



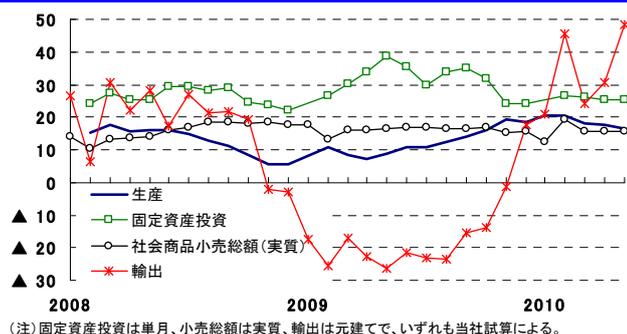
Economic Monitor

安定成長へソフトランディングする中国経済 (Monthly Update)

中国経済は、輸出が堅調に拡大する中で工業生産の伸びは鈍化するなど、在庫の積み上がりが抑制され、安定的な拡大テンポを模索する様子が見えてくる。固定資産投資や個人消費も引き続き堅調ながら拡大テンポは加速せず、景気に過熱感を感じられない。インフレ率は政府が年間目標とする3%を単月で上回ったが、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。不動産バブルの懸念は残るが、利上げではなく、引き続き資金供給の抑制で対応する方針を維持しよう。年内に利上げが行われる可能性は大きく低下した。一方、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との予想を維持したい。

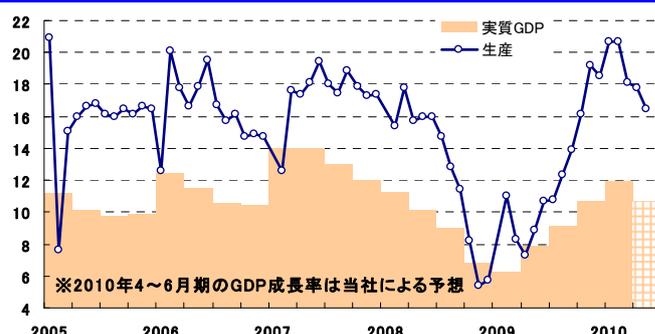
11日までに発表された5月の主要経済指標は、中国経済が安定的な拡大テンポを模索している様子を示す内容であった。固定資産投資や個人消費など国内需要の伸びは前月と同程度にとどまったものの、輸出が大幅に伸びを高めるなど、需要は引き続き堅調に拡大している。一方で、工業生産の伸びは鈍化（4月前年同月比17.8%→5月16.5%）、輸入も輸出の伸びが大きく拡大したにもかかわらず伸びが鈍化しており、結果として在庫の積み上がりを抑制しているものと考えられる。生産は、2年前の同月と比べると伸びは小幅ながら拡大（4月26.4%→5月26.9%）していることから判断すると、5月の前年同月比の鈍化は前年の反動による影響が大きい。とはいえ、PMI指数が新規受注（4月59.3→5月54.8）や受注残高（4月53.4→5月49.7）の悪化などにより小幅に低下（4月55.7→5月53.9）しており、需要の先行きに対する慎重なスタンスが過度な生産拡大を控える動きにつながっている面はあろう。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%から鈍化し、10%台半ば程度になるとみられる。

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

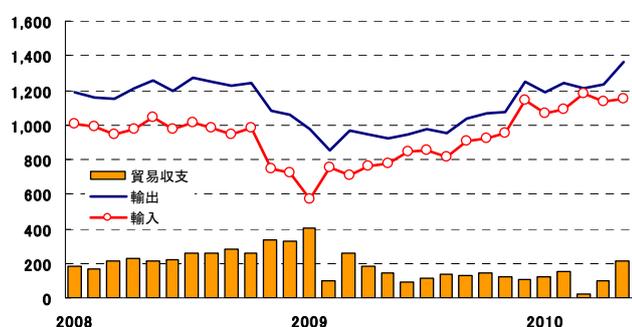
主な需要項目の動向を見ると、5月の輸出総額（ドル建て）は、前年同月比48.5%となり、4月の30.5%から大幅に伸びが高まった。当社試算の季節調整値では前月比10.4%の大幅増加となる。地域別には、ASEAN向けが高い伸びを維持（4月42.6%→5月48.0%）する中で、米国向け（19.1%→44.3%）やEU向け（28.5%→49.7%）が急増しており、輸出は欧米経済の持ち直しを背景に堅調に拡大している。一方、5月の輸入は前年同月比48.3%となり、上記の通り4月の49.7%から伸びが小幅ながら鈍化した。輸出の増加と輸入の減少を受けて、4月に2か月ぶりの黒字に転じた貿易収支は195億ドルまで黒字幅が拡大し

