

## 緩やかな持ち直しの動きが続く中国経済

1月の製造業 PMI 指数は4ヵ月連続で50を超え、中国経済は回復傾向を維持している。需要の持ち直しを受けて在庫調整は着実に進展しており、企業業績の悪化要因であった生産者物価の下落圧力は弱まっている。消費者物価は安定しており、現時点で大きな景気下振れ要因は見当たらないが、資金供給の拡大加速が将来のインフレ圧力を高めるリスクは要注意。

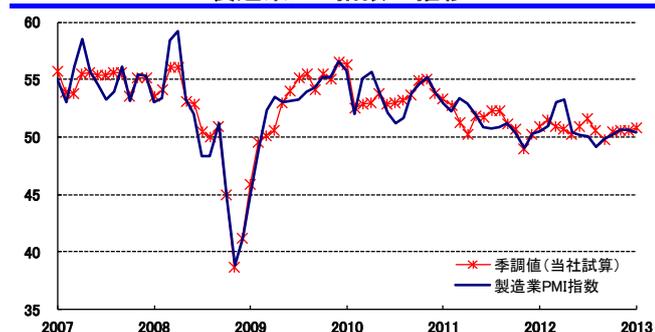
1月は発表される経済指標に限られることもあり、景気動向の詳細な把握は困難であるが、中国経済は年明け後も改善傾向を維持している模様である。

### 製造業 PMI 指数は景気拡張局面の持続を示唆

1月の製造業 PMI は50.4 となり、12月の50.6から若干低下したものの、景気の拡張と収縮の境目である50を4ヵ月連続で上回った。

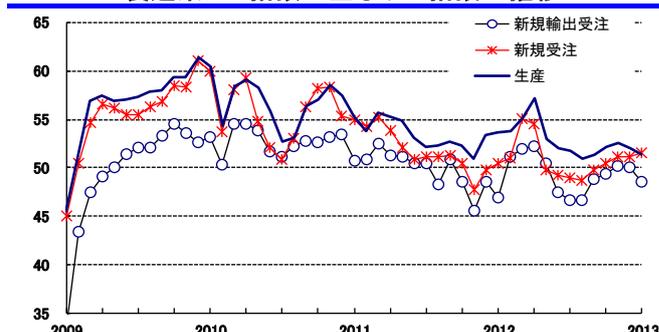
主なサブ指数の動向を見ると、新規受注指数が12月の51.2から1月は51.6へ上昇しており、需要の回復が景況感の改善をもたらした一因となった。一方、新規輸出受注は、公表値では12月の50.0から1月は48.5へ3ヵ月ぶりに50を下回ったが、1月は例年落ち込む傾向があり、そうした変動を均した当社試算の季節調整値では12月の50.4から1月は51.0へ改善している。受注(需要)の回復を受けて、1月の生産指数は51.3<sup>1</sup>と引き続き50を上回っており、製品在庫指数の低下(12月49.4→1月47.4)が示す通り在庫調整も進展している。なお、原材料在庫指数は12月の47.3から1月に50.1へ上昇し2011年4月以来の50超となったが、例年1月に上昇する傾向があることを勘案すると、実態は50割れが続き<sup>2</sup>未だ在庫調整局面にあると考えられる。

### 製造業PMI指数の推移



(出所)CEIC DATA

### 製造業PMI指数の主なサブ指数の推移



(出所)CEIC DATA

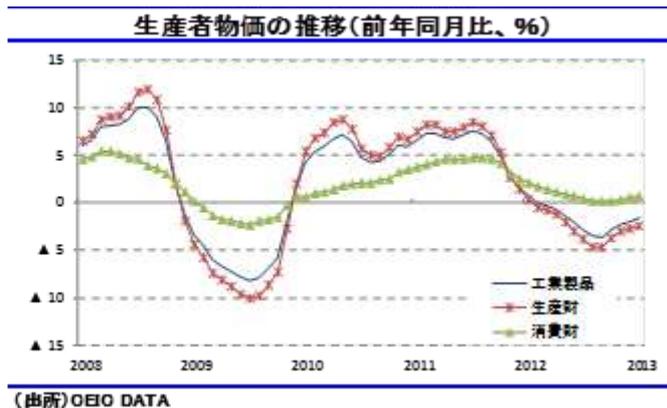
### 在庫調整は着実に進展し物価下落圧力は緩和

製造業 PMI 指数でも確認された通り、在庫調整は着実に進展している。在庫は全体で11月の前年同月比7.9%から12月には7.2%へ伸びが鈍化している。12月の伸びは名目GDPの前年同期比9.8% (10~12

