

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

足踏み状態が続く中国経済

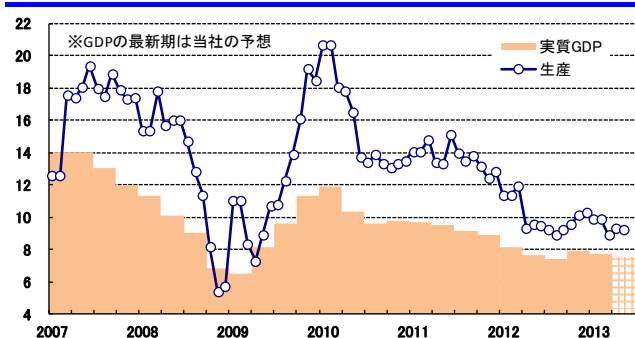
5月の主要経済指標は、中国経済が在庫調整の遅れから景気の足踏み状態が続いていることを示した。固定資産投資の伸びは鈍化、個人消費は緩やかに伸びが高まるも景気の牽引には力不足である。緩慢な需要動向に変化がなければ、金融緩和の検討を迫られよう。

在庫調整の遅れから景気の足踏み状態続く

主な経済指標から判断する限り、中国経済は5月も引き続き足踏み状態にあったようである。工業生産は前年同月比9.2%となり、4月の9.3%から小幅ながら伸びが鈍化した。1～3月期は前年同期比9.5%であり、工業生産の伸びは鈍化傾向にある。そのため、4～6月期の実質GDP成長率は1～3月期の前年同期比7.7%から一段と減速する可能性が高まったと言える。

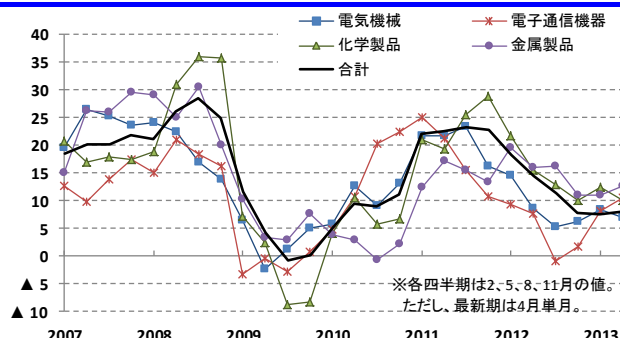
こうした生産の抑制傾向にもかかわらず、在庫調整は進展が遅れている。統計で確認できる直近4月の在庫は全体で前年同月比8.0%となり、1～3月期（2月）の7.5%から伸びが高まった。なかでも、金属製品（2月11.0%→4月12.6%）や電子通信機器（8.1%→10.6%）、石炭（3.1%→17.5%）、飲料（12.3%→17.7%）などが10%を超え、伸びの高さが目立っている。ただし、これらのうち電子通信機器については、一旦前年比マイナスまで調整が進んでおり、在庫積み増しの動きを多分に含んでいるとみられる。

工業生産と実質GDPの推移（前年同期比、%）



（出所）CEIC DATA

在庫の推移（前年同期比、%）



（出所）CEIC DATA

製品需給の悪化により生産者物価のマイナス幅拡大

在庫調整進展の遅れは製品需給を悪化させ、物価下落圧力を高める。5月の生産者物価（工業製品）は、4月の前年同月比▲2.6%から▲2.9%へマイナス幅が拡大した。内訳を見ると、生産財価格は4月の前年同月比▲3.6%から5月は▲3.9%までマイナス幅が拡大し、特に川上分野において製品需給が悪化していることを示唆した。また、消費財価格も4月の前年同月比0.3%から5月は0.1%まで伸びを鈍化させており、川下分野においても製品需給は芳しくない。

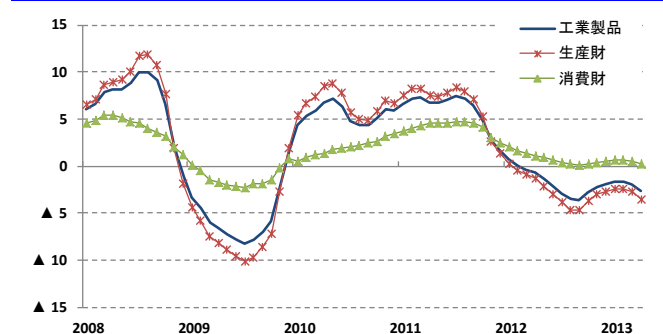
製品別に見ると、石炭（4月前年同月比▲12.2%→5月▲13.4%）、原油ガス（▲9.6%→▲10.5%）、鉄鋼（▲8.3%→▲9.3%）、スクラップ（▲7.6%→▲8.4%）など資源関連に類するもので特に下落が目立っており、国内需給の緩和に加え、人民元高や国際市場における需給緩和も価格下落の一因になっているとみ

