

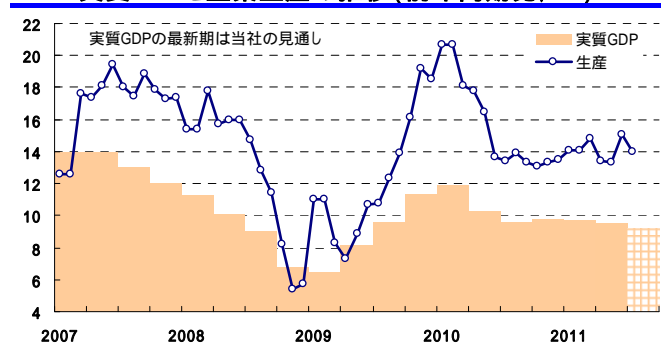
Economic Monitor

減速の兆しを見せる中国経済 (Monthly Update)

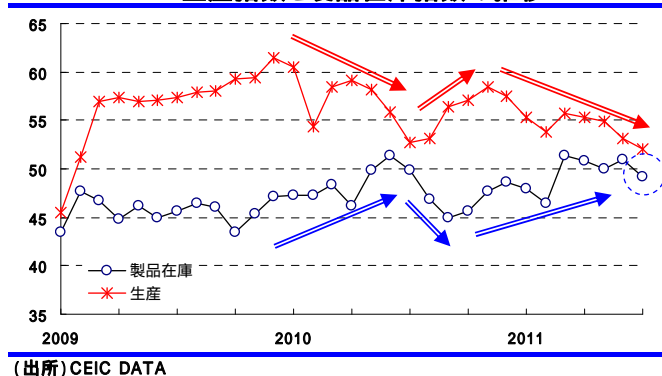
7月の工業生産は伸びが鈍化した。主因は軽微な在庫調整であるが、内外需要の拡大テンポも鈍化しており、景気は減速の兆しを見せている。物価の上昇により個人消費は下押しされ、固定資産投資や輸出も増勢が鈍化している。消費者物価上昇率は食料品を中心に一段と高まっているが、人民銀行は今のところ静観しており、不確実性を増す海外情勢を見極めた上で金融政策の判断を行うものとみられる。

7月の工業生産は前年同月比 14.0%となり、6月の 15.1%から伸びが鈍化した。国家統計局による季節調整済の前月比も 0.90%と 2月以降で最低の伸びであり¹、生産の拡大テンポは 6月までに比べて減速している。生産の減速は、後述する通り軽微な在庫調整に伴う部分大きい、内外需要の拡大テンポも鈍化しており、景気は再び減速の兆しを見せている。ただし、工業生産の 1~6月累計の前年同期比は 14.3%であり、年前半と比べて 7月に生産の伸びが大きく鈍化したわけではない。そのため、7~9月期の実質 GDP成長率は、1~3月期の前年同期比 9.7%、4~6月期の 9.5%から若干の低下にとどまり、9%台前半となる可能性が高いと現時点では判断される。

実質GDPと工業生産の推移 (前年同期比、%)



PMI生産指数と製品在庫指数の推移



在庫調整は進展するも若干の調整圧力を残す

7月の PMI 生産指数も 6月の 53.1 から 52.1 に低下し生産活動の減速を示唆したが、新規受注(6月 50.8 7月 51.1) が改善する一方で、製品在庫指数は過去の動向から判断される調整終了のメドである 45 程度を依然として大きく上回っており(7月 49.2、右上図)、生産減速が主に在庫調整に伴うものである可能性を示している。ただし、在庫調整は進展しており、在庫調整に伴う生産抑制の動きは短期かつ限定的なものと考える良いであろう。

個人消費、固定資産投資とも減速

個人消費の指標である社会商品小売総額は、4~6月期の前年同月比 17.2%に対して、7月も 17.2%と同水準であった。ただし、消費者物価(詳細後述)の上昇分を除いた実質では4~6月期の 11.5%から 7月

