

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

成長率 8%割れの可能性高まる中国経済

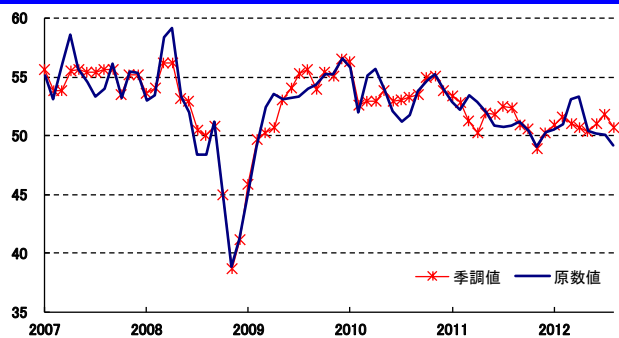
8月の製造業 PMI 指数は 50 を下回り景気は停滞感を強めている。在庫調整は進展しているものの、工業生産の伸びが鈍化するなど依然として生産調整の動きが続いている。輸出は下げ止まりの動きが見られるが回復には程遠い状況にある。内需は、個人消費が底堅く推移し、固定資産投資も比較的堅調な拡大を見せているが、景気の停滞感を払拭するには至らない。7～9 月期の実質 GDP 成長率は 7%台にとどまるとみられ、2012 年の成長率も 8%を割り込む可能性が高まった。

生産調整続き 7～9 月期の成長率は 7%台となる見込み

1日に発表された 8月の製造業 PMI 指数は、前月 7月の 50.1 から 49.2 へ低下し、2011 年 11 月 (49.0) 以来、9 ヶ月ぶりに、改善と悪化の境目である 50 を割り込んだ¹。当社試算の季節調整値でも、7月の 51.8 から 8月は 50.7 まで大きく低下しており、50 を若干上回っているとはいえ、景気が停滞感を強めていることを示唆している。

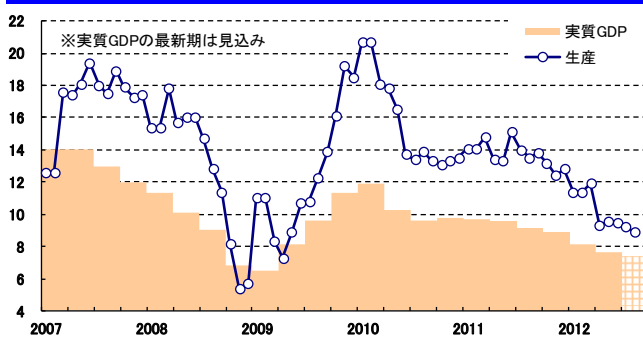
PMI 指数を構成する主なサブ指数を見ると、受注残高指数は 7月の 41.9 から 8月は 45.1 へ改善したものの 50 を下回っている。また、新規輸出受注指数は 7月、8月とも 46.6 で横ばい、新規受注指数は小幅悪化 (49.0→48.7) と、いずれも 50 を下回る中で改善が見られず、受注状況すなわち最終需要の回復が遅れていることを示した。こうした中で、生産指数 (7月 51.8→8月 50.9) の低下傾向は生産の増勢鈍化を示唆し、生産調整の結果、原材料在庫指数 (48.5→45.1) が大幅低下、製品在庫指数 (48.0→48.2) は小幅上昇したものの 50 を下回り、在庫調整が徐々に進展しつつある様子が窺える。

製造業PMI指数の推移



(出所) CEIC DATA

工業生産と実質GDPの推移(前年比、%)



