

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

景気の減速傾向が続く中国経済(10～12月期 GDP)

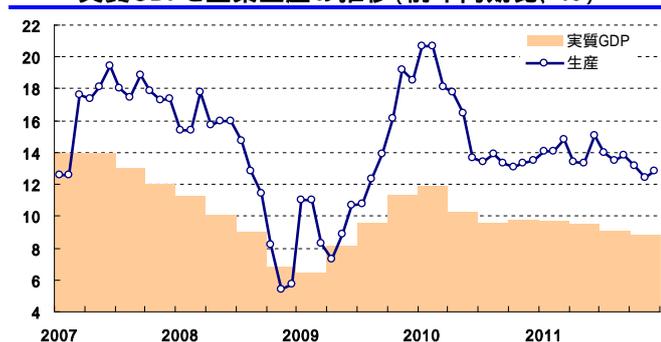
10～12月期の実質GDP成長率は前年同期比8.9%と2年半ぶりの8%台へ低下した。欧州の景気低迷を受けて輸出が大幅に減速したほか、運輸や不動産を中心に固定資産投資も減速傾向が続いている。一方で、個人消費は底堅く推移しており、増勢加速の兆しすら見られる。景気減速の下、インフレは着実に沈静化しているが、政府・人民銀行は原油価格の再上昇などを警戒している模様。金融政策の更なる緩和方向への修正は、一段の景気減速かインフレ鈍化を待つこととなる。

成長ペースは4四半期連続で鈍化

先週発表された2011年10～12月期の実質GDP成長率は、前年同期比8.9%と2年半ぶりの8%台へ低下した。過去1年余りを振り返ると、2010年10～12月期の9.8%から2011年1～3月期9.7%、4～6月期9.5%、7～9月期9.1%と緩やかながら低下が続いており、2011年10～12月期まで4四半期連続の成長鈍化となった。政府試算の季節調整値でも、1～3月期の前期比2.1%（年率8.7%程度）から、4～6月期こそ2.3%（年率9.5%程度）へ伸びが高まったが、7～9月期も2.3%（9.5%程度）と変わらず、10～12月期には2.0%（8.2%程度）へ増勢が鈍化している。なお、2011年通年の成長率は、2010年の前年比10.4%から大きく鈍化し、9.2%となった。

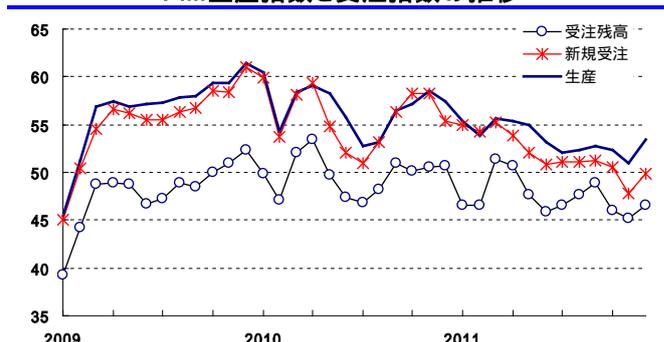
工業生産は、11月の前年同月比12.4%から12月は12.8%へ若干伸びを高めたものの、2009年8月以来の低い伸びにとどまっている。PMI指数も、11月の49.0から12月に50.3へ持ち直し、かろうじて50を上回ったとはいえ、新規受注は12月（49.8）も50を下回っており、受注残高も46.6と低水準にあるなど、生産の持続的な回復が期待できる状況にはない。以下に詳述する需要動向も踏まえると、景気の減速に歯止めが掛かるまでには、今しばらく時間を要する可能性が高い。

