

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

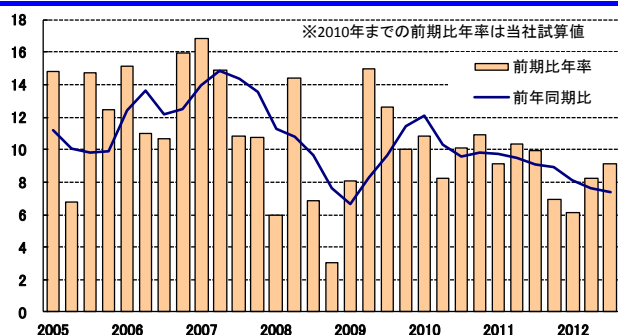
減速に歯止めが掛かりつつある中国経済（7～9 月期 GDP）

7～9 月期の実質 GDP は前年同期比 7.4% となり、4～6 月期から伸びが鈍化したが、季節調整値では 1～3 月期以降、前期比の伸びが高まる傾向にある。工業生産や製造業 PMI 指数が横ばい圏で推移していることも踏まえると、持ち直しとまでは言えないまでも、景気の減速に歯止めがかかりつつあるとは言える。主な需要動向も、輸出に持ち直しの動きが見られ、個人消費は堅調持続、固定資産投資は伸びを高めるなど、総じて底堅い。2012 年の成長率は 8% 割れの可能性が高いが、政府は景気底割れリスク後退と判断し大規模な景気刺激策は控える見込み。

7～9 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比では鈍化続く

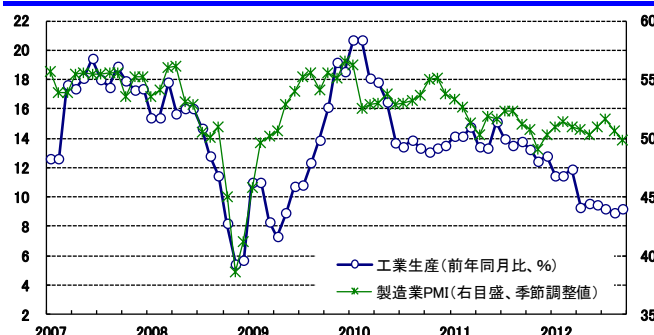
昨日発表された 2012 年 7～9 月期の実質 GDP は前年同期比 7.4% となり、4～6 月期の 7.6% から小幅ながら伸びが鈍化した。しかしながら、国家統計局が試算した季節調整値は、1～3 月期の前期比 1.5%（年率 6.1% 程度）をボトムとして、4～6 月期に 2.0%（年率 8.2% 程度）、7～9 月期は 2.2%（年率 9.1% 程度）と徐々に加速している。この季節調整が正しいとすれば、中国経済は既に 8% を超える成長ペースへ持ち直しているという評価になる。

実質GDPの推移(前年同期比、前期比年率、%)



(出所) CEIC DATA

工業生産と製造業PMI指数の推移



(出所) CEIC DATA

一方で、工業生産の動きには加速感は見られない。9 月の工業生産は、8 月の前年同月比 8.9% から 9.2% へ伸びが高まり、国家統計局の季節調整値も 8 月の前月比 0.71% から 9 月は 0.79% へ増勢が加速しているが、四半期の推移を見ると 1～3 月期から 7～9 月期にかけて 3 四半期連続で前期比 2.2% であった。

企業の景況感にも、目立った改善は見られない。製造業 PMI 指数は、8 月の 49.2 から 9 月は 49.8 へ上昇したが、好不況の境目である 50 を割り込んだままである。また、当社試算の季節調整値では、8 月の 50.6 から 9 月は逆に 49.8 へ低下し、昨年 11 月以来の 50 割れとなった。四半期で均すと 4～6 月期の 50.6 に対して 7～9 月期は 50.7 と概ね横ばいであり、悪化傾向にあるとまでは言えないものの、改善もしていない。

以上を総合すると、減速が続いていた中国経済は、実質 GDP の季節調整値が示すような持ち直し局面にあるとまでは言い切れないものの、工業生産や製造業 PMI 指数の横ばい推移が示す通り、減速に歯止めが掛かりつつあるとは言えそうである。

