

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

持ち直しの動きが明確になりつつある中国経済

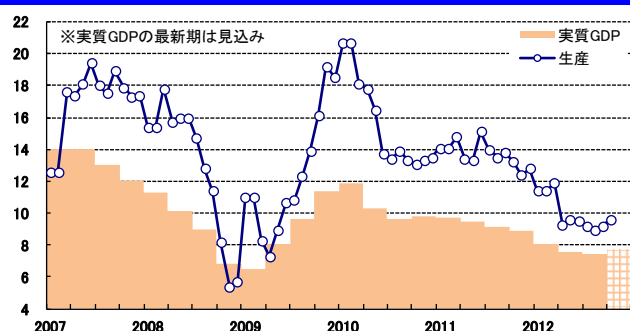
10月の工業生産やPMI指数は、需要の復調を受けて在庫調整が進展し、生産の拡大テンポが速まっていることを示しており、景気持ち直しの動きが明確になりつつある。需要サイドの指標からも、輸出がASEANや米国向けを中心に回復、個人消費や固定資産投資も堅調な拡大が続いていることが確認された。消費者物価上昇率が一段と低下し金融緩和余地はできたが、景気回復期待が強まる中で景気刺激策の必要性は低下しており、政府は当面、景気動向を静観しよう。

供給サイドの経済指標からは景気持ち直しが明確に

先週末に概ね出揃った10月の経済指標は総じて改善が見られ、中国経済は持ち直しの動きを見せている。実質GDPと連動性の強い工業生産は、10月に前年同月比9.6%となり、9月の9.2%から伸びを高めた。この水準は5月以来であり、10～12月期の実質GDP成長率が4～6月期の前年同期比7.6%程度か、それ以上に回復する可能性を示唆した（7～9月期は7.4%）。

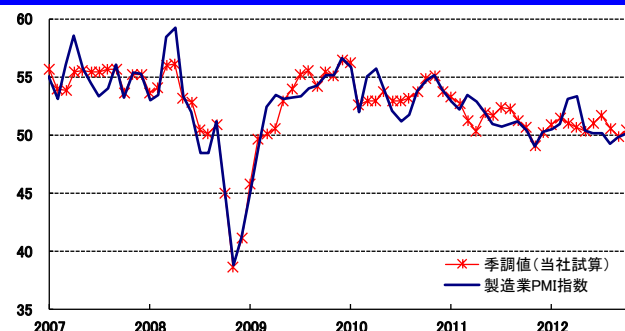
こうした工業生産の動きは、月初に発表された製造業PMI指数で既に示されていた。10月の製造業PMI指数は50.2と3か月ぶりに好不況の境目である50を上回り、当社試算の季節調整値でも50.5と2ヵ月ぶりに50を超えた。主なサブ指数を見ると、新規受注指数が50.4と6か月ぶりに50を上回り、新規輸出受注指数も49.3まで改善、需要の持ち直しを示唆した。製品在庫指数（10月48.1）は4ヵ月連続、原材料在庫指数（10月47.3）は18ヵ月連続の50割れとなり、在庫調整の動きは続いているが、生産指数は9月の51.3から10月は52.1へ改善しており、在庫調整が着実に進展し生産拡大に結び付きつつある様子が窺える。

工業生産と実質GDPの推移（前年同期比、前年同月比、%）



(出所)CEIC DATA

製造業PMI指数の推移



(出所)CEIC DATA

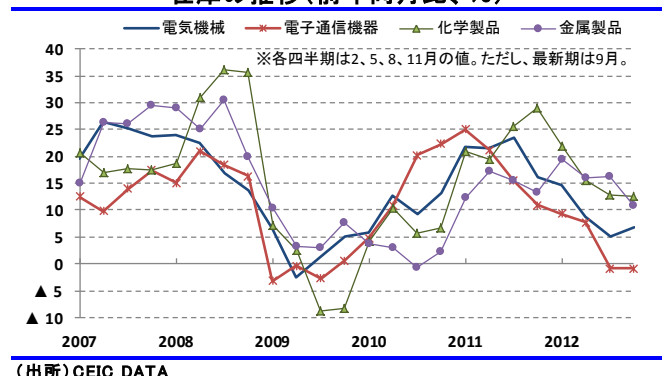
在庫や生産者物価の動向も、在庫調整終了の時期が近付きつつある可能性を示している。主な財の在庫動向を見ると、電子通信機器は8月に前年比マイナスに転じた後、9月も前年同月比▲0.9%とマイナス圏で推移しており、電気機械は8月の5.2%から9月は6.8%へ伸びが高まったが、2割前後で推移していた昨年に比べて大きく低下するなど、これら川下にあたる分野では在庫調整にメドが付きつつある。これを受けて、川上分野でも化学製品（8月前年同月比12.9%→9月12.5%）や金属製品（16.1%→10.8%）など伸びの鈍化が続いており、在庫調整が進展している様子が見られる。

