

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

次の一手が注目される中国経済 (Monthly Update)

3月の消費者物価は前年同月比 3.6%へ伸びが高まったが、2月は春節の影響により押し下げられていたことを踏まえると、インフレ沈静化の傾向は続いている。製造業 PMI 指数は景気底入れの兆しを見せると同時に、在庫調整圧力が根強いことも示唆しており、政府は財政・金融両面において景気刺激策を打ち出すこととなろう。

1～3月期の消費者物価は政府目標を下回る

2012年3月の消費者物価は前年同月比 3.6%となり、前月（2月）の 3.2%から上昇率がやや高まった。食料品価格が2月の前年同月比 6.2%から3月は 7.5%へ伸びが拡大したことが主因である。ただし、2月の食料品価格は、春節の影響により伸びが大きく抑制されている¹。春節の影響を受けない11月（8.8%）や12月（9.1%）に比べると、3月の上昇率（7.5%）は十分に低下しており、食料品価格は落ち着きつつある。3月の消費者物価上昇率の高まりは春節の反動という特殊要因によるものであり、インフレ動向を示したものではない。また、前月比で見ても、3月は 0.2%にとどまっており、昨年後半（7～12月）の月平均 0.3%を下回っている。さらに、1～3月平均で見ると消費者物価は全体で前年同期比 3.8%程度であり、2011年10～12月期の 4.6%から伸びが鈍化している。こうした状況を総合的に判断すると、インフレ沈静化の傾向が続いているとみて良いであろう。

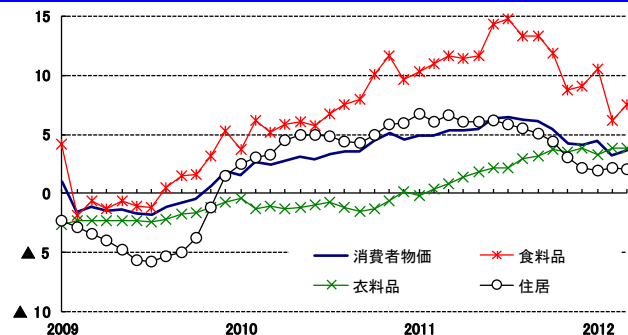
しかしながら、今後を展望すると物価上昇率の低下余地は当面乏しいことも事実である。工業製品に関しては在庫調整圧力が残り価格は下落しているため（詳細後述）、今後も消費者物価を下押しすると見込まれる。その一方で、低温による収穫量の落ち込みに加え燃料費の上昇により野菜価格が強含んでいる。さらに、光熱費を含む住居関係費は、昨年前半の前年同月比 6%程度から3月は 2.0%まで伸びが鈍化しているものの、今後は原油価格上昇の影響により再び伸びが高まる恐れがある。そのため、消費者物価上昇率は今後数か月間、3%台半ば程度で推移すると見込まれる。なお、低下余地は乏しくなったとはいえ、今年の消費者物価上昇率の目標を通年で 4%程度としている政府にとっては、若干のインフレ率上昇を許容できる余地ができたことも事実である。

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

¹ 例年、食料品価格が一時的に上昇する春節の時期が、昨年の2月から今年は1月になったため、今年に関しては1月に物価上昇率が押し上げられ、2月は逆に押し下げられる。

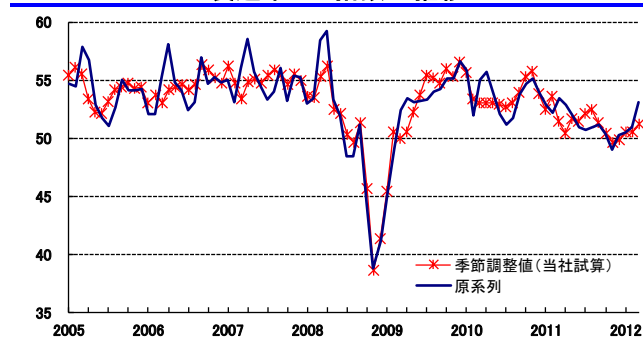
製造業 PMI 指数は景気底入れの兆しと在庫調整圧力の残存を示唆

景気動向に目を移すと、3月のPMI指数（製造業）は2月の51.0から53.1へ改善し、好不況の境目とされる50を大きく上回った。昨年3月（53.4）以来の高水準であり、例年3月に水準が高まる傾向があるとはいえ、当社試算の季節調整値でも2月の50.6から3月は51.2へ改善しており、景気底入れへの期待感を強める内容であった。

PMI指数が改善した主因は、新規受注の増加を受けた生産拡大や受注残高の増加である。PMI指数の構成項目である新規受注指数は2月の51.0から3月は55.1へ大幅に改善し、これを受けて生産指数は53.8から55.2へ水準を高め、受注残高指数は2月の49.4から3月は50.5と11ヵ月ぶりに50を上回った。その一方で、1月の46.9から2月に51.1へ急回復を見せた輸出新規受注は、3月は51.9と小幅な改善にとどまっており、主に国内需要が3月の景況感改善を主導したことがPMI指数からは読み取れる。13日に発表される主要経済指標によって、国内需要の回復が確認できるかどうか注目される。

