

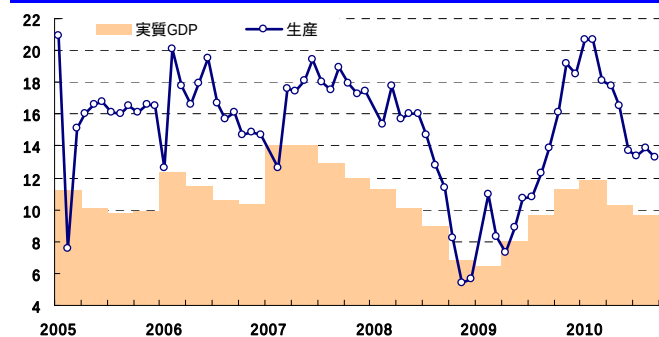
Economic Monitor

減速局面を終えた中国経済 (Monthly Update)

7～9 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比 9.6%まで低下したが、景気再加速の兆しを示す指標もあり、中国経済の減速局面は終了したと判断できる。7～9 月期は個人消費が堅調な拡大を維持する一方で固定資産投資の増勢が鈍化したが、純輸出の拡大が成長に大きく寄与した模様である。インフレ率の高まりや根強い住宅投資需要を背景に、人民銀行は 2 年 10 か月ぶりの利上げを実施。利上げは住宅市場の沈静化に貢献する一方、依然として金利水準は低く、景気への影響は軽微であろう。今後の中国経済は、成長率 8～10%の巡航速度で拡大を続けよう。

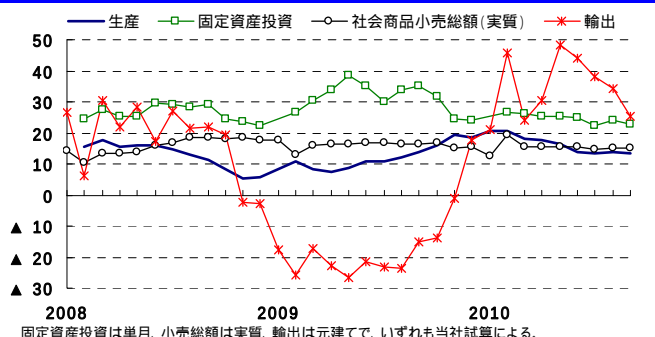
本日発表された 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比 9.6%となり、1～3 月期の 11.9%をピークに低下傾向にある。当社試算の季節調整値で見れば、前期比年率で二桁の成長が続いた 2009 年後半から 2010 年 1～3 月期には 9.4%、4～6 月期は 7.9%と減速していたが、7～9 月期は 9.5%へ伸びが高まり減速局面を終えた。中国経済は、過熱感を伴う高成長から巡航速度の成長へソフトランディングしたと判断される。また、9 月の工業生産は前年同月比 13.3%と 8 月の 13.9%から鈍化したが、前年に伸びが高まった反動によるところが大きく、2 年前と比べると 8 月の 27.9%から 9 月は 29.0%へ伸びが拡大している。PMI 指数も 8 月の 51.7 から 9 月は 53.8 に上昇しており、これらの指標も中国経済が減速局面を終えた可能性を示唆している。

工業生産と実質GDPの動向 (前年同期比、%)



(出所) 中国国家统计局

主要月次指標の推移 (前年同期比、%)



(出所) 中国国家统计局

需要項目別の内訳は発表されていないため、主な経済指標からその動向を見ると、個人消費が堅調な拡大を維持する一方で固定資産投資の増勢が鈍化し内需の寄与がやや低下したが、純輸出（輸出 - 輸入）の拡大が成長に大きく寄与した模様である。

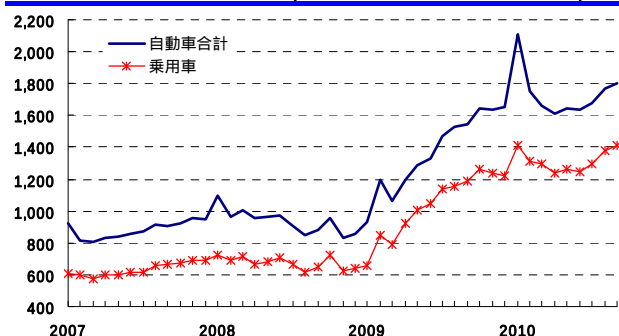
個人消費の指標である社会商品小売総額は、4～6 月期の前年同期比 18.5%から 7～9 月期も 18.4%と同程度の伸びを維持し、堅調さを持続している。なかでも自動車販売は、自動車買い替え促進補助金の実施期間延長（2010 年 5 月末→12 月末）や省エネ車補助金制度の開始（6 月 18 日から適用）などにより、7 月以降、当社試算の季節調整済み前月比で増加が続いており（7 月前月比 3.7%→8 月 6.2%→9 月 2.7%）、9 月の乗用車販売台数は年率 1,412 万台（2009 年実績 1,032 万台）に達するなど個人消費の拡大を牽引している。

