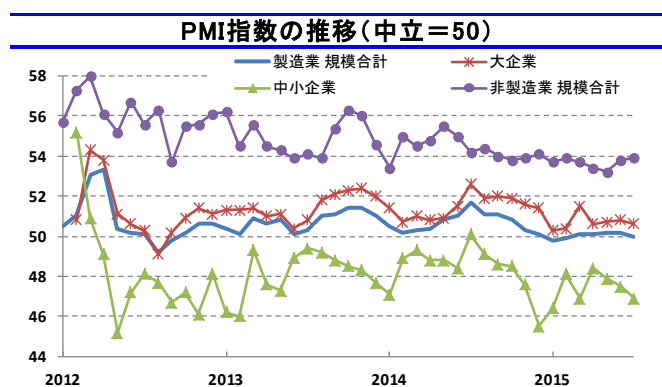


中国経済：格差拡大し景況感は悪化、人民元下落の効果は限定的

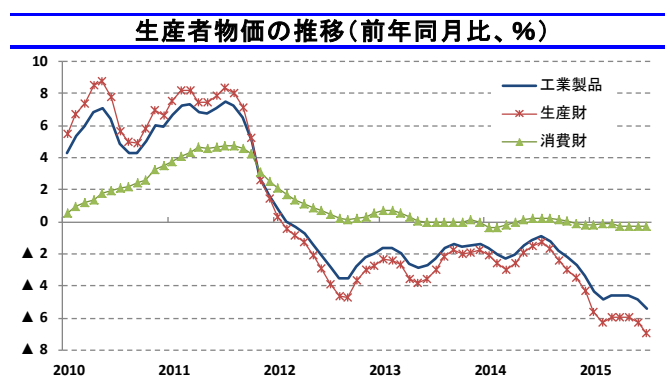
7月の主要経済指標は中国経済が一段と減速感を強めていることを示した。製品需給の改善が遅れており、製造業の特に中小企業で景況感が悪化するなど、業種や企業規模による格差が拡大している。主因は欧米向けの減少が続く輸出の停滞であり、国内需要についても固定資産投資は製造業や不動産業で減速が続く、個人消費は下げ止まり程度。人民元の下落幅は他通貨に比べ小さいため、景気回復を主導するほどの輸出拡大は期待薄。

景気の減速感が一段と強まる

今月12日に出揃った7月の主要経済指標からは中国経済が一段と減速感を強めている状況が確認された。景況感を表す代表的な指標である製造業PMI指数は、6月の50.2から7月は好不調の境目となる50.0ちょうどへ低下した。企業規模別¹に見ると、大企業は6月の50.8から7月は50.6へ低下したが引き続き50を上回っている一方で、中小企業は47.5から46.9へ低下、50を下回る状況が続いた上に下げ幅も大企業に比べて大きいなど、企業規模による景況感格差が広がっている。



(出所) 中国国家统计局



(出所) 中国国家统计局

製造業における景況感悪化の主因は、製品価格の低下である。7月の生産者物価(工業製品)は前年同月比▲5.4%となり、6月の▲4.8%からマイナス幅がさらに拡大した。川上の生産財価格(6月前年同月比▲6.2%→7月▲6.9%)のみならず、川下の消費財価格(6月▲0.2%→7月▲0.3%)も小幅とはいえマイナス幅が拡大しており、資源価格の下落や、過剰生産による製品需給の悪化に起因する物価の下落が幅広い分野に波及している様子が見て取れる。7月の工業生産は前年同月比+6.0%と6月の+6.8%から伸びが鈍化するなど生産調整は進められているようであるが、今のところ需給の改善には結び付いていない。少なくとも製造業分野においてはデフレ状態にあり、それが深化している状況と言えよう。なお、6月から7月にかけて物価下落が目立つ分野は、生産財では原油ガス(6月▲32.4%→7月▲34.6%)、非鉄鉱石(▲4.7%→▲7.7%)、化学繊維(▲8.2%→▲10.4%)、鉄鋼(▲16.7%→▲18.3%)、消費財では日用品(▲0.7%→▲1.0%)などである。

¹ 従業員数1,000人以上、売上高4億元以上を大企業、従業員数20人以上300人未満、売上高300万元以上、2,000万元未満を中小企業としている。

一方で、非製造業 PMI 指数は、規模合計で 6 月の 53.8 から 7 月は 53.9 へ小幅ながらも上昇し、50 を大きく上回る水準を維持した。このように、製造業と非製造業の間にも景況感格差が生じているのは、製造業の不振が続く中でも経済の成熟化に伴って非製造業分野が着実に拡大していることを示している。中国経済においては、「世界の工場」と呼ばれる通り製造業の存在感が大きく、その業績が産業全体の景況感に大きな影響を与えているが、製造業の動向のみに基づく景気判断には偏りがあることも事実であろう。

