



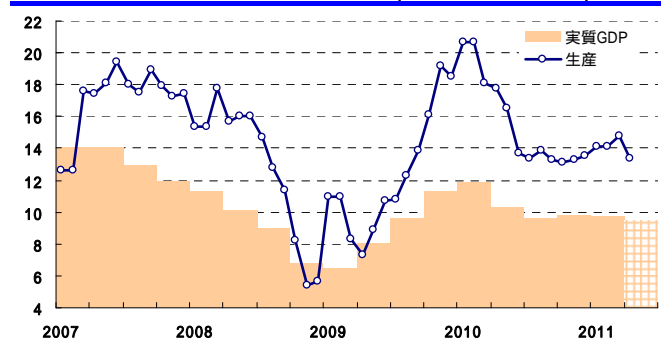
Economic Monitor

最終需要が堅調に拡大しインフレ圧力が残る中国経済 (Monthly Update)

4月の生産は伸びが鈍化し、4～6月期の実質GDP成長率が1～3月期の9.7%から鈍化する可能性を示唆した。ただし、最終需要は固定資産投資を中心に堅調に拡大しており、生産の減速は軽微な在庫調整によるものとみられる。これまでの金融政策の修正により過剰資金に起因するインフレ圧力は低下したが、需要の強さに起因するインフレ圧力は依然として根強く、金融政策は引き締め方向へ一段の修正が行われよう。

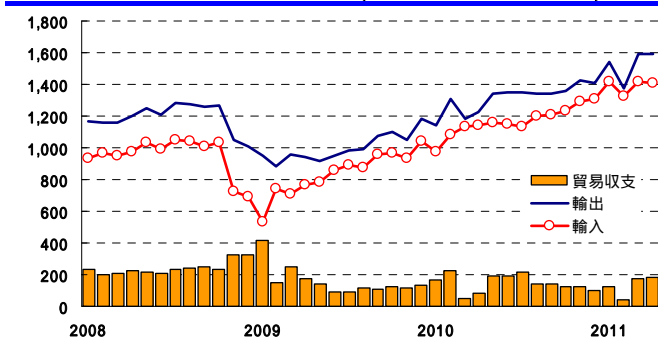
4月の主要経済指標が出揃った。工業生産は、3月の前年同月比14.8%から4月は13.4%へ大きく伸びが鈍化した。1～3月期の前年同期比14.4%と比べても鈍化しており、4月の生産は4～6月期の実質GDP成長率が1～3月期の前年同期比9.7%から低下する可能性を示唆したと言える。ただし、仮に4～6月期の成長率が鈍化したとしても小幅であり、以下に詳述する通り最終需要は堅調な拡大を続けていることも併せて判断すると、中国経済は引き続き堅調に拡大、比較的高い成長を維持しているとみられる。

実質GDPと工業生産の推移 (前年同期比、%)



(出所)CEIC DATA

輸出入と貿易収支の推移 (季節調整値、億ドル)



(出所)CEIC DATA

輸出は堅調な拡大が続き輸入はやや伸び悩み

4月の輸出(名目ドルベース)は前年同月比29.8%となり、3月の35.8%から鈍化したものの、1～3月期の前年同期比26.4%と比べると伸びが高まった。当社試算の季節調整値でも、輸出は4月に1～3月期の水準を5.8%上回っており、増加基調を維持している。4月の輸出を仕向地別に見ると、景気が比較的順調に拡大しているアセアン向けが1～3月の水準を10.8%、米国向けが8.7%上回り、輸出全体の増加を牽引した。昨年6月以降、今年4月末にかけて人民元相場は対ドルで約5%上昇しているが、人民元高の影響は4月の輸出動向には明確に現れていない。そのほか、EU向けが同地域の景気持ち直しを受けて1～3月期の水準を4.1%上回った一方で、東日本大震災の影響でマイナス成長が続いているとみられる日本向けは2.2%上回るにとどまった。

4月の輸入(名目ドルベース)は、1～3月期の水準を1.3%上回ったが、輸出に比べると増勢は弱い。全体の約11%(2010年)を占めるアセアンからの輸入は1～3月期を3.5%、約12%を占めるEUからは3.7%上回ったが、約13%を占める日本からの輸入が5.6%、約7%の米国が5.5%下回った。日本からの

