

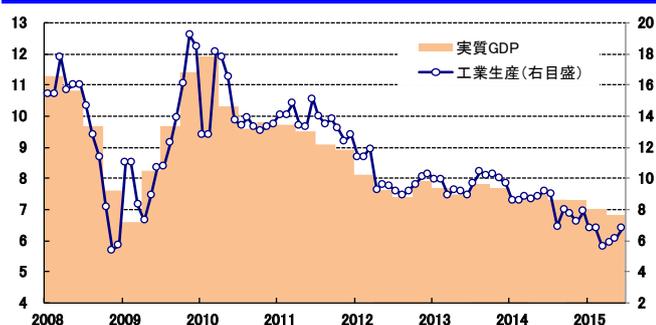
中国経済：成長率は下げ止まるも需要低迷で景気は依然軟調

4～6月期の実質GDP成長率は1～3月期と同じ前年同期比+7.0%を維持したものの、製品需給を反映する生産者物価はマイナス幅を拡大させており、景気が下げ止まったと判断するのは早計である。主な需要の動向を見ると、輸出は減少基調から脱しておらず、固定資産投資は幅広い分野で減少が続き、個人消費も減速している。これまでの株価下落の影響は限定的であるが、今後の下落リスクは小さいとは言えず、引き続き政府による景気の下支えが必要な状況にある。

4～6月期の実質GDP成長率は減速に歯止めが掛かったが...

昨日発表された4～6月期の実質GDP成長率は、前年同期比で7%割れという大方の予想に反して1～3月期と同じ+7.0%を維持し、中国経済の減速に歯止めが掛かった可能性を示唆した。また、実質GDPの動きと相関の高い工業生産も、3月の前年同月比+5.6%を底に、4月+5.9%、5月+6.1%、6月+6.8%と持ち直しており、景気が下げ止まり持ち直しつつあるように見える。

実質GDPと工業生産の推移(前年同期比、%)



(出所) 中国国家統計局

生産者物価の推移(前年同月比、%)



(出所) 中国国家統計局

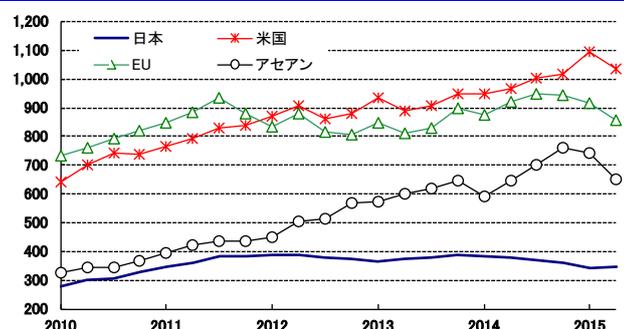
しかしながら、生産者物価は引き続き製品需給が軟調であることを示しており、景気が下げ止まったと判断するのは早計であろう。6月の生産者物価(工業製品)は前年同月比▲4.8%となり、5月の▲4.6%からマイナス幅が拡大した。消費財(5月前年同月比▲0.3%→6月▲0.2%)は耐久財(▲1.1%→▲0.6%)の下落が緩和したことからマイナス幅が縮小したものの、生産財(▲5.9%→▲6.2%)は原材料(▲7.9%→▲8.5%)や加工品(▲3.8%→▲4.1%)の下落によりマイナス幅が拡大した。製品需給の軟化を背景に、資源価格の下落がより川下に近い分野に波及している様子が見て取れる。

輸出：ASEAN および EU 向けが不振も今後は持ち直す見込み

以下、主な需要の動向を見ると、輸出は下げ止まりつつあるものの、減少基調からは脱し切れていない。6月の輸出(通関ベース、ドル建て)は前年同月比+2.8%と4ヵ月ぶりのプラスに転じたが、それでも四半期で見ると4～6月期は前年同期比▲2.2%であり、1～3月期の+4.6%から5四半期ぶりのマイナスに転じた。当社試算の季節調整値でも、1～3月期の前期比▲8.7%という大幅な落ち込みに続き、4～6月期も▲4.1%とマイナス幅は縮小したものの減少した。