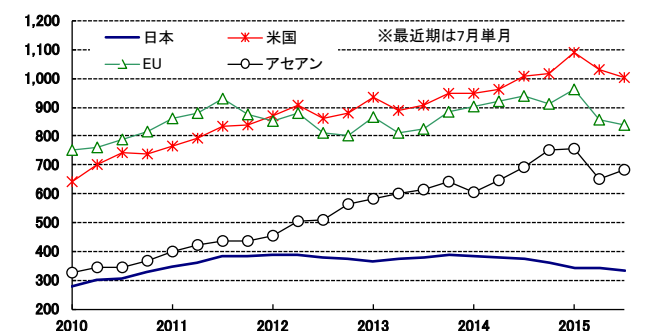
輸出：アジア向けは下げ止まるも欧米向けの減少が続き停滞

とはいえ、現状、製造業分野を中心に景気の減速が続いており、その主因は輸出の停滞である。7 月の輸出（通関ベース、ドル建て）は前年同月比▲8.4%と 2 カ月ぶりのマイナスに転じ、当社試算の季節調整値でも前月比▲1.2%と 4 カ月ぶりのマイナスになった。それでも 7 月の輸出の水準は 4～6 月期を 5%程度上回ったものの、1～3 月期に前期比▲9.1%、4～6 月期に▲4.5%と大幅な落ち込みが続いた後であることを考えると、下げ止まった程度であり回復力は弱いと言わざるを得ない。

輸出の動向を仕向地別に見ると、全体の 11.6%（2014 年）を占める ASEAN 向けこそ 7 月は 4～6 月期の水準に比べ 5.2%増加し持ち直しているが、4～6 月期に落ち込んだ分（前期比▲14.0%）の半分も取り返していない。さらに、米国向け（シェア 16.9%）は 7 月の水準が 4～6 月期を 2.8%下回り、EU 向け（シェア 15.8%）も 2.2%下回るなど、欧米向けは減少が続いている。そのほか、経済制裁や原油価格下落により景気が低迷している ロシア向け（シェア 2.3%）は 7 月の前年同月比が▲35.3%と大幅に落ち込んでおり、シェアは小さいが輸出停滞の一因となっている。

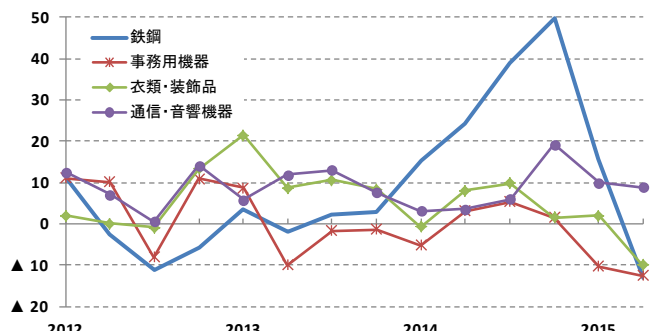
また、4～6 月期に下げ止まりの兆しが見られた 日本向け（シェア 6.4%）も 7 月に再び減少した（7 月の 4～6 月期比▲2.8%）。その他のアジア地域では、香港向け（シェア 15.5%）が概ね横這い、韓国向け（シェア 4.3%）が下げ止まり、台湾向け（シェア 2.0%）は増加が続いた。

