

# 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

## 減速感強まる中で政策対応が本格化する中国経済

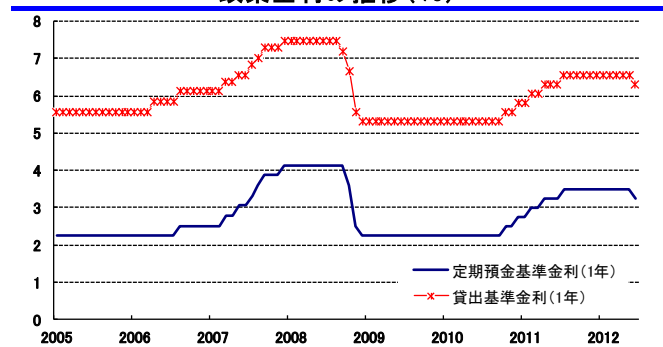
人民銀行は5月の主要経済指標の発表を待たずに利下げに踏み切った。背景は、工業生産が低い伸びにとどまり製造業 PMI 指数が低下するなど、景気の減速に歯止めが掛からないことに加え、物価がインフレ沈静化を超えてデフレを警戒すべき状況となっていることであろう。そのため政府は、特に減速傾向が明確な個人消費をテコ入れするため、耐久財購入支援策を打ち出した。金融政策についても、預金準備率引き下げなどの追加策が見込まれる。

### 予想外の利下げに踏み切った人民銀行

人民銀行は、5月の主要経済指標発表を直前に控えた6月7日、予想外の政策金利引き下げを発表した。これにより、貸出基準金利（1年）は6.56%から6.31%へ、定期預金基準金利（1年）は3.50%から3.25%へ、それぞれ25bp引き下げられた（実施は8日）。

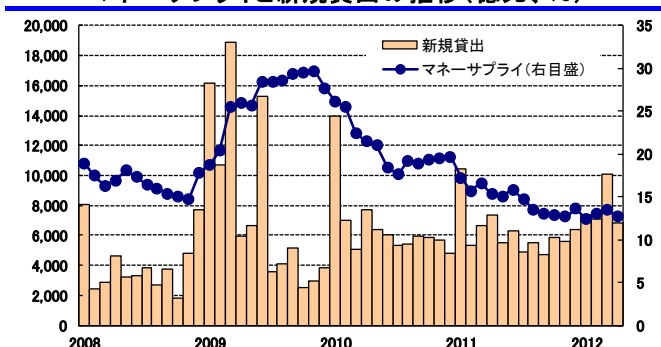
さらに、これまで実際の貸出金利は基準金利の90%までのディスカウントが認められていたが、今回から80%に下限が引き下げられる。また、預金金利についても、新たに基準金利の10%を上限として上乗せを認めることとした。これにより、実際の貸出金利の下限は、従来の5.904%（ $6.56\% \times 0.9$ ）から5.048%（ $6.31\% \times 0.8$ ）へ85.6bpも引き下げられたことになる。つまり、今回の改定により、金融機関の裁量の余地が貸出金利において拡大し、預金金利において新たに生じたことになる。こうした、いわば金利の自由化の進展は、価格（金利）形成メカニズムによって資金需給の調整がより円滑に行われ、その結果として、金融政策の景気調節効果をより高めることが期待される。

政策金利の推移 (%)



(出所) CEIC DATA

マネーサプライと新規貸出の推移 (億元、%)



(出所) CEIC DATA

人民銀行が予想外の利下げに踏み切った背景は、以下に詳述する通り、景気の減速に歯止めが掛からないだけでなく、物価動向がインフレ沈静化を超えてデフレを警戒すべき状況となりつつあるためであろう。また、これまで金融政策においては、預金準備率の引き下げという量的な緩和策を先行して進めてきたが、国内景気の減速や海外景気の不透明感により貸出金需要が弱まっているため、金融政策の効果を高めるために金利面での対応が必要な状況となっていることも一因とみられる。2011年12月と2012年2月に預金準備率が引き下げられ、マネーサプライは1月の前年同月比12.4%から3月に13.4%まで高まったが、4月には12.8%へ鈍化していることから、資金需要の弱さが窺われる。