(出所) CEIC DATA

実際に、10日に発表された 8月の工業生産は、7月の前年同月比 9.2%から 8.9%へ伸びが鈍化し、製造業の生産活動が抑制されていることが確認された。政府 (国家統計局) 試算の季節調整値では、7月の前月比 0.65%から 8月は 0.69%へ小幅ながら伸びが高まり、生産の減速に歯止めが掛かった可能性はあるものの、8月の前月比を年率換算しても 8.6%程度に過ぎず、このペースを維持しても現状で 9%前後の前年同月比の伸びは高まらない。工業生産と実質 GDP の関係を見ると、今年 1～3 月期は工業生産の前年同月比 11%台に対して実質 GDP が前年同期比 8.1%であり、4～6 月期は工業生産の 9%台半ばに対して実

¹ 50 を上回ると景気が改善、下回ると悪化を示す。

質 GDP は 7.6%であった。こうした関係を踏まえると、7、8 月とも工業生産の伸びが 9%前後にとどまった 7～9 月期の実質 GDP が、前年同期比 8%台に回復する可能性は低いと言わざるを得ないであろう。

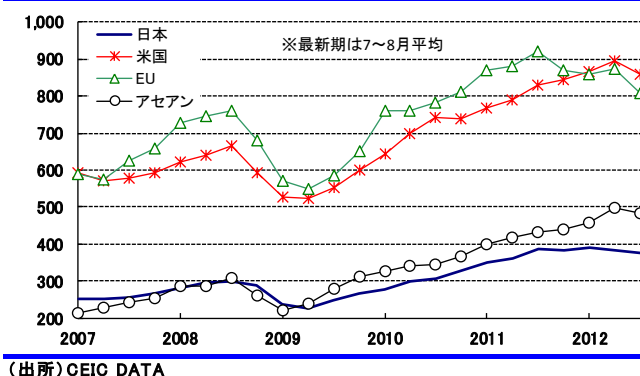
輸出：下げ止まるも回復には程遠い状況

主な最終需要の動向を見ると、7 月に大きく落ち込んだ輸出は、8 月も低迷から脱していない。8 月の通関輸出額（ドルベース）は前年同月比 2.7%と 7 月の 1.0%に比べれば伸びは高まったものの、依然として低い伸びにとどまっている。当社試算の季節調整値で見ても、7 月の前月比▲4.2%から 8 月は 2.2%と 3 ヶ月ぶりのプラスに転じたが、7～8 月平均の水準は 4～6 月期を 2.4%下回っており、回復には程遠い状況である。

仕向地別には、景気の低迷が続く EU 向けが 8 月に 1.9%と 3 ヶ月ぶりの増加に転じたが、7 月までの落ち込みが大きかったため 7～8 月平均は 4～6 月期を 7.2%も下回っている。また、景気の息切れが懸念され始めた日本向けは、8 月に 2 ヶ月ぶりの減少に転じ（7 月前月比 0.4%→8 月▲1.2%）、7～8 月平均は 4～6 月期を 2.0%下回った。景気が減速している米国向けは、8 月に 3 ヶ月ぶりの増加（7 月▲4.3%→8 月 2.9%）に転じたが、7～8 月期平均は 4～6 月期を 3.9%下回っている。

これら先進国とは対照的に景気の堅調な拡大が続く ASEAN 向けも、8 月に前月比▲1.0%と 3 ヶ月連続で減少し、7～8 月平均の水準は 4～6 月期を 3.0%下回った。ただし、こうした軟調推移は、4～6 月期に前期比 9.1%と大幅に増加した反動による部分が大きく、同地域経済の堅調さを勘案すれば、ASEAN 向け輸出は 9 月にも持ち直す可能性が高いと考えられる。