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、伊藤忠商事調査情報部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。見通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。

固定資産投資（都市部）は、1～9月累計が前年同期比 24.5%となり、6月までの累計 25.5%より伸びが鈍化した。これに基づいて 7～9月期を試算すると前年同月比 23.0%となり、4～6月期の 25.2%から増勢が鈍化している。産業別には、2次産業（4～6月期 22.2%→7～9月期 21.7%）に比べ、1次産業（20.2%→17.5%）や、インフラ関連業種を含む 3次産業（27.7%→24.4%）の鈍化が目立っており、固定資産投資の増勢鈍化は、4兆元の景気対策に伴う公共投資拡大の効果が一巡したことが主因とみられる。

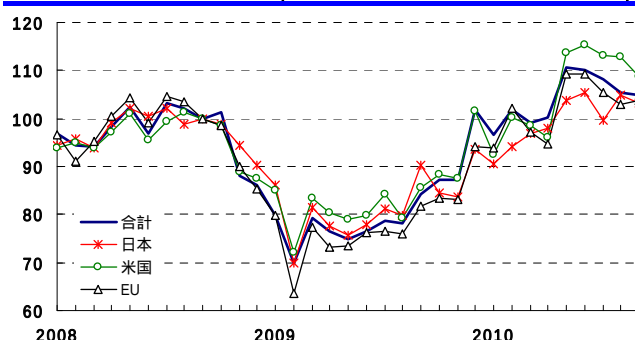
7～9月期の輸出は、前年同期比 32.3%となり、4～6月期の前年同期比 40.9%から伸びが鈍化した。当社試算の季節調整値でも、7～9月期は前期比 ▲0.8%と 5 四半期ぶりの減少に転じており、輸出の増勢は一服している。地域別には、アセアン向けが 7～9月期に前期比 ▲6.1%と大きく落ち込んだほか、EU 向けも ▲0.3%とマイナスに転じている。また、日本向け（4～6月期 9.1%→7～9月期 0.1%）、米国向け（11.6%→2.9%）とも、前期に比べ増勢は鈍化している。欧州を除く各地域で在庫復元の動きが一巡していることに加え、欧米経済が減速していることが主因とみられる。なお、人民元相場は 6月 19日の弾力化により、6月 18日の 1ドル = 6.862 元から 10月 15日には 6.641 元まで 3.2%上昇したが、人民元高が加速したのは 9月に入ってからであり、7～9月までの輸出に関しては人民元高の影響は限定的であろう。また、7～9月期の輸入は前年同期比 27.1%と 4～6月期の 43.6%から鈍化し、当社試算の季節調整値では前期比 ▲3.8%と輸出を上回る減少となった。このため、貿易黒字（季節調整値）は 4～6月期の 540 億ドルから 7～9月期の 639 億ドルへ拡大し、純輸出（輸出 - 輸入）は成長へプラス寄与となった模様である。なお、輸入の減少は中国における在庫積み上げテンポの鈍化を受けたものとみられる。

