

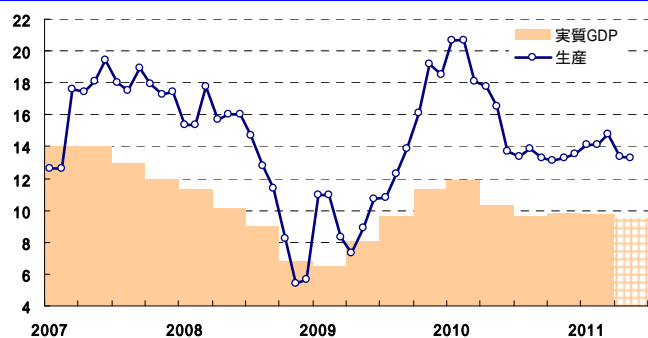
Economic Monitor

物価上昇に広がりが見られる中国経済 (Monthly Update)

4月以降、生産の伸びの鈍化が続いたため、4～6月期の実質GDP成長率は1～3月期の9.7%から鈍化する可能性が高い。ただし、最終需要は固定資産投資を中心に堅調な拡大を続けており、生産の減速は一時的な在庫調整による部分が大い。5月の消費者物価上昇率は約3年ぶりの水準まで高まっており、需要の拡大を背景に物価上昇は広がりを見せている。金融政策は、さらに引き締め方向へ修正が行われよう。

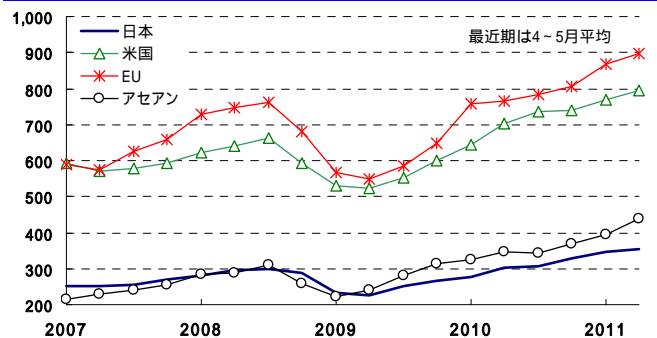
6月14日までに揃った5月の主要経済指標は、中国経済が減速しつつも堅調な拡大を続けていることを示した。5月の工業生産は前年同月比13.3%と4月の13.4%から小幅ながらも伸びが鈍化し、1～3月期の前年同期比14.4%と比べ明確に減速している。こうした生産の伸びの鈍化は、実質GDP成長率が1～3月期の前年同期比9.7%（前期比年率9%程度）から4～6月期は9%台半ば（7%程度）へ低下する可能性を示唆している。ただし、仮に成長率が鈍化するとしても、以下に詳述する通り最終需要は堅調な拡大を続けていることから、中国経済は現状、比較的速いテンポで堅調な拡大を続けていると判断できる。

実質GDPと工業生産の推移 (前年同期比、%)



(出所)CEIC DATA

仕向け地別の輸出動向 (季節調整値、億ドル)



(出所)CEIC DATA

輸出は輸入を上回るペースで拡大し純輸出は成長にプラス寄与

5月の輸出（名目ドルベース）は前年同月比19.3%となり、4月の29.8%から伸びが鈍化した。ただし、当社試算の季節調整値では前月比0.5%増と小幅ながら増加し、4～5月平均では1～3月期の水準を6.1%上回っている。輸出は引き続き増加基調にあると言える。

4～5月平均の輸出を仕向け地別に見ると、景気の堅調な拡大が続くアセアン向けが1～3月の水準を10.8%上回り、輸出全体の増加を牽引している。全体の8.8%（2010年）を占めるアセアン向け輸出は、2010年10～12月に前期比7.7%、2011年1～3月期も7.1%と高い伸びを続けていたが、4～5月は増勢が一段と加速している。一方、18.0%を占める米国向けは1～3月期の前期比4.2%から4～5月平均は1～3月期比3.2%とやや減速し、19.8%を占めるEU向け（1～3月期7.7%→4～5月平均3.7%）、9.7%の日本向け（6.1%→2.2%）とも伸びが鈍化した。先進国経済の緩慢な成長テンポと整合的な動きとなっている。

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。

5月の輸入（名目ドルベース）は前年同月比28.4%となり、4月の22.0%から伸びを高めた。当社試算の季節調整値でも5月は前月比4.4%増となり、4～5月平均の水準は1～3月期を3.6%上回った。ただし、日本からの輸入は、東日本大震災の影響により4月に前月比▲6.6%と大幅に落ち込んでおり、5月こそ前月比3.8%と持ち直したが4～5月平均の水準は1～3月期を4.0%下回っている。

このように、4～5月を均して見れば輸出が輸入を上回るペースで拡大したことから、4～6月期の純輸出（輸出－輸入）は実質GDP成長率に対して前期比でプラス寄与となる可能性が高いと考えられる。

