



Economic Monitor

明確な減速が見られない中国経済 (Monthly Update)

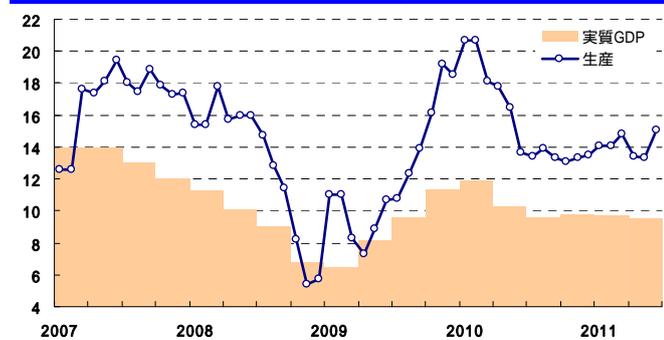
4～6月期の実質GDP成長率は前年同期比では鈍化したが、前期比では逆に伸びを高めており、明確な減速は見られない。輸出は堅調な拡大を続け、個人消費も底堅く推移している。消費者物価上昇率は、食料品価格の上昇に堅調な景気拡大が加わり、6月に一段と伸びを高めた。人民銀行は、7月に入り今年3回目の利上げを行ったが、物価上昇率が大幅に低下しない限り追加利上げを行う可能性が高い。

政策金利や預金準備率の引き上げにもかかわらず景気の堅調な拡大が続く

7月13日に公表された2011年4～6月期の実質GDP成長率は前年同期比9.5%となり、1～3月期の9.7%から伸びが鈍化した。ただし、国家統計局による季節調整値では、1～3月期の前期比2.1%（年率8.7%程度）から4～6月期は2.2%（9.1%程度）へ加速しており、中国経済は政府が2011年の目標とする8%程度を上回るペースで拡大が続いている。

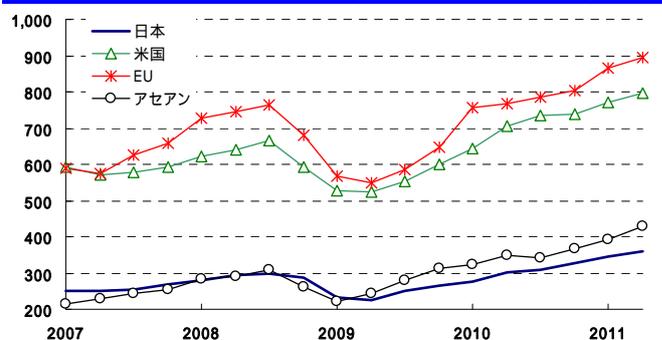
月別の工業生産の推移を見ても、1～3月期の前年同期比14.4%から4月は前年同月比13.4%、5月は13.3%と鈍化が続いたが、6月は15.1%に伸びが高まっている。季節調整済の前月比でも4月の1.06%から5月は1.10%、6月は1.48%と伸びが高まっており、4月から5月にかけて見られた成長鈍化の動きは、6月には一服している。中央銀行である人民銀行は、成長ペースを抑制するため預金準備率や政策金利の引き上げを続けているが、現時点では十分な効果が得られていないと言える。

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

輸出の堅調な拡大が続く純輸出は成長にプラス寄与

6月の輸出（名目ドルベース）は前年同月比17.9%となり、4月の29.8%、5月の19.3%から明確に鈍化している。ただし、当社試算の季節調整値では5月、6月とも前月比0.4%増と小幅ながら増加しており、4～6月期は前期比6.1%の大幅な拡大となった。1～3月期の7.5%からは増勢が鈍化したものの、輸出は引き続き堅調に増加している。

4～6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前期比9.3%と1～3月期の6.8%から増勢が加速し、輸出全体の増加を牽引している。一方で、米国向け（1～3月期前期比4.2%

4～6月期 3.7%)、EU 向け (7.5% 3.3%)、日本向け (5.9% 3.8%) は、いずれも増勢が鈍化しており、先進国経済の緩慢な成長テンポと統合的な動きとなっている。

6月の輸入(名目ドルベース)は前年同月比 19.0%となり、5月の 28.4%から大きく伸びが鈍化した。当社試算の季節調整値でも6月は前月比 1.9%となり、4～6月期の輸入は前期比 3.3%と1～3月期の 8.3%から急減速している。地域別には、アセアンからの輸入が1～3月期の前期比 6.6%に続き4～6月期も 7.3%と堅調な拡大を続けたほか、EU からの輸入も比較的堅調な拡大を見せた(1～3月期前期比 8.7% 4～6月期 5.6%)。一方で、日本からの輸入は東日本大震災の影響により4～6月期は前期比 4.3%と大幅に落ち込み、米国からの輸入も 3.6%と減少した。

