

Economic Monitor

所 長 三輪裕範 03-3497-3675 miwa-y@itochu.co.jp
主任研究員 武田 淳 03-3497-3676 takeda-ats@itochu.co.jp

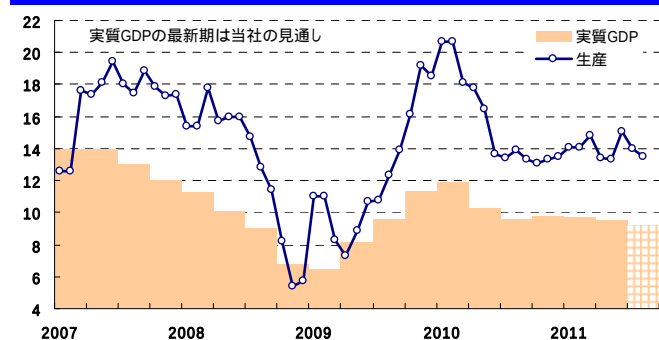
緩やかな景気減速に向かう中国経済(Monthly Update)

8月の工業生産は7月から伸びが鈍化し、7～9月期の実質GDP成長率は前期同期比9%台前半に低下する可能性が一段と高まった。個人消費は底堅く推移しているが、固定資産投資が明確に鈍化したほか、輸入が輸出を上回って拡大しており、7～9月期は純輸出も成長抑制要因となろう。消費者物価上昇率は小幅低下したものの、依然として物価上昇に広がりが見られており、インフレ圧力は根強い。金融政策は現状の緩和状態を修正するスタンスを維持しよう。

生産の伸びの鈍化が続き景気の減速が明確に

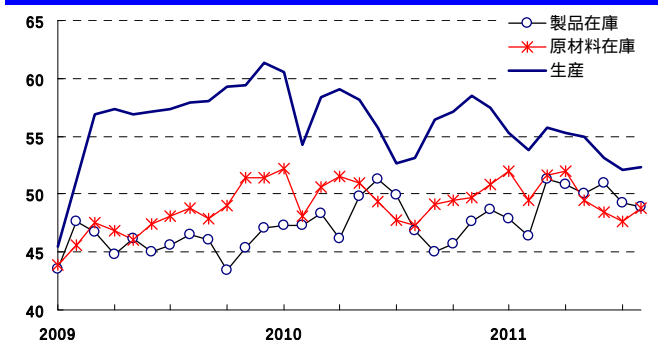
8月の工業生産は前年同月比13.5%となり、7月の14.0%から伸びが鈍化した。伸びの鈍化は2ヵ月連続となる。8月の自動車生産は、東日本大震災の影響緩和や販売の持ち直し（詳細後述）などにより、7月の前年同月比▲1.8%から8月は8.9%へ回復した一方で、セメント（7月11.0%→8月8.7%）や鉄製品（11.9%→10.5%）が伸び悩んだ。7～8月の生産動向を踏まえると、前月の本レポートで示した通り、7～9月期の実質GDP成長率は前期同期比9%台前半へ鈍化する可能性が高い。中国経済は、緩やかに減速しつつあると言える。

実質GDPと工業生産の推移（前年同期比、%）



(出所)CEIC DATA

PMI生産指数と製品在庫指数の推移



(出所)CEIC DATA

なお、PMI指数は、製品在庫指数が小幅な低下にとどまり（7月49.2→8月48.9）、原材料在庫指数が上昇に転じる中で（6月48.5→7月47.6→8月48.8）、生産指数が下げ止まっており（3月55.7→7月52.1→8月52.3）、今春頃から見られた軽微な在庫調整には概ね目処がついた模様である。しかしながら、新規受注指数は横ばい（7月51.1→8月51.1）、新規輸出受注は好不調の境目である50を割り込むなど（50.4→48.3）、生産の再加速を示唆する材料は見当たらない。