自動車販売の推移（季節調整値、年率、万台）



（出所）中国自動車技術研究センター（中国汽车技術研究中心）

地域別の輸出の推移（季節調整値、2008年9月=100）



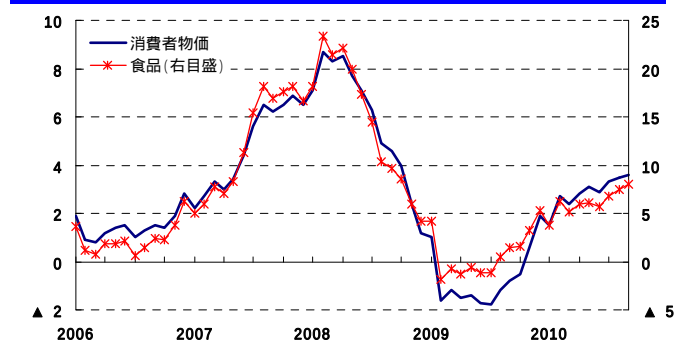
（出所）中国国家統計局

成長率が巡航速度に減速したにもかかわらず、9月の消費者物価上昇率は前年同月比 3.6%と 8月の 3.5%から、さらに高まった。ただ、内訳を見ると、引き続き食料品価格が 8月の前年同月比 7.5%から 9月は 8.0%に伸びを高めたことが主因であり、エネルギー価格上昇の影響で高い伸びが続いていた住居費（8月 4.4%→9月 4.3%）に落ち着きが見られるほか、衣料品（▲1.2%→▲1.5%）、運輸通信（▲0.6%→▲0.7%）などのマイナス幅が拡大するなど、物価は総じて比較的安定した推移となっている。また、住宅市場は沈静化の動きが続いている。9月の住宅価格は前年同月比 9.1%となり、8月の 9.3%から小幅ながら伸びが鈍化した。4月のピーク 12.8%から 5ヶ月連続で鈍化しており、政府の住宅投資抑制策などにより住宅市場の過熱感はやや和らぎつつある。ただし、新聞報道によると複数の都市で 8月に住宅取引件数が増加するなど、住宅市場は未だ完全に沈静化するには至っていない。そのため、政府は 9月 29日に住宅ローン規制をさらに強化する方針を打ち出すなど、引き続き住宅投資の抑制スタンスを維持している。

こうした中、人民銀行は 20日、定期預金基準金利を 2.25%から 2.50%へ、貸出基準金利を 5.31%から

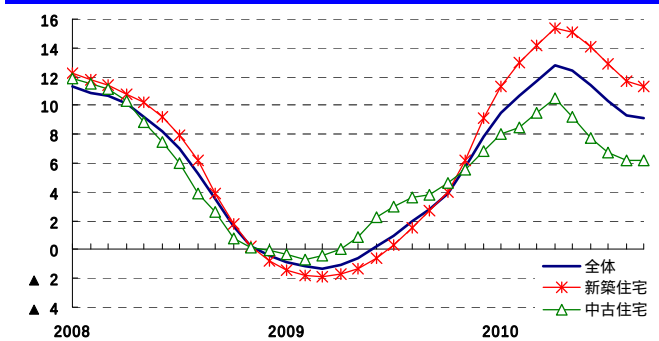
5.56%へ、それぞれ 0.25%Pt 引き上げた。当社を含む大多数が年内の利上げを見込んでおらず、今回の利上げのタイミングは予想外であった。利上げの背景としては、消費者物価上昇率が政府目標の 3%を上回る状況が続いたこと、金融緩和の継続により株式や不動産など資産価格のバブル化懸念が残ること、景気の減速局面が終了したこと、があげられる。なかでも、資産価格バブルへの懸念が、最大の理由であったと考えられる。インフレ率の上昇は、前述の通り、食料品の天候不順など外生的な要因が背景であり、利上げによって抑制できる類のものではない。それよりも、投資手段の選択肢が限られる中国において、預金金利を上回るインフレ率は、インフレリスクを嫌った投資資金を株式市場や住宅市場へ誘導することになる。もちろん、景気の減速局面終了により利上げを行ない易い環境になったとは言える。

消費者物価の推移 (前年比、%)



(出所) 中国国家统计局

住宅価格の推移 (前年同月比、%)



(出所) Ecwin

今回の利上げ後も預金金利がインフレ率を上回るわけではないため、バブル予防という意味での直接的な効果は限られるが、政府が住宅価格の抑制スタンスを維持していることを示すことで、住宅市場の沈静化に一定の効果はあろう。一方で、利上げによる景気への影響は限定的であろう。利上げ後も貸出金利の水準はインフレ分を控除した実質で 2%程度にとどまり、9%前後の成長を続ける中国経済にとっては依然として非常に低いことから、成長を抑制する要因とは成り得ないためである。利上げは人民元の上昇圧力を高める要因にもなるが、政府は引き続き為替介入などによって人民元の上昇テンポを輸出に悪影響が生じない程度に調整する可能性が高い。利上げが実施された 20 日、人民元の基準値は前日より 0.3%安い水準に設定されたが、これは人民元の上昇に備えたものと思われる。

今後の中国経済は、欧米経済の減速などにより輸出の拡大テンポが緩慢なものとなるものの、賃金の上昇などを背景に個人消費の堅調な拡大が続き、固定資産投資も政府のインフラ投資追加により再び拡大テンポを高めるとみられるため、内需を中心に成長率 8~10%程度の巡航速度で拡大を続けよう。