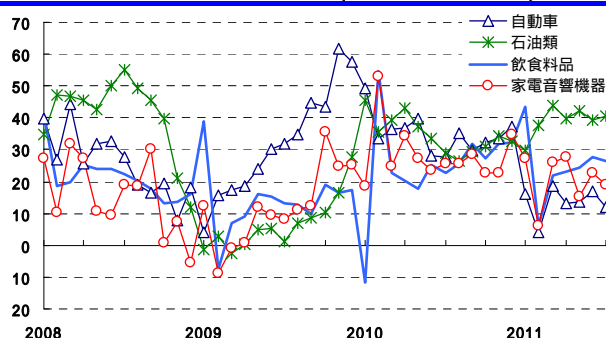
¹ 2月以降の工業生産の前月比は、2月 0.99%、3月 1.18%、4月 0.99%、5月 1.02%、6月 1.44%である。

は10.7%に伸びが低下しており、個人消費は物価の上昇が購買力を奪う形で増勢が鈍化しつつある。

小売総額（売上500万元以上の企業）を品目別に見ると、物価上昇が顕著な飲食料品が4～6月期の前年同期比25.1%から7月に26.6%と伸びを高めたほか、石油類（4～6月期40.5% 7月40.6%）で高い伸びが続く一方で、自動車（14.6% 11.9%）や家電音響機器（21.3% 18.9%）の伸びが鈍化している。こうした状況からも、生活必需品の値上がりが選択的な支出である耐久財を中心に消費を抑制している様子が窺える。

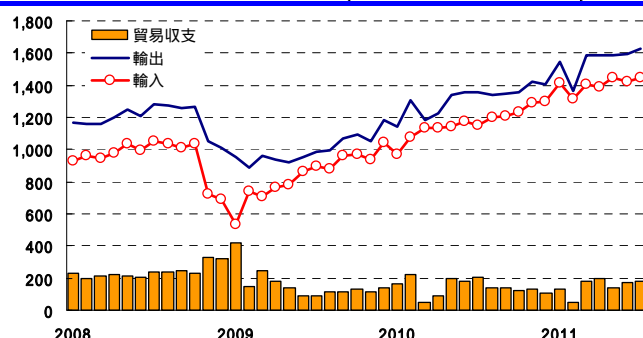
固定資産投資は1～7月累計で前年同期比25.4%となり、1～6月累計の25.6%から伸びが鈍化した。このため、7月単月の前年同月比は24.6%となったとみられ、4～6月期の前年同期比25.9%に比べ増勢が鈍化している。内訳を見ると、製造業を中心に2次産業（4～6月期28.1% 7月24.9%）の減速が顕著であり、不動産（32.3% 40.7%）が大幅に拡大する一方で運輸・倉庫（11.0% 6.7%）が減少したことなどから3次産業（24.3% 23.6%）の伸びも鈍化した。固定資産投資の減速は、昨年後半に西部地域で追加された大規模インフラ投資による押し上げ効果が剥落しつつあることや、工業生産の減速を受けて製造業における投資拡大意欲が低下したことが背景にあると考えられる。

品目別小売総額の動向(前年同月比、%)



(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

輸出も増勢は維持しているがペースは鈍化

7月の輸出（ドルベース）は、当社試算の季節調整値で前月比2.1%となった。4～6月期の水準と比較しても2.5%上回っており、輸出は増加基調を維持している。ただし、4～6月期の前期比6.0%と比べると、増勢は鈍化しつつある。仕向け地別に見ると、米国向けは7月の前月比が0.4%、水準は4～6月期を1.3%上回るにとどまっており、4%前後の拡大が続いた今年前半から減速した。また、4～6月期に前期比9.2%の大幅拡大を見せたアセアン向けは、主にその反動により7月の水準が4～6月期を0.7%上回るにとどまった。一方で、EU向けは7月の水準が4～6月期を5.9%も上回っており、4～6月期の前期比3.7%から増勢が加速している。日本向けも、7月の水準は4～6月期を5.1%上回り、堅調に拡大している。

輸入も増加テンポが鈍化している。7月の輸入は前月比2.1%と2ヵ月ぶりの増加に転じたが、7月の水準は4～6月期を2.2%上回るにとどまっており、輸出と同様に増勢は鈍化している。このため、7月の貿易収支は当社試算の季節調整値で179億ドルと比較的高水準を維持しており、4～6月期平均の170億ドルを若干上回っている。