輸入減少は、自動車や半導体関連を中心に東日本大震災の影響により日本における供給力が大幅に低下した影響が出たとみられる。輸入の伸び悩みを受けて、4月の貿易収支は当社試算の季節調整値で184億ドルと3月の174億ドルを上回る比較的高い水準となった。

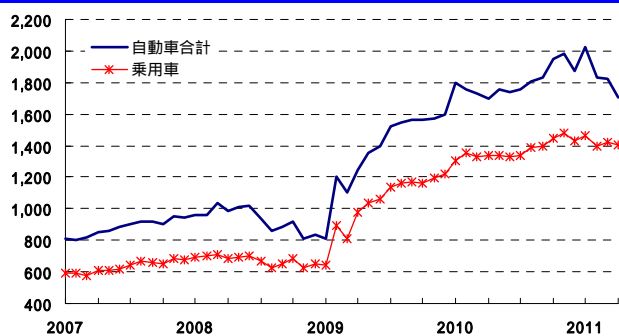
個人消費は堅調推移、固定資産投資は増勢加速

個人消費の代表的な指標である社会商品小売総額は、3月の前年同月比17.4%から4月は17.1%へ小幅ながら伸びが鈍化した。しかし、1~3月期の前年同期比16.3%を上回っており、個人消費は堅調な拡大が続いていると評価できる。国家統計局の季節調整による前月比も、2月1.27%、3月1.31%、4月1.35%となっており、小売販売が堅調に拡大していることを示している。品目別では、乗用車が3月の前年同月比18.7%から4月は13.2%へ伸びが鈍化したほか、石油類(3月43.8%→4月39.7%)などが伸び悩んだものの、飲食料品(21.8%→23.1%)、衣料品(21.9%→26.8%)、家電音響機器(26.0%→27.6%)などが伸びを高めた。

4月の乗用車販売台数は前年同月比2.8%にとどまり、1~3月期の前年同期比9.1%から伸びが大きく鈍化した。当社試算の季節調整値でも、1~3月期の年率1,428万台から4月は1,406万台へ減少している。ただし、減少は昨年末に購入支援策の一部が打ち切られたことによる一時的なものであり、依然として小幅ながらも前年を上回る水準を維持していることから、乗用車販売は底堅さを維持していると評価できよう。

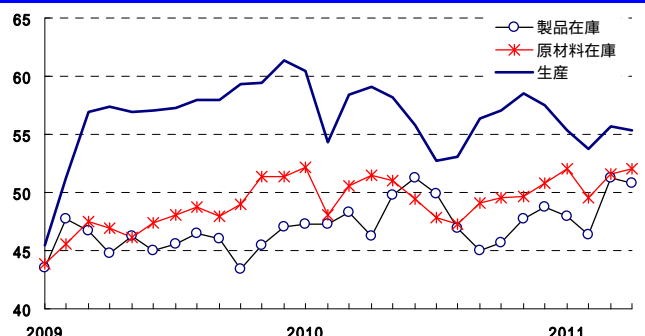
固定資産投資は1~4月累計で前年同期比25.4%となり、1~3月期累計の25.0%から伸びが高まった。単月ベースでは、3月の前年同月比25.1%から4月は26.1%へ伸びが高まったとみられ、固定資産投資は再び増勢を強めている。国家統計局による季調済前月比も、2月1.66%、3月2.09%、3月3.08%と増勢加速を示唆している。インフラ関連が大部分を占める第3次産業が1~3月累計の前年同期比25.6%から1~4月累計は26.5%へ伸びを高めており、政府によるインフラ投資が固定資産投資の拡大を牽引しているとみられる。

自動車販売台数の推移(季節調整値、年率、万台)



