

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

政策対応余地が広がる中国経済 (Monthly Update)

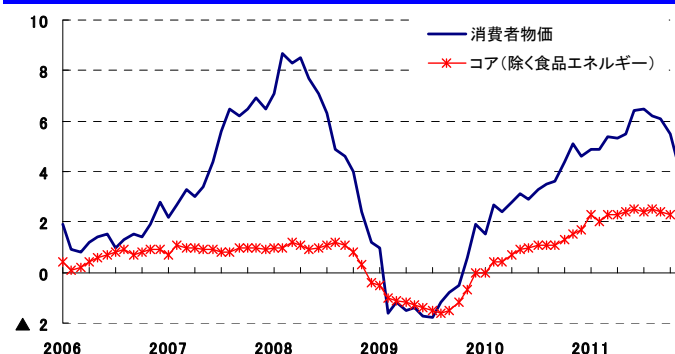
11月の消費者物価上昇率は前年同月比 4.2%まで低下し、インフレは沈静化に向かっている。景気は、生産の伸びが鈍化しており、需要サイドも個人消費には底堅さが見られるものの、固定資産投資のほか、欧州向けの落ち込みにより輸出の増勢が鈍化しており、全体としては減速傾向が続いている。インフレ沈静化を受けて、金融政策は過度な引き締めスタンスを修正、財政政策も拡大余地が広がっており、今後は政策対応により景気の減速に歯止めが掛かるとみられる。

インフレ率が大幅に低下

消費者物価上昇率は、10月の前年同月比 5.5%から 11月は 4.2%まで低下した。4%台は2月（4.9%）以来、9ヶ月ぶりとなる。主因は、食料品価格の上昇率が10月の前年同月比 11.9%から11月は 8.8%へ大きく低下したことと、光熱費を含む住居費の伸びがエネルギー価格の落ち着きを反映して 4.4%から 3.0%へ鈍化したことである。

さらに、衣料品（10月前年同月比 3.7%→11月 3.5%）や運輸・通信（0.8%→0.5%）、医療関連・個人サービス（3.5%→3.2%）などでも伸びが鈍化するなど、幅広い分野で上昇率の高まりが一服しており、インフレが沈静化しつつある。

消費者物価の推移（前年同月比、%）

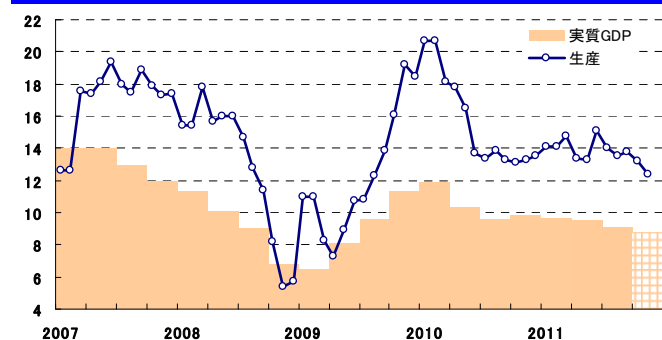


（出所）CEIC DATA

生産の伸びは鈍化傾向

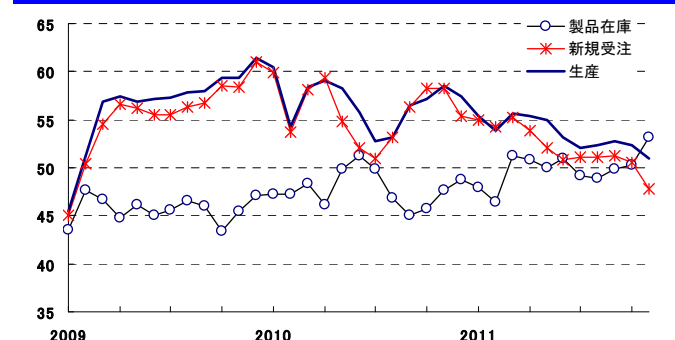
インフレ沈静化の背景には、景気の減速もある。工業生産は、10月の前年同月比 13.2%から 11月には 12.4%まで伸びが鈍化し、13%台後半とみられる 7～9月期から大きく減速した。政府が試算する季節調整値でも、7～9月期の前期比 3.0%に対して、10～11月平均の水準は 7～9月期を 2.4%上回るにとどまっている。仮に 12月以降も 11月と同じ前月比（0.91%）で拡大したとしても、10～12月期は前期比 2.9%となるため、生産の増勢はやや鈍化していると言える。