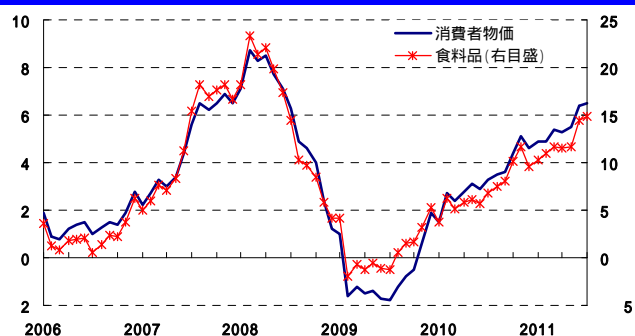
物価上昇率は食料品価格の上昇により高止まり

上記の通り、内外需とも7月の経済指標からは景気が緩やかながら減速しつつあることが確認された。しかしながら、消費者物価上昇率は、6月の前年同月比6.4%から7月は6.5%へ一段と伸びが高まった。主因は引き続き食料品価格の上昇であり、6月の14.4%から7月は14.8%へ伸びを高めている。食料品価格を主に豚肉価格（6月57.1% 7月56.7%）が押し上げている状況も変化がない。

豚肉価格高騰の要因は、これまで飼育農家が減少傾向にあったこと、昨年の寒波で多くの雌豚が死亡したこと、飼料のトウモロコシ価格上昇、農場労働者の賃金上昇などが指摘されている。こうした状況に対して、政府は主に農家への支援を通じた豚肉の供給拡大による価格沈静化を図っているが、子豚の出産から出荷まで9ヵ月程度要するとされていることから、その効果が表れるのは年明け以降となろう。

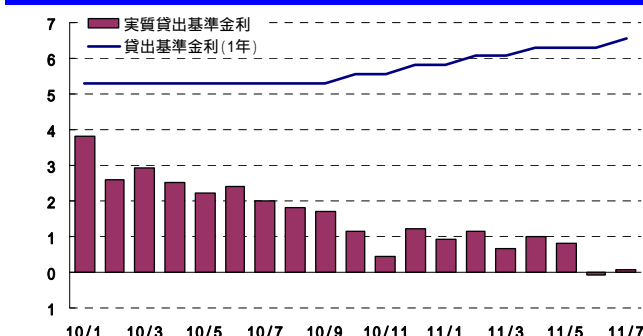
また、食料品以外についても、住居費（6.2% 6.1%）の伸びは鈍化しているものの、衣料品が6月の前年同月比2.1%から7月は2.2%となり、家庭用品（6月2.5% 7月2.7%）でも伸びが高まるなど、物価上昇圧力は根強い。今後も消費者物価上昇率の速やかな低下は見込み難い状況にあり、年末頃ようやく前年同月比4%前後となる程度であろう。

消費者物価の推移（前年同月比、%）



(出所) CEIC DATA

政策金利の推移 (%)



(出所) CEIC DATA

静観を続ける人民銀行

こうした状況の中で、人民銀行は、6月20日に預金準備率を引き上げ（大手銀行20.5% 21.0%）、7月6日には政策金利（貸出基準金利6.31% 6.56%、預金基準金利3.25% 3.50%）を引き上げて以降、静観を続けている。通常であれば、景気が緩やかな減速にとどまっており、早期の物価沈静化が見込み難い現状を踏まえれば、人民銀行は、物価上昇分を除いた実質でほぼゼロとなっている貸出金利を引き上げる可能性が高いと考えられる。

しかしながら、欧州ソブリン問題や米国債の格下げなどにより金融市場が不安定化しており、欧米経済の先行きに対する懸念も強まっている。こうした情勢の変化は、輸出全体の約4割を欧米向けが占める中国経済にとって、人民元相場の上昇加速やその影響も含め、不確実性を高める要因である。人民銀行は、金融市場の動向やその影響を十分に見極めた上で、金融政策についての判断を行うとみられる。