

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

減速の中で底堅さを見せる中国経済(Monthly Update)

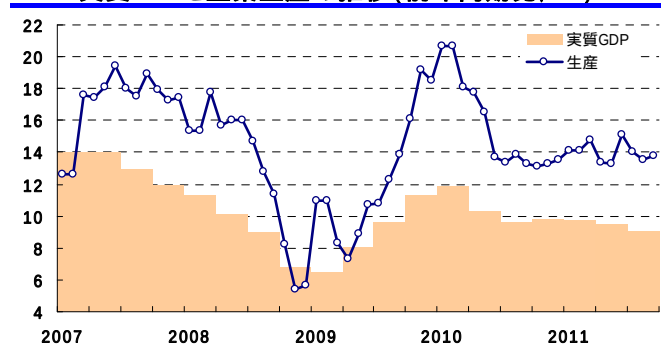
7～9月期の実質 GDP 成長率は前年同期比 9.1%へ鈍化した。ただし、9月の工業生産や PMI 指数は景気の底堅さを示唆している。主な需要動向を見ると、個人消費や固定資産投資は 7～9月期に減速したが 9月単月では改善しており減速傾向とは言い難い。輸出は 7～9月期に増勢が鈍化しており、一方で輸入が伸びを高めたことから、純輸出は成長率を押し下げた。そうした中で在庫投資が拡大し 7～9月期の成長率を押し上げた模様である。10～12月期の成長率は前年同期比 8%台半ばへ鈍化し、2011 年の成長率は 9%程度になると予想する。金融政策は当面様子見が続く。

実質 GDP 成長率は前年比、前期比年率とも鈍化

7～9月期の実質 GDP 成長率は前年同期比 9.1%となり、4～6月期の 9.5%から伸びが鈍化した。また、政府試算の季節調整済前期比も、4～6月期の 2.4%（年率 10.0%程度）から 7～9月期は 2.3%（9.5%程度）へ伸びが鈍化している。なお、今回は季節調整値が遡及改訂されており、1～3月期の成長率は前期比 2.0%（年率 8.2%程度）となったため、前期比で見ると、今年に入り 1～3月期に成長テンポが大きく鈍化した後、4～6月期は成長が加速し、7～9月期に若干鈍化したことになる。

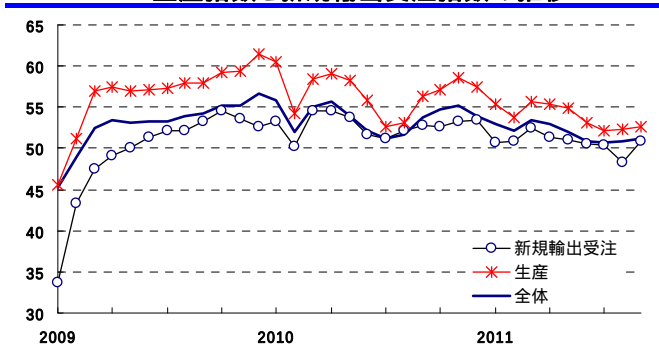
足元の動きを見ると、工業生産は、8月に前年同月比 13.5%まで伸びが鈍化したが、9月は 13.8%と小幅ながら伸びが拡大した。PMI 生産指数も、新規輸出受注の改善（8月 48.3→9月 50.9）などを背景に、7月の 52.1 を底に 8月 52.3、9月 52.7 と持ち直しており、生産サイドの経済指標は景気の底堅さを示唆している。

実質GDPと工業生産の推移(前年同期比、%)



(出所)CEIC DATA

PMI生産指数と新規輸出受注指数の推移



(出所)CEIC DATA

個人消費、固定資産投資とも 7～9月期は減速

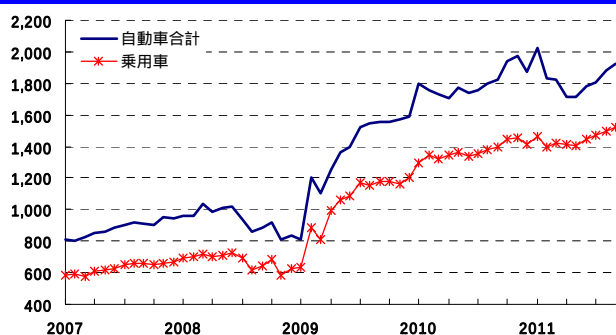
7～9月期の主な需要動向を見ると、個人消費の代表的な指標である社会商品小売総額は、4～6月期の前年同月比 17.2%から 7～9月期は 17.3%へ小幅伸びが拡大した。しかしながら、政府試算の季節調整値では 4～6月期の前期比 4.1%から 7～9月期は 4.0%に減速している。さらに、物価上昇分を除いた実質で見ると、前年同期比でも伸びが鈍化しているため（4～6月期 11.5%→7～9月期 11.0%） 7～9月期の個人消費は減速したと評価すべきである。