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。

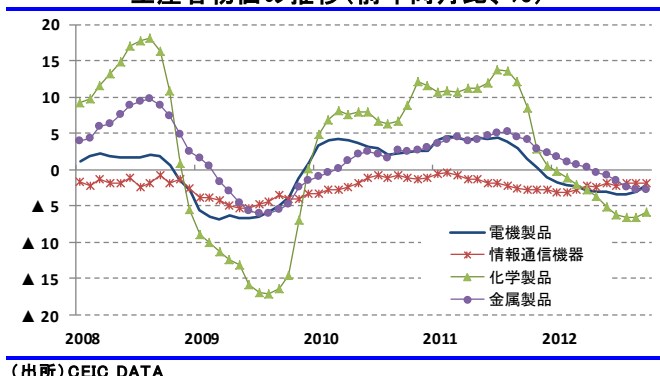
こうした需給の改善を反映して、生産者物価にも下げ止まりの動きが見られる。電気製品は8月の前年同月比▲3.4%から10月には▲2.1%へマイナス幅が縮小、情報通信機器（9月▲2.1%→10月▲1.7%）も底入れが明確となっており、化学製品（9月▲6.6%→10月▲5.8%）や金属製品（9月▲2.8%→10月▲2.7%）も10月にはマイナス幅が縮小に転じている。

以上の通り、供給サイドから見る限り、中国経済は、これまで減速の主因であった在庫調整が着実に進展し、商品需給の改善に伴って生産の増勢が加速するなど、持ち直しの動きが明確になりつつある。

在庫の推移（前年同月比、%）



生産者物価の推移（前年同月比、%）



輸出：ASEAN や米国向け中心に回復

需要サイドの指標も、明確な持ち直しを示している。10月の輸出（ドルベース）は前年同月比 11.5%増加し、9月の9.8%から一段と伸びが高まった。当社試算の季節調整値でも、10月は前月比 1.8%となり、8月 4.0%、9月 4.7%と比べると勢いは鈍化したものの、増加傾向を維持している。その結果、10月の輸出金額は7～9月期を6.2%上回り、過去最高水準を更新している（当社試算の季節調整値ベース）。

仕向地別では、堅調な内需拡大が続く ASEAN 向けと景気が持ち直しつつある米国向けの復調が顕著であり、景気低迷が続く欧州向けや7～9月期に前期比マイナス成長に転じた日本向けの停滞をカバーしている。ASEAN 向けの輸出は、9月の前年同月比 25.5%から10月は44.8%へ大きく伸びを高めた。当社試算の季節調整値でも、9月に前月比 14.2%と大幅に増加した後、10月はさらに 2.0%増加しており、10月の水準は7～9月期を 11.2%も上回っている。また、米国向けの輸出は、9月の前年同月比 5.5%から10月は9.0%へ伸びを高め、季節調整値では8月に前月比 4.0%、9月 3.1%、10月 3.0%と3ヵ月連続で増加、10月の水準は7～9月期を 6.5%上回った。