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。

られる。また、総じてプラス圏で推移している消費財において、国内需給の悪化が顕著な飲料が4月に前年同月比▲0.2%、5月には▲0.4%へマイナス幅を拡大させている。

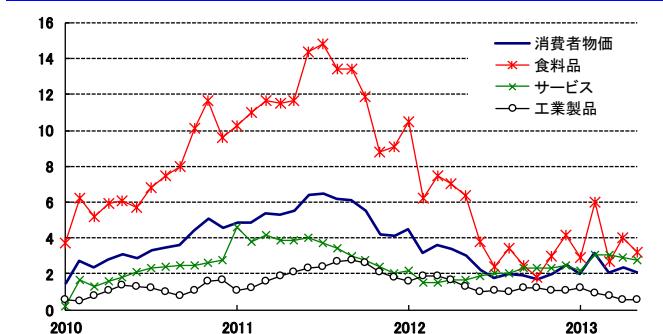
消費者物価は極めて落ち着いた推移となっている。5月の消費者物価は前年同月比 2.1%となり、4月の2.4%から伸びが鈍化した。天候不順の影響一巡により、食料品価格が4月の前年同月比 4.0%から5月は3.2%へ伸びが鈍化したことが主因である。そのほか、工業製品価格（4月前年同月比 0.6%→5月 0.6%）の低い伸びが続いたことや、賃金の伸び悩みからサービス価格（2.9%→2.8%）の伸びが鈍化したことも物価上昇率の低位安定に寄与した。

生産者物価の推移（前年同月比、%）



（出所）CEIC DATA

消費者物価の推移（前年同月比、%）



（出所）CEIC DATA

固定資産投資は減速、個人消費は力不足

景気停滞の主因である需要動向は、特に内需で冴えない動きが続いている。固定資産投資は、1～5月累計で前年同期比 20.4%となり、1～4月期累計の 20.6%から伸びが鈍化した。その結果、5月単月では前年同月比 19.7%となり、4月の 20.2%から伸びが鈍化した。政府試算の季節調整値でも、4月の前月比 1.61%から5月は 1.43%へ減速している。

業種別に見ると、全体の 25.4%（2012年）を占める不動産が4月の前年同月比 25.0%から5月は 21.7%へ減速、インフラ投資関連では水利・環境（シェア 8.1%、4月前年同月比 22.8%→5月 36.2%）が伸びを高めた一方で運輸倉庫（シェア 8.2%、4月 26.7%→5月 23.7%）は鈍化、製造業（シェア 34.4%、4月 17.9%→5月 16.5%）も軟調に推移するなど、全体として勢いが鈍っている。

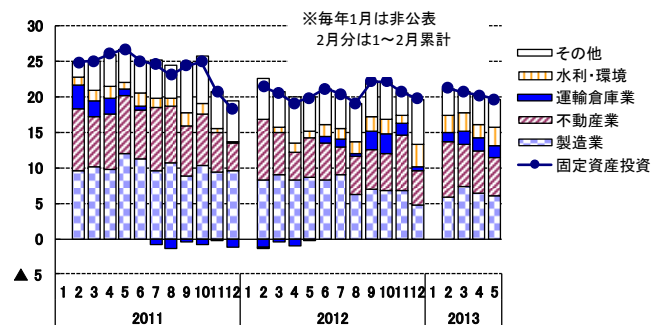
個人消費は、緩やかに伸びが高まりつつあるものの、景気を牽引するほどではない。個人消費の代表的な指標である社会商品小売総額は、1～2月の前年同期比 12.3%をボトムに、3月前年同月比 12.6%、4月 12.8%、5月 12.9%と徐々に伸びを高めている。政府試算の季節調整値でも、1～3月の前期比 2.5%に対して、4～5月平均は 1～3月期を 3.0%上回っており、増勢は加速している。また、物価上昇を除いた実質でも、1～3月の前年同期比 9.8%に比べ、4月前年同月比 10.4%、5月 10.8%と伸びが高まっている。しかしながら、歴史的に見て低い伸びにとどまった 2011年通年の実質 11.7%、2012年の 11.9%を未だ下回っており、力強さは感じられない。

品目別¹には、自動車は4月の前年同月比 10.3%から5月は 9.7%へ伸びが鈍化する一方で、飲食料品（4月 11.9%→5月 14.0%）、衣料品（9.5%→10.9%）、家電音響機器（15.3%→21.5%）などが伸びを高め