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。

品目別（売上 500 万元以上の企業）の動向を見ると、衣料品は比較的好調であったが（4～6 月期前年同期比 24.3%→7～9 月期 24.7%、名目）、金額で上位を占める自動車（14.6%→14.4%）や石油類（40.5%→39.2%）、飲食料品（25.1%→24.9%）、家電音響機器（21.3%→17.8%）が伸びを鈍化させている。エネルギーや食料品の価格上昇が関連分野の需要抑制につながったほか、購買力の低下を受けて耐久財の消費意欲も低下したものとみられる。

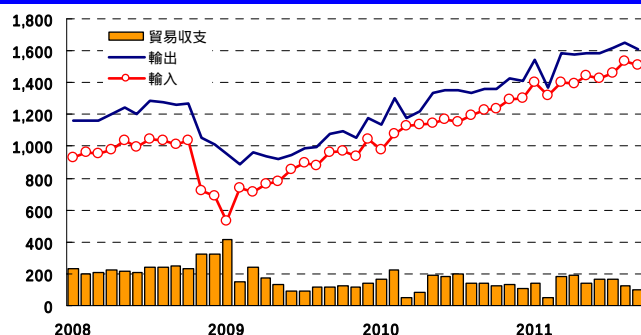
ただし、乗用車販売には持ち直しの兆しが見られた。9 月の乗用車販売台数は当社試算の季節調整値で前月比 1.9%となり、年率 1,526 万台まで増加した（2010 年は 1,375 万台）。前月比の増加は 6 月以降、4 ヶ月連続であり、年初から春頃まで見られた購入支援策打ち切りによる減少局面は終了した。9 月には事実上の減税となる税制の見直しが行われていることもあり、社会商品小売総額（実質）も 8 月の前年同月比 10.8%から 9 月は 11.6%へ伸びを高めている。個人消費は減速したとはいえ底堅く推移していると判断して良いだろう。

自動車販売台数の推移（季節調整値、年率、万台）



(出所)CEIC DATA

輸出入と貿易収支の推移（季節調整値、百万ドル）



(出所)CEIC DATA

7～9 月期の固定資産投資（都市部）は前年同期比 23.1%となり、4～6 月期の 24.4%から伸びが鈍化した。業種別には、1 次産業が鉱業を中心に伸びを高めたが（4～6 月期 23.9%→7～9 月期 26.8%）、2 次産業（28.2%→26.1%）は主に製造業（34.0%→29.9%）が、3 次産業（24.3%→22.8%）は鉄道分野（▲8.9%→▲24.6%）で大幅に落ち込み高速道路（16.7%→8.4%）も伸び悩んだ運輸・通信業が足を引っ張り、それぞれ伸びが鈍化した。ただし、月別の動向を見ると、固定資産投資は 8 月の前年同月比 23.4%から 9 月は 24.4%へ伸びを高めており、減速傾向とまでは言い難い状況にある。

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、4～6 月期の前期比 5.7%から 7～9 月期は 2.8%へ減速した（当社試算の季節調整値）。仕向け地別では、日本向け（4～6 月期前期比 3.9%→7～9 月期 6.7%）が好調なほか、EU 向け（2.9%→3.0%）や米国向け（3.6%→3.0%）も堅調であったが、アセアン向け（9.0%→1.8%）が大幅に減速した。アセアン向けの減速は、4～6 月期に急増した反動が主因とみられるが、アセアン諸国が総じてインフレ率の上昇を受けて成長テンポを抑制する政策が取られていることや、9 月に入り欧州ソブリン問題が深刻化し通貨が急落した影響が出た可能性も考えられる。

一方、輸入は、4～6 月期の前期比 3.3%から 7～9 月期は 5.6%へ増勢が加速した。東日本大震災の影響により 4～6 月期は前期比 ▲4.4%と大きく落ち込んだ日本からの輸入が、生産能力の回復に伴い 7～9 月期は 4.9%の増加に転じたことが主因である。輸出を上回る輸入の拡大により、7～9 月期の貿易収支（季節