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は限りません。

た。当社試算の季節調整値で見ると、5月の貿易黒字は昨年3月以来の水準となる214億ドルまで水準を戻しており、黒字基調を鮮明にしている。

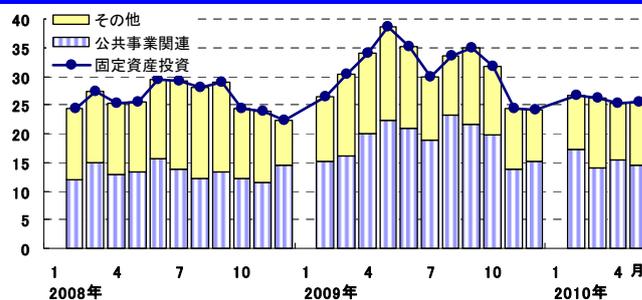
5月の固定資産投資（都市部）は、4月と同じ前年同月比25.4%となった。全体の6割程度を占める公共投資関連が景気対策の効果一巡などから伸びの拡大が頭打ちとなっており（1~3月27.2%→4月27.3%→5月26.0%）、堅調な拡大が続いてはいるが、全体として拡大テンポは徐々に落ち着きつつある。個人消費の指標である小売販売額（社会商品小売総額）は、4月の前年同期比18.5%から5月は18.7%とわずかながら伸びが拡大した。ただし、消費者物価も伸びが高まっているため（詳細後述）、物価上昇分を除いた実質では、5月の個人消費は4月と同程度の拡大テンポと言える。これまで個人消費を牽引してきた乗用車販売も、4月の年率1,242万台から5月は1,258万台と小幅な増加にとどまっている。以上のように、国内需要は、堅調な拡大を続けているが、その拡大テンポは加速しておらず、過熱感を感じられない。

輸出入と貿易収支の推移(季節調整値、億ドル)



(出所)EcoWin

固定資産投資の推移(前年同月比、%)



(注)公共事業関連とは、不動産、交通運輸、水利・環境、電気ガス水道、公共施設管理、農林水産、教育、科学技術、社会保険関連の計。

(出所)CEIC DATA

こうした中で、5月の消費者物価は前年同月比3.1%となり、4月の2.8%から伸びが高まった。伸びの拡大は2か月連続であり、政府が今年の年間目標とする3%を単月ながら上回った。主因は、前月と同様、食品（4月5.9%→5月6.1%）や光熱費を含む住居費（4.5%→5.0%）などの上昇である。その一方で、衣料品（▲1.3%→▲1.2%）や家庭用品・サービス（▲0.5%→▲0.3%）は、マイナス幅が縮小したとはいえ、依然として水面下である。このため、食品やエネルギーを除くと、5月の消費者物価上昇率は、前年同月比0.9%と極めて低い水準にとどまっております、国内の需給逼迫に起因する物価上昇圧力が強いわけではない。さらに、欧州財政危機をきっかけに世界経済の先行きに対する不透明感が台頭しており、中国としても景気を抑制する政策を選択し難い状況にある。市場では利上げ観測が未だに燻っているが、現在の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選択する可能性は低いであろう。また、今後の物価動向を展望しても、沿海部を中心に広がっている賃上げの動きがインフレ圧力となる一方で、エネルギー価格上昇の背景にある原油価格は、昨年6月から9月にかけての70ドル前後(WTI先物)を小幅上回る程度まで低下しているため、住居費の上昇幅は次第に鈍化しよう。さらに、国家発展委員会は天候の好転により農産物価格の軟化を指摘しており、これまで物価を押し上げていた要因は次第に剥落すると予想される。したがって、人民銀行は、こうした情勢を見極めつつ、今年のインフレ率が政府目標の3%を確実に上回ることが見込まれる状況、つまり、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い。そして、過熱感の強まっていた中国経済がソフトランディングしつつあることや、最近の不安定な世界経済情勢などに照らせば、そのような状況を年内に想定することは難しくなると言えよう。

根強く残る住宅バブル懸念に対しては、引き続き資金供給の調整を通じて沈静化を図ることになるだろう。住宅価格は、5月に前年同月比12.4%と4月の12.8%から小幅に伸びが低下したとはいえ、依然として高い伸びが続いており、過熱感は払拭されていない。こうした状況に対し、上海市が固定資産税の導入を検討するなど、政府は引き続き住宅投資の抑制に注力しており、住宅取引件数が減少する地域も出始めている。また、5月の新規貸出額は6,394億元となり、今年の政府目標である年間7.5兆元（月平均6,250億元）のペースを引き続き上回ってはいるが、新規貸出は例年、上期に偏る傾向を考慮すると、新規貸出は十分に抑制されている。貸出残高が1月の前年同月比29.3%から5月には21.5%まで伸びが鈍化していることが、その証左であろう。

人民元については、ユーロの大幅下落により輸出への影響が懸念されるため、当面は様子見となる可能性が高まった。しかし、貿易黒字が急拡大したことから人民元の上昇圧力は高まっており、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の予想を維持したい。

消費者物価の推移(前年比、%)



(出所) CEIG DATA

新規貸出額と貸出残高の推移(億元、前年同月比、%)



(出所) 中国人民銀行