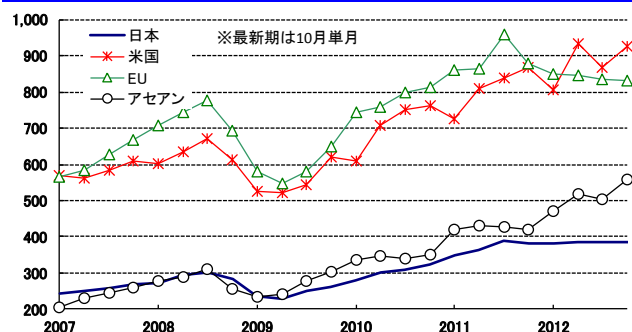
その一方で、欧州向けは9月の前年同月比▲10.7%から10月は▲8.1%へマイナス幅が縮小したものの、10月の前月比は0.1%にとどまり、下げ止まりの可能性を示唆する程度であった。また、日本向けは、9月の前年同月比 2.2%から10月は1.1%へ伸びが鈍化、前月比でも10月は▲0.4%と4ヵ月ぶりのマイナスとなり、10月の水準は7～9月期を 0.5%上回るにとどまっている。

輸入は、これまでの景気減速や在庫抑制の動きにより、緩やかな増加にとどまっている。10月の輸入（ドルベース）は前年同月比 2.2%となり、9月の 2.3%と概ね同程度の低い伸びとなった。当社試算の季節調整値では、7月以降、前月比で1%を若干下回る程度の推移となっている（10月は0.9%）。なお、日中関係の悪化による影響が注目されている日本からの輸入は、8月の前年同月比▲11.4%から9月▲9.6%、10

月▲10.2%と大幅なマイナスが続いているが顕著に拡大しているわけではなく、前月比も9月▲0.9%、10月▲0.8%と小幅な減少にとどまっている。後述の通り、自動車や家電など一部の分野において日本製品の販売は大幅に落ち込んでいるが、中国側の統計で見る限り、日中関係の悪化が中国の日本からの輸入（日本から中国への輸出）に与える影響は今のところ限定的であると言える。

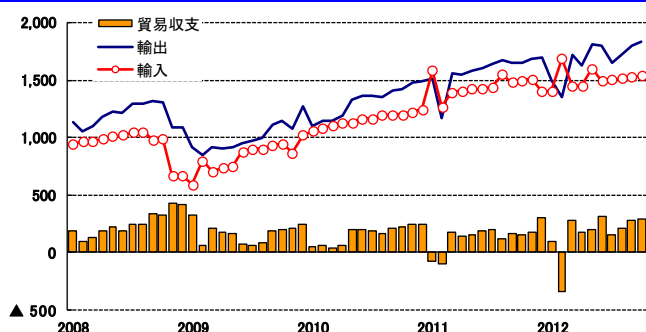
輸出の順調な回復と輸入の緩慢な拡大を反映して、貿易収支は黒字幅が拡大傾向にある。貿易黒字は7月の251億ドルから10月は320億ドルへ拡大した（当社試算の季節調整値で7月151億ドル→10月293億ドル）。こうした貿易黒字の拡大は、人民元相場の上昇要因となる。年初来、対米ドルで下落傾向にあった人民元相場は、今年7月以降、再び上昇基調に転じ史上最高値を更新している。その大きな要因の一つとして、米国の金融緩和が挙げられるが、貿易黒字の拡大を背景とした実需の人民元買い圧力も、その一因であろう。人民元相場の上昇が輸出の回復に水を差すリスクが高まっている点には留意しておきたい。

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

個人消費：自動車販売が持ち直し堅調に拡大

個人消費の代表的な指標である社会商品小売総額は、9月の前年同月比14.2%から10月は14.5%へ伸びが高まった。物価上昇（詳細後述）を除いた実質でも、9月の12.3%から10月は12.8%へ伸びを高めた。ただし、国家統計局の季節調整済み前月比（名目）は9月の1.65%から10月は1.34%へ減速しているため、個人消費の増勢が加速しているとは言い切れず、堅調な拡大を維持しているという評価が妥当であろう¹。

品目別の小売動向²を見ると、価格の低下などから石油製品（9月前年同月比20.2%→10月17.6%）や衣料品（20.4%→18.7%）の伸びが鈍化したほか、家電音響機器（13.7%→9.2%）も伸びを落とした。日中関係の悪化を受けて日本製家電の販売が大幅に落ち込んだことが影響した模様である³。その一方で、飲食料品（9月前年同月比18.5%→10月21.8%）が好調、販売シェアの最も大きい自動車（9月1.7%→10月7.0%）が大きく伸びを高め、全体を押し上げた。