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。

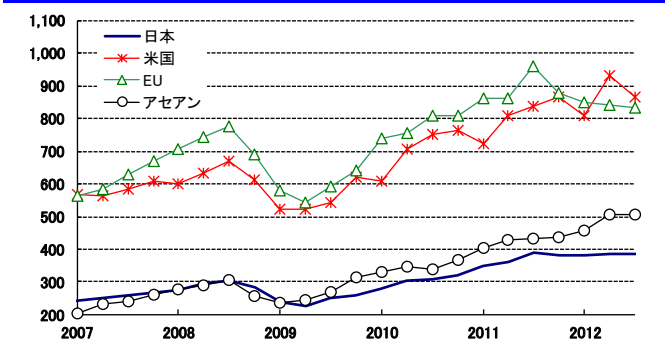
輸出：持ち直しの動きが明確に

9月の輸出（ドルベース）は前年同月比9.8%増加し、8月の2.7%から伸びが高まった。当社試算の季節調整値でも、8月の前月比4.0%に続いて9月も4.7%と増勢を維持しており、9月の水準は今年のピークを記録した5月と概ね同程度まで回復した。

仕向地別には、内需が堅調なASEAN向けの復調が顕著であり、8月の前年同月比10.3%から9月は25.5%と大きく伸びを高めている（当社試算の季節調整値で9月前月比13.0%）。また、このところ経済指標の改善が続いている米国向けも9月に前年同月比5.5%（前月比3.0%）と8月の3.0%から伸びが拡大したほか、日本向け（8月前年同月比▲6.7%→9月2.2%）が3ヵ月ぶりにプラスに転じるなど、各地域向けとも持ち直しの動きが見られる。ただし、欧州向けは9月も前年同月比▲10.7%（前月比▲0.2%）と大幅な前年割れが続いており回復の兆しは見られない。

また、四半期ベースの季節調整値で傾向を見ると（下右図）、欧州向けは4四半期連続の前期比マイナスで減少傾向にあり、米国向けは4～6月期に前期比15.3%の大幅増を記録した反動もあって7～9月期に▲6.8%と落ち込んだが傾向として緩やかな増加基調にある。ASEAN向けは4～6月期に前期比11.6%と急増した後にもかかわらず7～9月期は横ばいとなり高水準を維持、日本向けは3四半期連続で前期比ゼロ%台と横ばいが続いている。

仕向け地別輸出の推移（季節調整値、億ドル）



(出所) CEIC DATA

なお、9月の輸入は前年同月比2.3%となり、2ヵ月ぶりのプラスに転じた。日中関係悪化の影響が懸念された日本からの輸入は、8月の前年同月比▲11.4%から9月は▲9.6%とむしろマイナス幅が縮小しており、9月時点では目立った影響は確認できない。

個人消費：堅調な拡大が続く

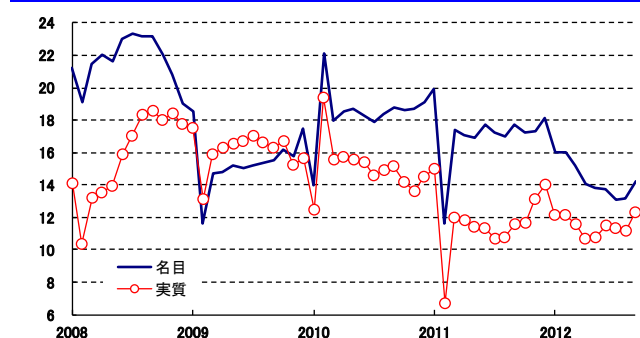
個人消費の代表的な指標である社会商品小売総額は、8月の前年同月比13.2%から9月は14.2%へ伸びが高まった。物価上昇（詳細後述）を除いた実質でも、8月の11.2%から9月は12.3%へ増勢が加速している。また、国家統計局の季節調整値前月比（名目）も8月の1.36%から9月は1.46%へ加速しており、個人消費は8月から9月にかけて増勢を強めたようである。ただし、四半期で見ると4～6月期、7～9月期とも前期比4.1%で変わらず、均してみれば個人消費は安定的に堅調な拡大が続いていると言える。