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。

## 景気の現状：生産は低い伸びにとどまり企業景況感の悪化が続く

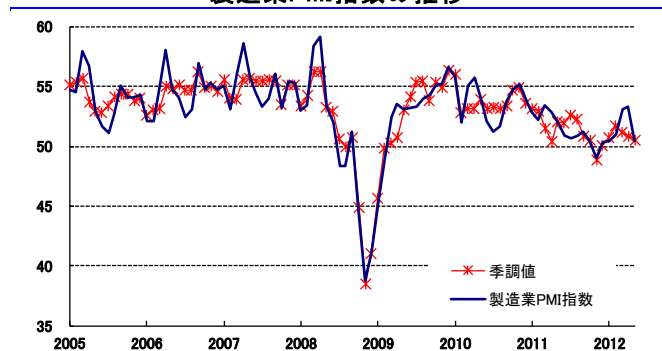
景気動向は、先週末に発表された 5 月の主要経済指標を見る限り、一部に持ち直しの動きも見られるが、総じて見れば在庫調整局面が続いており、景気の減速に歯止めは掛かっていない。

5 月の工業生産は前年同月比 9.6% となり、4 月の 9.3% から小幅ながら伸びが高まった。 国家統計局による季節調整値も、4 月の前月比 0.36% から 5 月は 0.89% へ増勢がやや加速した。しかしながら、生産の前年比が 2 ヶ月以上連続で一桁となるのは 2009 年 3 月から 5 月にかけて以来である。 その頃の実質 GDP 成長率は前年同期比 8.1%（2009 年 4～6 月期）であったことから、2012 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率も 8% 程度にとどまる可能性が高い。

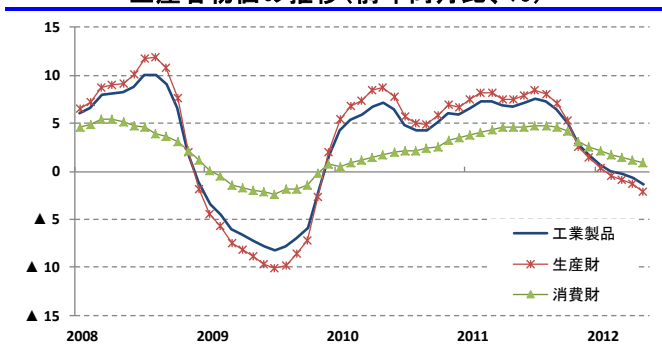
今月初に発表された 5 月の製造業 PMI 指数は、全体で 4 月の 53.3 から 5 月は 50.4 へ大きく落ち込んだ。ただし、製造業 PMI 指数は例年 4 月から 5 月にかけて低下する傾向にあるため、こうした季節性を除いた当社試算の季節調整値で見ると 4 月 50.9 に対して 5 月 50.5 と小幅な低下にとどまる。 また、原系列では 2 月から 3 月にかけて大きく改善しているが（51.0→53.1）、これも季節性による部分が多い。季節調整値では、2 月の 51.7 をピークに緩やかな低下傾向にあり、製造業 PMI 指数、すなわち製造業の景況感、昨年末から今年初めにかけて一旦持ち直したものの、2 月以降は緩やかな悪化が続いているとみるべきであろう。

製造業において景況感が悪化している一因として、製品価格の下落が指摘できる。生産者物価は、3 月に前年同期比でマイナスに転じており（▲0.3%）、5 月は▲1.4% とマイナス幅が一段と拡大している。 特に生産財の価格下落が目立つが（5 月前年同月比▲2.1%）、消費財価格も上昇率がゼロ近傍まで鈍化している（5 月 0.9%）。PMI 製品在庫指数は、1 月以降、概ね 50 前後で推移していたが、5 月に 2011 年 11 月（53.1）以来の水準（52.2）へ上昇しており、依然として根強い在庫調整圧力が製品需給の緩和につながっている模様である。

