

輸出の増勢一服で底入れ時期が遠のく中国経済

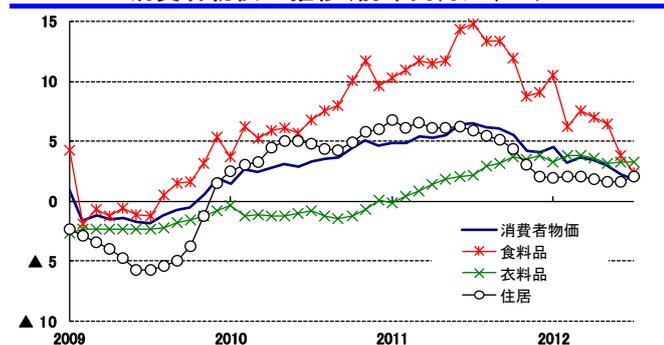
7月の消費者物価上昇率は一段と低下したが、川上にあたる生産者物価の下落が続いており、今後も低下圧力が残る。工業生産は、減速に歯止めが掛かりつつあるものの、拡大ペースの鈍化により在庫調整は未だ道半ばにある。個人消費や固定資産投資は、緩和方向に舵を切った金融財政政策の効果もあり底堅さを見せているが、輸出の落ち込みが景気の回復を遅らせている。景気底入れの時期は、これまでみていた秋頃より若干後ずれする可能性が出てきた。

消費者物価上昇率は一段と低下

9日に発表された7月の消費者物価は前年同月比1.8%となり、6月の2.2%から鈍化した。2010年1月(1.5%)以来の低い伸びである。前年の豚肉価格高騰の反動などから、食料品が6月の前年同月比3.8%から7月は2.4%まで伸びが鈍化したことが主因であり、交通通信の下落幅拡大(6月前年同月比▲0.4%→7月▲0.9%)も上昇率の低下に寄与した。一方で、衣料品(6月、7月とも3.3%)が比較的高い伸びを維持し、住居(6月1.6%→7月2.1%)は伸びが高まるなど、その他の分野では目立った伸びの鈍化が見られなかったため、食料品を除いた総合では、むしろ伸びが高まっている(1.3%→1.5%)。

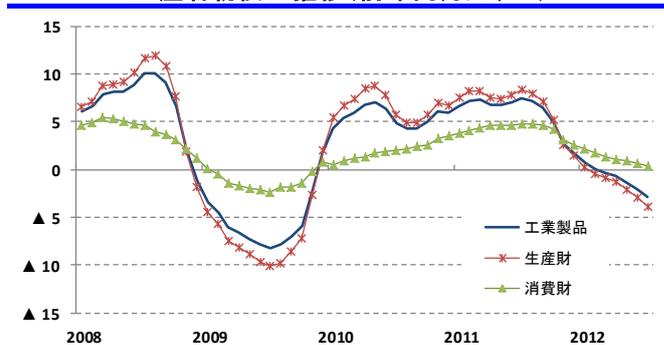
一方で、7月の生産者物価は前年同月比▲2.9%となり、6月の▲2.1%から下落幅が拡大、卸売段階で製品需給の軟化が続いていること示唆した。なかでも、生産財物価(6月前年同月比▲2.9%→7月▲3.9%)の下落が顕著である。こうした川上での物価下落もあって、川下である消費財物価(0.7%→0.4%)はプラス圏ながら伸びの鈍化が続いており、今後は製品需給面からの物価の下押し圧力が、消費者物価の上昇を抑制することとなる。

消費者物価の推移(前年同月比、%)



(出所)CEIC DATA

生産者物価の推移(前年同月比、%)