仕向け地別輸出の推移（季節調整値、億ドル）



個人消費：政策効果もあり底堅い動きが続く

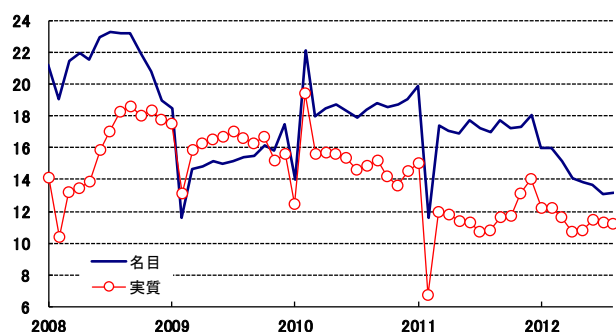
上記の通り輸出の低調な動きが続く中で、国内需要は比較的底堅く推移している。個人消費の代表的な指標である社会商品小売総額は、7 月の前年同月比 13.1%から 8 月は 13.2%へ小幅ながら伸びが高まった。物価上昇（詳細後述）を除いた実質は 7 月の 11.3%から 8 月は 11.2%へ鈍化しているが、4～6 月期の 11.0%を上回っている。また、国家統計局の季節調整値前期比（名目）は、7 月の 1.11%から 8 月は 1.28%へ加速しており、仮に 9 月が前月比横ばいにとどまったとしても 7～9 月期は前期比 3.3%となり、4～6 月期の 2.9%から増勢が加速することになる。以上を踏まえると、個人消費は比較的底堅い推移を続けていると言える。

品目別の小売販売²を見ると、販売シェアの最も大きい自動車²が 4～6 月期の前年同期比 7.4%から 7～8 月平均は 3.5%へ伸びが鈍化した一方で、6 月からの省エネ家電購入補助金制度の実施を受けて家電音響機器の伸びが高まっている（4～6 月期前年同期比 5.6%→7～8 月平均 10.4%）。また、衣料品（4～6 月期 19.6%→7～8 月平均 19.8%）や日用品（16.8%→17.8%）は比較的高い伸びを維持している。そのほか、石油製品（14.3%→12.3%）や飲食料品（17.8%→16.7%）の伸びが鈍化しているが、ともに価格下落に

² 売上 500 万元以上の企業のみを集計。

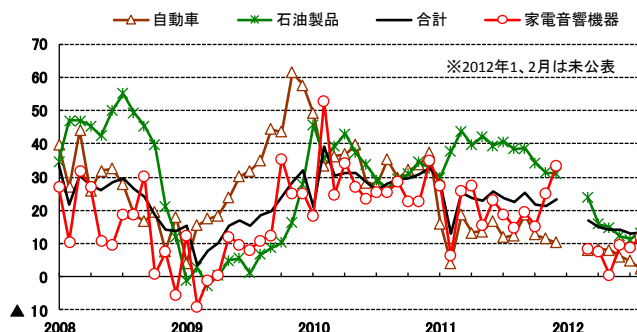
よる影響が大きいとみられる。

社会商品小売総額の推移(前年同月比、%)



(出所)CEIC DATA

品目別小売額の推移(前年同月比、%)



(出所)CEIC DATA

固定資産投資：比較的堅調な拡大基調を維持

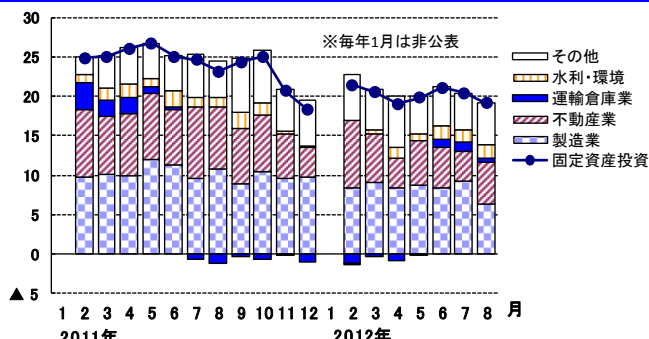
1～8月累計の固定資産投資（都市部）は前年同期比 20.2%となり、1～7月累計の 20.4%から伸びが鈍化した。この結果、8月の固定資産投資は前年同月比 19.1%となり、7月の 20.4%から減速した。国家統計局による季節調整済前月比も、7月の前月比 1.41%から 8月は 1.33%へ減速している。しかしながら、仮に 9月に前月比 1%まで伸びが鈍化した場合でも 7～9月期の前期比は 4.4%となり、4～6月期の 4.2%（年率 17.8%）と同程度の伸びを確保できるため、固定資産投資は年率 18%程度の比較的堅調な拡大基調を維持していると評価できる。