乗用車販売台数は、9月の前年同月比▲0.3%から10月は6.4%と持ち直した。当社試算の季節調整値でも、9月は前月比▲2.3%の年率1,572万台へ落ち込んだが、10月は前月比2.2%の1,606万台へ回復して

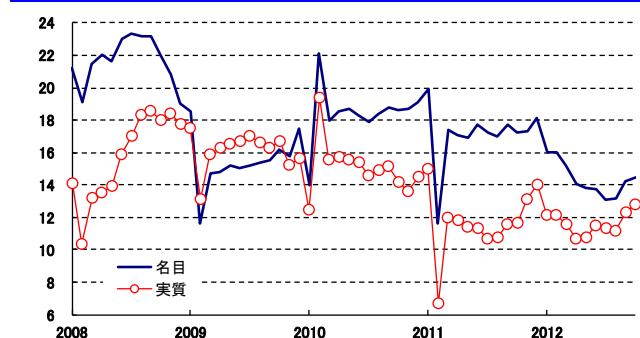
¹ 国家統計局による季節調整値は、毎月13ヵ月分しか公表されず、社会商品小売総額においては毎月の修正も小さくない。さらに、12ヵ月間の前月比から計算される前年同月比は、原数値の前年同月比を大きく上回っていることも踏まえると、その精度に対する信頼度は高いとは言えないが、ここでは限られた入手可能データの一つとして基調判断の材料に用いることとする。

² 売上500万元以上の企業のみを集計。

³ NNAによると、杭州市の百貨店、杭州百貨大楼の10月の日本製家電販売額は、前年同月に比べ2～4割落ち込んだ。

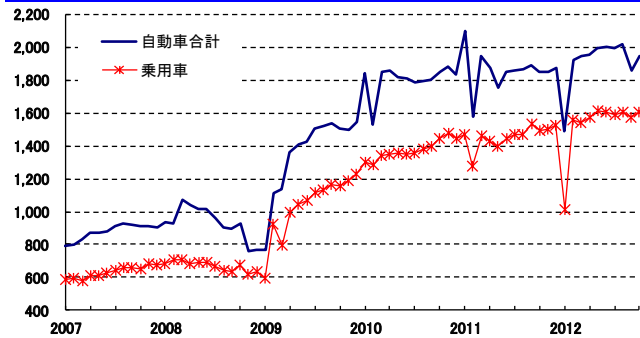
いる。ただし、日系メーカー各社の販売台数は10月も前年比で大幅なマイナスが続いており、欧米や韓国系メーカーの大幅増加がカバーした⁴。

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)



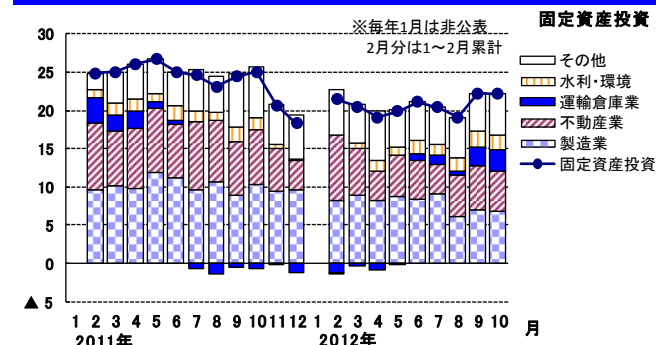
(出所) CEIC DATA

固定資産投資：堅調な拡大が続く

固定資産投資（都市部）は1～10月累計で前年同期比20.7%となり、1～9月累計の20.5%から伸びが高まった。この結果、10月単月の固定資産投資は前年同月比22.2%となり、9月（22.2%）に続いて高い伸びを維持した。また、国家統計局による季節調整済前月比は、9月の前月比1.82%から10月は1.94%へ加速しており、個人消費と同様、固定資産投資も堅調な拡大が続いている。

産業別に見ると、高速道路を中心に運輸倉庫業が9月の前年同月比31.6%から10月は32.6%へ一段と伸びを高めたほか、卸小売業（9月前年同月比31.2%→10月44.3%）やリース業（47.0%→62.5%）が好調であった。また、インフラ投資が大部分を占める水利・環境（24.6%→24.7%）は、高い伸びを維持した。その一方で、不動産業（22.2%→21.1%）や製造業（21.1%→20.1%）は小幅ながら伸びが鈍化した。