実質GDPと工業生産の推移（前年同期比、%）



（出所）CEIC DATA

PMI生産指数と受注指数の推移



（出所）CEIC DATA

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。

企業の景況感は顕著に悪化している。PMI 指数は、10 月の 50.4 から 11 月には 49.0 まで低下し、好不調の境目である 50 を 2009 年 2 月以来、2 年 9 ヶ月ぶりに割り込んだ。内訳を見ると、新規受注（10 月 50.5 → 11 月 47.8）や新規輸出受注（48.6 → 45.6）が減少する中で、11 月の生産指数は 50.9 と 50 を超えていることが示すように生産調整が十分に進まず、製品在庫（50.3 → 53.1）が積み上がっている可能性が示されている。原材料在庫（48.5 → 46.7）は調整が進んでいる模様であり、在庫が積み上がっている分野は限定的とみられるが、今後も企業の生産活動は在庫調整圧力により抑制されよう。

そのため、10～12 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%、7～9 月期の 9.1%から一段と鈍化し 9%を下回る可能性が高いと言える。当社は、従前より 10～12 月期の実質 GDP 成長率を 8%台半ば、2011 年通年では 9%程度と予想していたが、引き続きこの見方を維持する。

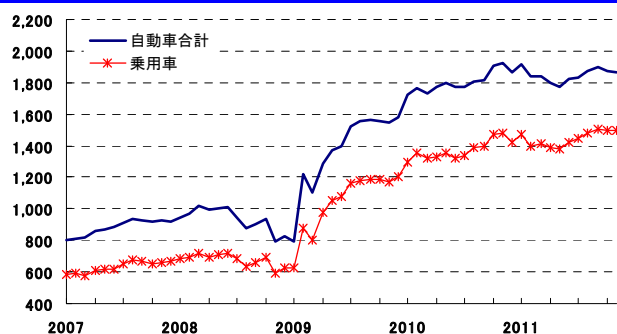
個人消費：堅調な拡大傾向を維持

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、10 月の前年同月比 17.2% から 11 月は 17.3%と小幅ながら伸びを高めた。政府試算の季節調整値では、10 月の前月比 1.30%から 11 月は 1.27%とやや増勢が鈍化したものの、物価上昇分を除けば前年同月比の伸びは大幅に高まっており（7～9 月期 11.0% → 10 月 11.7% → 11 月 13.1%）、総じてみれば堅調に拡大していると言える。

品目別（売上 500 万元以上の企業）の動向を見ると、石油類（7～9 月期前年同期比 39.2% → 10～11 月平均 32.8%）や飲食料品（24.9% → 23.7%）といった物価上昇率が低下した品目で伸びが鈍化している。そのほか、自動車（14.4% → 12.0%）、衣料品（24.7% → 21.0%）、宝飾類（42.4% → 24.5%）といった耐久財・半耐久財などの選択的な品目も伸び悩んでいるが、一方で家電音響機器（17.8% → 19.4%）や文化事務用品（29.7% → 35.1%）など一部で伸びが高まる分野もあり、物価上昇の一服が消費活動を活発化させる兆しが見られる。

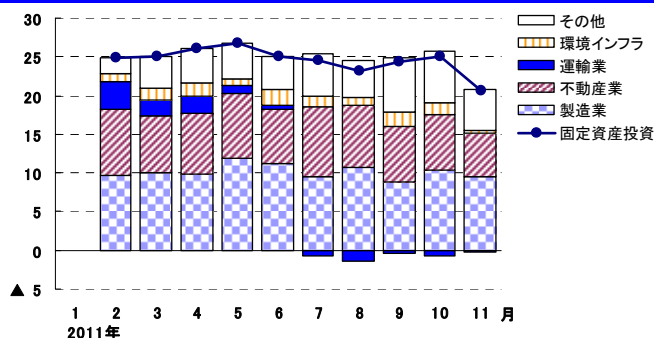
なお、自動車販売の伸びの鈍化は、政策変更の影響もある。自動車のうち、概ね個人消費に対応する乗用車の販売台数を見ると、10 月の販売台数は、省エネ車購入補助金制度の対象厳格化により前月比▲1.0%の年率 1,494 万台へ減少した（当社試算の季節調整値）。しかし、11 月には前月比 0.3%（年率 1,498 万台）と下げ止まっており、需要の底堅さが確認された。中国における乗用車の世帯普及率は都市部でも 13.1%（2010 年）にとどまっており潜在的な需要は十分に残されているため、インフレ沈静化や賃金の上昇を背景に、今後は再び増勢を取り戻す可能性が高いと考えられる。

