



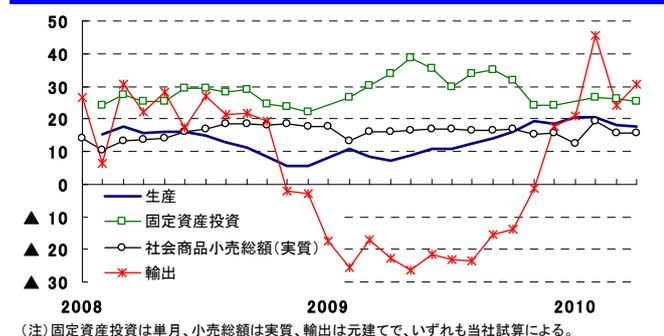
Economic Monitor

政策変更のタイミングを探る中国経済 (Monthly Update)

中国経済は、4月の工業生産の伸びが1~3月期よりやや鈍化するなど、全体として見れば過熱感が抑制されつつも、力強い拡大を維持している。輸出の伸びが一段と高まり、貿易収支は再び黒字に転化。固定資産投資や個人消費も引き続き堅調な拡大を見せている。インフレ率は政府が目標とする3%近くまで高まっているが、食品やエネルギー価格の寄与が大きく、利上げを迫る内容ではない。不動産価格の上昇に対しては、資金供給の抑制で対応する方針を継続している。人民元は欧州の混乱を見極めつつ、切り上げのタイミングを探る展開を予想。

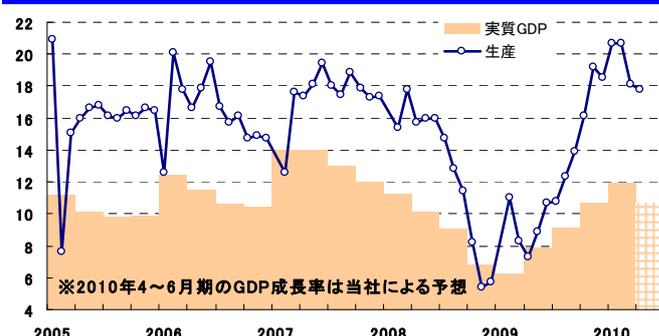
11日に発表された主要経済指標は、総じて中国経済の順調な拡大を示す内容であった。固定資産投資や個人消費など国内需要の拡大テンポがやや弱まったことから、4月の工業生産は3月の前年同月比18.1%から17.8%へ伸びが鈍化した。輸出の回復もあって依然として高い伸びを維持している(詳細後述)。なお、過去の工業生産と実質GDPとの関係から判断すると、4~6月期の成長率は1~3月期の11.9%からは若干鈍化し、10%台半ば程度になるとみられる。中国経済は、全体として見れば過熱感が抑制されつつ、力強い拡大を維持していると言えよう。

工業生産と主な需要動向(前年同月比、%)



(出所) 中国国家统计局

工業生産と実質GDPの推移(前年同期比、%)



(出所) 中国国家统计局

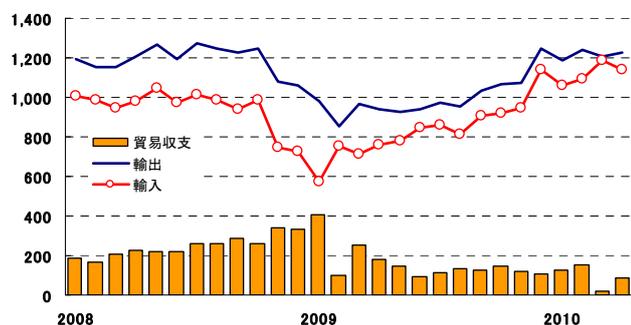
主な需要項目の動向を見ると、4月の輸出総額(ドル建て)は、前年同月比30.5%となり、3月の24.3%から伸びが高まった。当社試算の季節調整値でも前月比1.9%と増加した。地域別には、景気回復が鮮明なASEAN向けの伸びが高まっている(3月36.8%→4月42.6%)ほか、日本向け(18.9%→24.6%)、米国向け(17.5%→19.1%)、EU向け(24.6%→28.5%)など、全般的に拡大が見られる。輸出は、世界経済の持ち直しを背景に順調な回復を続けている。一方、4月の輸入は前年同月比49.7%となり、3月の66.0%から伸びが鈍化した。3月は春節明けの在庫復元や資源価格上昇を背景とする調達前倒しなどにより伸びが高まったが、その反動が出た模様である。輸出の増加と輸入の減少を受けて、3月に72億ドルの赤字に転じた貿易収支は、4月に17億ドルの黒字に復した。当社試算の季節調整値で見ると、貿易収支は3月の19億ドルから4月には昨年半ばの水準をやや下回る86億ドルまで戻しており、黒字基調を維持している。

4月の固定資産投資(都市部)は、前年同月比25.4%となり、1~3月期の26.4%から小幅ながら伸びが

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、伊藤忠商事調査情報部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限りません。

