

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

緩やかながらも持ち直しの動きを維持する中国経済

11月の工業生産や製造業 PMI 指数などの供給サイドの指標は、在庫調整が進展し生産の拡大テンポが徐々に速まっていることを示した。一方で、需要サイドの指標は、輸出や固定資産投資の回復力が弱く、個人消費は増勢が加速しているが全体として供給サイドが示す程の勢いは見られない。消費者物価は極めて安定しているが、インフレ圧力の高まりが懸念されることもあり、財政・金融政策はともに静観が続こう。

在庫調整が進み生産の伸び高まる

今週初めに出揃った 11 月の主要な経済指標は、中国経済が回復に向けた動きを継続していることを示した。実質 GDP と連動性の強い工業生産は、10 月の前年同月比 9.6% から 11 月は 10.1% へ伸びを高めた。今年 3 月 (11.9%) 以来の二桁の伸びとなり、10~12 月期の実質 GDP 成長率が 4~6 月期の前年同期比 7.6% 以上に回復する可能性を示唆した (7~9 月期は 7.4%)。

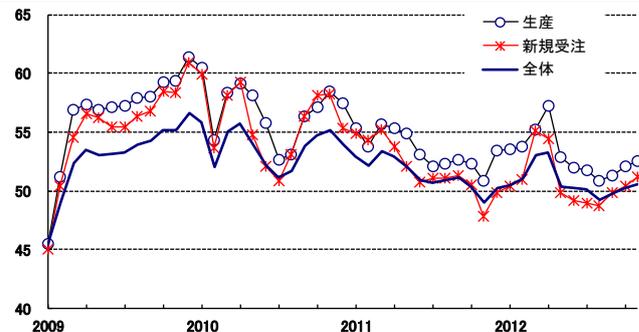
工業生産の伸びの拡大は、製造業 PMI 指数と整合的である。11 月の製造業 PMI 指数は、全体で 50.6 となり、2 カ月連続で好不況の境目である 50 を上回った (10 月は 50.2)。新規受注が 10 月の 50.4 から 11 月は 51.2 へ一段と改善したほか、新規輸出受注が 50.2 となり 6 カ月ぶりに 50 を上回った。そうした中で、生産は小幅改善 (52.1→52.5)、在庫関連は製品 (10 月 48.1→11 月 48.8)、原材料 (47.3→47.9) とも上昇したが引き続き 50 を下回っており、在庫水準を抑制しつつ生産拡大のペースが緩やかに加速している様子が窺える。