自動車販売台数の推移（季節調整値、年率、万台）



（出所）CEIC DATA

固定資産投資の推移（前年同月比、%）



（出所）CEIC DATA

固定資産投資：再び減速

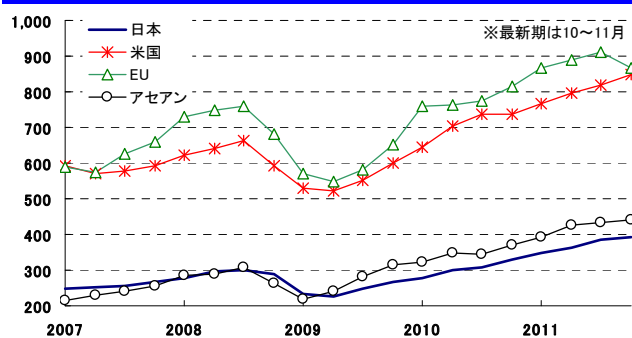
固定資産投資は、10月に持ち直しの動きが見られたが、11月は再び減速した（図表前頁）。1～11月累計の固定資産投資（都市部）は前年同期比24.5%となり、1～9月累計の24.9%から伸びが鈍化した。これに基づいて試算すると、11月の固定資産投資の伸びは前年同月比20.7%にとどまり、10月の前年同期比25.0%から大幅に鈍化し、10～11月平均で見ても前年同期比22.8%と7～9月期の24.3%を下回った。政府試算の季節調整値でも、10月の前月比1.23%から11月は▲0.19%とマイナスに転じたため、10～11月平均も7～9月期の水準を1.8%上回るにとどまり（7～9月期は前期比2.4%）、増勢が鈍化している。

10～11月の状況を業種別に見ると、1次産業が大幅に伸びを高めたほか（7～9月期前年同期比26.8%→10～11月平均43.2%）、2次産業（26.1%→27.4%）も製造業（29.9%→31.5%）を中心に小幅ながら伸びを高めたが、3次産業（22.8%→18.8%）は不動産業（32.8%→26.6%）の減速が鮮明となったほか、鉄道（▲24.6%→▲22.7%）の落ち込みが続き、高速道路（8.4%→1.9%）も低迷しことなどから伸びが鈍化し、全体を押し下げた。ただし、鉄道は10月の前年同月比▲38.6%から11月は▲3.8%へマイナス幅が縮小、高速道路は増加に転じており（10月▲1.2%→11月5.2%）、これらの分野では下げ止まりの兆しが見られる。

輸出：欧州向けが減少

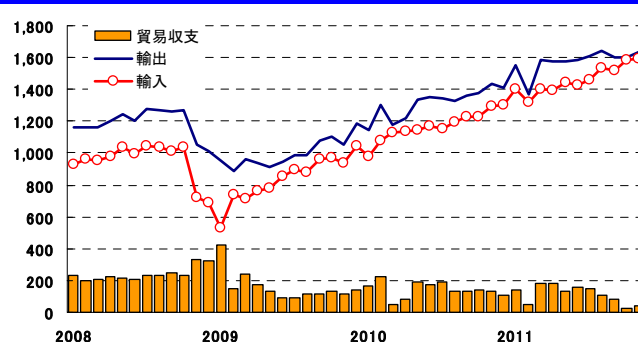
11月の輸出（ドルベース）は、前月比1.9%と2ヵ月連続で増加した（当社試算の季節調整値）。しかしながら、9月の落ち込みが大きかったことから（前月比▲2.7%）、10～11月平均の水準は7～9月期を0.1%上回るにとどまっており、輸出は増勢を取り戻したと言える状況ではない。仕向け地別では、米国向け（7～9月期前期比3.1%→10～11月平均の7～9月期比3.6%）が好調さを持続し、アセアン向け（1.6%→2.1%）も底堅く推移したものの、景気が踊り場を迎えている日本向け（6.5%→1.6%）が大幅に減速し、ソブリン問題で揺れるEU向けは10～11月の水準が7～9月期を4.8%も下回った。

仕向け地別輸出の推移（季節調整値、百万ドル）



(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

一方、輸入は、10月の前月比4.4%に続き11月も0.7%増加し、10～11月平均の水準は7～9月期を5.7%も上回った。輸出を上回る輸入の拡大により、10月の貿易収支（当社試算の季節調整値）の黒字幅は2004年以来となる22億ドルまで縮小、11月も41億ドルにとどまっている。このため、10～12月期の純輸出（輸出－輸入）はGDP成長率の押し下げ要因となる可能性がある。