製造業 PMI 指数の推移



生産者物価の推移 (前年同月比、%)



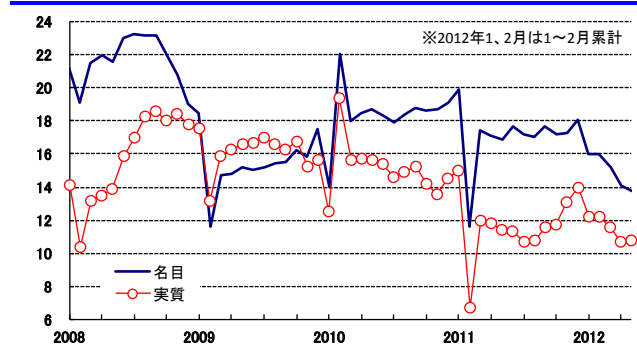
## 個人消費：減速傾向が明確に

個人消費の代表的な指標である社会商品小売総額は 4 月の前年同月比 14.1% から 5 月は 13.8% へ伸びが鈍化した。国家統計局の季節調整値でも 4 月の前月比 0.96% から 5 月は 0.84% へ増勢が鈍化しており、仮に 6 月を 5 月と同じ前月比とすると、4～6 月期は前期比 3.1% となり、1～3 月期の 3.7% から減速することになる。また、物価上昇分を除いた実質で見ても、4 月の前年同月比 10.7% から 5 月も 10.8% と概ね

横ばいであり、1～3 月期の前年同期比 11.1%に比べ伸びは鈍化している。以上を踏まえると、個人消費の増勢は明確に鈍化していると言える。

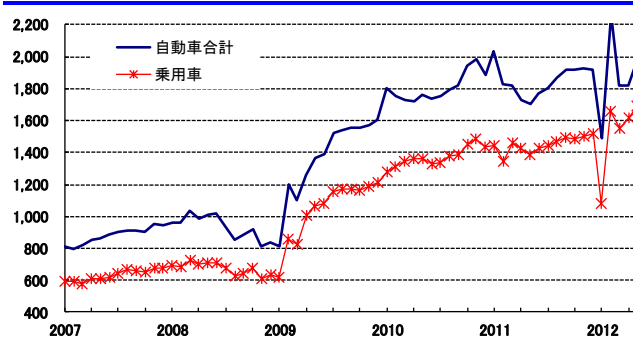
品目別では、家電音響機器が4月の前年同月比 7.7%から5月は0.5%まで伸びが鈍化したことが目立つ。その一方で、宝飾類（4 月前年同月比 12.5%→5 月 18.2%）は伸びが高まったほか、自動車（4 月 8.2%→5 月 8.0%）、衣料品（19.5%→19.0%）などは概ね伸びが横ばいであった。なお、5 月の乗用車販売台数は、当社試算の季節調整値で前月比 4.7%と 2 ヶ月連続で増加し（4 月 3.9%）、年率 1,691 万台と過去最高を更新した。乗用車販売は緩やかながらも拡大基調にあると言える。

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

#### 固定資産投資：引き続き緩慢ながら一部に下げ止まりの兆しも

5 月の固定資産投資（都市部）は前年同期比 19.9%となり、4 月の 19.1%から伸びが小幅拡大した。国家統計局による季節調整済前期比でも、4 月の 0.92%から 5 月は 1.15%へわずかに伸びが高まっており、依然として緩慢な動きながら下げ止まる兆しは見られる。