¹ 売上高 500 万元以上の企業に限定したデータ。

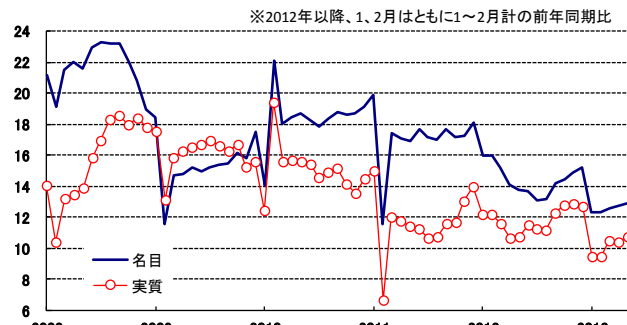
た。自動車販売は、台数ベースでもやや減速した。乗用車販売台数は、4月の前年同月比13.0%から5月は9.0%に伸びが鈍化、当社試算の季節調整値でも4月の年率1,713万台から5月は1,710万台へわずかに減少した。なお、日系メーカー各社の販売台数は、多くで前年同月比プラスに転じており、正常化に向かいつつあるが、依然として市場全体の拡大ペースには追いついていない²。

固定資産投資の推移(前年同月比、%)



(出所)CEIC DATA

社会商品小売総額の推移(前年同月比、%)



(出所)CEIC DATA

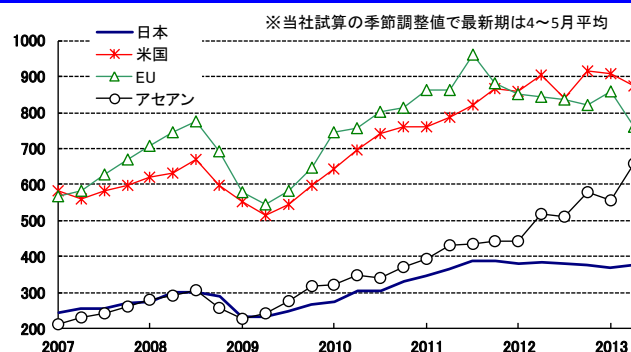
輸出は増加基調

5月の通関輸出（ドルベース）は、前年同月比0.9%にとどまり、4月の14.6%から大幅に伸びが鈍化した。ただし、前年5月の水準が高かった³反動による影響が大きいとみられ、当社試算の季節調整値では前月比0.3%と概ね横ばいになっている。また、4～5月平均は1～3月期を2.8%上回っており、輸出は前年同月比が示す姿とは異なり、増加基調にあると評価できる。

仕向地別に見ると、ASEAN向けは当社試算の季節調整値で4～5月平均が1～3月期を18.1%も上回る急拡大となった。そのほか、アジア主要地域向けは、日本2.6%、韓国5.8%、台湾19.8%といずれも4～6月平均が1～3月期を上回っており⁴、好調であった。

一方で、米国向けの4～5月平均は1～3月期を3.8%下回り増勢に一服感が見られるほか、EU向けは11.6%も落ち込んでいる。両地域の景気情勢を踏まえると、景気堅調な米国向けの落ち込みは一時的なものであり、景気低迷が続くEU向けの落ち込みは1～3月期に増加した反動も加わって大幅になったと考えて良いであろう。

仕向地別の通関輸出の推移(季節調整値、百万ドル)



(出所)CEIC DATA

² NNAなどの報道によると、日系メーカーの販売台数は、トヨタが4月の前年同月比▲6.5%から5月は0.3%の、ホンダが▲2.4%から4.6%のそれぞれ増加へ転じ、4月に2.7%の増加に転じた日産は5月も2.0%とプラスを維持した。ただ、マツダは4月の▲15.2%から5月は▲11.6%へマイナス幅を縮小するにとどまった。

³ 前年の2012年5月の輸出は前年同月比15.3%であり、同年4月の4.9%から伸びが大きく高まっている。また、当社試算の季節調整値でも2012年5月は前月比11.0%と急増している。

⁴ 統計の歪みが指摘されている香港向けも4～5月平均が1～3月期を7.9%上回ったが、1～3月期の前期比20.1%に比べると増勢は鈍化している。

金融緩和の可能性高まる

以上の通り、現在の中国経済は、需要の伸び悩みにより在庫調整が遅れ、良く言えば底固めの、悪く言えばかろうじて二番底入りを回避している状況にある。にもかかわらず、政府は今のところ景気刺激のための政策を打ち出す気配を見せていない。

しかしながら、中国経済の現状は、さほど楽観視できる状況にあるとは思えない。7%台後半の経済成長が続く中でのインフレ圧力の低下は、中国の潜在成長率が未だ8%以上であることを示唆している。さらに、固定資産投資の伸びは、鈍化しつつあるとはいえ依然として高い状態が続いており、潜在成長率が大きく低下する状況にはない。そのため、さらなる成長率の低下は物価下落圧力を一段と高め、中国経済はデフレ・リスクを意識せざるを得ない状況に至る可能性がある。

さらに、日米欧のみならず、新興国の多くが金融緩和に舵を切る中で、金融引き締めに含みを持たせる人民元は上昇が続いており、輸出企業の業績改善を遅らせる一因となっている。そのため、現在の緩慢な需要動向に変化がなければ、政府・人民銀行は金融緩和の検討を迫られることとなるだろう。