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

主な財の輸出動向（前年同期比、%）



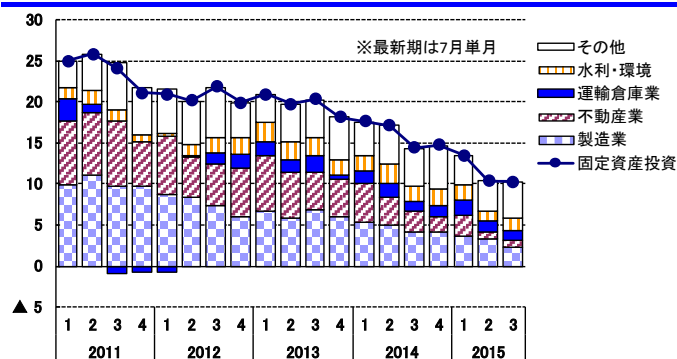
（出所）中国海関総署

財別に見ると、スマートフォンの好調などから 通信・音響機器（2014 年シェア 12.0%）が 1～3 月期の前年同期比+9.8%に続いて 4～6 月期も+8.8%と比較的堅調な拡大を維持した一方で、事務用機器（シェア 9.5%）が 1～3 月期▲10.3%、4～6 月期▲12.4%と落ち込みが続き、衣類・装飾品（シェア 8.0%）はマイナスに転じた（1～3 月期+2.0%→4～6 月期▲9.9%）。これらの分野では、人件費上昇や人民元高による競争力の低下が影響した可能性がある。そのほか、昨年顕著な輸出ドライブが見られた 鉄鋼（シェア 3.1%）は、その一巡により 1～3 月期の前年同期比+15.5%から 4～6 月期は▲12.9%とマイナスに転じた。同様に、非鉄金属（シェア 1.1%）も+19.3%から+4.1%へ伸びが鈍化している。

固定資産投資：製造業・不動産業の減速が続きインフラ関連も伸び悩み

国内需要も依然として緩慢な動きが続いている。固定資産投資（都市部）は、4～6月期の前年同期比+10.4%から7月期は+10.3%へ小幅ながら減速した。内訳を見ると、業績の悪化している製造業（シェア33.4%、2014年）が4～6月期の前年同期比+9.4%から7月は+6.9%へ大幅に減速、資金供給の抑制や住宅価格下落により不動産業（シェア24.5%）も4～6月期の前年同期比+3.9%から7月は+3.3%へ一段と伸びが鈍化した。また、インフラ関連の運輸・倉庫（4～6月期+19.4%→7月+15.1%）や水利・環境（+17.1%→+16.1%）も伸び悩んでおり、政府が打ち出した投資計画プロジェクトの進捗が遅れているようである。

固定資産投資の推移（前年同月比、%）



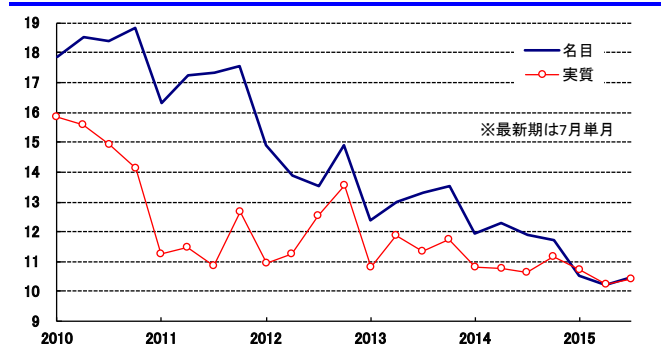
個人消費：自動車販売は不振も小売販売全体では下げ止まり

個人消費の代表的な指標である社会商品小売総額は、4～6月期の前年同期比+10.2%から7月は+10.5%へ伸びを高めた。物価²上昇分を除いた実質でも4～6月期の前年同月比+10.2%から7月は+10.4%へ持ち直しており、小売販売から見る限り、個人消費は減速に歯止めが掛かった模様である。

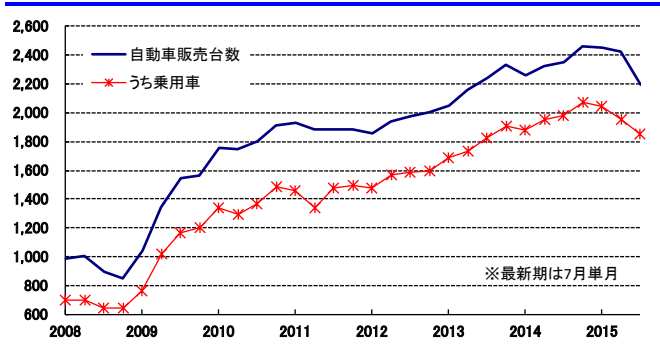
ただし、乗用車販売台数は、4～6月期の前年同月比+0.5%から7月は前年同月比▲6.6%とマイナスに転じ、当社試算の季節調整値では4～6月期の年率1,956万台から7月は1,852万台へ減少、2013年後半頃と同程度まで水準を落としている。乗用車販売台数は、株価の上昇が加速した2015年前半を通じて減少しており、この時点では専ら景気ないしは所得・雇用環境の先行きに対する懸念などが影響していたと考えられるが、7月の更なる減少は株価下落が影響した可能性はあろう。

