

Economic Monitor

インフレ抑制できず安定成長への課題を残す中国経済

1～3月期の実質 GDP 成長率は中国経済の成長テンポ鈍化を示した。これまで政府・人民銀行は金融政策の中立化を進めてきたが、消費者物価上昇率が再び高まるなど、現在のところインフレ抑制の効果は十分ではない。成長テンポの鈍化は主に消費刺激策の縮小やインフレ率の高まり、人民元の上昇によるものとみられる。そのため、中国政府は今後も利上げや資金供給量の伸びの抑制を続けることで、さらなる成長鈍化を目指すこととなる。

本日発表された 2011 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比 9.7% となり、2010 年 10～12 月期の 9.8% から小幅ながら伸びが鈍化した。また、今回から発表された季節調整済みの前期比は 2.1% (年率 8.7% 程度) であった。当社の試算では、10～12 月期の前期比は 3% 程度 (年率 12.7% 程度) であり、こうした実質 GDP の動きから判断すると、中国経済の成長テンポは鈍化したと言える。

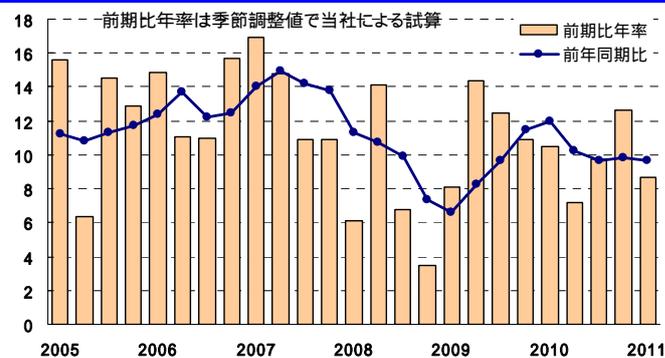
これまで中国政府・人民銀行は、住宅価格の高騰やインフレ率の上昇を抑制するため、景気に対して緩和的であった金融政策を預金準備率や政策金利の引き上げ、銀行貸出額の目標厳守すなわち増加抑制などの形で、徐々に中立方向へ修正してきた。預金準備率は、昨年初の時点において大手銀行で 15.5% であったが、1 月以降、9 次に渡る累計 4.5%Pt の引き上げにより、現在は 20.0% まで引き上げられている。また、政策金利である定期預金基準金利 (1 年物) と貸出基準金利 (1 年) は、昨年 10 月から今年 4 月 6 日にかけて 4 次に渡る累計 1%Pt の利上げにより、それぞれ 3.25%、6.31% まで引き上げられている。

しかしながら、消費者物価上昇率は 3 月に前年同月比 5.4% となり、2 月の 4.9% から伸びを高めただけでなく、金融危機後では昨年 11 月の 5.1% を上回る最も高い伸びとなった。内訳を見ると、食料品価格は 2 月の前年同月比 11.0% から 11.7% へ、水道光熱費を含む住居費も 6.1% から 6.6% へ伸びを高めた。これらの価格上昇は、食糧や原油などの輸入品価格高騰による影響が大きい。人民元相場は、昨年 6 月の切り上げ容認以降、対米ドルで 4% 程度上昇し、輸入品価格の抑制に寄与しているものの、それを上回る海外市場での価格上昇が国内の物価を押し上げている。そのほか、衣料品 (0.4% 0.8%)、家庭用品・サービス (1.4% 1.9%)、酒たばこ (1.9% 2.1%) など、幅広い分野で伸びが高まっており、国内の需給に起因するインフレ圧力も高まりつつある可能性を示唆した。

また、物価上昇の一因として、国内食糧市場への投機資金流入が指摘されているが、政府の抑制スタンスにもかかわらず資金供給量の増勢は明確な衰えを見せていない。新規貸出額は 3 月に 6,794 億元と 2 月の 5,356 億元から増加しており、マネーサプライ (M2) は 2 月の前年同月比 15.7% から 3 月は 16.6% へ伸びが拡大している。資金供給の面では、必ずしも物価を抑制する動きにはなっていない。

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、伊藤忠経済研究所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。

実質 GDP 成長率の推移 (前年同期比、前期比年率、%)



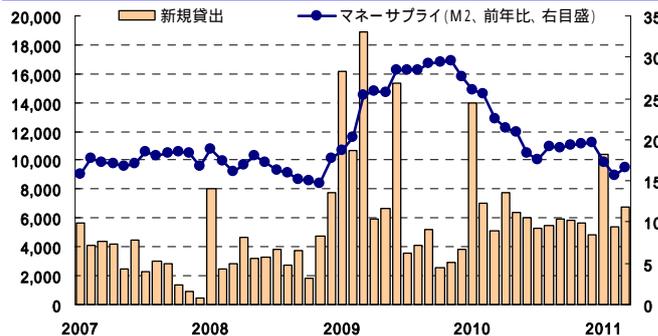
(出所)CEIC DATA

消費者物価の推移 (前年同月比、%)



(出所)CEIC DATA

新規貸出額とマネーサプライの推移 (億円、前年同月比、%)



