

悪化に歯止めが掛かる兆しもあるも厳しい状況続く中国経済

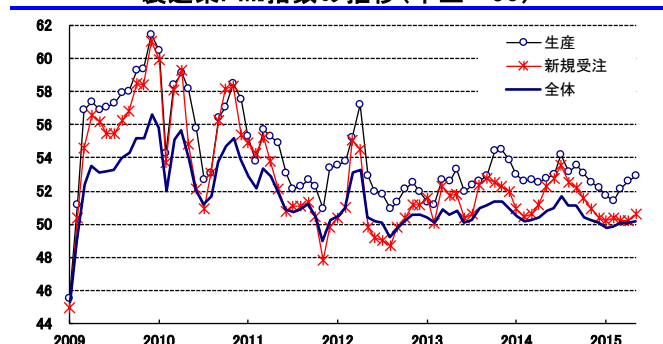
5月の主要経済指標は悪化に歯止めが掛かる動きも一部に見られるものの総じて厳しい状況が続いていることを示した。工業生産は4～6月の実質GDP成長率が前年同期比7%を下回る可能性を、生産者物価は製品需給の改善が進んでいないことを示した。需要は固定資産投資、個人消費、輸出とも軟調に推移、消費者物価上昇率は低位安定しており、政府目標の7%成長達成のためには、引き続き政策対応が必要な状況にある。

4～6月期の成長率は7%割れの可能性高まる

11日に揃った5月の主要経済指標を見る限り、中国経済は、悪化に歯止めが掛かる動きが一部に始めているものの、総じて厳しい状況が続いていると判断される。

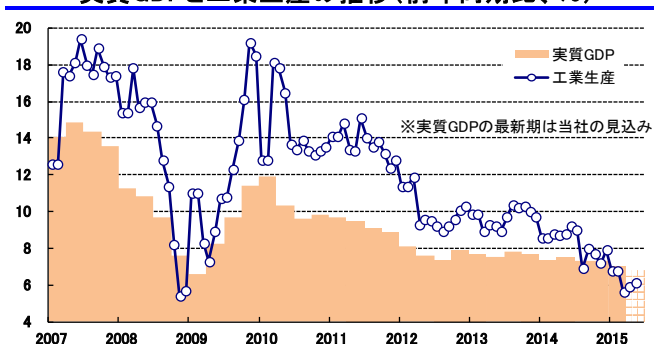
企業の景況感を示すPMI指数（製造業）は、5月に50.2と4月の50.1から小幅改善したものの、好不調の境目とされる50をわずかに上回るにとどまっている。内訳を見ると、新規受注が全体では4月の50.2から5月に50.6へ改善したものの、新規輸出受注（4月48.1→5月48.9）は50割れが続いており、生産（52.6→52.9）は改善するも受注残高（43.8→44.7）は低水準が続くなど、持続的で力強い回復が期待できる内容ではない。

製造業PMI指数の推移（中立=50）



（出所）中国国家统计局

実質GDPと工業生産の推移（前年同期比、%）

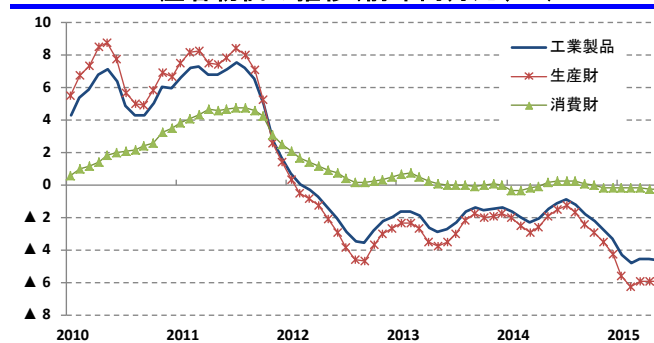


（出所）中国国家统计局

実質GDP成長率との連動性が高い工業生産も、4月の前年同月比+5.9%から5月は+6.1%へ小幅改善したものの、依然として1～3月期の前年同期比+6.4%を下回っている。そのため、4～6月期の実質GDP成長率が、1～3月期の実績であり今年の政府目標でもある前年比+7.0%を割り込む可能性が高まっている。

工業製品の需給状況を端的に表す生産者物価を見ても、5月は工業製品全体で4月と同じ前年同月比▲4.6%と大幅なマイナスのままであり、そのうち消費財（4月前年同月比▲0.2%→5月▲0.3%）は小幅と