固定資産投資の推移(前年同月比、%)



(出所) CEIC DATA

物価：食料品価格の落ち着きなどから上昇率が一段と鈍化

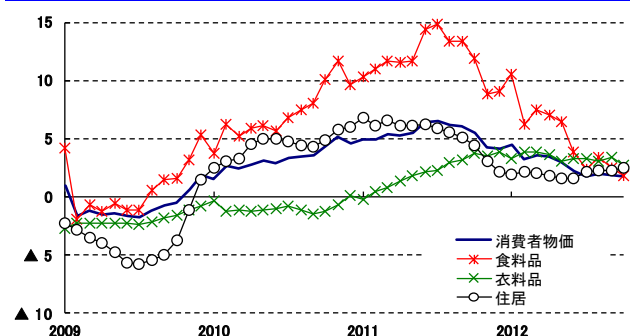
10月の消費者物価指数は前年同月比1.7%となり、9月の1.9%から伸びが鈍化した。食料品（9月前年同月比2.5%→10月1.8%）や衣料品（3.4%→2.7%）、酒たばこ（2.4%→2.0%）の伸びが鈍化したことが物価全体を押し下げた。娯楽教育文化用品・サービス（1.0%→1.1%）や交通通信（▲0.2%→0.1%）などは若干伸びが高まっているものの、食料品や原油価格の上昇に起因する物価上昇懸念は後退しており、消費者物価は極めて落ち着いた動きとなっている。

ただし、先にも見た通り、商品需給面からの消費者物価押し下げ圧力は、弱まる兆しが見られる。10月の生産者物価指数（工業品）は前年同月比▲2.8%となり、9月の▲3.6%からマイナス幅が縮小した。内

⁴ 10月の日系メーカーの販売台数（前年同月比）は、トヨタ▲44.1%、ホンダ▲53.5%、日産▲40.7%、マツダ▲45%、三菱▲75%といずれも大幅減。一方で、ドイツ系21.6%、米国系12.5%、韓国系9.7%と日系以外の販売は拡大。

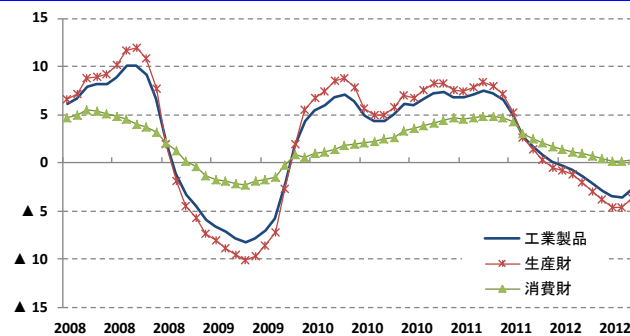
訳を見ると、生産財価格（9月前年同月比▲4.7%→10月▲3.7%）はマイナス幅が大きく縮小し、消費財価格（0.1%→0.2%）は小幅ながら伸びを高めている。先に見た通り、在庫調整が徐々に進展しているため、今後は商品需給が改善に向かい、消費財価格の伸びは一段と高まる可能性が高い。さらに、需給の改善は賃金などのコスト上昇の価格転嫁を容易にする。消費者物価上昇率の低下余地は限定的であろう。

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

金融財政政策は当面様子見

インフレ率が一段と低下したことから、金融緩和余地はできたものの、景気の持ち直し傾向が明確になりつつあるため、その必要性は低下している。15日に発表された共産党新指導部人事は、概ね事前に予想された通りの内容であり、経済政策は胡錦濤主席の直系である李克強副首相が担う見込みである。そのため、財政政策についても、これまでの延長線上のスタンスとなろう。すなわち、政府はインフレ圧力を高めかねない二桁成長よりも、7~8%程度の適度な成長を安定的に継続することが望ましいとし、8%前後の成長が維持されている現状においては、大規模な景気刺激策は控える可能性が高い。今回の共産党大会で胡錦濤主席が示した、2020年までにGDPを2010年比で倍増されるという目標は、年平均7.2%程度の成長テンポで実現できる。今後も、引き続き景気情勢を慎重に見極めながら、必要に応じて経済政策を微修正していくこととなろう。