(出所)CEIC DATA

PMI指数の推移



(出所)CEIC DATA

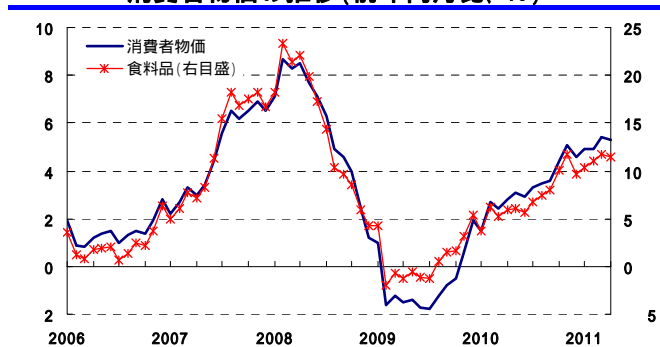
以上の通り、最終需要は総じて堅調な拡大を続けている。したがって、生産の減速と需要動向を統合的に説明するとすれば、在庫投資の減少ということになる。PMI製品在庫指数が3月51.3、4月50.8と2ヶ月連続で50を上回り、原材料在庫指数も3月の51.6から4月は52.0へ上昇していることから判断すれば、在庫調整圧力が強まっている模様である。今後は在庫調整の動きが経済成長を抑制する可能性がある。

しかしながら、最終需要が堅調に推移していることを踏まえると、仮に在庫調整が進むとしても軽微なものにとどまろう。そのため、在庫調整の深化により中国経済の成長テンポが2011年1~3月期の前期比年率8%程度から大きく押し下げられる可能性は、さほど高くないと考えられる。当社は、従来通り緩やかな減速により2011年の成長率は9.0%へ低下するとの予測シナリオを据え置く。

インフレ圧力は依然として根強い

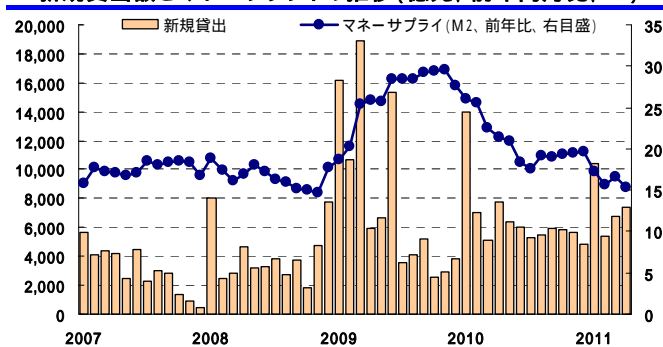
堅調な需要動向などを反映して、4月の消費者物価は前年同月比5.3%となり、3月の5.4%から小幅低下にとどまった。インフレ圧力は依然として根強い状況にあると言える。食料品価格の高い伸びが続いているほか（3月前年同月比11.7%→4月11.5%）、衣料品（0.8%→1.4%）、運輸通信（0.1%→0.5%）などの伸びも着実に高まっており、物価上昇が広がりつつある状況にも変わりはない。

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

人民銀行は、インフレ抑制のため、4月6日に政策金利である貸出基準金利（1年）を6.06%から6.31%へ、定期預金基準金利（1年）を3.00%から3.25%に引き上げ、4月21日には、昨年1月以来、実に10度目となる預金準備率の引き上げを行った（大手行19.5%→20.0%、中小銀行18.0%→18.5%）。こうした金融政策の変更もあって、4月の新規貸出額は7,396億元と前年同月より344億元減少、貸出残高の伸びは3月の前年同月比16.2%から4月は15.8%に小幅ながら鈍化した。また、マネーサプライ(M2)の伸びは3月の16.6%から4月に15.3%まで低下しており、過剰な資金供給に起因するインフレ圧力は、今後弱まることが期待される状況になっている。また、人民元相場は、1ドル=6.5元を割り込む水準まで人民元高が進んでおり、昨年6月以降の上昇率は約5%に達している。こうした人民元高は、輸入価格の押し下げを通じて物価を抑制する効果が期待される。

しかしながら、最終需要の強さに起因する物価上昇圧力が依然として高いことは先に見た通りである。特に金融政策の影響を受けやすいと考えられる固定資産投資の強さが目立っている。また、政策金利のうち、定期預金基準金利（3.25%）はインフレ率を大きく下回っており、仮にインフレ率が政府目標の4%まで低下したとしても、中立的と言える水準までには引き上げ余地を残している。金融政策は、預金準備率の引き上げや利上げなど、引き締め方向へ一段の修正が行われる可能性が高い。