生産者物価の推移（前年同月比、%）



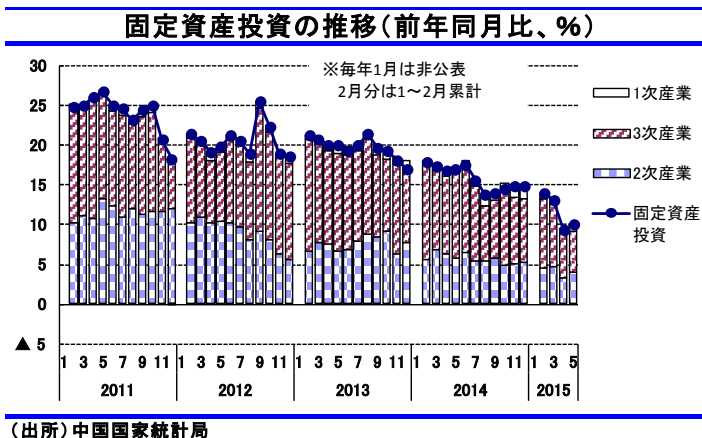
（出所）中国国家统计局

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。

はいえマイナス幅が拡大、生産財では原材料（▲8.3%→▲7.9%）のマイナス幅は縮小したものの加工品（▲3.5%→▲3.8%）では拡大しており、特に川下分野において需給の改善が進んでいないことを示している。

固定資産投資は下げ止まりの兆しあるも減速基調を脱せず

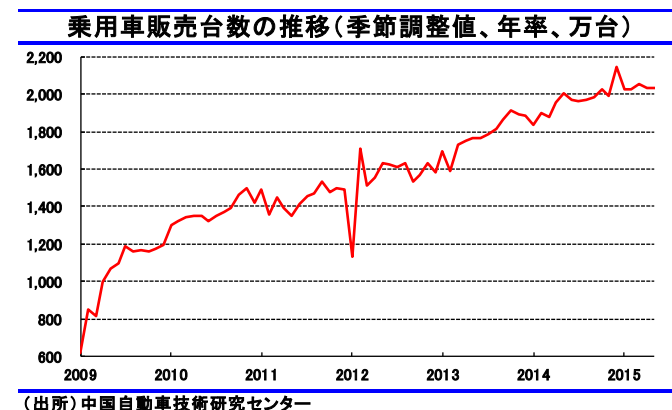
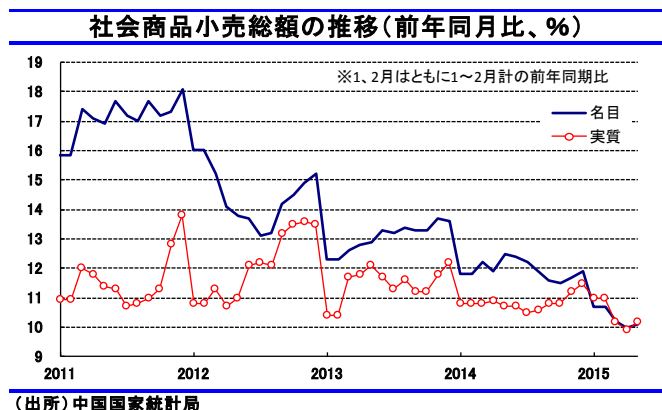
上記の通り生産が抑制気味に推移する中で需給が悪化している原因は、言うまでもなく需要の伸び悩みである。なかでも顕著なのは GDP の 44.2%（2014 年）を占める固定資産投資であり、1～5 月累計の固定資産投資（都市部）は前年同期比 11.4%と 1～4 月累計の+12.0%を下回った。単月では 4 月の前年同月比+9.4%から 5 月は+10.0%となり下げ止まりの兆しとも取れるが、いずれにしても 1～3 月期の前年同期比 13.5%を大きく下回っており、減速傾向を脱したとは言い切れない結果である。



内訳を見ると、全体の 3 分の 1（シェア 33.4%、2014 年）を占める製造業は 1～3 月期の前年同期比+10.4%から 4 月+9.0%、5 月+10.2%と下げ止まりつつあるが、インフラ関連の運輸・倉庫（1～3 月期前年同期比+23.9%→4 月+16.8%→5 月+21.0%）、水利・環境（+22.5%→+14.6%→+10.0%）、電気ガス水道（+21.4%→+18.3%→+15.6%）などは減速基調から脱していない。その意味では、こうした分野において財政支出の拡大余地があるという見方ができよう。