個人消費は底堅さを維持するが固定資産投資は減速傾向続く

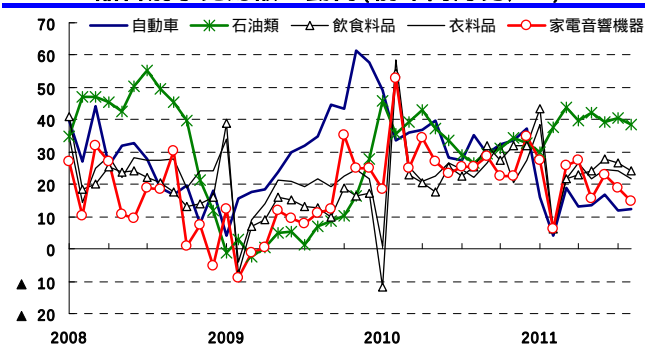
主な需要動向を見ると、個人消費の代表的な指標である社会商品小売総額は、7月の前年同月比17.2%から8月は17.0%へ伸びが鈍化した。ただし、物価上昇分を除いた実質では、小幅ながら伸びが拡大しており（7月10.7%→8月10.8%）、個人消費は総じて底堅く推移していると言える。品目別（売上500万元以上の企業）の動向を見ると、自動車（7月前年同月比12.4%→8月11.9%）がやや持ち直したものの、衣料品（24.1%→21.9%）や家電音響機器（18.9%→14.8%）、化粧品（19.5%→14.8%）などで伸びの鈍

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。見通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。

化が目立っており、7月に続き食料品やエネルギーなど生活必需品の価格上昇が、こうした選択的な支出の抑制につながっている様子が窺える。

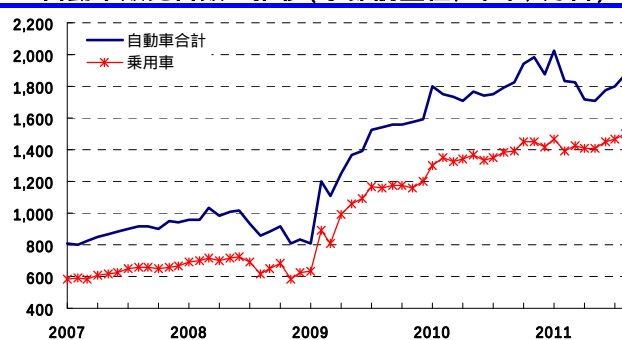
なお、8月の乗用車販売台数は、当社試算の季節調整値で前月比1.9%と3ヶ月連続で増加し、小売販売でも確認された通り復調しつつある。購入支援策の打ち切りに加え、ローン金利の上昇や一部都市¹における購入制限導入など乗用車販売を巡る環境が芳しくない中での最近の復調は、東日本大震災で分断された日系メーカーのサプライチェーン復旧に加え、潜在的な需要が大きいことを示しているものと考えられる。今後も乗用車販売は緩やかな増勢を維持しよう。

品目別小売総額の動向(前年同月比、%)



(出所)CEIC DATA

自動車販売台数の推移(季節調整値、年率、万台)



(出所)CEIC DATA

固定資産投資は7月の前年同月比24.6%から8月は23.1%まで低下した。5月の26.7%をピークとして3ヶ月連続で伸びが鈍化しており、減速傾向が続いている。業種別には、6月の前年同月比29.3%から7月に24.9%へ伸びが鈍化した2次産業が8月は28.6%と再び伸びを高めた一方で、3次産業は大幅に減速した(7月23.6%→8月18.9%)。3次産業の内訳を見ると、不動産(7月27.3%→8月40.7%)の伸びが高まる一方で、鉄道(▲24.8%→▲33.5%)の落ち込み幅が拡大したことから運輸・通信・倉庫(▲9.6%→▲9.7%)の前年割れが続いている。

輸入の拡大ペースが輸出を上回り7~9月期の純輸出は成長を抑制

輸出(ドルベース)は、7月の前月比2.1%に続き、8月も2.2%と堅調な拡大が続いている(当社試算の季節調整値)。ただし、7~8月平均の水準は4~6月期を3.7%上回るにとどまり、1~3月期の前期比7.5%、4~6月期の6.0%と比べて増勢は鈍化している。7~8月平均の水準を仕向け地別に見ると、日本向けは4~6月期を7.5%上回り、4~6月期の前期比4.1%から増勢を強めているほか、EU向け(4~6月期前期比3.7%→7~8月平均の4~6月期比5.7%)や米国向け(3.7%→2.9%)は比較的堅調な拡大を見せたが、アセアン向け(9.1%→0.9%)が大きく減速した。アセアン向けの減速は、前期の高い伸びの反動に加え、同地域の景気がやや減速しつつあることを反映したものと思われるが、アセアン経済はその潜在的な内需の力強い成長力を背景に大幅な減速には至らず、年率5%程度の比較的高い成長を維持するとみられるため、アセアン向け輸出は今後持ち直しが期待できる。

