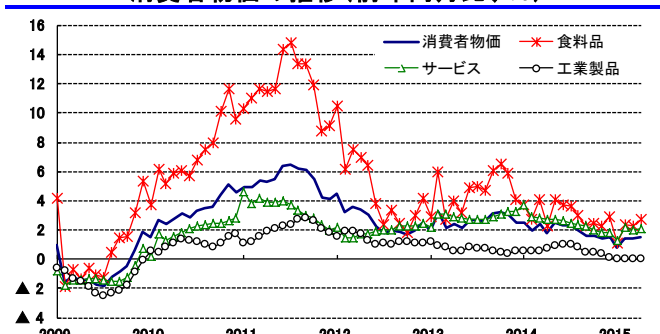
こうした需要の減速を受けて、4月の生産者物価は3月と変わらず前年同月比▲4.6%の大幅下落となった。原油ガス（3月前年同月比▲39.3%→4月▲38.7%）のマイナス幅は若干縮小したものの、石炭（▲13.0%→▲13.0%）は変化なし、鉄鉱石（▲21.4%→▲22.9%）はマイナス幅が拡大するなど資源関連価格の低迷が続いていることに加え、最終需要の弱さを反映して消費財（▲0.1%→▲0.2%）が小幅ながらもマイナス幅を拡大した。

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

消費者物価も安定推移が続いている。4月の消費者物価上昇率は前年同月比+1.5%と3月の+1.4%から小幅に伸びを高めたものの、主因は天候など外的要因に左右されやすい食料品（3月前年同月比+2.3%→4月+2.7%）であり、工業製品（0.0%→0.0%）は前年比横ばいが続くなど、生産者物価が示すような製品需給の軟化を受けてデフレ圧力の根強い状況が続いている。

政府・人民銀行は景気刺激策を継続

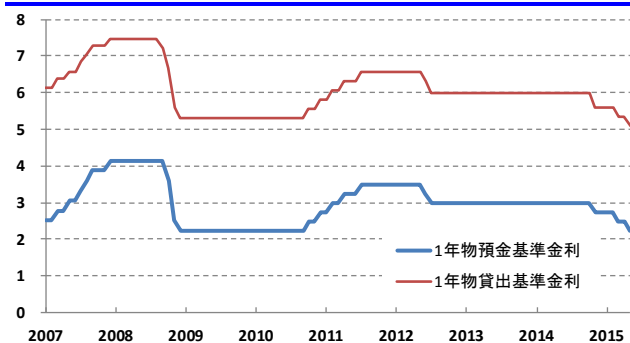
こうした状況を受けて、人民銀行は5月10日、昨年11月以来で3回目となる利下げに踏み切った。今回の措置により、1年物預金基準金利は2.50%から2.25%に引き下げられるとともに、基準金利からの変動上限は従来の1.3倍から1.5倍に拡大された³。一方で、貸出基準金利も5.35%から5.10%へ引き下げられた。2月と4月に実施された預金準備率の引き下げと合わせると、半年程度の間に5回も金融緩和を行ったことになるが、これは政策当局が景気のコク入れに本腰を入れているということだけでなく、中国経済の減速に歯止めが掛かる目途が立っていないことも示していると言える。

そのうえ、このように矢継ぎ早の金融緩和を行ったにもかかわらず、その景気刺激効果が今のところ確認できていない。本来、金融緩和は、資金の供給が増加し内需が刺激されるほか、状況によっては通貨の下落により輸出拡大の追い風となることが期待されている。しかしながら、銀行貸出残高は2014年12月末の前年同月比+13.9%から4月末には+14.1%へ伸びを高めた一方で内需の動向は上記の通りであり、人民元相場は2014年終わり頃からの対ドルでの下落傾向が1ドル=6.27元台まで進んだところで頭打ちし、4月以降は概ね6.20元前後で横ばい推移となっている。輸出を取り巻く環境を見れば、海外景気は米国の成長鈍化が寒波による一時的なものであり、欧州や日本は持ち直しつつあるなど、今後の改善が見込まれ

³ つまり、1年物預金金利は、これまでの2.50～3.25%から2.25～3.375%となり、結果的に上限は引き上げられている。金利自由化の一環であり、これによりシャドバンキングの原資となる理財商品や信託商品などへの資金流入を抑制する効果も期待される。

るだけに、人民元相場がさらに下落し、輸出が増勢を取り戻すことで景気減速に歯止めを掛ける一助となるか注目される。もちろん、政府・人民銀行が財政支出の拡大を含めた追加の景気刺激策を打ち出す可能性が十分にあることは言うまでもない。

政策金利の推移(%)



(出所) CEIC DATA

人民元相場の推移(元/米ドル)



(出所) CEIC DATA