

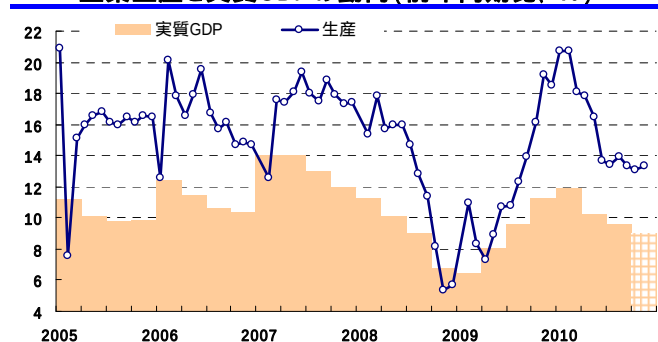
Economic Monitor

インフレ懸念が払拭できない中国経済 (Monthly Update)

11月の主要経済指標は中国経済の再加速を示唆し、消費者物価は前年同月比5.1%まで高まった。主因は食料品価格と光熱費の上昇であり、これらを除くと物価上昇率は依然として低水準にとどまっているが、インフレ圧力の高まりが広がりつつあるのも事実である。インフレ圧力の一因は経済成長を上回る貸出残高の増加がもたらした過剰流動性である。人民銀行は12月10日に今年6回目の預金準備率引き上げを決めたが、引き上げ余地は若干残っており、今後も準備率引き上げによる過剰流動性の吸収を続けよう。また、米ドル相場の動向次第で利上げに踏み切る可能性もあろう。

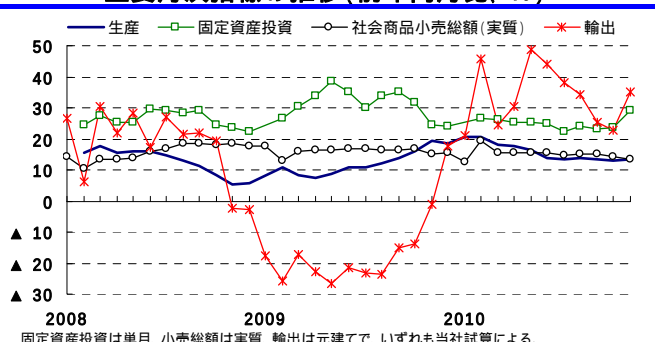
11月の主要経済指標は、中国経済が再加速しつつあることを示した。11月の工業生産は、前年同月比13.3%と10月の13.1%から小幅ながら伸びが拡大し、前年同月比の伸びの鈍化に歯止めが掛かりつつある。10月までの生産の伸びの鈍化傾向から判断すると、実質GDP成長率は前年同期比では7～9月期の9.6%から10～12月期は9%程度まで鈍化するとみられるものの、PMI指数が7月(51.2)以降、4ヶ月連続で上昇、11月には4月以来の水準となる55.2まで上昇するなど、前期比では伸びが高まる可能性がある。

工業生産と実質GDPの動向(前年同期比、%)



(出所) 中国国家统计局

主要月次指標の推移(前年同月比、%)



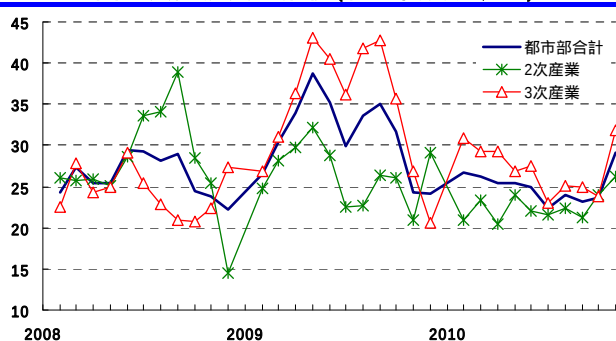
(出所) 中国国家统计局

主な需要項目に関する指標を見ると、個人消費の指標である社会商品小売総額は、10月の前年同月比18.6%から11月は18.7%と小幅ながら伸びが高まった。ただし、後述の通り、消費者物価上昇率の拡大幅が大きかったため、物価上昇分を除いた実質の小売総額は10月の14.2%から11月は13.6%まで鈍化した。耐久財消費は、乗用車販売台数が10月に130.5万台(当社による季節調整値、年率1,566万台)まで急増したにもかかわらず11月は133.5万台(年率1,602万台)へ一段と増加するなど、堅調に拡大しているが、インフレ率の高まりが個人消費に悪影響を及ぼす可能性には引き続き留意が必要であろう。

