

景気優先への政策転換を迫られる中国経済 (Monthly Update)

2月の消費者物価は前年同月比 3.2%へ伸びが鈍化、インフレ沈静化の動きが続いていることが確認された。一方で、工業生産は引き続き景気の減速を示唆している。需要サイドでは、輸出に下げ止まりの兆しが見られるが、個人消費は大きく減速した。そのため、政府・人民銀行は、インフレ抑制よりも景気刺激を優先する方向へ政策を明確に転換し、中国経済は年央までには減速に歯止めが掛かると予想される。

2月の消費者物価は春節の影響で伸びが大幅に鈍化

2012年2月の消費者物価は、前年同月比 3.2%となり、前月(1月)の 4.5%から伸びが大幅に鈍化した。ただし、前月比が▲0.1%と小幅な低下にとどまっていることが示す通り、例年食料品価格が上昇する春節の時期が、昨年2月から今年は1月へずれ込んだことによる影響が大きい。つまり、春節によって1月の消費者物価上昇率は大きく押し上げられたが、2月はその反対に押し下げられたわけである。

そのため、3月の消費者物価は、再び前年同月比の上昇率が高まる可能性が高い。最近の物価の趨勢を踏まえると、3月の上昇率は前年同月比 3%台後半¹になると見込まれるが、それでも春節による歪みが生じる直前である昨年12月の 4.1%よりは低い。このように 3月の上昇率が2月よりも高まったとしても、物価上昇率の低下傾向が続いていると評価すべきである。

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

景気は引き続き減速傾向

上記の物価動向が示す通り、景気減速の動きが続いている。工業生産は昨年12月の前年同月比 12.8%から1~2月累計で前年同期比 11.4%まで伸びが鈍化した。この伸びは、2009年7月(前年同月比 10.8%)以来の低さであり、四半期では 10%を下回ったとみられる 2008年4~6月期以来となる。この期の実質 GDP 成長率が前年同期比 8.1%であったことを踏まえると、2012年1~3月期の実質 GDP 成長率は前年同期比で 8%台の半ばか前半程度へ低下する可能性が高い(2011年10~12月期は 8.9%)。また、中国国家統計局による工業生産の季節調整値は1月の前月比 0.38%から2月は 0.70%へ伸びを高めているが、

¹ 2011年後半における消費者物価は平均で前月比 0.3%程度の上昇であり、3月の前月比を 0.3%とした場合。

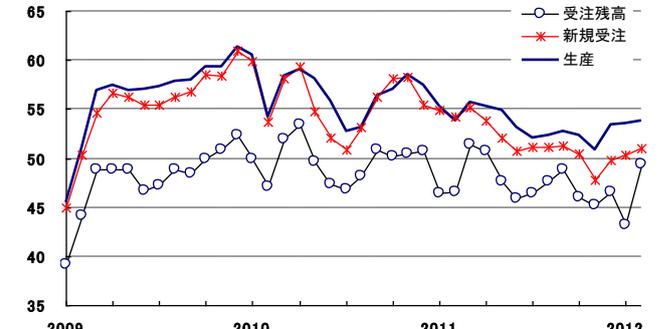
仮に3月も2月と同じペースで拡大したとしても、2012年1~3月期の工業生産は前期比1.9%（年率8.0%）にとどまり、2011年10~12月の前期比2.4%（年率9.9%）から増勢は鈍化することになる。依然として景気の減速が続いていると言える。

工業生産と実質GDPの推移(前年比、%)



(出所) CEIC DATA

PMI生産指数と受注指数の推移



(出所) CEIC DATA

PMI 指数は景気減速局面終了の可能性を示唆

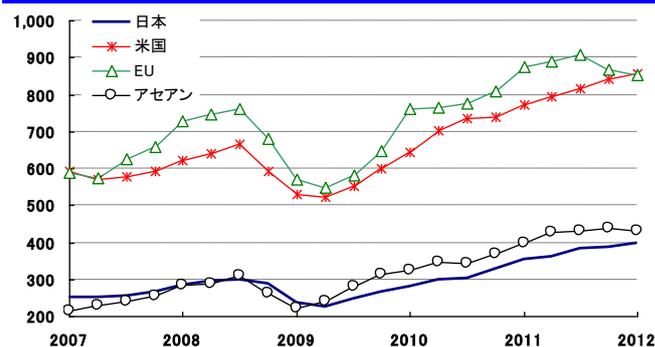
ただし、最近の景気動向を製造業 PMI 指数から見ると、全体では 2011 年 10~12 月平均の 49.9 から 1 月 50.5、2 月 51.0 と徐々に改善しており、景気の減速に歯止めが掛かりつつある可能性を示唆している。主な構成項目のうち、生産指数が 10~12 月の 52.2 から 1 月 53.6、2 月 53.8 と上昇傾向にあり、工業生産の動きとやや異なる結果となっているほか、新規受注指数の改善(10~12 月 49.4→1 月 50.4→2 月 51.0)を受けて受注残高指数が 2 月には 49.4 まで持ち直すなど(1 月 43.2)、明るい動きが散見された。一方で、2 月の製品在庫指数は 50.5 と 2 ヶ月ぶりに 50 を上回ったほか、雇用指数は 49.5 にとどまり 5 ヶ月連続で 50 割れが続くなど、在庫や雇用面からの景気下押し圧力が残る状況にあることも示されている点に留意が必要であろう。