(出所)CEIC DATA

このため、成長テンポの鈍化は、金融政策よりもインフレの影響や、その他の要因が大きいように見える。主要経済指標から需要項目別の動向を見ると、個人消費の代表的な指標である社会商品小売総額は、3月に前年同月比 17.4%と 1~2 月平均の前年同期比 15.8%を上回り、持ち直しを見せた。ただし、四半期で見ると 10~12 月の前年同期比 18.8%から 1~3 月期は 16.3%へ伸びが鈍化しており、力強さには欠ける。また、3月の乗用車販売台数は、当社試算の季節調整値で年率 1,440 万台、前月比 1.9%と 2 ヶ月ぶりに増加し、1~3 月期では年率 1,441 万台、前期比 0.7%とほぼ横ばいとどまった。昨年末に一部の購入支援策が打ち切られた影響が出たものとみられる。このように個人消費は、最低賃金の引き上げが続くなど所得環境が改善する中で増勢が鈍化している。その要因としては、消費刺激策の縮小のほか、インフレ率の高まりによる購買力の低下が影響している可能性がある。

1~3 月期の固定資産投資は、前年同期比 25.0%と堅調な伸びを示した。不動産業などインフラ関連を多く含む第 3 次産業が 25.6%と高い伸びを記録したほか、製造業などの第 2 次産業も 24.8%と同程度の伸びとなった。内陸部を中心に政府が積極的なインフラ投資を続けていることに加え、潤沢な資金供給を背景に製造業の投資も活発化している模様である。

自動車販売台数の推移 (季節調整値、年率、万台)



(出所)CEIC DATA

輸出 (ドルベース) は、旧正月の影響により前年同月比 2.4%まで伸びが鈍化した 2 月の反動もあり、3月は 35.8%まで伸びが高まった。この結果、1~3 月期では前年同期比 26.4%となり、2010 年 10~12 月期の 24.9%から小幅ながら伸びが拡大した。当社試算の季節調整値でも、輸出は 10~12 月期の前期比 4.3%から 1~3 月期は 5.2%と増勢がやや加速している。仕向地別に見ると、ASEAN向け (10~12 月期前期比 7.6% 1~3 月期 7.0%)、日本向け (6.6% 6.3%) の堅調な拡大が続いたほか、EU向け (3.1% 8.0%) の拡大が加速した。ASEAN 経済は総じて堅調な拡大が続いており、日本や EU 経済は持ち直しつつあったため、概ね景気動向に見合った動きとなった。一方で、むしろ日欧より順調に景気が持ち直している米国向け (1.4% 1.5%) は緩やかな拡大にとどまっており、対米ドルでの人民元上昇の影響が出た可能性がある¹。

¹ 人民元相場は対ドルでは上昇しているが、対円や対ユーロでは下落傾向、対アジア通貨でも明確な上昇には至っていない。また、為替相場の変動が中国の輸出に与える影響には半年から 1 年程度のラグがあるとみられる (詳細は、2011 年 4 月 6 日付け「中

輸入（ドルベース）も、2010年10～12月期の前年同期比29.5%から1～3月期は32.8%と伸びが拡大した。当社試算の季節調整値で見ると、輸入は10～12月期の前期比8.4%から1～3月期は8.9%へ若干ながらも増勢が加速、輸出を上回るペースで増加が続いている。この結果、貿易収支の黒字幅は季節調整値で2010年7～9月期の502億ドルから10～12月期378億ドル、1～3月期255億ドルと明確な縮小傾向となっている。したがって、1～3月期の純輸出（輸出 - 輸入）は成長率にマイナス寄与となった可能性が高い。

なお、原数値の貿易収支は1～3月期に7億ドルの赤字に転じたが、1～3月期の輸出は旧正月の影響により他の四半期に比べ水準が低いという季節性が主因であり、一時的なものである。また、日本の東日本大震災による中国の輸出入への影響は、3月時点では軽微なものにとどまるとみられる。対日輸出は旧正月の反動もあって3月に過去最高水準を記録、輸入も3月は前月比6.1%と2ヶ月ぶりに増加に転じている。4月以降の統計で影響が確認されよう。

以上の通り、1～3月期の中国経済は、消費刺激策の縮小やインフレ率の高まり、人民元上昇の影響などによって成長テンポが減速したと考えられる。しかしながら、インフレの原因が国外に起因する部分が多く抑制が難しいこと、資金供給の伸びが未だ中立と言える状況ではないことから不安定さが払拭できず、持続的な成長が展望できるまでには至っていない。このため、政府・人民銀行は、今後も政策金利の引き上げや貸出目標厳守のための諸施策によって金融政策の中立化を進めるとと

もに、食糧や原油価格の高騰が続くようであれば輸入品価格抑制のため人民元の上昇テンポ加速も容認する可能性が高い。こうした動きが輸出や投資の拡大テンポ抑制につながり、成長率は持続可能なペースまで鈍化すると予想される。

輸出入と貿易収支の推移(季節調整値、億ドル)