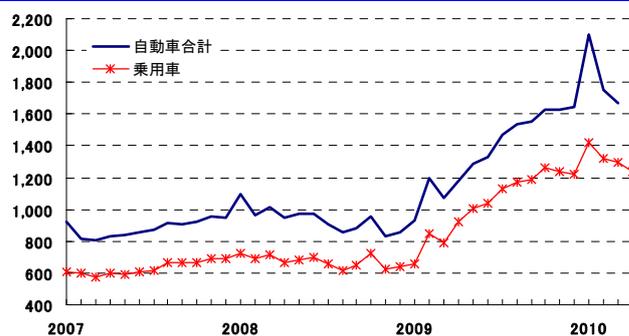
鈍化した。全体の4割強を占める製造業の伸びの鈍化（1～3月22.4%→4月20.5%）が目立つ一方、6割弱を占める3次産業は不動産開発を中心に高い伸びを維持した（30.0%→29.2%）。固定資産投資は、勢いはやや落ちているものの、インフラ投資を中心に堅調な拡大を維持している。個人消費の指標である小売販売額（社会商品小売総額）は、1～3月期の前年同期比17.8%から4月は18.5%に伸びが高まった。ただし、消費者物価も同程度伸びが高まったとみられるため（当社推定1～3月期2.2%→4月2.8%）、物価上昇を除いた実質で見ると、4月の個人消費は1～3月期と同程度の堅調な拡大が続いていると言える。これまで個人消費を牽引してきた乗用車販売も、1～3月期の年率1,344万台から4月は1,241万台に減少しており、昨年初来の急速な拡大は一服している。このような固定資産投資や個人消費の動向から判断すると、国内需要は、やや拡大テンポを弱めつつ、堅調な拡大を続けていると評価できる。

輸出入と貿易収支の推移(季節調整値、億ドル)



(出所) EcoWin

自動車販売の推移(年率、万台)



(出所) 中国自動車技術研究センター(中国汽车技術研究中心)

こうした中で、4月の消費者物価は前年同月比2.8%となり、3月の2.4%から伸びが高まった。食品（3月5.2%→4月5.9%）や光熱費を含む住居費（3.3%→4.5%）などの上昇が主因である。その一方で、衣料品（▲1.1%→▲1.3%）、家庭用品・サービス（▲0.7%→▲0.5%）は依然としてマイナスであり、その他においても目立った上昇は見られない。沿海部などでは労働者不足により賃金の上昇圧力が高まっているが、今のところ消費者物価を明確に押し上げるには至っていない。インフレ率は、政府が目標とする3%に迫り、5月にもその水準に達するとみられるため、市場では利上げ観測が強まっているが、食料品やエネルギー価格の上昇に起因するインフレ率の上昇に対して、政策当局が利上げを積極的に選択するとは考え難い。また、2004年10月から始まった前回の利上げ局面では、インフレ率が4.3%まで上昇した時点で利上げが開始された。さらに、ギリシャの財政問題で欧州経済の先行きが懸念されるなど、海外の経済情勢は未だ不安定である。これらを踏まえると、今回もインフレ率4%が視野に入るまで利上げを見送る可能性が高く、それまでには少なくとも2～3か月の猶予がある。

住宅価格は、4月に前年同月比12.8%と3月の11.7%から伸びがさらに高まった。不動産市場に限れば、過熱感是一段と強まっている。こうした状況に対し、政府は住宅ローンに対する規制を強化しており¹、一部の地域では取引件数の減少²も報じられているが、根強い住宅需要に支えられ価格上昇の抑制には結び付いていない。また、4月の新規貸出額は7,740億元まで増加し、今年の政府目標である年間7.5兆元、月平均で6,250億元を上回る拡大ペースとなった。このため、人民銀行は5月2日、今年3回目の預金準備率引き上げ（0.5%Pt）を行い、過剰な資金供給を抑制した。今後も政府・人民銀行は、住宅需要抑制

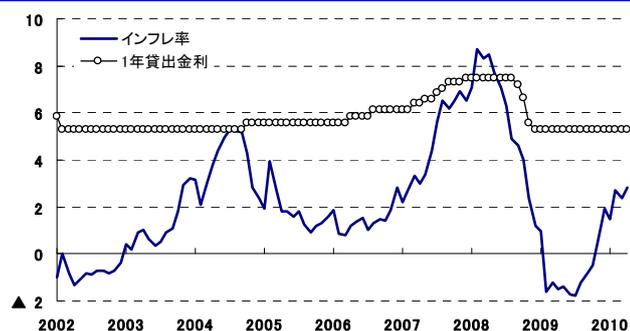
¹ これまでの金利優遇見直しや2軒目の住宅取得に対するローンの自己資金比率引き上げ、金利引き上げに加え、上海市では3軒目以降に対する課税を検討しており、北京市では3軒目以降に対する住宅ローンを禁止した（4月30日）。

² 5月1～2日の住宅取引件数は前年同期に比べ4割減少半減した。

策や資金供給のコントロールにより住宅バブルや一部業種に見られる過剰投資の沈静化に努め、利上げは極力回避すると思われる。

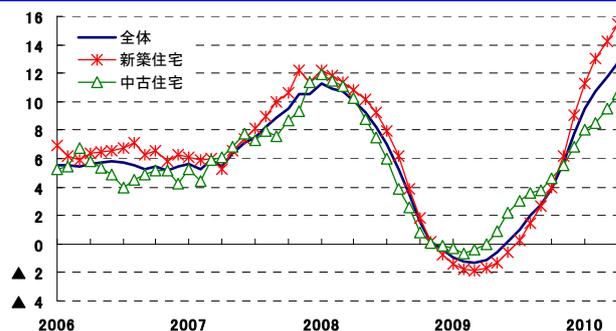
人民元については、政府が欧州の債務問題に伴う輸出への影響を懸念しているため、当面は様子見となる可能性が高まった。しかし、貿易黒字が再び拡大するなど、人民元の上昇圧力は根強く、為替介入によるインフレ圧力が懸念される状態には変化がない。欧州情勢の落ち着きを確認した後、人民元の変動幅を拡大し、その後は、市場の実勢に任せた人民元の上昇を容認する形で、年3~5%程度の緩やかなペースで切り上げていくと予想している。

消費者物価と政策金利の推移(前年比、%)



(出所) EcoWin

住宅価格の推移(前年比、%)



(出所) 中国人民銀行