11月の固定資産投資(都市部)は前年同月比29.1%と10月の23.7%から大きく伸びが拡大した。なかでも、不動産やインフラ関連が中心となる3次産業で伸びが拡大(10月23.8%→11月31.9%)しており、西部地域で新たに追加されたインフラ投資の執行が本格化しつつあることを示唆している。また、2次産業でも伸びの拡大が続いており(9月21.3%→10月24.0%→11月26.3%)、内外需の持続的な拡大や企業業績の改善などを背景に、製造業の設備投資も堅調に拡大している模様である。

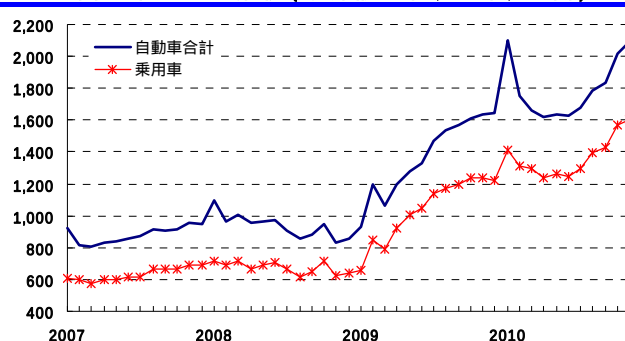
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠商事調査情報部が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

固定資産投資の推移 (前年同月比、%)



(出所) 中国国家统计局

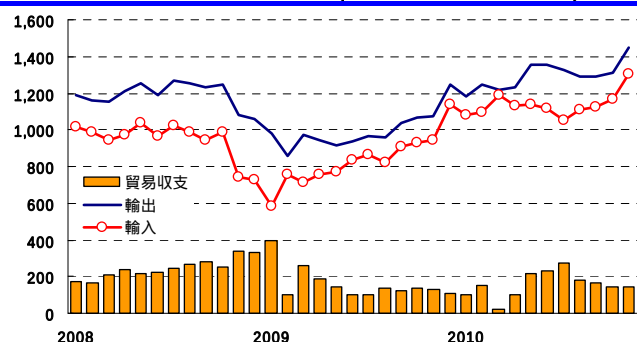
自動車販売の推移 (季節調整値、年率、万台)



(出所) 中国自動車技術研究センター(中国汽车技術研究中心)

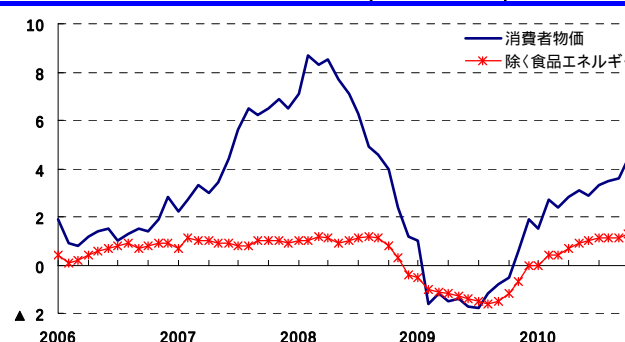
11月の輸出(ドルベース)も、前年同月比34.9%と10月の22.9%から大きく伸びが高まった。当社試算の季節調整値でも10月の前月比1.6%から11月は10.8%と急拡大している。地域別に見ると、米国向けが前月比10.9%と5ヶ月ぶりの増加に転じたほか、EU向け(+10.6%)、日本向け(+8.9%)など先進国向け輸出は総じて大幅に増加している。また、アセアン向けは、同地域の持続的な需要拡大を背景に3ヶ月連続の増加(11月+5.8%)となった。一方の輸入も、前年同月比37.7%と10月の25.3%から伸びが一段と拡大した。11月の貿易収支は、当社試算の季節調整値で146億ドルと10月の144億ドルから4ヶ月ぶりに黒字幅が拡大した。ただし、中国の堅調な内需拡大を背景に、輸入は今後も比較的速いテンポで増加するとみられるため、貿易収支の黒字幅が一本調子で拡大するとは考え難い。

輸出入と貿易収支の推移 (季節調整値、億ドル)



(出所) Ecwin

消費者物価の推移 (前年比、%)