固定資産投資を業種別に見ると、鉄道分野が前年同月の大幅な落ち込みの反動から、8月単月では 2011年 4月以来の前年比プラス（37.3%）となったこともあり、運輸倉庫業が4～6月期の前年同期比 0.8%から7～8月平均は 9.2%まで伸びを高めた。そのほか、公共事業の前倒し執行を受けて水利・環境（4～6月期前年同期比 16.8%→7～8月平均 19.9%）の伸びも高まっている。その一方で、7月に前年同月比 26.7%まで伸びを高めた製造業が 8月に 18.4%へ鈍化しており（4～6月期 24.4%→7～8月平均 22.5%）、生産調整が長期化する中で製造業の設備投資が全体として抑制されつつある可能性がある。また、不動産業も、政府の不動産投資規制などの影響により、増勢の鈍化傾向が続いている³（4～6月期 19.7%→7～8月平均 18.2%）。

物価：上昇率の低位安定が続く

減速には歯止めが掛かりつつあるものの景気が未だ低調の域を脱しない中で、8月の消費者物価指数は前年同月比 2.0%となり、7月の 1.8%から伸びが高まった。ただし、主因は食料品価格の上昇（7月前年同月比 2.4%→8月 3.4%）であり、衣料品（3.3%→3.1%）や医療保健・個人用品（1.8%→1.3%）などで

固定資産投資の推移(前年同月比、%)



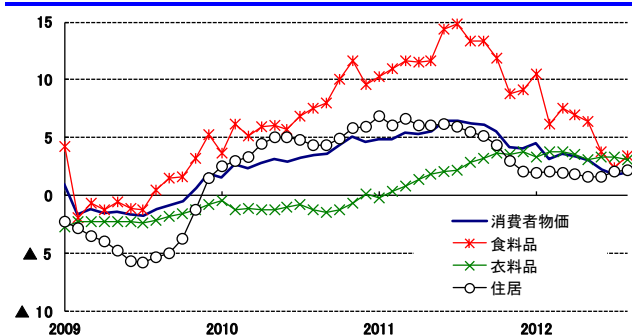
(出所)CEIC DATA

³ 8月単月では前年同月比 20.9%となり、7月の 15.5%から伸びが高まったが、政府は不動産投資の抑制姿勢を維持しており、一時的な動きと考えられる。

は伸びが鈍化するなど、食料品を除けば物価上昇率は引き続き低位安定している⁴。

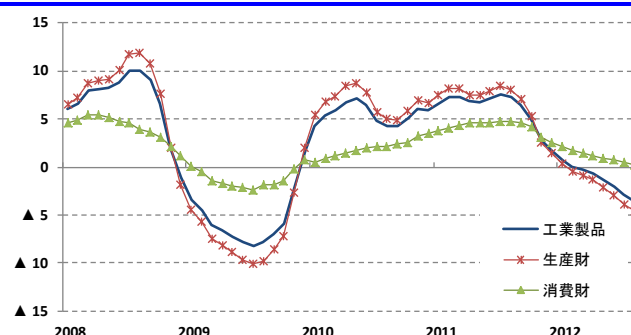
また、8月の生産者物価指数（工業品）は前年同月比▲3.5%となり、7月の▲2.9%からマイナス幅が拡大した。内訳を見ると、消費財価格が7月の0.4%から8月は0.2%と伸びの鈍化が続く下で、生産財価格は一段と下落幅を拡大している（7月▲3.9%→8月▲4.6%）。こうした物価動向からは、川下の消費財需給の軟化が続いており、生産調整を通じて川上の生産財価格を押し下げている様子が窺えるとともに、今後も当面、生産者物価の下落が消費者物価上昇率の低位安定に寄与すると考えられる。