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

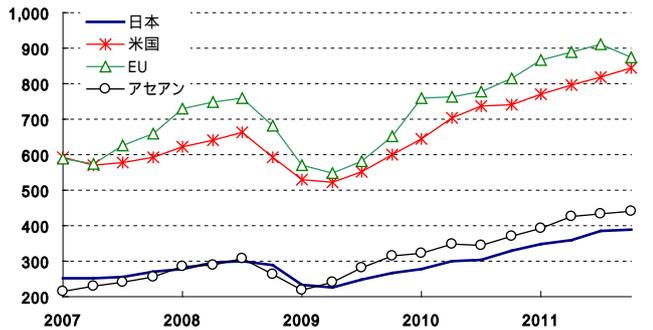
輸出：欧州向けの減少により10～12月期は横ばいまで減速

主な需要項目のうち、顕著な減速が見られるのは輸出である。10～12月期の通関輸出額は前年同期比14.3%となり、7～9月期の20.5%から大きく伸びが鈍化した。当社試算の季節調整値では、10～12月期は前期比0.1%と概ね横ばいとどまっている。仕向け地別に見ると、全体の18.7%（2011年）を占める

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。

EU 向けが前期比 4.0%とマイナスに転じ(7~9 月期は 2.5%)、輸出停滞の主因となった。また、日本向け(シェア 7.8%)も 7~9 月期の前期比 6.2%から 10~12 月期は 1.2%へ急減速している。EU 向けの減少はソブリン問題を背景とする欧州経済の低迷を、日本向けの減速は震災被害からの急回復局面が終了した日本経済の動向を反映したものとみられる。一方、米国向け(シェア 17.1%)は 7~9 月期の前期比 2.9%から 10~12 月期は 3.4%へ、ASEAN 向け(シェア 9.0%)も 1.4%から 2.1%へ、小幅ながらも伸びが拡大した。

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

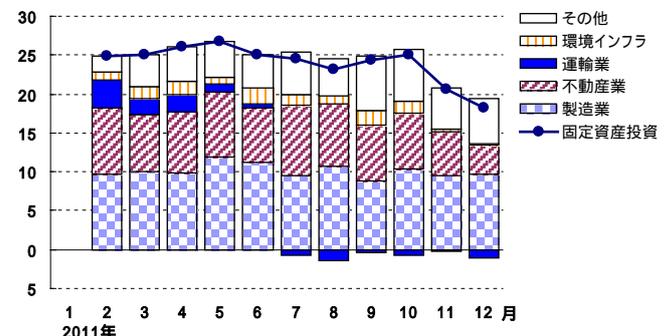
輸出が減速する中で、輸入は後述の通り個人消費の底堅い動きなどを背景に 10~12 月期も前期比 4.6%と堅調な拡大が続いている(当社試算の季節調整値。7~9 月期は 5.1%)。その結果、貿易収支は 7~9 月期の 638 億ドルから 10~12 月期には 481 億ドルへ減少しており(季節調整値では 372 億ドル 174 億ドル)、10~12 月期の純輸出(輸出 - 輸入)は実質 GDP 成長率を押し下げた模様である。

固定資産投資：運輸部門の落ち込みなどにより減速傾向が続く

固定資産投資の減速も成長鈍化の一因となった。固定資産投資(都市部)の 1~12 月累計は前年同期比 23.8%となり、1~9 月累計の 25.0%から伸びが鈍化した。この結果、10~12 月期では前年同期比 23.4%となり、4~6 月期の 25.9%、7~9 月期の 24.3%から、明確に伸びが鈍化している。政府試算の季節調整値でも、4~6 月期の前期比 4.0%から 7~9 月期 2.1%、10~12 月期 1.3%と顕著な減速が確認できる。

月別に見ると減速はより一層鮮明であり(右図)固定資産投資は 10 月の前年同月比 25.0%から 11 月に 20.7%、12 月には 18.3%まで鈍化している。主因は鉄道分野の大幅な落ち込みによる運輸・倉庫業の前年割れ(10 月 6.5% 11 月 1.2% 12 月 7.8%)と、政府による資金供給制限などの投資抑制策を受けた不動産業(30.1% 23.1% 16.6%)の伸びの鈍化である。一方で、製造業(32.3% 30.6% 34.5%)や卸小売業(46.8% 43.6% 59.4%)、鉱業(25.7%