(出所)CEIC DATA

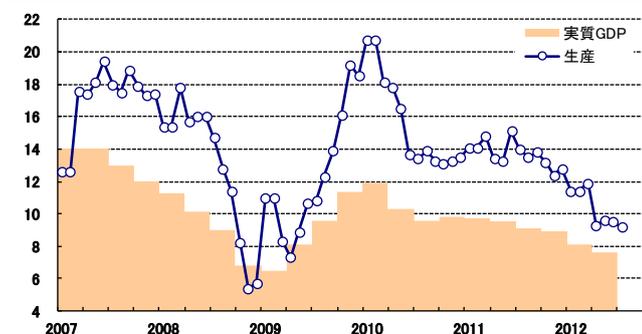
生産：減速に歯止めが掛かりつつあるも調整局面続く

製造業の生産活動も、製品需給の軟化を反映して冴えない状況が続いている。工業生産は、4月に前年同月比9.3%と10%を割り込み(3月は11.9%)、5月9.6%、6月9.5%と9%台の伸びが続いた後、7月も9.2%にとどまった。また、政府試算の季節調整値では、6月の前月比0.74%から7月は0.66%へ減速している。仮に8月以降も7月と同じ前月比が続くとすれば、7~9月期は前期比2.1%(年率8.7%)となり、1~3月期の2.2%(年率9.0%)、4~6月期の前期比2.2%(年率8.9%)と概ね同程度の拡大ペース

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。

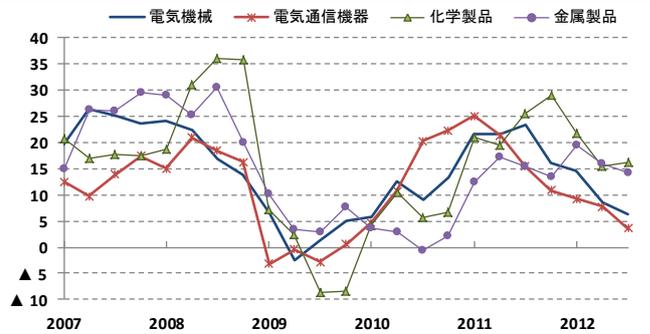
となる。過去の相関関係に基づけば、工業生産の9%台の伸びは実質GDP成長率の8%割れに相当する。工業生産は、減速に歯止めが掛かりつつあるものの、未だ実質GDP成長率が7～9月期に8%台を回復すると期待できるほどの拡大ペースには至っていない。

工業生産と実質GDPの推移(前年比、%)



(出所)CEIC DATA

在庫の推移(前年同月比、%)



(出所)CEIC DATA

1日に発表された7月の製造業PMI指数も、工業生産と同様、6月の50.2から7月は50.1へ小幅悪化した。特に新規輸出受注指数(6月47.5→7月46.6)の悪化が顕著であり、受注残高指数(43.3→41.9)が2009年1月(39.2)以来の水準まで低下、生産指数(52.0→51.8)も小幅悪化した。一方で、製品在庫指数(52.3→48.0)は中立水準である50を下回る水準へ改善しており、在庫調整は進んでいる模様である。

実際に、在庫水準の前年比は、多くの財でピークアウトしており、在庫調整の進展を示唆している(上右図)。しかしながら、依然として前年比はプラス圏にあり、製品需要の相応の回復が見込めない限り、在庫調整にメドが付いたとまでは言えない状況にある。特に素材分野の化学製品や金属製品などでは、在庫水準は未だ前年を15%程度上回っており、前述の生産財価格の大幅下落も示す通り、素材分野では現在も厳しい在庫調整の途上にあるとみられる。

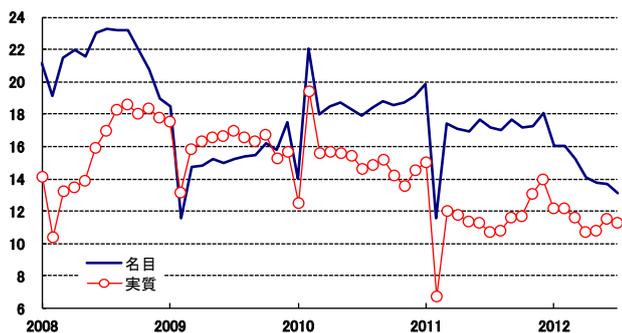
個人消費：補助金効果もあり底堅く推移

在庫調整進展のカギを握る最終需要のうち、国内需要については、比較的底堅い動きが見られる。個人消費の代表的な指標である社会商品小売総額は、4～6月の前年同期比13.9%から7月は13.1%へ伸びが鈍化した。物価上昇を除いた実質で見れば7月は11.3%となり、1～3月期の11.1%、4～6月期の11.0%を上回っている。国家統計局の季節調整値(名目)は、6月の前月比1.29%から7月は1.05%へ減速したものの、仮に8月以降も7月と同じ前月比が続いた場合、7～9月期の前期比は3.5%となり、4～6月期の3.2%を上回る。以上を踏まえると、個人消費は比較的底堅い推移を続けていると言える。