輸出は下げ止まりの兆し

需要サイドでは、1~2 月平均の輸出が前年同期比 6.8%にとどまり、10~12 月期の 14.3%から大きく伸びが鈍化したが、当社試算の季節調整値で見ると 12 月の前月比▲0.5%、1 月▲2.0%から 2 月は 4.2%の増加に転じており、1~2 月平均でも 10~12 月期を 0.2%と小幅ながら上回っている。10~12 月期は前期比▲0.2%であったことから、今年に入り輸出は下げ止まり、増加に転じる兆しを見せていると評価できる。

仕向け地別に見ると、景気の低迷が続く欧州 (EU) 向けは 1~2 月平均の水準が 10~12 月期を 1.7%下回ったほか、ASEAN 向けも 1.8%下回っている。洪水被害の影響で 10~12 月期に前期比▲2.9%と落ち込んだタイ向けは生産再開や復興需要により 1~2 月平均が 10~12 月期を 11.0%も上回ったが、マレーシア向け (10~12 月期 8.5%→1~2 月平均▲5.9%) やフィリピン向け (7.1%→▲1.5%) の落ち込みが足を引っ張った。両国の主力産業である電気製品の生産が、

仕向け地別輸出の推移(季節調整値、百万ドル)



(出所) CEIC DATA

世界的な需要低迷やタイからの部品調達難などにより伸び悩んだことが主因とみられる。その一方で、米国向け（3.2%→1.7%）は増勢を維持、日本向け（1.0%→3.1%）は増勢が加速し、欧州や ASEAN 向けの落ち込みをカバーしている。今後は ASEAN 向けの落ち込みが一巡し、輸出は日米向けの拡大に牽引されて徐々に増勢を取り戻すとみられる。

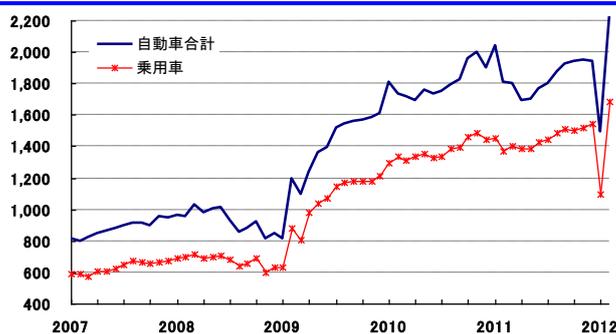
個人消費は政策打ち切りなどから大幅に減速

今後の持ち直しが期待される輸出とは対照的に、年明け後の個人消費は減速が顕著である。個人消費の代表的な指標である社会商品小売総額は、1～2月累計で前年同期比 14.7%となり、10～12月期の 17.6%から大きく伸びが鈍化した。物価上昇分を除いても 10～12月期の 13.0%から 1～2月累計は 10.9%と鈍化している。品目別で見ると、家電音響機器が 1～2月累計で前年同期比▲2.9%と減少に転じており、昨年 11 月末に農村向け家電購入支援策「家電下郷」が一部の地域で終了²した影響が出たものとみられる。

乗用車販売も、春節時期に例年以上に販売が落ち込んでおり、1月は前年同月比▲24.1%、当社試算の季節調整値では前月比▲29.0%の年率 1,099 万台まで減少した。2月には前年同月比 25.4%、前月比では 53.6%の年率 1,688 万台へ急増しているが、1～2月平均の乗用車販売台数は前年同期比▲4.9%、季節調整値で見て 10～12月期の水準を 8.5%も下回った。

このように、今年に入ってから個人消費は、政策打ち切りによる影響もあり、大幅に減速している。ただし、インフレの沈静化に加え、今年も最低賃金の大幅な引き上げが継続されるなど、個人消費を取り巻く環境は改善に向かいつつある。2月の乗用車販売の反発力も、今後の回復を期待させるものと言えよう。また、現在、開催されている全人代では、「家電下郷」の年内継続や新たな消費刺激策も検討されている模様である。以上を踏まえると、個人消費の減速は一過性のものであり、今後は再び増勢を強めるとみられる。