固定資産投資の推移(前年同月比、%)



(出所)CEIC DATA

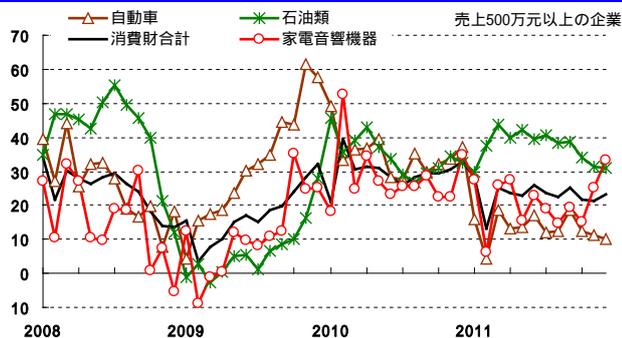
27.4% 33.3%)など、堅調な拡大が続いている業種も少なからずある。政府が意図的に抑制している不動産業や特殊要因により落ち込んだ運輸・倉庫業を除けば、固定資産投資は概ね底堅く推移しており、資金供給制約による影響は緩和している模様である。

個人消費：インフレ沈静化も追い風に底堅く推移

国内需要のもう一つの柱である個人消費は、堅調な拡大を続けている。個人消費の代表的な指標である社会商品小売総額は、7～9月期の前年同期比 17.3%から 10～12月期は 17.6%へ伸びが高まった。政府試算の季節調整値でも 7～9月期、10～12月期とも前期比 4.0%の高い伸びを維持した。後述の通り、消費者物価上昇率が 10～12月期にかけて低下したことを踏まえ、実質で見た個人消費は 10～12月期に増勢が加速したとみられる。月別に見ても、10月の前年同月比 17.2%から 11月 17.3%、12月 18.1%と伸びを高めている。

また、品目別（売上 500 万元以上の企業）の動向を見ると、自動車の増勢が鈍化したほか（7～9月期前年同期比 14.4% 10～12月期 11.3%）、価格の上昇一服を受けて石油類の伸びが鈍化した（39.2% 32.2%）。一方で、家電音響機器（17.8% 24.2%）や医薬品（19.1% 25.0%）などの伸びが拡大している。乗用車販売台数は、先述の販売額と同様に、7～9月期の前年同期比 7.9%から 10～12月期は 2.1%へ伸びが鈍化した。当社試算の季節調整値でも、7～9月期に前期比 5.4%の高い伸びを示したが、10～12月期は 1.5%と再び増勢が鈍化した。主因は、10月に省エネ車購入補助金制度の対象が厳格化されたことを受けた、駆け込み需要とその反動とみられる。しかしながら、11月に前月比 0.3%、12月には 1.2%と増勢を取り戻しつつあり、水準は過去最高を更新する年率 1,511 万台に達している。今後はインフレ沈静化や賃金の上昇などを背景に、再び堅調な拡大を続ける可能性が高い¹。

小売販売額の推移(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

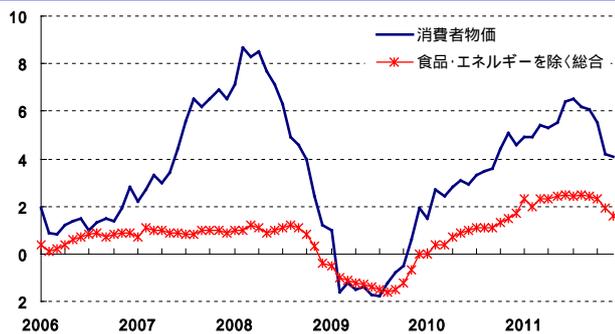
消費者物価：インフレは着実に沈静化

景気が減速する中で、7月に前年同月比 6.5%まで伸びを高めた消費者物価上昇率は、12月に 4.1%まで鈍化した。主因は、これまで物価を押し上げていた食料品やエネルギー価格の落ち着きである。食料品価格は、11月の前年同月比 8.8%から 12月は 9.1%へ小幅ながら伸びを高めたとはいえ、7月の 14.8%からは大幅に上昇率が鈍化した。また、光熱費を含む住居費も、7月の 5.9%から 12月は 2.1%まで伸びが低下した。前者は政府による供給拡大策などにより豚肉価格の高騰が沈静化しつつあること、後者は原油価格の上昇一服が主な背景である。