しかしながら、自動車販売を含めた物販全体では上記の通り下げ止まりつつあるため、7月中旬以降の株価下落が個人消費に与える影響は限定的という見方³を現時点で修正する必要はないだろう。

社会商品小売総額の推移（前年同月比、%）



自動車販売台数の推移（季節調整値、年率、万台）



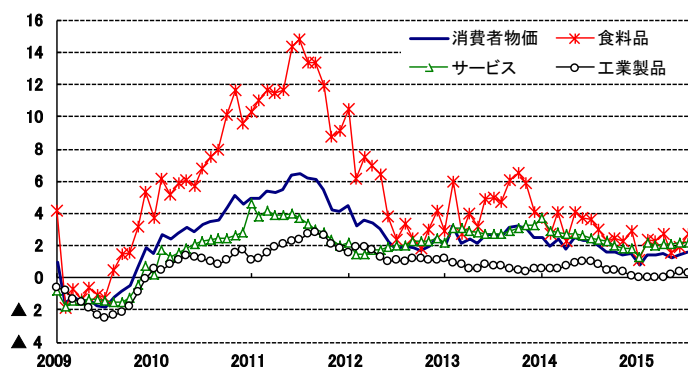
² 2011年8月以前については、消費者物価指数により実質化した。

³ 株価下落の影響については、2015年7月17日付 Economic Monitor「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」参照。

消費者物価上昇率は引き続き低位安定

景気の減速に歯止めが掛からない中で、消費者物価は7月に前年同月比+1.6%となり、6月の+1.4%から伸びを高めた。主因は豚肉など食料品価格の上昇（6月前年同月比+1.9%→7月+2.7%）である。ただ、生産者物価の下落などを受けて工業製品価格は伸びが鈍化（6月+0.4%→7月+0.3%）、サービス価格は6月、7月と伸びが不変であり（ともに前年同月比+2.2%）、総じて消費者物価上昇率は低位で安定している。

消費者物価の推移（前年同月比、%）



(出所) 中国国家统计局

人民元相場は基準相場の切り下げにより4年ぶりの水準へ下落

こうした中で、昨年11月来、毎月のように金融緩和を実施してきた人民銀行が、8月11日、人民元の対ドル相場の基準値を前日より1.8%（1ドル=6.1162元→6.2298元）切り下げた。人民元相場に市場の実勢を反映させるため、基準値の算出時に前日の終値を重視することにした結果と説明されている。実際に、人民元の対ドル相場は、多くの通貨が利上げの迫る米ドルに対して値を切り下げ、さらに中国においては金融緩和が継続され、しかも株価の急落により投資資金の流出懸念が強まる中で、3月下旬以降、概ね1ドル=6.2元前後で極めて安定的に推移しており、市場実勢から隔離されていた感があった。こうした人民元相場の不自然に堅調な推移の背景として、人民元の国際化を目指す政府が相場下落を望まなかったことが指摘されているが、一方で経済実態に比べて高過ぎる人民元相場が輸出の回復を妨げる懸念もあるため、景気に改善の兆しが見られない現状を踏まえ、今回、政府は景気を優先し人民元相場下落を容認する判断を下したという見方は可能であろう。

人民元相場の推移（元／米ドル）



(出所) CEIC DATA

いずれにしても、人民銀行がさらに基準値を12日に1.6%、13日に1.1%切り下げたため、人民元の対ドル相場は13日に約4年ぶりとなる1ドル=6.4元を割り込んで下落した。その結果、人民元相場は3日間で約3%、年初来でも概ね同程度下落した。ただし、タイ・バーツが年初来、対米ドルで7%程度下落、インドネシア・ルピアが10%強、マレーシア・リンギが約15%、ブラジル・レアルに至っては3割強も下落するなど、多くの新興国通貨は人民元以上に下落している⁴。また、輸出において競合する部分が少なくない韓国のウォンも約8%下落している。そのため、この3日間の人民元下落は、中国輸出企業にとって競争力をある程度改善する要因とはなるが、景気回復を先導するほどの輸出拡大効果は期待できないであろう。その一方で、内外の投資家に対して中国の為替市場も株式市場と同様、官制相場であることを強く意識させたことは間違いない。今回の政府・人民銀行の対応は、金融自由化や人民元国際化よりも景気を優先せざるを得ない状況にあるという印象を与える結果となったのではないだろうか。

⁴ 人民元より下落幅が小さい通貨は、フィリピン・ペソ（2.8%程度）、インド・ルピー（2.4%程度）など、一部に限られる。