自動車販売台数の推移(季節調整値、年率、万台)



(出所) CEIC DATA

固定資産投資は減速が一服

1～2月累計の固定資産投資は前年同期比 21.5%となり、10～12月期の 21.1%と概ね同程度の伸びを維持した。堅調であった製造業の伸びは鈍化したものの（10～12月期 32.5%→1～2月平均 24.7%）、第3次産業は伸びが高まった（16.0%→18.5%）。第3次産業のうち、運輸業は鉄道的大幅な落ち込みや高速道路の増勢鈍化によりマイナス幅が拡大したものの（▲5.6%→▲10.3%）、その他の分野が総じて好調であった。また、農林水産業も大幅に伸びを高めた（23.7%→43.9%）。

預金準備率の引き下げが続く

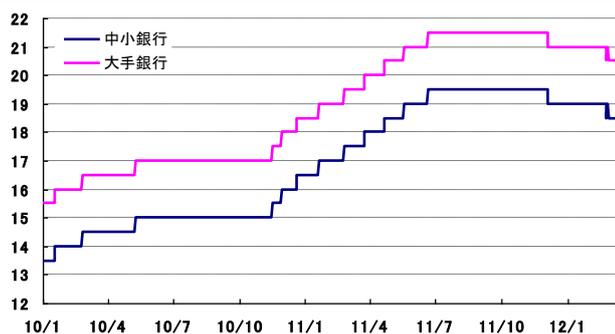
景気減速の動きが続いていることから、人民銀行は、春節後のインフレ沈静化を確認したうえで、2月24日、預金準備率を 0.5%Pt 引き下げた。準備率の引き下げは昨年 12月5日以来で、今次局面では 2回目となる。この影響もあり、2月の新規貸出額は 7,107 億元と前年同月の 5,356 億元を上回り、マネーサブ

² 2011年11月末、山東省、河南省、四川省、青島市において家電下郷が当初予定通り打ち切られた。

ライ (M2) の伸びは 1 月の前年同月比 12.4% から 2 月は 13.0% まで高まった。

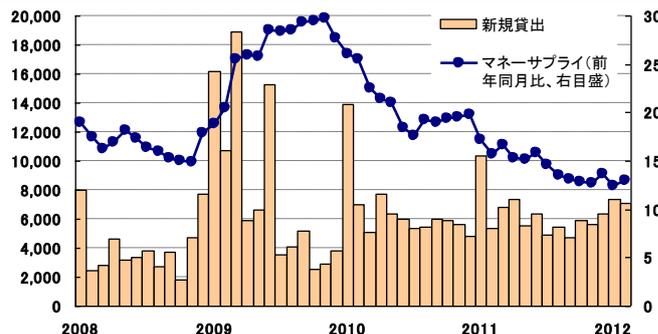
現在、開催中の全人代では今年のマネーサプライの目標が 14% とされた模様であり、資金供給という観点から人民銀行にとって預金準備率の更なる引き下げを行う余地が十分にあると言える。また、一般的に、インフレに中立なマネーサプライの伸びは名目 GDP 成長率と同程度とされているが、政府が今年の目標とする実質 GDP 成長率 7.5%、消費者物価上昇率 4% から見込まれる名目 GDP 成長率も 14% 程度となるため、インフレの観点からも一段の金融緩和は容認されよう。

預金準備率の推移 (%)



(出所) CEIC DATA

マネーサプライと新規貸出額の推移 (億円、%)



(出所) CEIC DATA

ただし、政策金利については、影響が広範に渡りインフレ圧力を高めやすいため、引き下げに踏み切るための条件はより厳しくなる。利下げのためには、景気持ち直しの兆しが期待はずれに終り、かつ、消費者物価上昇率が政策金利の一つである定期預金 (1 年物) 基準金利 3.5% を下回る 3% 台前半に定着することが必要であろう。先述の通り 3 月の消費者物価上昇率は若干高まるとみられることもあり、政策金利は当面据え置かれる可能性が高い。

いずれにしても、景気の減速が続く中で、インフレ率の沈静化傾向が明確となっている現状を踏まえれば、金融政策のみならず、必要に応じて財政面からも景気刺激的な政策が打ち出されるであろう。中国経済は、遅くとも今年半ばまでには減速に歯止めを掛け、再び成長テンポを速めると予想する³。

³ 中国経済の詳細な見通しについては、近日中に「中国経済情報」にて紹介する予定。