以上の通り、11月の経済指標は、個人消費の底堅い動きを示す一方で、固定資産投資や輸出の減速を示唆

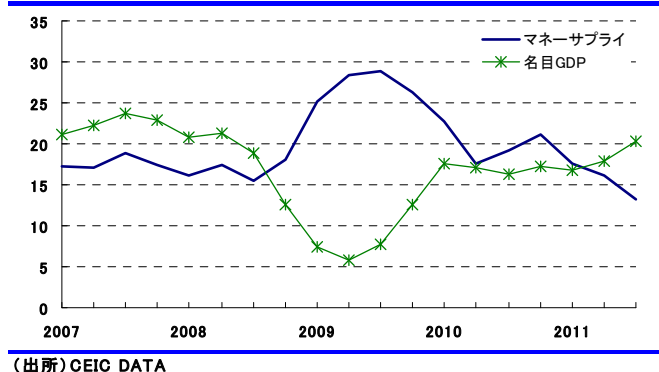
しており、需要全体で見れば拡大ペースが鈍化していると言える。こうした需要の動きは生産サイドと一致しており、10～12月期の実質 GDP 成長率が鈍化するという見方を支持するものである。

金融政策は緩和方向へスタンス変更

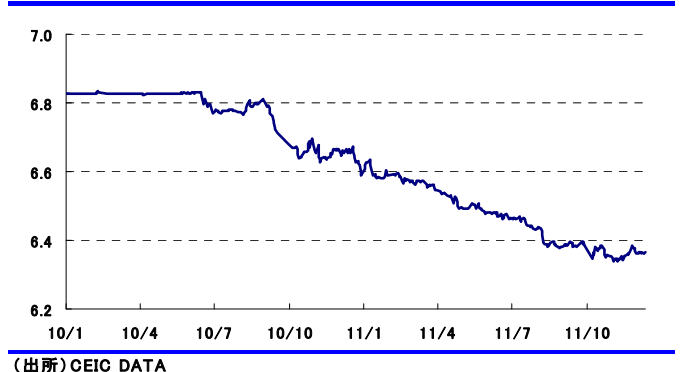
景気の減速傾向が続く中で、インフレの沈静化を受けて、人民銀行は11月30日、預金準備率の引き下げを決めた（大手銀行 21.5%→21.0%、中小銀行 19.5%→19.0%、12月5日から）。金融政策は、これまでの累計 6%Pt もの預金準備率引き上げなどにより、マネーサプライ（M2）の伸びが 2011 年 1～3 月期以降、名目成長率を下回る状況が続くなど、既に量的な面では引き締め領域に入っていたと考えられる。その意味で、今回の措置は金融政策を中立的な方向へ修正するものと評価できよう。なお、準備率 0.5%Pt の引き下げにより、4,000 億元程度（GDP の約 1%）の流動性が市場に供給されるとみられている。

2011 年 7～9 月期の時点で、名目 GDP 成長率の前年同期比 20.3%に対して、マネーサプライは前年同期比 13.1%にとどまっており、経済情勢に対して資金供給量は相当に抑制気味である。そのため、今回の準備率引き下げを踏まえても金融緩和の余地は大きい。今後も預金準備率が引き下げられる可能性が高いとみられ、金融政策は景気の減速に歯止めを掛ける方向に働くこととなろう。ただし、政策金利については、引き上げペースが緩慢であったことから、引き下げ検討にはさらなるインフレ率の低下が必要であろう。

マネーサプライと名目成長率（前年同期比、%）



人民元相場の推移（人民元／ドル）



為替相場：人民元の上昇は一旦終了

最近の為替相場の動向も、今後の景気支援材料となろう。人民元相場は、昨年 6 月の切り上げ容認以降、概ね年 5%程度のペースで上昇していたが、11 月以降は元安地合いで推移している。背景には、資本増強を急ぐ欧州金融機関による元建て資産の売却や、中国政府系企業による積極的な海外投資、グローバルな金融市場の不安定化を背景とした人民元から米ドルへの資金シフトなどが指摘されている。いずれにしても、インフレが沈静化しつつあるため、人民元相場の上昇にインフレ抑制という役割を求める必要性が低下しており、人民元の上昇による輸出の下押し圧力は、少なくとも当面の間、弱まるとみられる。

経済工作会议で積極的な財政政策方針を決定

また、本日、終了した経済工作会议では、来年の経済政策について、中立的な（穏健な）金融政策と積極的な財政政策を維持する方針が決定された。インフレ抑制という目標が概ね達成されたことから、インフラ投資を中心とした財政支出の拡大余地が広がっており、今後は財政面からも景気の減速に歯止めをかける施策が打ち出されることとなろう。