こうした輸出入の動きにより、貿易収支は当社試算の季節調整値で1～3月期の 358 億ドルから4～6月期は 494 億ドルと2009年1～3月期(814 億ドル)以来の水準まで拡大しており、4～6月期の純輸出(輸出 - 輸入)は実質 GDP の前期比成長率に対して大幅なプラス寄与となった模様である。

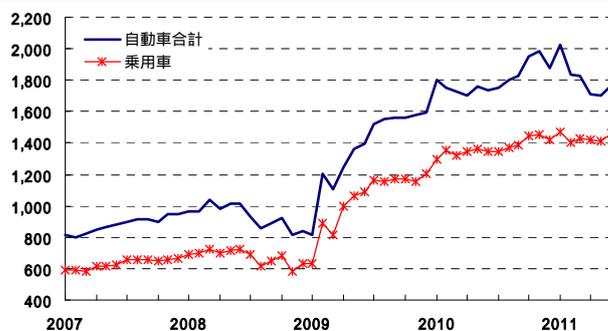
個人消費は底堅さを維持、固定資産投資は増勢に陰り

個人消費の代表的な指標である社会商品小売総額は、5月の前年同月比 16.9%から6月は 17.7%となり、4～6月期では前年同期比 17.2%と1～3月期の 16.4%から伸びが高まった。ただし、消費者物価上昇率が高まった影響が大きく(詳細後述)物価上昇分を除いた実質小売総額は1～3月期の前年同期比 11.3%から4～6月期は 11.5%と小幅な伸びの拡大にとどまる。個人消費は、加速感はないものの実質 GDP 成長率を上回るペースで堅調に拡大していると評価できよう。なお、国家統計局による季節調整済の前月比は、2月 1.31%、3月 1.40%、4月 1.33%、5月 1.35%、6月 1.38%と 1.3～1.4%の増加が続いており、個人消費が安定的に拡大していることを示唆している。

また、乗用車販売台数は、5月の前年同月比横ばいから6月は 6.4%に持ち直し、当社試算の季節調整値でも前月比 3.3%と3ヶ月ぶりの増加に転じた。この結果、4～6月期の販売台数は前期比横ばいの年率 1,433 万台となり、自動車購入支援策の一部が打ち切られた影響による調整が概ね一巡した可能性が示唆された。4～6月期は、東日本大震災の影響により日系メーカーの生産が大幅に落ち込み供給が不足気味であったことも踏まえると、乗用車販売は底堅く推移しており、今後の回復も期待できる状況にあると言える。

固定資産投資は1～6月累計で前年同期比 25.6%となり、4～6月期では前年同期比 25.9%と1～3月期の 25.0%から伸びが高まった模様である。ただし、単月ベースでは5月の前年同月比 26.7%から6月は 25.1%へ伸びが鈍化しており、増勢に陰りが見られる¹。内訳を見ると、製造業(1～3月期前年同期比 29.2% 4～6月期 34.0%)の拡大により2次産業(24.8% 28.2%)で伸びが高まる一方で、運輸・倉庫(27.6% 11.0%)の落

自動車販売台数の推移(季節調整値、年率、万台)



(出所) CEIC DATA

¹ 国家統計局による季調済前月比は、2月 1.56%、3月 0.75%、4月 2.41%、5月 0.17%、6月 1.04%となっており、5月から6月にかけて増勢が頭打ちした可能性を示している。

ち込みなどにより、3次産業（25.6% 24.3%）の伸びが鈍化した。

物価上昇率が大きく高まる

以上のような内外需の堅調な拡大を背景に、消費者物価は5月の前年同月比5.5%から6月には6.4%と大きく伸びを高めた。6%台に達するのは2008年7月（6.3%）以来、約3年ぶりである。主因は食料品価格の伸びが高まったこと（5月前年同月比11.7% 6月14.4%）と、水道光熱費を含む住居費の高い伸びが続いたこと（5月6.2% 6月6.2%）であるが、衣料品（1.8% 2.1%）、運輸通信（0.7% 0.9%）、酒たばこ（2.6% 2.7%）など幅広く伸びが高まっており、物価上昇の動きがさらに広がっている。