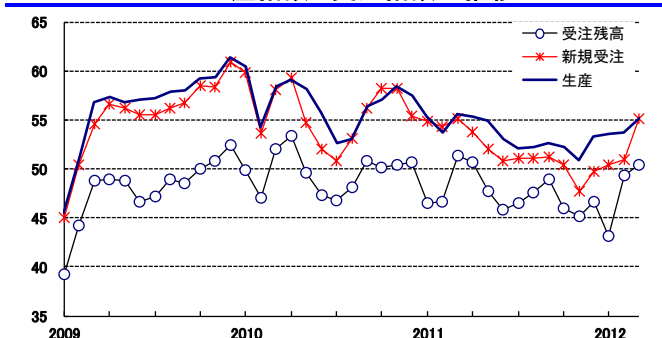
改善を示すPMI指数の中で、懸念材料を挙げるとすれば、在庫である。PMI製品在庫指数は2月の50.5に続き3月も50.8と50を超えており、未だ在庫水準がやや過剰であることを示唆している。また、原材料在庫指数も2月の48.8から3月は49.5へ上昇し、50に接近している。すなわち、製造業の生産活動は全体としては回復しつつあるものの、依然として強い在庫調整圧力に晒されている分野が残っているということである。

製造業PMI指数の推移



(出所) CEIC DATA

PMI生産指数と受注指数の推移

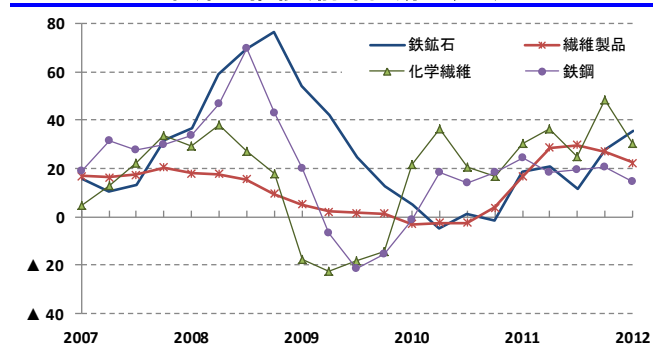


(出所) CEIC DATA

過剰在庫などから素材関連分野を中心に市況が悪化

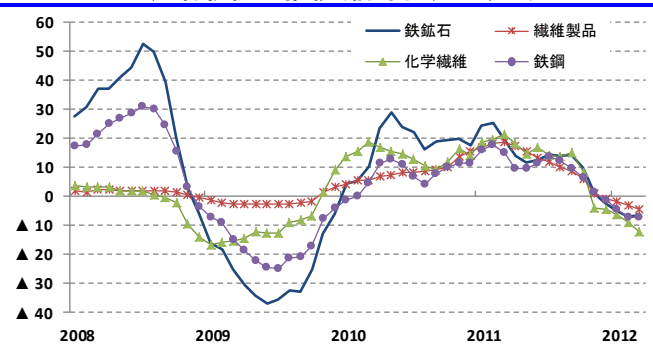
実際に在庫の状況を業種別に見ると、素材関連など一部の分野において在庫調整の遅れが目立つ。例を挙げると、鉄鉱石の在庫は、昨年8月の前年同月比11.6%から11月に28.0%、今年2月には35.8%と積み上がり傾向にある。こうした状況を受けて、昨年9月まで前年同月比で2ケタの上昇が続いていた鉄鉱石の生産者物価は12月にマイナスに転じ、2月には▲6.9%まで下落幅が拡大している。川下にあたる鉄鋼の在庫は伸びが鈍化しており（2011年8月前年同月比19.4%→2012年2月14.8%）徐々に調整は進んでいるものの、建設投資の抑制により鉄鋼需要が伸び悩んでいるため、鉄鋼価格は8月の前年同月比12.3%から2月には▲7.5%とマイナスに転じている。こうした市況の悪化は、鉄鋼関連分野の生産回復に時間を要する可能性を示している。

在庫の推移(前年同期比、%)



(出所) CEIC DATA

生産者物価の推移(前年同月比、%)



(出所) CEIC DATA

化学繊維の在庫も 11 月の前年同期比 48.3%から 2 月には 30.5%へ伸びが鈍化したが、未だ 8 月の 25.1%を上回る高い水準にある。そのため、化学繊維の生産者物価は、昨年 9 月までの前年同月比 2 ケタ上昇から 2 月には▲9.2%まで下落している。また、川上の化学製品在庫（8 月前年同月比 25.6%→11 月 28.9%→2 月 21.8%）や川下の繊維製品在庫（29.6%→26.9%→22.4%）の伸びも、若干低下してはいるものの依然として高い。そのため、繊維製品、化学製品とも生産者物価は昨年半ば頃までの前年同月比 2 ケタ上昇から 2 月にはマイナスに転じており（それぞれ▲3.2%、▲1.1%）、製品需給は緩和状態にある。

こうした状況を踏まえれば、インフレが沈静化しつつある現状において、景気底入れを確実にするため、政府は財政・金融両面において景気刺激策を打ち出す可能性が高いと考えられる。金融政策については、3 月のマネーサプライの前年同月比の伸びが政府目標の 14%を下回るなど（2 月は 13.0%）、需要の回復がもたつくような動きが確認されれば、預金準備率がさらに引き下げられることとなろう。