個人消費も勢いを欠く

内需のもう一つの柱である個人消費も、景気を支えるには力不足である。個人消費の代表的な指標である 社会商品小売総額は、4 月の前年同期比+10.0%から 5 月は+10.1%へ若干伸びが高まったものの、1～3 月期の前年同期比+10.6%と比べると減速している。物価¹上昇分を除いた実質でも 4 月の前年同月比+9.9%から 5 月は+10.2%へ持ち直してはいるが、1～3 月期の前年同期比+10.8%に比べると伸びは低く、減速したままである。



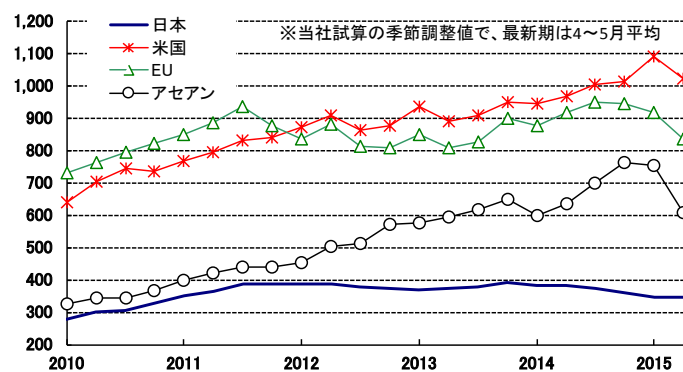
¹ 2011 年 8 月以前については、消費者物価指数により実質化した。

乗用車販売台数も、1～3 月期の前年同期比+9.0%から 4 月は前年同月比+3.7%、5 月は+1.2%へ伸びが鈍化、当社試算の季節調整値でも 1～3 月期に年率 2,035 万台、4 月 2,035 万台、5 月 2,033 万台と概ね横ばい推移となっており、勢いはない。

輸出は持ち直すも水準戻らず

輸出も持ち直しの動きは見られるものの、水準は落ち込んだままである。5 月の輸出（通関ベース、ドル建て）は前年同月比▲2.4%となり、4 月の▲6.5%からマイナス幅が縮小、当社試算の季節調整値でも 4 月の前月比+17.2%に続いて+8.9%と大幅な増加になった。ただ、それでも春節（旧正月）の影響による 3 月の大幅な落ち込み（前月比▲35.5%）を埋め切れておらず、4～5 月平均の水準は 1～3 月期を 7.3%も下回っており、1～3 月期の前期比▲8.6%に続いて 4～6 月期も前期比でマイナスとなる可能性が高い。

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

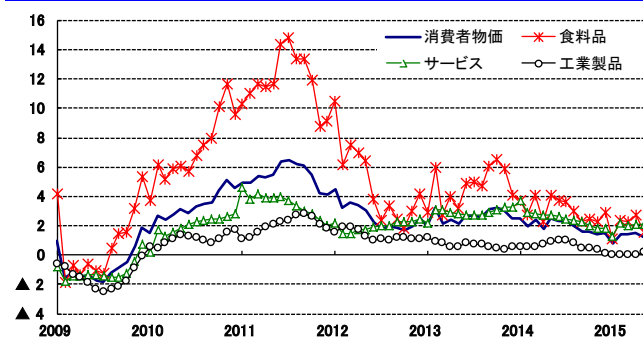
仕向地別に見ると、全体の 11.6%（2014 年）を占める ASEAN 向けが 1～3 月期の前期比▲1.3%に続いて 4～5 月平均の水準が 1～3 月期を 19.5%下回り、EU 向け（シェア 15.8%）も 1～3 月期の前期比▲2.5%から 4～5 月平均は 1～3 月期比▲8.9%と、それぞれ落ち込みが加速した。また、全体の 16.9%（2014 年）を占める米国向けは、1～3 月期に前期比+7.6%と大きく増加した反動もあって 4～5 月平均は減少（1～3 月期比▲6.4%）したが、日本向け（シェア 6.4%）は 4～5 月期の水準が 1～3 月期比▲0.1%と概ね横這いになり、1～3 月期まで 5 四半期連続で前期比マイナスであった状況から下げ止まる兆しを見せた。