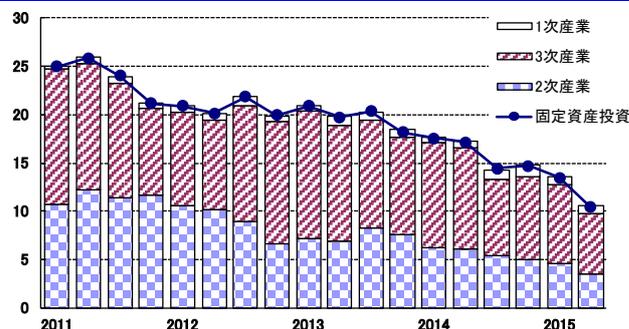
仕向地別に見ると、全体の 11.6% (2014 年) を占める ASEAN 向けが 1~3 月期の前期比▲2.6%から 4~6 月期は▲12.2%へ、EU 向け (シェア 15.8%) も 1~3 月期の前期比▲2.6%から 4~6 月期は▲6.8%と、それぞれ落ち込みが加速した。ASEAN 向けは輸出ドライブの反動、EU 向けはユーロ安の影響が出たものとみられる。一方で、全体の 16.9% (2014 年) を占める米国向けは 4~6 月期に前期比▲5.3%と落ち込んだが 1~3 月期の大幅増 (+7.7%) の反動であり均せば増加基調を維持、日本向け (シェア 6.4%) は 4~6 月期に前期比+0.3%と小幅ながら 6 四半期ぶりのプラスに転じ下げ止まるなど、ASEAN 向けや EU 向けに比べると底堅い動きを見せた。今後については、ASEAN 向けが 4 月以降は急速に水準を戻し 6 月には 4 カ月ぶりに前年同月比でプラスに転じた (+8.6%) こと、米国向けは同国の堅調な景気拡大を背景に増勢を維持するとみられることから、両地域向けを中心に輸出は持ち直しに向かうことが期待される。

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

固定資産投資の推移 (前年同月比、%)



(出所) 中国国家統計局

固定資産投資：幅広い分野で減速傾向が続く

国内需要も減速傾向が続いており、なかでも GDP の 44.2% (2014 年) を占める固定資産投資の伸びの鈍化が目立っている。固定資産投資 (都市部) は 1~3 月期の前年同期比+13.5%から 4~6 月期は+10.4%へ減速した。単月では 4 月の前年同月比+9.4%から 5 月+10.0%、6 月+11.4%と下げ止まりの兆しが見られるものの、6 月においても伸びは 1~3 月期を大きく下回っており、減速傾向を脱するほどではない。

内訳を見ると、製造業 (シェア 33.4%、2014 年) が 1~3 月期の前年同期比+10.4%から 4~6 月期に+9.7%へ減速したことから 2 次産業 (1~3 月期+11.0%→4~6 月期+8.5%) の増勢鈍化が続いた。また、インフラ関連の運輸・倉庫 (1~3 月期+23.9%→4~6 月期+19.4%)、水利・環境 (+22.5%→+17.1%)、電気ガス水道 (+21.4%→+15.2%) なども減速、3 次産業 (+14.7%→+11.3%) も大きく伸びを落としている。

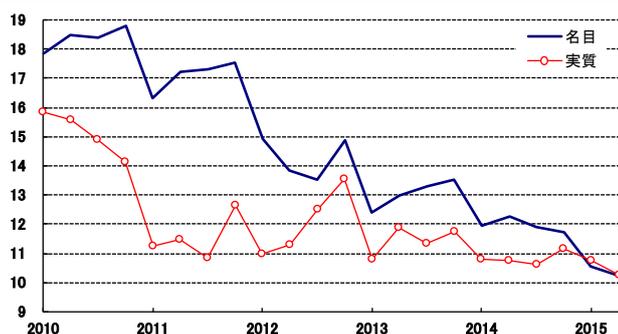
今後については、主力の製造業では業績悪化や需要の伸び悩みにより早期回復を期待し難いが、インフラ分野においては政府が打ち出した投資計画プロジェクト¹の本格化に伴って持ち直しが見込まれるため、固定資産投資全体では徐々に下げ止まるとみられる。