また、品目別の小売販売¹を見ると、省エネ家電購入補助金制度の実施などを受けて、家電音響機器が4～6月期の前年同期比5.6%から7月は8.9%へ伸びを高めた。一方で、販売シェアの大きい自動車(4～6月期前年同期比7.4%→7月4.7%)や衣料品(19.6%→18.4%)は伸び悩み、価格の下落を受けて石油製品(14.3%→11.3%)や飲食料品(17.8%→16.8%)も伸びが鈍化するなど、全体として見れば回復食に乏しい状況である。なお、乗用車販売台数は、当社試算の季節調整値で4～6月の1,623万台から7月は1,614万台へ減少し、増勢が一服している。

¹ 売上500万元以上の企業のみを集計。

社会商品小売総額の推移(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)



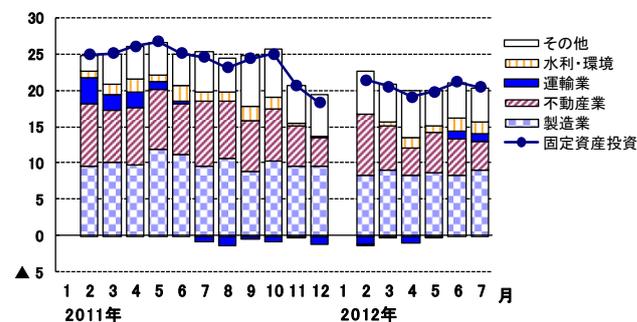
(出所) CEIC DATA

固定資産投資：持ち直しの兆し

1～7月累計の固定資産投資(都市部)は前年同期比20.4%と、1～6月累計の20.4%から変わらずであった。この結果、7月の固定資産投資は前年同月比20.4%となり、4～6月期の20.2%から伸びが高まった。国家統計局による季節調整済前月比は、6月の前月比1.71%から7月は1.42%へ減速したものの、仮に8、9月とも7月と同じ前月比が続いた場合、7～9月期は前期比4.6%となり4～6月期の4.2%から伸びが高まることになる。個人消費同様、固定資産投資も底堅く推移している。

固定資産投資を業種別に見ると、政府が住宅価格抑制スタンスを維持している影響などから不動産業(4～6月期前年同期比19.7%→7月前年同月比15.5%)の伸びが鈍化した一方で、鉄道分野(▲33.7%→▲5.5%)の持ち直しにより運輸倉庫業(▲2.0%→0.7%)がプラスに転じた。そのほか、前倒し執行により水準が押し上げられている水利・環境(16.8%→17.5%)などのインフラ関連や、民間企業が主体となる製造業(24.4%→26.7%)や卸小売業(32.8%→43.7%)なども好調であった。製造業や卸小売業における増勢加速は、金融緩和の効果が現れ始めている可能性を示唆するものである。

固定資産投資の推移(前年同月比、%)