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

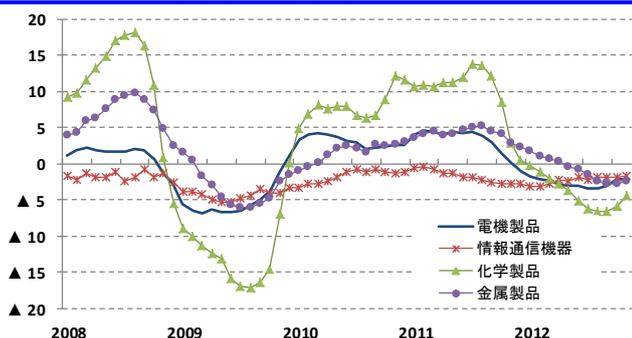
製造業PMI指数の推移



(出所)CEIC DATA

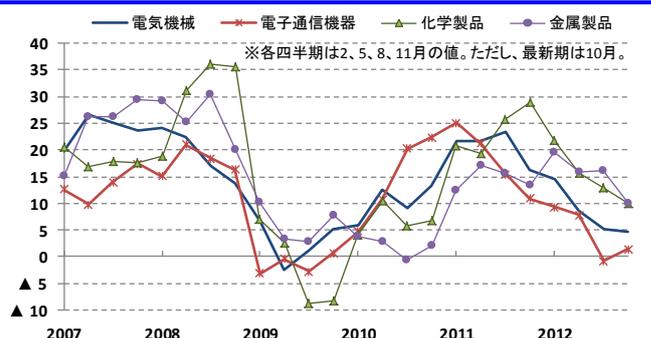
また、生産者物価からは、在庫調整が幅広く進展している様子が窺える。11月の生産者物価(工業製品)は前年同月比▲2.2%となり、10月の▲2.8%からマイナス幅が縮小した。マイナス幅の縮小は2カ月連続であり(9月▲3.6%)、製品需給が改善していることを示唆した。川下分野で在庫調整が先行していることを反映して、消費財価格(10月前年同月比0.2%→11月0.3%)がプラス幅を拡大した。内訳を見ると、衣料品は引き続き伸びが鈍化した(1.6%→1.5%)、食品(0.3%→0.5%)、日用品(0.5%→0.6%)の伸びが高まり、耐久財(▲1.0%→▲0.9%)のマイナス幅が縮小している。一方、在庫調整が遅れている川上分野の生産財価格も、マイナス幅が縮小している(▲3.7%→▲3.0%)。

生産者物価の推移(前年同月比、%)



(出所) CEIC DATA

在庫の推移(前年同月比、%)



(出所) CEIC DATA

実際の在庫の状況を見ると(上図右)、現時点で確認できる10月時点において、川下分野が中心の電気機械の在庫は前年同月比4.6%まで伸びが鈍化しており、電子通信機器は8月に▲0.9%と前年水準を下回った後、10月も1.3%と概ね前年並みの水準で推移している。川上分野が中心の化学製品(8月12.9%→10月9.9%)や金属製品(16.1%→10.0%)でも、依然として伸びは高いものの鈍化しており、在庫の抑制傾向が続いていることが確認できる。

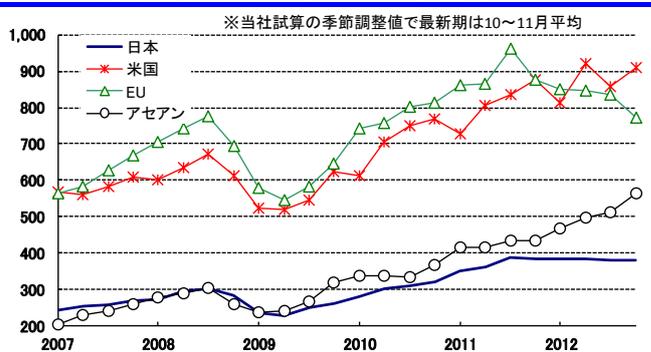
以上の通り、供給サイドの統計は、今回の景気減速の主因となった在庫調整が進展し、生産活動が持ち直しつつあることを示している。

輸出は増勢維持も回復力弱い

一方の需要サイドの指標においては、供給サイドが示す程の改善は見られない。景気の持ち直しを先導していた輸出(ドルベース)は、10月の前年同月比11.5%から11月は2.8%へ伸びが大きく鈍化した。当社試算の季節調整値でも、11月は前月比▲0.3%と小幅ながら9ヵ月ぶりの減少に転じている。10~11月平均の水準は7~9月期を1.7%上回っており、増加基調は失われていないものの、回復力の弱さを感じさせる結果となった。

10~11月平均の水準を仕向地別に見ると(右図)、堅調な内需拡大が続くASEAN向け(シェア9.0%、2011年)は7~9月期を10.3%も上回っており、増勢が加速している。また、景気が持ち直しつつある米国向け(シェア17.1%)も5.8%上回っており一進一退ながら増加傾向が確認できる。一方で、景気の低迷が続くEU向け(シェア18.7%)は7~9月期を7.2%下回り、景気が後退局面に入ったとみられる日本向け(シェア7.8%)も0.6%下回るなど、各地域向けとも概ねその地域の景気情勢に応じた動きとなっている。

仕向け地別輸出の推移(季節調整値、億ドル)