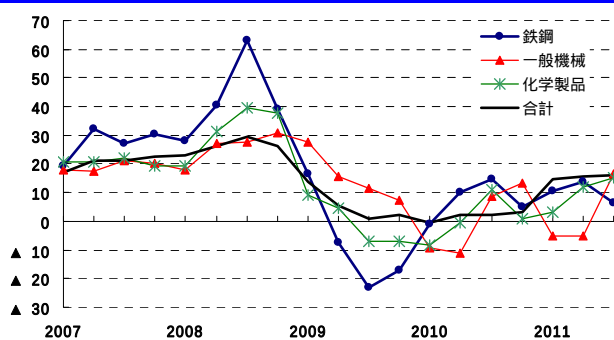
調整値) は 385 億ドルの黒字となり、4～6 月の 489 億ドルから大幅に減少した。このため、7～9 月期の純輸出(輸出 - 輸入)は GDP 成長率を押し下げた模様である。

在庫投資が成長率にプラス寄与となった模様

上記の通り、7～9 月期の中国経済は、前期比で見る限り 9%程度の比較的速い成長ペースを維持したが、主な需要動向を見ると、個人消費や固定資産投資は減速した可能性が高く、純輸出も成長を押し下げた模様であるため、結果として在庫投資が拡大した可能性が残る。実際に 7～9 月期(8 月)の製品在庫額は前年同期比 16.1%と 4～6 月期(5 月)の 15.5%から伸びが高まっており、在庫投資の拡大が成長率を押し上げた可能性を示唆している。

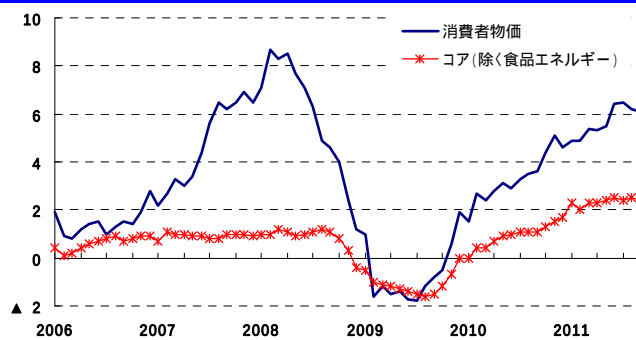
ただし、こうした在庫投資拡大による成長率押し上げは一般的に持続性がないため、10～12 月期にも反動減が見込まれる。国内最終需要は、総じて底堅く推移しているが、欧米景気の減速や人民元の上昇に加え、人件費などのコスト増により価格競争力が低下していることから、輸出の増勢加速は期待できない。そのため、10～12 月期の実質 GDP 成長率は、前年同期比で 8%台半ば程度まで鈍化し、2011 年通年の成長率は当社の従来からの予想通り、9%程度へ低下する可能性が高い(2010 年は 10.4%)。

製品在庫の推移(前年同期比、%)



(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根強く残る

景気の堅調な拡大を背景に、インフレ圧力は依然として根強い状況が続いている。消費者物価上昇率は、8 月の前年同月比 6.2%から 9 月は 6.1%となり、小幅な低下にとどまった。原油価格の落ち着きなどから光熱費を含む住居費は上昇率の鈍化が続いたが(7 月 5.9%→8 月 5.5%→9 月 5.1%)、食料品価格(8 月 13.4%→9 月 13.4%)の伸びが高止まりしたほか、衣料品(2.9%→3.2%)や家庭用品・メンテナンスサービス(2.8%→3.0%)などで引き続き上昇率が高まっている。コア・インフレ率(食品・エネルギーを除く総合)は、この数ヶ月、前年同月比 2%台半ばで頭打ちの兆しを見せているが、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続いており、インフレ圧力は根強く残っている。

金融政策は様子見

インフレ圧力の存在は、現状の 9%程度の成長が、やや高過ぎる可能性を示唆しているが、こうした国内情勢の一方で、9 月に入り欧州ソブリン問題が深刻化し金融市場が不安定化したことから、人民銀行は、7 月 6 日以降、利上げを見送り続けている。

現状の政策金利は、貸出基準金利（6.56%）が消費者物価上昇率をкаろ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、未だ低い水準にある。しかしながら、7～9月期のマネーサプライ（M2）は前年同期比 13.8%まで伸びが鈍化し、名目成長率 20.3%（前年同期比）を大きく下回っており、金融政策は量的な面では十分に景気抑制的である。また、住宅価格が中古では9月に70都市中25都市で前月比下落し、上昇した都市の数（24）を上回る¹など、住宅市場の調整が進みつつあるため、金融政策の引き締め方向への修正が住宅バブルの崩壊に結び付かないように配慮する必要もあろう。

利上げ余地はあるものの、こうした国内の現状や不透明な海外情勢を踏まえると、金融政策は基本的に様子見を続け、情勢急変の際には預金準備率の引き下げなど量的な面での政策変更を行う可能性もあろう。

¹ 新築住宅では、下落 16 に対して上昇 24 と、依然として上昇が上回っているが、1月の下落 3、上昇 60 と比べ、明らかに価格上昇圧力は低下している。