6月の食料品価格を押し上げた主因は、疫病の発生や飼料価格高騰による豚肉価格の上昇である。このため政府は、養豚場への補助金や疫病被害の補償などにより豚肉の供給拡大を図るなど、価格の抑制に積極的に対応していることもあり、今後、豚肉価格は沈静化に向かうとみられる。また、海外の穀物相場は、昨年夏場以降に急上昇したものの今年に入ってから概ね横ばい圏で推移しているため、食料品価格全体でも前年同月比で見た上昇率は7~8月頃にもピークアウトする可能性が高いと考えられる。原油価格もひとまず上昇が一服していることから、これまで消費者物価上昇の主要因であった食料品やエネルギー価格は、今後徐々に低下するとみられる。

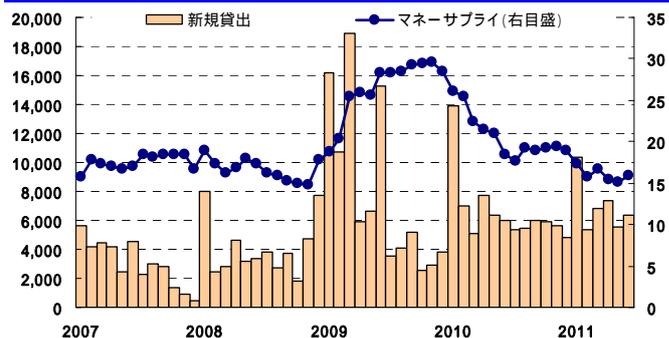
一方で、先に見た通り物価の上昇が食料品やエネルギー以外に広がっていることは、堅調な景気拡大や人件費の上昇による物価押し上げ圧力が強まっていることを意味している。そのため、1~6月で前年同期比5.1%上昇した消費者物価が、2011年通年で政府が目標とする前年比4%まで低下するためには、相当に明確な景気拡大テンポの減速が必要となるが、その兆しは今のところ見られない。政府の目標達成は相当困難であり、消費者物価上昇率は、年末頃でようやく前年同期比4%前後、2011年通年で5%程度とみるのが現実的であろう。

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

人民銀行は今年3回目となる利上げを実施

消費者物価上昇率の高まりを受けて、人民銀行は、7月6日に政策金利である貸出基準金利(1年)を6.31%から6.56%へ、定期預金基準金利(1年)を3.25%から3.50%へ、それぞれ0.25%Pt引き上げた。利上げは今年に入り3回目、金融危機後では5回目となる。人民銀行は従前より、政策金利のうち貸出金利を重視するスタンスを示しているが、6月の消費者物価上昇率が貸出基準金利を上回り、実質貸出金利がマイナスとなったことを受けたものとみられる。ただし、利上げを行ったとはいえ、6月の消費者物価上昇

率に基づくと貸出基準金利は実質で 0.16% (6.56% - 6.4%) と未だ極めて低い。過去において人民銀行は、実質貸出金利が 1% を下回った場合に利上げを行っていることから、7 月の消費者物価上昇率が大幅に低下しない限り、追加の利上げが行われる可能性が高いと考えられる。

もう 1 つの主要な金融調節手段である預金準備率は、6 月 20 日に 0.5%Pt 引き上げられた後、据え置かれている (大手行 21.0% 21.5%、中小銀行 19.0% 19.5%)。預金準備率の水準は既に極めて高いことに加え、資金供給量の増加テンポが十分に抑制されている点を踏まえると、引き上げ余地はさほど残されていないであろう。6 月の新規貸出額は 6,339 億元となり前年同月より 305 億元増加、6 月のマネーサプライの伸びは前年同月比 15.9% と 5 月の 15.1% から伸びを高めたが、4~6 月期で見るとマネーサプライの伸びは前年同期比 15.4% にとどまり、名目 GDP の前年同期比 17.9% を大きく下回っている。資金供給の拡大ペースは、既に景気の減速に働く状況にまで抑制されていると言えよう。

以上で見て来た通り、4~6 月期の中国経済は、内外需とも総じて堅調に拡大し成長ペースに明確な鈍化は見られなかった。しかしながら、7~9 月期以降は、個人消費こそ物価上昇の一服や 9 月 1 日に実施される予定の個人所得税減税により引き続き底堅く推移するとみられるものの、増勢に鈍化の兆しが見られる固定資産投資は資金供給の抑制も相俟って減速が見込まれることから、実質 GDP 成長率は緩やかに減速しよう。当社は成長率が 2010 年の 10.3% から 2011 年は年後半にかけて減速することから 9.0% へ低下するとのシナリオを据え置く。