さらに、食品・エネルギーを除いた総合指数を見ても、10月までの前年同月比 2%台半ばから 11月は 1.9%、12月には 1.6%へ低下しており、インフレは着実に沈静化しつつあると言える。

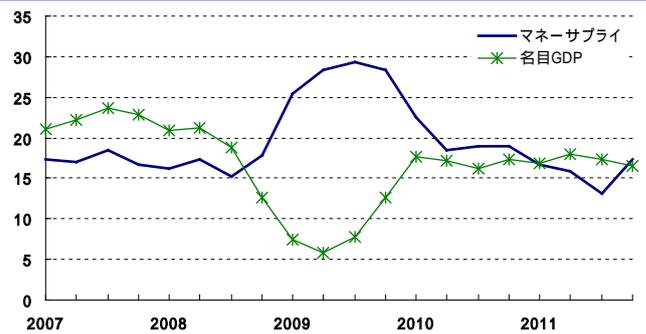
¹ 中国自動車工業協会は、2012年の乗用車販売台数を前年比約 6%増の 1,587 万台と予想している。

消費者物価の推移 (前年同月比、%)



(出所) CEIC DATA

マネーサプライと名目成長率 (前年同期比、%)



(出所) CEIC DATA

政府は当面、成長加速よりインフレ抑制を優先

以上の通り、中国経済は、欧州経済の低迷を背景とする輸出の減速や、主に政府による意図的な抑制を受けた一部業界における固定資産投資の伸びの鈍化により、成長ペースの緩やかな鈍化傾向が続いている。そうした中で、消費者物価は食料品やエネルギーを中心に上昇率が鈍化しつつある。景気の減速に対して、インフレの沈静化により対応余地が拡大した人民銀行は、昨年12月に預金準備率の引き下げに踏み切ったが、その後は静観しており、更なる緩和には慎重な様子が窺われる。

その背景には、中東における地政学的リスクの高まりなどを受けた最近の原油価格動向に対する警戒感があるとみられる。個人消費を軸とする経済成長を目指す政府・人民銀行は、個人消費の拡大を阻害するインフレの回避を最優先課題とし、失業者が増加し個人消費に悪影響を及ぼす懸念が強まるまでは、景気の減速を許容すると考えられる。そして、その水準は実質GDP成長率8%程度とみるのが一般的であろう。

また、景気をオーバーキルする過度な資金供給の抑制は是正される必要があるが、預金準備率が引き下げられたことが示すように貸出抑制スタンスは既に修正されており、マネーサプライ(M2)の伸びは7~9月期の前年同期比13.1%から10~12月期は17.3%へ伸びが高まっている。一方で、インフレ沈静化と成長鈍化により名目GDPの伸びは7~9月期の前年同期比17.4%から10~12月は16.5%へ鈍化したため、マネーの伸びは4四半期ぶりに名目成長率を上回った。すなわち、資金供給量の拡大ペースは、既に景気の押し上げに寄与し、場合によってはインフレを加速させる状況に転じている。

こうした状況を踏まえると、当面は預金準備率の追加引き下げの必要性が低下したと言える。そのため、金融政策が更に緩和方向に修正する必要性に迫られるのは、実質GDP成長率が8%を下回り雇用の悪化懸念が強まった場合であり、積極的な景気刺激スタンスの下で緩和を早めるとしても消費者物価上昇率が2011年の政府目標である4%を安定的に下回るメドが付くことが条件となろう。