

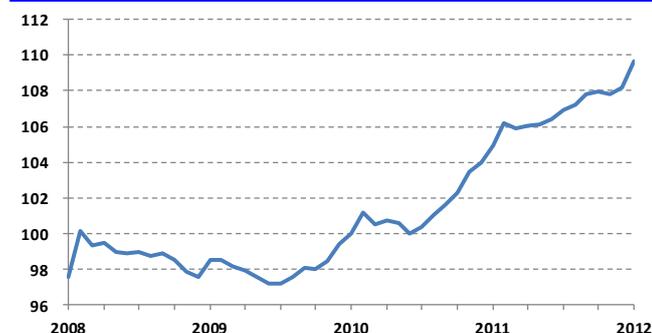
インフレ鎮静化の動きが続く中国経済 (Monthly Update)

1月の消費者物価は前年同月比 4.5%へ伸びが高まったが、春節の影響を除くと伸びは鈍化したとみられ、インフレ鎮静化の動きが続いている。一方、景気の減速に歯止めが掛かったと言える状況にはないため、追加緩和が実施される可能性は高まったと考えられる。

消費者物価は春節の影響で伸びが高まる

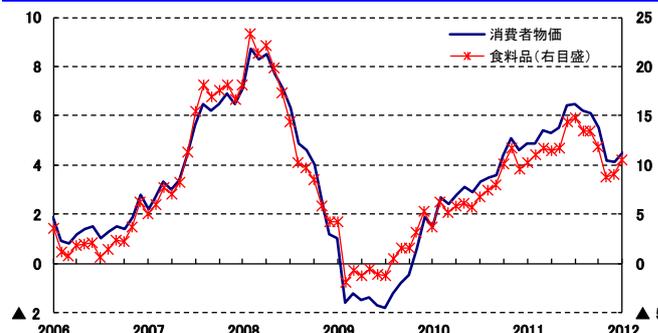
昨日発表された 2012年1月の消費者物価は、前年同月比 4.5%となり、前月（2011年12月）の 4.1%から伸びが高まった。さらに、前月比で見ると、12月の 0.3%から1月は 1.5%へ上昇テンポが急加速している。こうした動きは、表面的には、これまでの伸びの鈍化傾向、すなわちインフレ鎮静化の動きが一般化したように見える。しかしながら、今年1月の消費者物価は春節により大きく押し上げられている点に留意が必要である。

消費者物価の推移 (2010年1月=100)



(出所) CEIC DATA

消費者物価の推移 (前年同月比、%)



(出所) CEIC DATA

春節時期には食料品を中心に物価が一時的に大きく上昇する。これは例年の動きであるが、春節が昨年
2月3日に対して今年は1月23日と月を跨いでずれたため、消費者物価の前年同月比は1月が押し上げ
られ、2月は逆に押し下げられる。実際に、消費者物価指数の主な項目のうち、食料品は12月の前年同
月比 9.1%から1月に 10.5%へ伸びが高まっている。その一方で、衣料品 (12月 3.8%→1月 3.3%) や住
居関係費 (2.1%→1.9%)、医療関連・個人サービス (2.8%→2.6%) など、むしろ伸びが鈍化している項
目が多く、春節の影響を除くと物価は落ち着いていることが見て取れる。

なお、前述の通り、1月の消費者物価は前月比で 1.5%上昇したが、これは昨年後半の月平均上昇率 0.28%
(年率 3.5%) を大きく上回っている。一方で、食料品以外からはインフレ加速の動きは見られないこと
を踏まえると、前月比の急加速は主に春節という特殊要因によるものであり、消費者物価指数は春節によ
り少なくとも1%程度は押し上げられたと推定できる。したがって、1月の消費者物価上昇率は、実態的
には前年同月比で3%台半ば程度であったとみられ、昨年後半に見られたインフレ鎮静化の動きが今年に
入っても続いていると判断できる。

なお、2月の消費者物価は、春節の反動により前月比でマイナスが見込まれ、春節で水準が高かった前年
2月との比較となる前年同月比は 3%前後まで低下する可能性が高い。

