

# Economic Monitor

## ブレーキが効き始めた中国経済 (Monthly Update)

2月までの経済指標を見ると、中国経済は、輸出や固定資産投資の増加を背景に生産の伸びが高まるなど引き続き堅調に推移しているが、個人消費の拡大一服により最終需要全体の増加テンポは鈍化、在庫積み上がりの可能性を示すなど、昨年後半に加速した成長テンポが再び鈍化する兆しが見られる。しかしながら、食料品や原油価格の上昇を受けてインフレ圧力は依然として根強いいため、今後も政府は金融政策の中立化を目指した資金供給の抑制や政策金利の引き上げを継続、人民元の上昇も容認することとなる。

11日までに2月の主要経済指標が出揃った。1~2月平均の工業生産は、前年同期比14.1%と12月の13.5%から伸びが高まった。生産サイドから見れば、中国経済は堅調な拡大が続いている。なお、中国では春節（旧正月）の時期によって1、2月の経済活動が大きく歪むため、一部の統計は1月の数字が公表されていない。そのため、ここでは主に1~2月平均の数字を用いて景気の基調判断をしていくこととする。

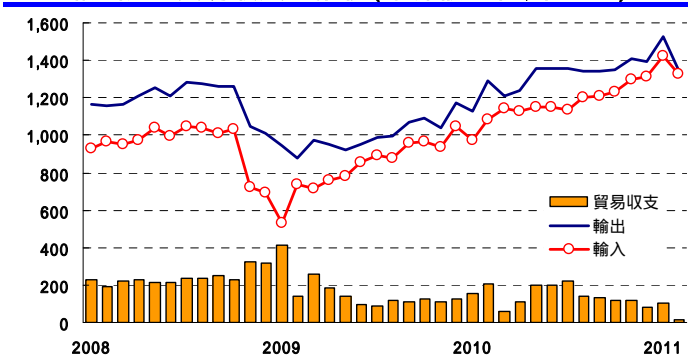
需要サイドの主要指標を見ると、まず、輸出（ドルベース）は、1~2月平均で前年同期比21.3%と10~12月期の24.9%から伸びがやや鈍化した。しかしながら、当社試算の季節調整値では、1~2月平均の水準は10~12月期に比べ3.7%上回っている。10~12月期の前期比が2.8%であったことと比べると、むしろ増加テンポは加速している。2月単月で見れば、前年同月比は2.3%と1月の37.7%から急減速、前月比も▲11.6%と大きく落ち込んだが、1月の輸出は春節（今年は2月3日）を控えた前倒し出荷により水準が押し上げられ2月はその反動が出たに過ぎず、輸出の基調は1~2月を均して見た通り四半期で3%前後、年率では10%以上の増勢を維持していると判断すべきであろう。

一方、1~2月平均の輸入（ドルベース）は、前年同期比36.3%と10~12月期の29.5%から伸びが高まった。当社試算の季節調整値でも1~2月平均の水準は10~12月期を7.6%も上回っており、輸入は速いテンポで拡大している。財別の内訳が確認できる1月の数字を見ると、輸入全体が10~12月期の前年同月比29.5%から1月に51.4%の大幅増となる中で、一般機械（寄与度10~12月期8.6%Pt、15.3%Pt）、鉱産物（7.0%Pt、15.0%Pt）、電気機械（4.6%Pt、9.0%Pt）の寄与拡大が目立つ。輸出

同様、輸入についても特に電気機械などは春節商戦を控えた前倒しの動きを多分に含んでいると思われるが、一般機械はインフラ投資の拡大、鉱産物は原油など資源価格の上昇も増加に寄与しているとみられる。

輸入が輸出を上回る伸びとなった結果、1~2月の貿易収支は8億ドルと小幅ながら赤字となった。2月単月では73億ドルの赤字である。例年この時期は、春節の影響などにより輸出入の水準が拮抗しやすいた

輸出入と貿易収支の推移(季節調整値、億ドル)



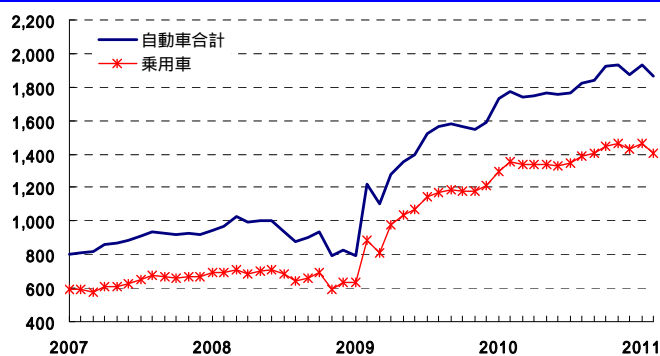
(出所)CEIC DATA

め赤字となったことにさほど驚きはないが、当社試算の季節調整値で見ると、貿易収支は10～12月期の月平均104億ドルの黒字に対して1～2月平均は58億ドルと概ね半減しており、原油価格の上昇などを背景に基調として貿易収支の黒字幅が縮小していることは事実である。