消費者物価上昇率は低位安定、政策対応余地は大

景気の停滞を反映して、物価上昇圧力は弱い。5 月の消費者物価は前年同月比+1.2%となり、4 月の+1.5%から伸びが鈍化した。主因は天候などに左右されやすい食料品（4 月前年同月比+2.7%→5 月+1.6%）であり、工業製品（0.0%→+0.2%）は小幅ながらも伸びを高めるなど、デフレ圧力が強まっているわけではないものの、最近の消費者物価上昇率は今年の政府目標（前年比+3.0%）を大きく下回っており、景気刺激のための政策発動余地は依然として大きい。

政府・人民銀行は、2014 年 11 月の政策金利引き下げを皮切りに、わずか半年間で利下げ 3 回（11 月、3 月、5 月）、預金準備率引き下げ 2 回（2 月、4 月）の計 5 回も金融緩和を行った。にもかかわらず、資金供給量の総額を表す社会融資総量は年初から 5 月にかけて 6 兆 9,132 億元の増加にとどまり、前年同期の 8 兆 5,581 億元を大きく下回っている。

消費者物価の推移（前年同月比、%）

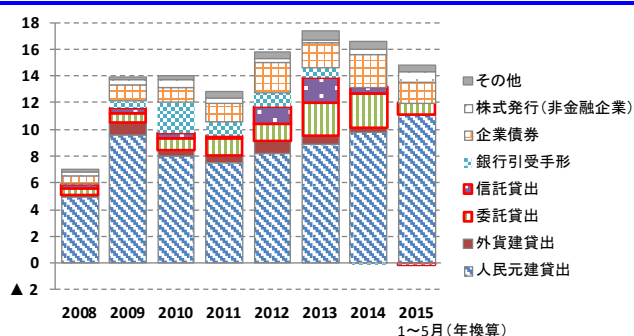


（出所）中国国家统计局

ただ、内訳を見ると、増勢が弱まっているのは所謂シャドーバンキングに分類される委託貸出（2014年1～5月+1兆675億円→2015年1～5月+3,910億円）や信託貸出（3,401億円→▲228億円）であり、人民元建ての貸出（4兆6,589億円→5兆2,620億円）は増勢を強めている。

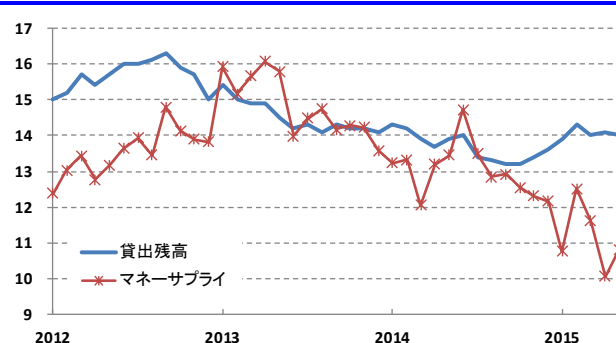
そのため、マネーサプライ（M2）の伸びは、今回の一連の金融緩和直前である2014年10月の前年同月比+12.6%から2015年4月には+10.1%まで鈍化（5月は+10.8%）したものの、銀行貸出残高は10月の+13.2%から2月には+14.3%へ伸びを高めている（5月は+14.0%）。つまり、政府・人民銀行は、シャドーバンキングの抑制による金融システムの健全化と、銀行貸出の拡大による景気刺激という二兎を追っているため、不動産バブルや不採算事業向けを多く含む資金供給を抑制すると同時に、相対的に健全な銀行貸出の拡大を目指しているわけである。

社会融資総量の推移（前年比増加額、兆円）



（出所）人民銀行

マネーサプライM2と銀行貸出残高の推移（前年同月比、%）



（出所）人民銀行

上記の通り一部に景気が下げ止まる兆しも見られるため、構造改革を進めることにより生じるデフレ圧力を金融緩和で埋め合わせするという政策対応は、一定の効果があったと評価できる。少なくとも、景気の低迷が続いているにもかかわらず、政府・中銀が5月10日の利下げを最後に静観し続けているのは、そういう判断に基づくものであろう。しかしながら、3月以降、貸出残高の伸びがやや鈍化していることは、金融緩和の効果が十分でないことを示しているとみられ、現状のままで景気が回復に向かうとは考え難い。表面的には7%成長という目標を達成するため、実態面では生産者物価が示す物価の下落、それによる企業業績の悪化、さらには投資や雇用・賃金の抑制へ波及するデフレの悪循環に陥ることを回避するため、財政出動を含めた更なる景気刺激策が必要であろう。今後の政策対応が注目される。