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。

景気は減速基調からは脱せず

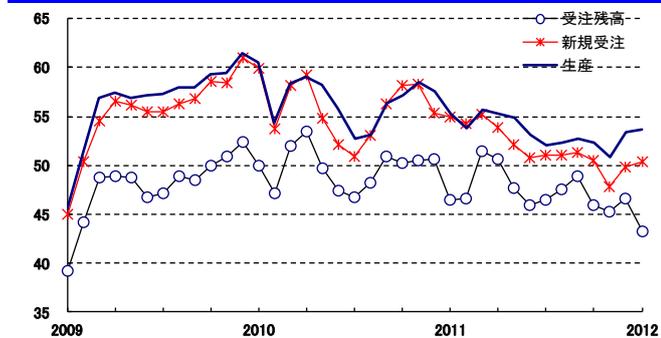
インフレ鎮静化の動きも示唆する通り、景気動向は芳しくない。1月の製造業 PMI 指数は全体で 50.5 となり、12月の 50.3 から小幅改善したが、依然として景気判断の分かれ目となる 50 前後にとどまっております、回復感に乏しい状況にある。

内訳を見ても、新規受注が12月の 49.8 から1月は 50.4 へ持ち直し、生産も小幅上昇したものの（12月 53.4→1月 53.6）、新規輸出受注（48.6→46.9）が大きく低下したほか、受注残高が2009年1月以来の低水準となる 43.2（12月は 46.6）まで落ち込むなど、不安を残す内容である。

また、1月の輸出は前年同月比▲0.5%と2009年11月以来の前年割れとなった（12月は 13.3%）。当社試算の季節調整値でも、前月比▲2.1%となり、12月の▲0.6%からマイナス幅が拡大している。ただし、春節休暇により営業日数が少なかった影響が大きいため、実態的にはこれほどの落ち込みではない点に留意する必要がある¹。なお、仕向地別に見ると、主要地域では、米国向け（10～12月期前年同期比 14.3%→1月前年同月比 5.5%）、日本向け（17.4%→6.1%）、ASEAN 向け（19.1%→1.1%）は前年比プラスを維持したが、EU 向け（6.5%→▲3.2%）はマイナスに転じており、欧州ソブリン問題の影響の大きさが窺える。

2月（1月分）は工業生産や固定資産投資など主要な月次統計が発表されないため、実体経済の全体像は掴めないものの、企業の景況感を見る限り、景気が減速基調から脱したとは言えない状況である。

PMI生産指数と受注指数の推移



(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

追加緩和の可能性高まる

こうした景気動向を踏まえると、景気の減速傾向に確実に歯止めを掛けるため、追加の金融緩和を検討する必要性はあると言える。ただし、政策金利のうち、定期預金 1 年物は未だ消費者物価上昇率を下回る 3.50%であり、実質金利で見て明確なプラスとなるまでは利下げの検討は不要であろう。したがって、選択肢は預金準備率の引き下げとなる。

一方、追加緩和を行うために必要な条件は、物価の安定である。政府は、昨年消費者物価上昇率の目標を 4%としていたが、今年も同程度の目標が設定されるとみられる。仮にそうだとすれば、消費者物価上昇率が安定的に前年同月比で 4%を下回るか、少なくとも、それを見通すことができる状況となれば、追

¹ そのほか、1月の乗用車販売台数は前年同月比▲24.1%の大幅な落ち込みを記録したが（116.1万台）、春節のあった昨年2月の水準が 96.7万台であったことを踏まえると、必ずしも低い水準とも言えない。

加の金融緩和に踏み切る条件が整うと考えられる。

こうした観点で改めて物価動向を見ると、先述の通り消費者物価上昇率は今年1月に実態的に3%台まで低下した模様である。さらに、最近半年の物価上昇ペースは年率3%強にとどまっていることから、今後、物価上昇圧力がさらに高まらなければ、前年比でも4%を下回る状況が続くこととなろう。昨年10月以降に上昇した原油価格は、このところ横ばい圏で推移している。春節明けの労働市場逼迫が賃金上昇を通じたインフレ圧力となる可能性は残るが、再びインフレを加速させるほどの材料は思いつかない。

こうした物価や景気の動向を踏まえると、人民銀行が追加の預金準備率引き下げを行う可能性は高まったと言えよう。一方で、ここにきて米国経済に底固さが見られるなど輸出の急減速リスクがやや低下していることも事実である。そのため、人民銀行にとっては、追加緩和の判断において、春節休暇明けの景気および物価動向を確認する時間的余裕もある。いずれにしても、政策対応の余地が広がったという意味で、インフレの鎮静化は中国経済にとって追い風である。