産業別に見ると、1 次産業は 4 月の前年同期比 46.7%から 5 月は 31.1%へ大きく増勢が鈍化、2 次産業も 24.2%から 23.9%へ小幅減速した一方で、3 次産業は 14.3%から 16.4%へ伸びを高め、下げ止まりに貢献した。鉄道分野が4月の前年同月比▲46.9%から5月は▲35.0%へ下落幅を縮めたことを主因に運輸倉庫業（4 月▲9.4%→5 月▲2.2%）のマイナス幅が縮小したことが寄与した。景気への配慮を強めつつある政府の方針を受けて、停止していた鉄道建設が順次再開されている模様である。

#### 輸出：持ち直しの動き

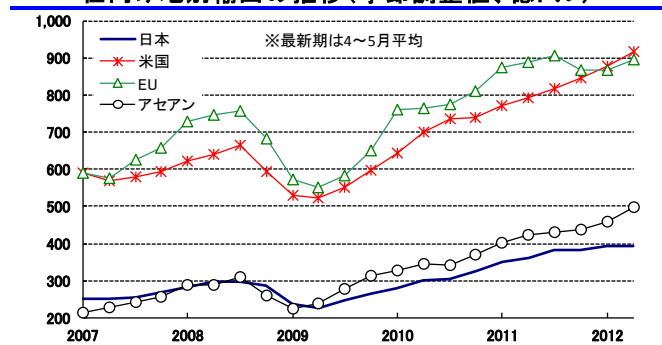
5 月の輸出（通関、ドルベース）は前年同月比 15.3%と 4 月の 4.9%から大きく伸びを高めた。当社試算の季節調整値でも 4 月の前月比▲1.8%から 5 月は 6.2%と増加に転じている。この結果、4～5 月平均の水準は 1～3 月期を 5.0%上回っており、輸出は持ち直しの動きを見せている。

4～5 月平均の水準（当社試算の季節調整値）を仕向地別に見ると、ASEAN 向け（シェア 9.0%、2011 年）は 1～3 月期を 8.1%も上回っており、1～3 月期の前期比 4.7%から増勢が加速している。また、香港向け（シェア 14.1%）は 1～3 月期を 5.1%上回り、1～3 月期の前期比 8.0%に続いて好調さを維持している。米国向け（シェア 17.1%）も 1～3 月期を 4.5%上回ったほか、減少が続いていた EU 向け（シェア 18.7%）も 3.4%上回るなど、欧米向けも堅調に推移している。そのほか、日本向け（シェア 7.8%）、台湾向け（シェア 1.8%）は 1～3 月期から概ね横ばい、韓国向け（シェア 4.4%）は 1～3 月期を 3.6%下

回ったが1～3月期に前期比11.6%の大幅増となった反動の範囲内であり、いずれも底堅い動きを見せている。

海外景気は、欧州経済において債務問題の出口が見えず、米国経済も雇用の減速が懸念材料として浮上するなど、一部で不透明感が強まっている。しかしながら、日本を含めたアジア諸国の景気は比較的底固く推移しており、海外需要の面から見れば輸出が大きく落ち込むことは避けられそうである。

仕向け地別輸出の推移(季節調整値、億ドル)



(出所) CEIC DATA

人民元相場の推移(人民元/米ドル)



(出所) CEIC DATA

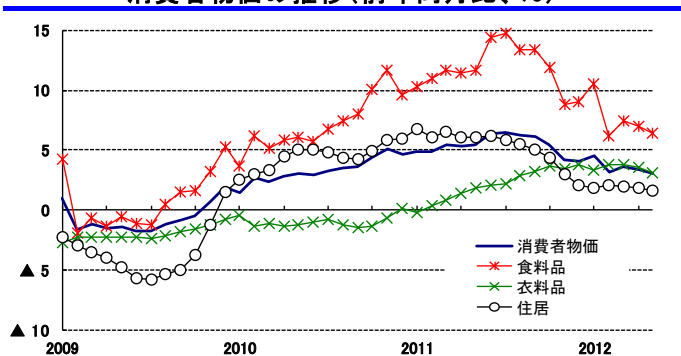
さらに、輸出動向を左右する人民元相場は、5月下旬以降、対米ドルで明確な下落傾向にある。その背景として、欧州債務問題の深刻化や中国の景気減速などを受けた対中投資の抑制(ないしは資金の引き揚げ)などが指摘されているが、インフレ懸念が後退し、中国政府が人民元の下落を容認し易くなった面もあろう。いずれにしても、今後も当面は人民元の軟調地合いが見込まれるため、価格競争力の低下による輸出下押し圧力は弱まり、為替相場の面からも輸出の持ち直しが持続し易い環境が続こう。