<sup>1</sup> 12月の52.0からは小幅低下したが、当社試算の季節調整値では12月の51.5から1月は51.6へ小幅改善している。

<sup>2</sup> 当社試算の季節調整値では、1月も48.2と50を下回った。50割れは2011年6月以降、1年8ヵ月連続。なお、12月は47.2であった。

月期)を下回っており、少なくとも在庫が過剰に積み上がる局面は脱したと判断できる。財別に見ると、電子通信機器(11月前年同月比1.6%→12月3.7%)の伸びが拡大に転じ調整の終了を示唆したほか、電気機械(6.2%→3.6%)の伸びが大きく鈍化し在庫調整の順調な進展を示すなど、川下に近い分野では在庫調整が概ね終了している。また、金属製品(10.9%→8.1%)や化学製品(10.0%→7.7%)などの伸びも鈍化しており、川上に近い分野でも在庫調整が着実に進んでいる様子が確認できる。ただし、鉄鉱石(11月15.4%→12月13.8%)の伸びは依然として高く、石炭(19.1%→26.3%)は伸びが高まるなど、資源分野では在庫調整が遅れている分野も散見される。

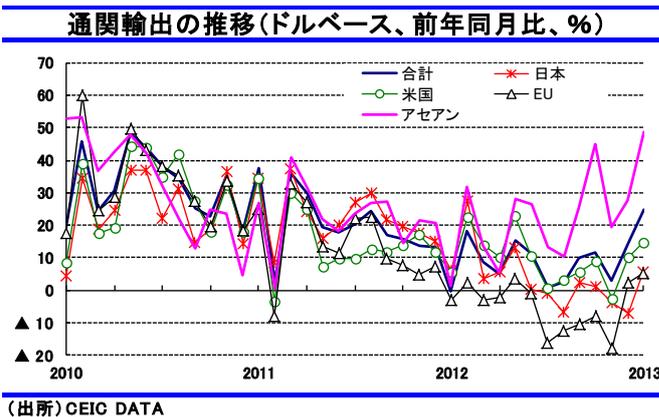


在庫調整の進展を受けた製品需給の改善により、1月の生産者物価(工業製品)は12月の前年同月比▲1.9%から▲1.6%へマイナス幅が縮小しており、物価の下落圧力は弱まっている。川上にあたる生産財価格(12月▲2.7%→1月▲2.4%)は依然マイナスながら下落幅が縮小し、川下にあたる消費財価格(0.5%→0.7%)は小幅ながら伸びを高めている。生産者物価の下落が企業業績を悪化させ、投資や雇用の抑制を通じて需要の減退につながるという負の連鎖は、解消に向かっていると言える。

## 輸出は春節の影響により伸び高まる

1月の通関輸出(ドルベース)は、春節の影響もあって前年同月比25.0%となり、12月の14.0%から大きく伸びを高めた。例年、水準が落ち込む春節(旧正月)の時期が、昨年(2012年)は1月であったため(今年(2013年)は2月)、今年1月の輸出は伸びが大幅に嵩上げされている。なお、春節が今年と同じ2月であった2年前との比較では24.3%であり、12月の2年前比29.2%を下回っていることを踏まえると、さほど強い数字ではないとみておくべきであろう。

仕向地別の動向を見ると、ASEAN向け(シェア10.0%、2012年)が12月の前年同月比27.8%から1月は48.6%へ大幅に伸びを高めたほか、日本向け(シェア7.4%、12月前年同月比▲7.3%→1月5.7%)がプラスに転じており、春節による影響を考慮しても、両地域向けの輸出は好調であった模様である。一方で、米国向け(シェア17.2%、12月10.3%→1月14.5%)、EU向け(シェア16.3%、12月2.3%→1月5.2%)とも伸びは小幅な拡大にとどまり、春節の影響を加味すれば不調と言える。米国経済は「財