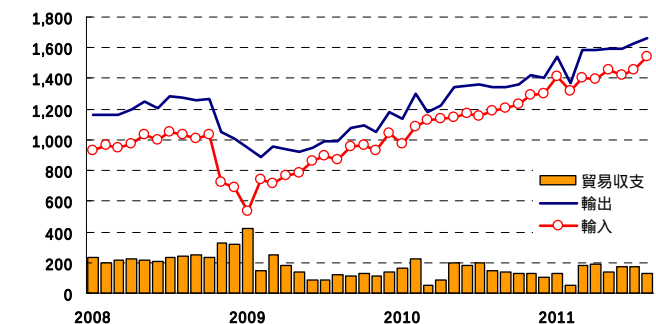
輸入は、7月の前月比2.2%から8月は5.7%へ増勢が加速した。この結果、7~8月平均の水準は4~6月

¹ 2011年1月に導入した北京市のほか、7月には貴州省貴陽市でも導入された。ただし、国家発展委員会は自動車販売への影響を懸念して北京市に同制度の見直しを求めるなど否定的であり、今後全国的に広がりを見せる状況とは言い難い。

期を 5.3% 上回り、4～6 月期の前期比 3.3% から輸入の増勢は加速している。特に 4～6 月期に前期比 ▲4.2% と大きく落ち込んだ日本からの輸入が、7～8 月平均は 4～6 月期を 5.0% 上回る水準まで持ち直しており、東日本大震災による影響が薄れつつあることが確認された。

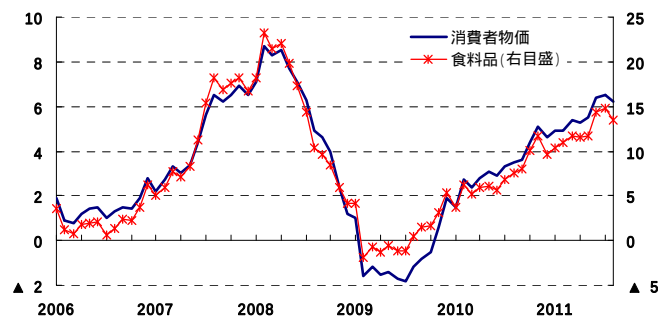
輸出を上回る輸入の拡大により、8 月の貿易収支（季節調整値）は 125 億ドルの黒字となり、7 月の 173 億ドルから大幅に減少した。このため、7～9 月期の純輸出（輸出 - 輸入）は 4～6 月期を下回り、GDP 成長率を押し下げる要因になる見込みである。

輸出入と貿易収支の推移（季節調整値、百万ドル）



（出所）CEIC DATA

消費者物価の推移（前年同月比、%）



（出所）CEIC DATA

物価上昇率は鈍化したがインフレ圧力は依然根強い

消費者物価上昇率は、7 月の前年同月比 6.5% から 8 月は 6.2% へ低下した。食品価格（7 月 14.8% → 8 月 13.4%）や光熱費を含む住居費（5.9% → 5.5%）の上昇率鈍化が主因である。一方で、衣料品（2.2% → 2.9%）や医療関連・個人サービス（3.6% → 4.1%）など幅広い分野で上昇率が高まっており、堅調な需要拡大を背景に賃金などのコスト上昇を最終製品価格へ転嫁する動きが広がっている。そのため、インフレ圧力は引き続き根強いと言える。

金融政策は市場の情勢を見極めつつ利上げのタイミング探る

上記の通り、固定資産投資の増勢が鈍化するなど、これまで緩和的な金融政策を修正してきた効果は始めている。しかしながら、政策金利の水準は、貸出基準金利（6.56%）が消費者物価上昇率をかるうじて上回るにとどまり、預金基準金利（1 年物 3.50%）は大幅に下回るなど、未だ低い状況にある。景気は緩やかに減速しつつあるとはいえインフレ率の上昇に広がりが見られる状況下で、依然として緩和的な現在の金融政策を修正する余地は残っている。

しかしながら、政府・人民銀行は、欧州ソブリン問題により世界の金融市場が混乱する中で、利上げが海外からの資金流入を加速させインフレ圧力を高めるリスクを警戒しているとみられる。そのため、人民銀行は、7 月 6 日以降、利上げを見送り続けている。その一方で、9 月 5 日には預金準備率の適用範囲を拡大²し、資金供給量の抑制を通じたインフレ対応策を行っている。ただし、マネーサプライ（M2）の伸びは 8 月に前年同月比 13.6%（7 月 14.7%）まで鈍化しており、資金供給量は十分に抑制されている。今後は、金融市場の情勢を見極めながら利上げのタイミングを計るものと考えられる。

² 準備預金の対象に預け入れ証拠金を加える措置。人民銀行は、これにより今後半年間で 6,958 億元（8 兆 3,500 億円）の資金吸収効果があるとしている。