(出所) CEIC DATA

以上のように、内需主導の拡大を続ける中国経済は、輸出の増勢加速もあって再び力強さを増している。こうした中で、消費者物価上昇率は10月の前年同月比4.4%から11月は5.1%まで高まり、2010年の3%超えは確実となった。11月の内訳を見ると、食料品価格の上昇(10月10.1%→11月11.7%)に加え、光熱費を含む住居費の上昇(10月4.9%→11月5.8%)が主な押し上げ要因であった。また、食料品やエネルギーを除けば消費者物価上昇率は1.5%程度の低水準にとどまっているものの、光熱費以外の住居費やサービス関連価格にも上昇傾向が見られるほか、衣料品(▲1.3%→▲0.7%)のマイナス幅が縮小するなど、需給のタイト化に起因する物価上昇圧力の高まりが幅広い分野で見られることも事実である。将来のインフレ予防が必要な状況にあると言えよう。

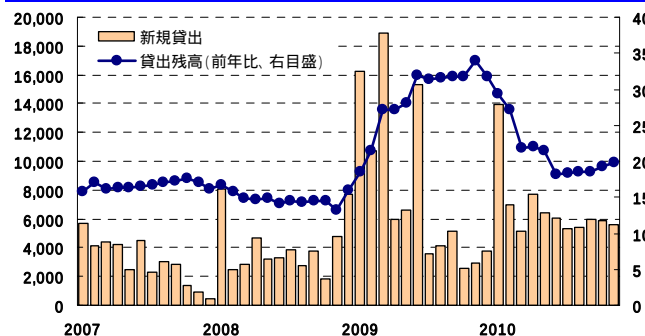
住居費や食料品価格が上昇した背景には、投機資金が不動産市場のほか、ニンニクやショウガなど一部の農産品市場へも流入していることがある。11月の新規貸出額は5,640億元と高水準が続いたため、年初来累計額は7兆4,430億元となり、12月を残して今年の政府目標である7.5兆元に概ね到達した。この結果、

銀行貸出残高の伸びは 6 月末の前年同月比 18.2% から 11 月末には 19.8% まで高まっている。一般的に、資金供給量は名目成長率が適正度合いの目安となるが、名目成長率は 2010 年 1～3 月期の前年同期比 17.0% から 7～9 月期には 15.4% まで低下、10～12 月期には一段と伸びが鈍化する見込みである。名目成長率を大きく上回る貸出残高の伸びは、過剰流動性の増加を意味しており、インフレ予防のためには速やかな過剰流動性の吸収が不可避であると言える。

このため、人民銀行は、12 月 10 日、預金準備率を大手行で 18.0% から 18.5% へ引き上げることを決定した（実施は 20 日から）。11 月の 2 回と合わせ、計 1.5%Pt の準備率引き上げとなり、これにより 1 兆元程度（貸出残高の約 2% に相当）の過剰流動性が吸収されることとなる。一方で、10 月以降は利上げを見送っている。その理由としては、金利の引き上げが経済成長全体を抑制してしまう恐れがあることが考えられる。また、金利の上昇は人民元の上昇圧力を高めるが、人民元高の進行を防ぐために為替介入を行えば、介入資金が国内に滞留し過剰流動性を増加させてしまうというジレンマもあり、これも利上げをためらわせる理由であろう。

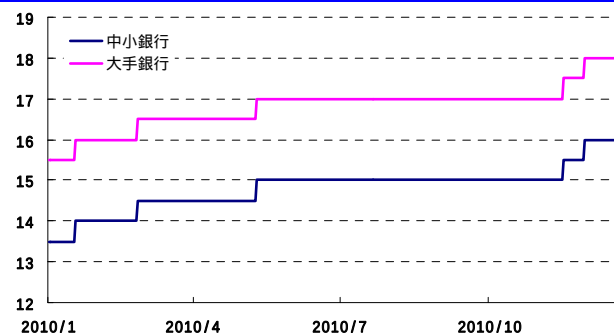
11 月末時点で前年比約 2 割という貸出残高の高い伸びから判断する限り、今回の預金準備率引き上げ程度では過剰流動性の吸収は不十分であろう。中小銀行の預金準備率は、今回の引き上げにより 16.5% となったが、過去のピーク 17.5% まで 1%Pt 残している。人民銀行は、物価動向を見守りつつ、今後も準備率の引き上げによる過剰流動性の吸収を続けると考えられる。利上げについては、米ドル相場の動向がカギとなろう。このところ、米国の景気回復期待を背景に米ドル相場は底堅く推移しており、今後は米ドルが一時的に強含む局面も予想される。こうした局面では利上げによる人民元高圧力が緩和できるため、年内も含めた近い将来、人民銀行が政策金利を引き上げる可能性は十分にあると思われる。

新規貸出額と貸出残高の推移（億元、前年同月比、%）



（出所）人民銀行

預金準備率の推移（%）



（出所）CEIC DATA