(出所) CEIC DATA

11月の輸入は、前年同月比▲0.1%と3ヵ月ぶりにマイナスに転じ、当社試算の季節調整値では前月比0.1%と概ね横ばいとどまった。日中関係悪化の影響が注目される日本からの輸入は前月比▲2.9%と落ち込みが加速し(10月▲0.9%)、関係悪化前の8月からの落ち込み幅は4.8%に達した。ただし、後述の通り、その影響はピークアウトしている模様であり、輸入の減少は一時的なものとなる可能性が高い。

の季節調整済み前月比も10月の1.35%から11月は1.47%へ加速しており、仮に12月の前月比が11月と同じであれば10~12月期は前期比4.4%となり、7~9月期の4.2%を上回ることになる。

品目別の小売動向²を見ると、自動車が10月の前年同月比7.0%から11月は8.3%へ、家電音響機器が9.2%から11.3%へ伸びが高まり、日中関係悪化の影響が弱まりつつある可能性を示唆した。そのほか、衣料品（10月前年同月比18.7%→11月20.6%）や宝飾品（10.3%→20.4%）などが伸びを高め、石油製品（17.6%→15.5%）や飲食料品（21.8%→18.5%）などの伸びが鈍化した。

小売販売における自動車と同様、乗用車販売台数も、10月の前年同月比6.4%から11月は8.8%へ伸びを高めた。当社試算の季節調整値では、10月の年率1,621万台（前月比2.2%）から11月は1,642万台（1.3%）へ増加、過去最高水準を切り上げた。日系メーカーの販売台数が、10月の前年比半減から11月は2~3割の落ち込みへ持ち直した³ことも、押し上げ寄与した模様である。

商品別小売額の推移(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)



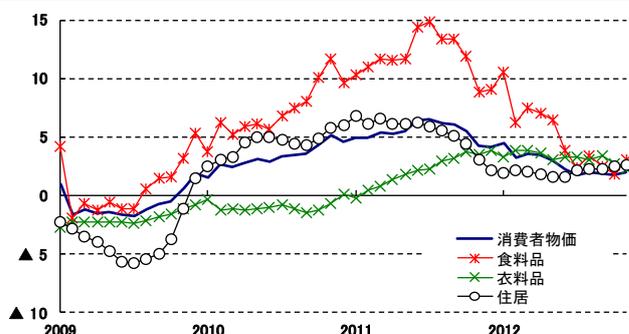
(出所) CEIC DATA

物価は上昇率高まるも極めて安定

消費者物価指数は、10月の前年同月比1.7%から11月は2.0%へ伸びが高まった。主因は食料品価格が10月の1.8%から11月は3.0%となったことであるが、3%という上昇率は高いとは言えず、また、衣料品（10月2.7%→11月2.3%）や酒たばこ（2.0%→1.7%）なども上昇率が鈍化するなど、物価は極めて安定している。なお、2012年通年の消費者物価上昇率は、前年比2%台半ばで着地するとみられ、2011年の5.4%はもとより、政府目標の4%をも大きく下回る見込みである。

ただし、前述の生産者物価の動きが示す通り、商品需給面からの物価押し下げ圧力は弱まりつつある。今後、景気が順調に持ち直せば、賃金などのコスト上昇分が商品価格に転嫁され、物価上昇圧力は徐々に高まろう。中国が、かつて何度か指摘された「デフレの輸出国」になる可能性は、やや低下したと言えそうである。一方で、財政・金融政策とも、景気とインフレ圧力の両にらみで静観を続けることとなる。

消費者物価の推移(前年同月比、%)



(出所) CEIC DATA

² 売上500万元以上の企業のみを集計。

³ 11月の主な日系メーカーの新車販売台数（前年同月比）は、トヨタ▲22.1%（10月▲44.1%）、ホンダ▲29%（▲53.5%）、日産▲29.8%（▲40%）、マツダ▲29.7%（▲45%）、スズキ▲11.4%（▲29.2%）。