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、%）



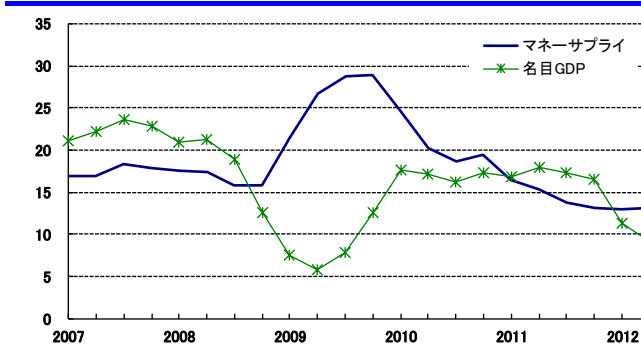
（出所）CEIC DATA

金融政策：インフレ懸念により静観

上記の通り、景気の停滞感を払拭できない状況が続いているにもかかわらず、人民銀行は静観を続けている。預金準備率については、5月18日の引き下げを最後に、大手銀行20.0%、中小銀行18.0%に据え置かれており、また、政策金利についても、7月6日に貸出金利（1年）を6.00%、預金金利（定期1年）を3.00%へ引き下げてから、動きがない。

人民銀行が追加の緩和に慎重な要因の一つには、既に資金供給が潤沢なことが挙げられよう。景気の減速やインフレの鎮静化を背景に、名目GDP成長率は、1～3月期の前年同期比11.2%から4～6月期は9.6%へ低下した。さらに7～9月期は、前年同期比8%を下回る実質GDP成長率や2%程度の消費者物価上昇率を踏まえると、せいぜい4～6月期と同程度の伸びが見込まれる。そうした中で、マネーサプライ（M2）は、1～3月期に前年同期比13.0%、4～6月期は13.2%、7月は前年同月比13.9%と伸びを高めており、名目GDPの伸びを大きく上回っている。

マネーサプライと名目成長率の推移（前年同期比、%）



（出所）CEIC DATA

経済成長に比べて過剰な資金供給はインフレ圧力を高め、かえって金融政策の自由度を奪う可能性がある。

加えて、天候不順による海外市場での食糧価格上昇や原油価格の再上昇、人民元相場の上昇一服など、インフレ要因が増えつつある中で、人民銀行は引き続き追加の金融緩和に慎重な姿勢を続ける可能性がある。現時点では、景気刺激策として、追加の金融緩和よりも財政面からの施策が期待されるところである。

⁴ 消費者物価指数の生鮮食品を除く総合では、7月の前年同月比1.5%に対して8月は1.3%と伸びは鈍化している。

今後の見通し： 年末にかけて徐々に持ち直す

そうした中で、今月 8～9 日に開催された APEC（ウラジオストック）において、胡錦濤国家主席は、中国経済の現状について厳しい見方を示すとともに、インフラ投資を拡大する方向性についても言及した。近いうちに具体策が明示される可能性が高いと考えられる。

そのため、今後の中国経済は、低インフレ率下で個人消費が堅調な拡大を続ける中で、インフラ投資の拡大を追い風に固定資産投資が伸びを高め、国内需要が増勢を強めるとみられる。さらに、輸出が前述の通り ASEAN 向けの拡大が見込まれるほか、米国経済の持ち直しを受けて米国向けの復調も期待できることから増勢を取り戻し、景気は今年末にかけて徐々に持ち直すと予想される。

ただし、前述の通り 7～9 月期の実質 GDP 成長率は 7%台にとどまる可能性が高いため、10～12 月期の成長率が 8%を大きく上回らない限り、2012 年通年の成長率は 8%を下回ることになる。当社は、これまで 2012 年の成長率を 8.3%と予想していたが、8%ないしはそれを若干下回る水準へ下方修正する予定である（詳細は別途レポート作成予定）。