政の崖」こそ回避したものの減税の一部停止などにより個人消費の増勢が一服、欧州経済は10～12月期の実質GDPが前期比のマイナス幅を拡大させるなど低迷が続いていることが、それぞれ背景として挙げられる。

## 乗用車販売の拡大傾向続く

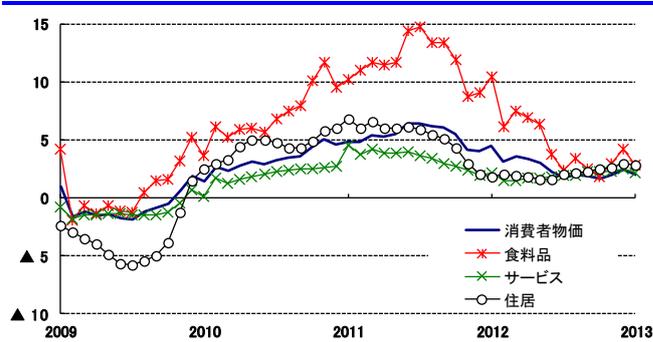
1月の数字が発表される数少ない国内需要関連指標である乗用車販売台数は、12月の前年同月比6.9%から48.7%へ大幅に伸びが高まった<sup>3</sup>。乗用車販売も、輸出同様、春節期間は落ち込むため、1月の伸びは相当嵩上げされているが、2年前比でも12月の11.8%から1月は12.9%へ伸びが高まっている。当社試算の季節調整値でも、1月は前期比1.1%の年率1,674万台と過去最高を更新しており、拡大傾向を維持しているとは言えそうである。

自動車販売台数の推移(季節調整値、年率、万台)



(出所)CEIC DATA

消費者物価の推移(前年同月比、%)



(出所)CEIC DATA

## 消費者物価は春節による歪を除けば安定推移

消費者物価指数は、12月の前年同月比2.5%から1月は2.0%へ伸びが鈍化した。例年、春節に上昇する食料品価格が、春節時期のずれにより1月に2.9%へ鈍化したことが主因である(12月は4.2%)。なお、今年2月の消費者物価指数は春節により水準が高まる一方で、比較対象となる前年2月は春節を含まない通常月であるため、前年同期比は3%台へ高まると予想される。

ただし、内訳を見ると、衣料品の伸びこそ高まってはいるものの(12月前年同月比1.9%→1月2.5%)、サービス(2.5%→2.2%)は伸びが鈍化しており、人民元高などによるエネルギー価格の上昇抑制により住居費(3.0%→2.9%)に目立った上昇は見られず、消費者物価は、春節による歪を除けば総じて落ち着いている。そのため、3月には前年同月比が再び低下する可能性が高い。

以上の通り、中国経済は、春節の影響によって実態を正確に把握し難い面はあるものの、緩やかな景気持ち直しの動きを続けているものと判断される。当面の懸念材料を挙げるとすれば、1月の新規貸出額が1兆700億元と前年同月を3,319億元も上回り、マネーサプライ(M2)の伸びが12月の前年同月比13.8%から1月は15.9%まで高まったことであろう。上記の通り、今のところインフレが抑制されているため、資金供給の拡大加速は景気に対してプラスの効果が上回ると考えられるが、将来の物価や資産価格の上昇につながるリスクもあるため、その影響について注視していく必要がある。

<sup>3</sup> NNAによると、1月の日系メーカー大手3社の販売台数(新車合計)は、トヨタが前年同月比23.5%(12月▲15.9%)、日産22.2%(▲23.0%)、ホンダ22.0%(▲19.2%)と各社とも大幅増に転じたが、春節の影響を考慮すれば前年並み程度であったとみられる。いずれにしても回復傾向が続いており、日中関係悪化の影響は着実に解消しつつあると言える。