¹ 国家発展改革委員会は、2015 年上期に 7,200 億元 (うち 76%が交通インフラ) の投資プロジェクトを承認しており、今後はその実行が本格化する見込み。

個人消費：物販は引き続き減速

個人消費の代表的な指標である社会商品小売総額は、5月の前年同期比+10.1%から6月は+10.6%へ伸びを高めたものの、4~6月期では前年同期比+10.2%にとどまり、1~3月期の+10.5%から減速した。物価²上昇分を除いた実質でも5月の前年同月比+10.2%から6月は+10.6%へ持ち直してはいるが、4~6月期では前年同期比+10.2%と1~3月期の+10.7%から伸びが鈍化した。小売販売においても持ち直しの動きは見られるものの、趨勢としては減速に歯止めが掛かりつつある程度の状況である。

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

自動車販売台数の推移(季節調整値、年率、万台)



(出所) 中国自動車技術研究センター

乗用車販売台数も、1~3月期の前年同期比+9.0%から4~6月は前年同月比+0.5%まで減速、当社試算の季節調整値では1~3月期の年率2,026万台から4~6月期は1,997万台となり、三四半期ぶりに2,000万台を割り込んだ。

株価下落による個人消費への影響は限定的

4~6月期は株式市場が活況を呈しており、こうした物販、特に自動車のような高額商品の伸び悩みは、株価上昇による資産効果を考慮すれば、整合的ではない。上海総合株式指数は、2014年11月に人民銀行が金融緩和を再開して以降、上昇が加速、2014年末の3,234.68ポイントから6月12日には5,166.35ポイントまで実に約6割も水準を切り上げた。この間に家計部門は実現・未実現を含めて約8.5兆元、年間個人消費額(24.2兆元、2014年)の約35%に相当する株式評価益³を得た計算になるが、少なくとも6月までの間に個人消費が株価上昇によって大きく押し上げられた様子は見られない。

その理由としては、株価の変動は個人消費にさほど大きな影響を与えない、ないしは利益を確定する前に株価が下落に転じてしまった投資家が多かったことが考えられる。前者であれば、株価が6月12日のピークから約3割も下落した影響も小さいことになる。また、後者であっても、株価が依然として年初の水準を大きく上回っているため、平均的には未だ含み益を抱えている投資家が多いとみられ、株価下落による悪影

上海総合株価指数の推移(1990年12月19日=100)



(出所) CEIC DATA

² 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。

³ 上海市場、深セン市場を合わせて個人投資家の保有比率が25%であったとして試算。なお、2014年末の両市場を合わせた時価総額は37.3兆元。

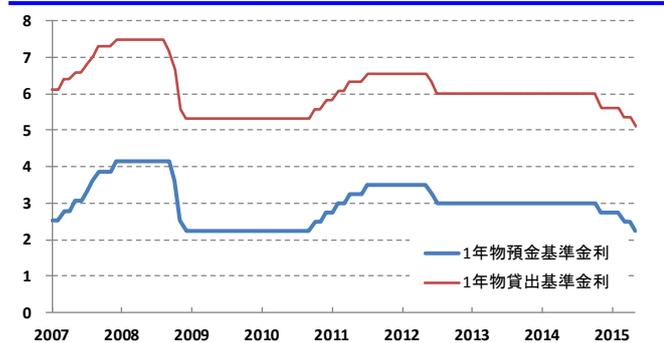
響は限定的ということになる。

したがって、懸念されるのは株価の更なる下落であろう。現在、株価は政府・人民銀行などによる幅広い矢継ぎ早の対策によって概ね下げ止まっているが、強引とも言える事実上の株式取引規制⁴によって下落を免れている部分大きい。さらに、信用買い残高は極めて高水準⁵であり、現在の株価水準はPERで見る限り割高⁶でもあるため、株式市場は今後も強い売り圧力に晒される状況が続こう。株価が、大部分の投資家にとって含み益が消滅する水準に近づけば、利益確保のための売り圧力が強まり株価の下落が加速、個人消費に悪影響を及ぼす可能性が高い。引き続き株価の下落が景気底割れにつながるリスクに留意しておく必要がある。