個人消費は、小売動向を見る限り、拡大ペースが鈍化している。1～2月平均の社会商品小売総額は、前年同期比15.8%と12月の19.1%から伸びが大きく低下した。各種報道では春節商戦は前年より19%増と伝えられていたため同程度の伸びが期待されたが、2月単月では11.6%にとどまった。飲食料品（1～2月平均前年同期比22.9%→2月前年同月比6.2%）や衣料品（22.2%→5.4%）、化粧品（16.1%→8.2%）、教養娯楽商品（21.6%→7.5%）、家電製品（17.9%→6.3%）などの販売が春節時期に振るわなかった一方で、石油製品（33.7%→37.7%）は伸びが高まっている。こうした動きを踏まえると、物販が幅広く伸び悩んだ背景には、春節商戦で好調が伝えられた旅行や外食などサービス支出へシフトしたことや、原油価格上昇による影響が出始めたことが考えられる。

2月の乗用車販売台数も前年同月比2.6%となり、1月の16.2%から大きく伸びが鈍化、1～2月平均で見ても前年同期比10.5%と12月の18.6%から伸びは低下した。当社試算の季節調整値でも、1～2月平均の乗用車販売は年率1,435万台と10～12月期の1,448万台を下回っており、これまでの増勢が一服した。1月の乗用車販売は年率1,463万台（前月比2.3%）と比較的好調であったことから、巷間言われる小型車減税などの購入支援策打ち切りの影響は小さいと思われ、これまでの早過ぎる拡大のスピード調整という評価が妥当ではないだろうか。

自動車販売台数の推移(季節調整値、年率、万台)



(出所)CEIC DATA

固定資産投資は、1～2月累計で前年同期比24.9%の高い伸びとなり、堅調さが確認された。今回から集計対象が変更されたため連続性はないとはいえ、旧統計の10～12月期23.9%と比べて伸びは高まっており、少なくとも堅調な拡大が続いているとは言えそうである。なかでも鉄道が45.3%と目立って高く、インフラ投資が全体を牽引している様子が窺える。

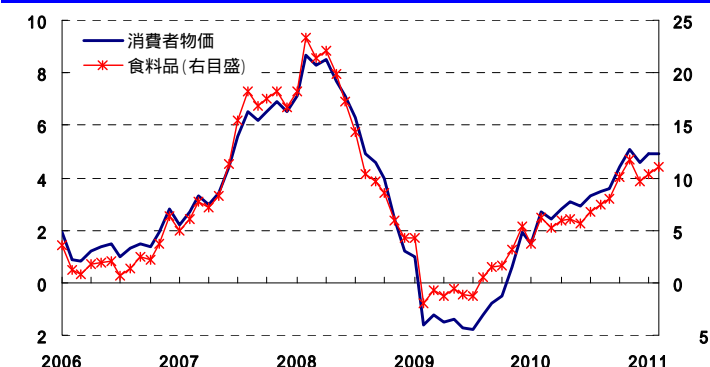
以上を整理すると、中国経済は、現在、輸出や固定資産投資の増加を背景に生産が堅調に拡大しており、好調さを維持している。ただし、個人消費の拡大が一服しており最終需要全体の増加テンポは鈍化、こうした中での輸入拡大は在庫積み上がりの可能性を示唆している。以下に触れるような金融政策の変更などの影響もあり、昨年後半に加速した成長テンポは、再び鈍化する兆しを見せている。

景気が過熱する懸念は後退しているようであるが、2月の消費者物価は1月と同水準の前年同月比4.9%となり、インフレ圧力は引き続き根強い。内訳を見ると、光熱費を含む住居費の伸びは低下したが高水準が続き（1月前年同月比6.8%→6.1%）、食料品価格の伸びが再び上昇（1月10.3%→2月11.0%）、衣料品価格も再びプラスに転じており（1月▲0.2%→2月0.4%）、全体で5.1%まで高まった昨年11月以降、原油や食料品価格を中心に物価上昇圧力が高まっている状況に大きな変化は見られない。

インフレ圧力の高まりに対して人民銀行は、2月9日に政策金利である定期預金基準金利（1年）を2.75%から3.00%へ、貸出基準金利（1年）を5.81%から6.06%へ引き上げた。さらに、24日には預金準備率を大手銀行で19.0%から19.5%へ、中小銀行で17.0%から17.5%に引き上げた。その後は、2月の新規貸出額が6,000億円を下回るなど（前年同月は7,001億円）、これまでの資金供給抑制策による効果が現れつつあることもあり、静観している。しかしながら、政府は今年の消費者物価上昇率の目標を4%としており、中立に改めた金融政策スタンスに照らせば、物価上昇分を除いた実質の政策金利は、貸出、預金とも実質成長率目標の8%（2011年）に対して依然として低すぎる水準である。今後も速いテンポで継続的な利上げが行われることとなる。

インフレ圧力の高まりは、人民元相場の持続的な上昇にもつながろう。人民元の対ドル相場は、昨年6月の事実上の切り上げ容認以降、約9ヶ月で3.7%程度と概ね予想通りのテンポで上昇しているが、2008年の原油価格高騰時はピークで年間（前年比）約1割上昇しており、必要であれば政府は人民元の速い上昇をためらわないであろう。最近の原油価格上昇と中国内のインフレ率の高止まりを踏まえれば、人民元相場の上昇テンポが加速する可能性は低くはないと思われる。

### 消費者物価の推移（前年同月比、%）



(出所)CEIC DATA

### 人民元相場の推移（人民元/ドル）



(出所)CEIC DATA