個人消費は底堅く推移、固定資産投資は引き続き堅調

個人消費の代表的な指標である社会商品小売総額は、4月の前年同月比17.1%から5月は16.9%へ伸びが鈍化した。しかしながら、5月においても1～3月期の前年同期比16.3%を上回っていることから、個人消費はやや勢いを弱めながらも基調としては堅調に拡大している。なお、国家統計局が公表する季節調整済の前月比は、2月1.31%、3月1.29%、4月1.29%、5月1.28%と1.3%前後の増加が続いており、個人消費の安定した拡大を示唆している。

ただし、小売総額を品目別（売上500万元以上の企業）に見ると、石油類（4月前年同月比39.7%→5月42.3%）や飲食料品（23.1%→24.2%）といった価格上昇が目立つ分野では伸びが拡大したものの、衣料品（26.8%→21.8%）や家電音響機器（27.6%→15.4%）、日用品（24.2%→22.8%）など、むしろ伸びが鈍化している分野の方が多く、物価の上昇（詳細後述）が個人消費に悪影響を与え始めている可能性もある。物価動向とその個人消費に与える影響には留意が必要であろう。

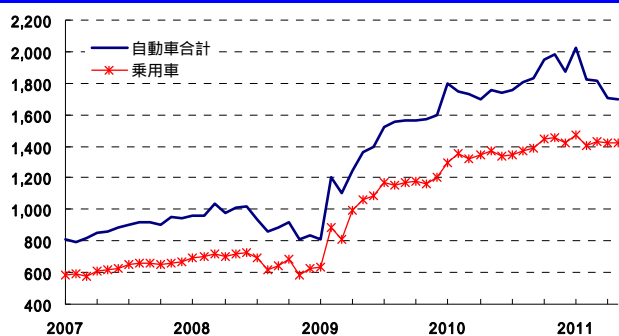
また、乗用車販売台数は、5月に前年同月比横ばい、当社試算の季節調整値では前月比0.3%と小幅減少し、未だ増勢が一服した状態から脱していない。4～5月平均で見ても、販売台数は年率1,420万台と1～3月期の年率1,434万台を1.0%下回っている。自動車購入支援策の一部が今年から打ち切られた影響に加え、震災の影響により日系メーカーで供給不足¹となっていることも影響したとみられる。ただし、乗用車販売台数は5月（1,418万台）においても2010年合計の1,375万台を大きく上回る水準を維持していることから、基調としては底堅く推移していると評価して良いであろう。

固定資産投資は1～5月累計で前年同期比25.8%となり、1～4月期累計の25.4%から伸びが高まった。単月ベースでも4月の前年同月比26.1%から5月は26.7%へ伸びが高まり、増勢は強まっている²。内訳を見ると、インフラ関連が大部分を占める第3次産業は、1～4月累計の前年同期比26.5%から1～5月累計は25.9%へ鈍化したものの高い伸びを維持した。また、第2次産業は1～4月の24.6%から1～5月は26.3%と伸びを高め、製造業の設備投資が堅調に拡大していることを示した。

¹ 乗用車の生産台数は、3月の前年同月比6.5%から4月1.2%、5月0.9%と大きく伸びが鈍化した。そのうち、一汽トヨタ（第一汽車とトヨタの合弁）は3月の前年同月比▲8.9%から4月は▲35.9%へ、広州ホンダ（広州汽車とホンダの合弁）は3月の13.2%から4月は▲41.1%と大幅に落ち込んだ（5月は未公表）。両社の占める生産シェアは計5%強であるが、販売台数の伸びの鈍化に一定の影響があった可能性はあろう。

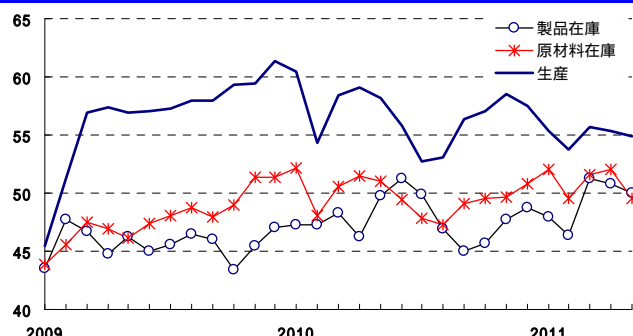
² 国家統計局による季調済前月比は、2月1.43%、3月0.90%、4月1.95%、5月1.02%と伸びは一進一退ながら、増加基調は維持していると言える。