追加の金融緩和余地もあり 7%前後の成長目標は達成の見込み

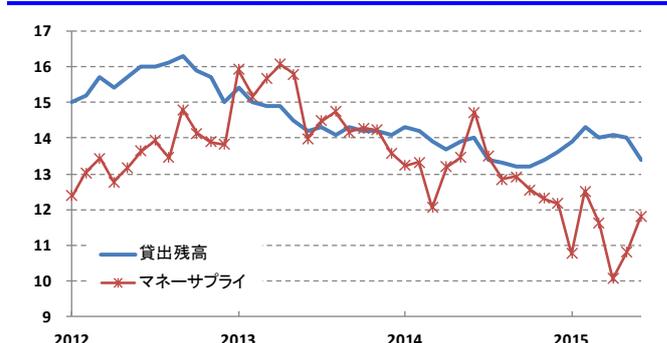
こうした状況を踏まえると、政府・人民銀行は今後も必要に応じて金融緩和を中心とする刺激策によって景気の下支えを図るとみられる。一連の株価下落対策の中で人民銀行は6月28日に昨年11月以降で4回目となる政策金利の引き下げ（1年物貸出基準金利 5.10%→4.85%）と一部の金融機関に対する預金準備率の引き下げを行ったが、銀行貸出残高の伸びが5月の前年同月比+14.0%から6月は+13.4%と鈍化する中で、マネーサプライ（M2）の伸びは6月に前年同月比+11.8%へ高まったものの、依然として今年の政府目標（前年比+12%前後）を下回っており、資金供給の拡大余地を残している。

政策金利の推移(%)



(出所)CEIC DATA

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

物価動向も更なる金融緩和の余地が十分にあることを示している。消費者物価上昇率は、5月の前年同月比+1.2%から6月に+1.4%へ高まったものの、今年の政府目標（前年比+3.0%前後）を大きく下回る低い伸びで安定的に推移している。

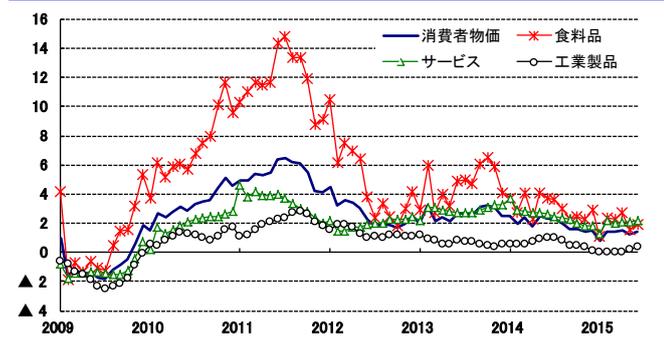
金融緩和の拡大は、米国との金利差を縮小させることで人民元の対ドル相場の上昇圧力を減じる効果も期待できる。人民元相場は、3月半ば以降、概ね1ドル=6.20元程度で横ばい推移が続いているが、米国では景気の堅調な拡大を背景に年内にも利上げ開始が見込まれていることもあり、人民元の対ドルでの上昇圧力は弱まる方向にある。こうした状況下で中国において金利が引き下げられれば、人民元の対ドル相場は下落し輸出持ち直しを後押しすることにもなる。

⁴ 例えば5%以上の大口株主や経営者に対して半年間、株式の売却を禁止した。

⁵ 上海市場の信用買い残高は2015年7月上旬時点でも9,000億元程度あり、2014年前半の2,000億元程度を大きく上回っている。

⁶ 上海市場のPERは7月上旬時点で20倍を若干下回る程度であり、2014年前半までの10倍程度はもとより、日米欧の17~18倍と比べても高い。

消費者物価の推移(前年同月比、%)



(出所) 中国国家统计局

人民元相場の推移(元/米ドル)



(出所) CEIC DATA

当社は 2015 年の実質 GDP 成長率を前年比+7%と予想していたが、4~6 月期の実績が予想を上回ったこと、景気刺激策の追加余地を残していることを踏まえ、株価下落による下押しリスクは残るものの、引き続き政府が目標とする 7%成長は達成可能と予想する。