なお、5月29日、人民銀行は、これまで米ドルを介して行っていた人民元と円の為替取引について、直接取引を解禁すると発表し、6月1日から実施している。現時点では、貿易取引における人民元建ての割合が極めて低いため影響はほとんどないとみられるが、今回の解禁をきっかけにして人民元建て取引が広がれば、中長期的には中国外における人民元市場が拡大し人民元の国際化が進むこととなろう。その場合、人民元相場は、内外の景況感格差や金利差をより反映する動きになると考えられる。

### 消費者物価：一段と伸びが鈍化

5月の消費者物価は前年同月比3.0%となり、4月の3.4%からさらに伸びが鈍化した。食料品価格が4月の前年同月比7.0%から5月は6.4%へ伸びが鈍化したほか、衣料品(4月3.6%→5月3.1%)、住居(1.8%→1.6%)など幅広い分野で上昇率が低下し、交通通信(0.3%→▲0.1%)は15ヵ月ぶりに下落に転じた。最低賃金の引き上げなどにより人件費コストは上昇しているものの、需給の安定により食料品価格が落ち着きつつあるほか、最近のエネルギー価格の下落や、生産者物価に見られる製品市況の悪化が、物価を抑制している。

消費者物価の推移(前年同月比、%)



(出所) CEIC DATA

以上の通り、中国経済は、景気の減速が続いている上、生産者物価の早いテンポでの下落により消費者物価上昇率が予想以上に低下している。こうした状況を受けて、中国政府は、これまでのインフレ抑制を最優先課題とする経済政策の方向性を、景気の一段の減速と、その延長線上にあるデフレ回避へ明確に転換し、このところ矢継ぎ早に景気刺激策を打ち出している。

財政政策では、6月1日から個人消費のテコ入れ策として、消費電力の小さいテレビやエアコンなど省エネ家電の購入に対して補助金の支給を開始した。実施期間は1年、補助金の額は販売価格の1割程度にあたる1台100～400元（約1,250～5,000円）としている。大手家電量販店において相対的に魅力が劣る対象外の商品を値引き販売する動きが出ていることもあり、家電製品の需要がある程度刺激されると見込まれる。また、新聞報道などによると、2010年末で打ち切られた農村向け自動車購入補助金（汽車下郷）や、自動車買い替え補助金（以旧換新）が年内に再び実施される可能性が高まっている。そのほか、一部の都市では独自に耐久消費財の購入支援策や住宅購入支援策が打ち出されている<sup>1</sup>。

金融政策においても、物価が一段と低下すれば追加利下げの可能性は否定できず、預金準備率も5月18日に大手行20.0%、中小銀行18.0%へ引き下げられたが、依然として高水準にあるため、今後も引き下げられる可能性が高い。輸出に持ち直しの動きが見られる中で、こうした財政、金融両面の政策効果も加わり、中国経済は夏場にかけて減速に歯止めが掛かるとみられる。

---

<sup>1</sup> 重慶市では冷蔵庫や洗濯機、エアコン、パソコンの購入に対し一定の上限の下で購入価格の6%を補助するほか、農村部の自動車購入に対して価格の6%（上限3,000元）を補助する。また、湖南省では、1件目の住宅購入に対して優遇金利の設定、頭金割合の引き下げなどの措置により支援する方針を示した。