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

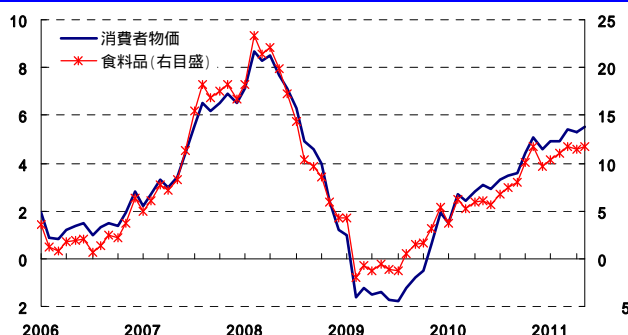
以上の通り、個人消費の一部に減速の兆しが見られるものの、総じて最終需要は堅調な拡大を続けている。したがって、4月以降の生産の減速は主に在庫調整に伴うものである可能性が高い。実際に、PMI 製品在庫指数は3月の51.3をピークに4月50.8、5月50.0と2ヶ月連続で低下、原材料在庫指数も4月には52.0まで上昇したが5月には49.5まで低下している。

ただし、両在庫指数とも5月は50以下の水準にあることから、少なくとも生産段階における在庫調整圧力はさほど大きくない。最終需要が概ね堅調に推移していることを踏まえると、今後、在庫調整が一段と深化し成長テンポが大きく押し下げられることは避けられよう。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。

物価上昇の動き広がる

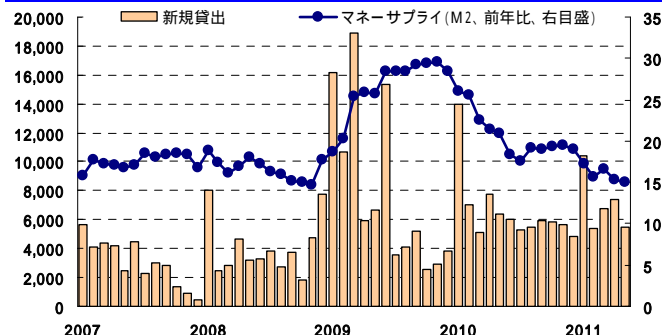
堅調な需要動向などを反映して、消費者物価は4月の前年同月比5.3%から5月は5.5%と2008年7月(6.3%)以来の高い伸びを記録した。主因は食料品価格の伸びが高まったこと(4月前年同月比11.5%→5月11.7%)と、水道光熱費を含む住居費の高い伸びが続いたこと(4月6.1%→5月6.1%)であるが、衣料品(1.4%→1.8%)、家庭用品・サービス(2.1%→2.5%)、運輸通信(0.5%→0.7%)など幅広く伸びが高まっており、物価上昇の動きが一段と広がっている。人件費の上昇が続いていることも、物価上昇に結び付いていると考えられる。

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

インフレ圧力の高まりを受けて、人民銀行は、5月18日に今年5回目となる預金準備率0.5%Ptの引き上げを行い、6月14日にはさらに0.5%Ptの引き上げを決めた(大手行21.0%→21.5%、中小銀行19.0%→19.5%、実施は6月20日)。6月の預金準備率引き上げは、昨年1月以来、実に12度目となり、引き

上げ幅は累計 6%Pt にも及ぶ。

こうした金融政策変更の効果もあって、5月の新規貸出額は前年同月より 878 億円減の 5,516 億円となり、貸出残高の伸びは 1月の前年同月比 16.9%から 5月には 15.4%まで鈍化している。また、マネーサプライ(M2)の伸びは 1月の 17.3%から 5月は 15.1%まで低下しており、前年同期比 17%程度と予想される 4~6月期の名目 GDP 成長率を下回っている。そのため、食料品の一部などで見られた投機資金の流入による物価上昇圧力は、今後弱まる可能性が高い。また、人民元相場は、このところ 1ドル=6.4 元台が定着しており、前年比では 5%程度の元高水準で推移している。こうした人民元相場の上昇により、資源価格上昇に伴う物価上昇圧力が緩和されることも期待される。

しかしながら、最終需要の強さを背景に、これまでの食料品や資源価格の上昇が、今後も幅広い分野に波及するとみられることから、当面はインフレ圧力の強い状況が続こう。2011 年通年のインフレ率を政府目標の 4%に抑えるためには、金融政策をさらに引き締め方向へ修正する必要があると考えられる。預金準備率については、上記の通り資金供給が過剰な状況が解消しつつあることや、既に前回のピーク(17.5%)を大きく上回っていることを踏まえると、引き上げ余地は乏しいと思われるが、政策金利につ

いては、定期預金基準金利(1年)がインフレ率を大きく下回る 3.25%にとどまっております、利上げ余地は十分にある。人民銀行は、金利政策においては預金金利よりも貸出金利を重視するとしているが、直近 3 回の利上げはいずれも貸出基準金利(1年)が実質で 1%を下回った翌月に行われており(右図)、5月の実質貸出基準金利が 0.81%(6.31% - 5.5%)まで低下したことから判断すると、今月中に利上げが行われる可能性があるとの見方もできよう。