(出所) CEIC DATA

輸出入：輸出が減少

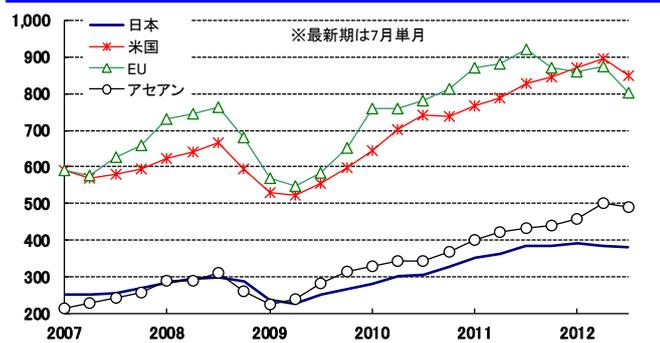
一方、年初来、持ち直しの動きが見られた輸出は、ここにきて増勢が頭打ちしている。7月の輸出(通関、ドルベース)は前年同月比1.0%にとどまり、4～6月期の10.5%から伸びが大きく鈍化した。当社試算の季節調整値でも、7月は前月比▲4.0%と、6月の▲1.5%に続いてマイナスとなり、7月の水準は4～6月期を3.2%も下回った。先に見た製造業PMI指数が示す通り、輸出の停滞が景気の回復を遅らせる主因となっている。

仕向地別に見ると(当社試算の季節調整値)、景気の悪化が続く欧州(EU)向けは7月の水準が4～6月期を8.0%も下回ったほか、これまで堅調な拡大を見せていた米国向けも7月は4～6月期を5.1%下回る水準まで落ち込んだ。また、4～6月期に前期比9.5%と急増したASEAN向けは、その反動もあって7月の水準は4～6月期を2.4%下回ったが、日本向けの7月の水準が4～6月期を1.1%下回るにとどまるな

ど、アジア向けの落ち込みは、総じて欧米向けに比べ小さい。

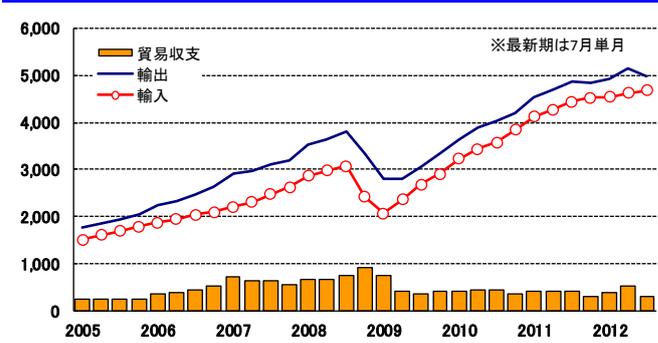
輸入も4~6月期の前年同期比6.5%から7月は5.7%へ伸びが鈍化した。しかしながら、当社試算の季節調整値では7月の水準は4~6月期を1.2%上回っている。こうした輸出入の動きを反映して、7月の貿易収支は前年より63億ドル減少の251億ドルにとどまり、当社試算の季節調整値では105億ドルと4~6月期平均の178億ドルから黒字幅が大幅に縮小した。

仕向け地別輸出の推移(季節調整値、億ドル)



(出所) CEIC DATA

輸出入と貿易収支の推移(季節調整値、億ドル)



(出所) CEIC DATA

今後の見通し：底入れ時期遠のくが持ち直しシナリオは維持

以上の通り、国内最終需要は消費刺激策や金融緩和などの政策効果も出始めており、底堅い動きを見せている。今後についても、消費者物価上昇率が一段と低下したため金融緩和の余地は十分にあり、追加の消費刺激策など財政面からの景気刺激策も期待される。そのため、個人消費や固定資産投資は、徐々に拡大テンポを速めていく可能性が高いと考えられる。

一方で、不透明感が残るのが輸出動向である。今後も欧州向けの落ち込みは避けられないものの、内需が堅調な ASEAN 向けを牽引役としてアジア向けが増加基調を維持し、相当程度カバーするとみられる。そのため、輸出の先行きは、景気が減速傾向にある米国向けがカギを握ることとなる。

当社は、米国経済が秋以降、緩やかに持ち直すと予想している。また、中国経済の減速やインフレの沈静化を背景に対米ドルで下落傾向にある人民元相場も、輸出復調の追い風となる。

7月の輸出が予想以上に落ち込んだことを踏まえると、景気底入れの時期は、これまでみていた秋頃より若干後ずれする可能性が出てきたと言える。ただし、中国経済は、政策的後押しもあって底堅い内需が下支えする中で、輸出の復調とともに景気が持ち直すとの予想シナリオは維持する。

人民元相場の推移(元/米ドル)



(出所) CEIC DATA