品目別の小売動向¹を見ると、販売シェアの最も大きい自動車は8月の前年同月比2.4%から9月は1.7%へ伸びが鈍化した一方で、省エネ家電購入補助金制度の導入により家電音響機器の伸びが高まっている（8月前年同月比12.1%→9月13.7%）。四半期で見ると、自動車（4～6月期前年同期比7.4%→7～9月期2.9%）や宝飾類（16.9%→13.8%）といった高額商品の伸びが鈍化した一方で、政策的後押しを受けた家電音響機器（5.6%→11.5%）や成長分野である医薬品（23.7%→24.5%）などが伸びを高めた。また、飲食料品（17.8%→17.4%）や衣料品（19.6%→20.0%）、日用品（16.8%→17.1%）といった生活必需品に

¹ 売上500万元以上の企業のみを集計。

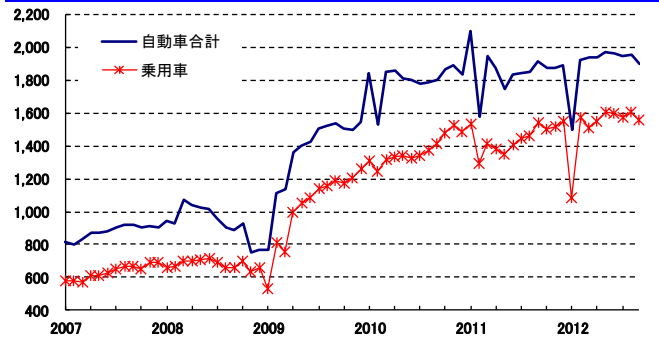
近い分野は概ね同程度の比較的高い伸びを維持しており、賃金の上昇を背景に個人消費が底上げされている様子が窺える。

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

乗用車販売台数は、4月から8月まで前年同月比で2桁増が続いていたが、9月は前年同月比▲0.3%と小幅ながらマイナスに転じた。当社試算の季節調整値でも、9月は前月比▲2.7%の年率1,560万台となり、今年4月以来の水準まで低下した。

乗用車販売が落ち込んだ主因は、日中関係悪化の影響と考えられる。9月の自動車販売台数(含む商用車)をメーカー別に見ると、トヨタが前年同月比▲48.9%、ホンダが▲40.5%、日産▲35.3%、マツダ▲34.6%、スズキ▲42.5%、三菱自動車▲62.9%、富士重工▲64.5%と日系メーカーは軒並み大幅に落ち込んだ。一方で、米GMこそ前年同月比1.7%と伸び悩んだが、独BMWが14%、韓国現代が15%など日本以外の海外勢は大幅に増加しており、日本車から離れた消費者を取り込んでいる。とはいえ、自動車販売合計は減少しており、日中関係悪化に伴う日本製品敬遠の動きは、少なくとも短期的には中国の個人消費にとってマイナス要因であることが示唆された。

固定資産投資：インフラ投資が牽引し増勢加速

固定資産投資(都市部)は1~9月累計で前年同期比20.5%となり、1~8月累計の20.2%から伸びが高まった。この結果、9月単月の固定資産投資は前年同月比22.2%となり、8月の19.1%から増勢が加速した。国家統計局による季節調整済前月比も、8月の前月比1.34%から9月は1.63%へ加速している。四半期の推移を見ると、4~6月期の前年同期比20.2%に対して、7~9月期は20.6%へ伸びが高まっており、季節調整値でも4~6月期の前期比4.2%から7~9月期は4.6%へ増勢が加速している。固定資産投資は、傾向として増勢が強まっていると評価できる。

産業別では、1次産業が4~6月期の前年同期比26.5%から7~9月期は37.0%へ、3次産業が17.3%から22.2%へそれぞれ大きく伸びを高めた一方で、2次産業は23.3%から20.5%へ減速している。鉄道(4~6月期前年同期比▲33.7%→7~9月期4.2%)²や高速道路(1.5%→9.9%)、水利・環境(16.8%→21.6%)などのインフラ関連分野が3次産業における投資拡大を牽引した一方で、これまでの輸出減速を受けた製造業(24.4%→22.0%)の鈍化や資源相場の軟調を背景とする鉱業(20.9%→13.1%)での抑制が2次産業における投資減速につながっている模様である。

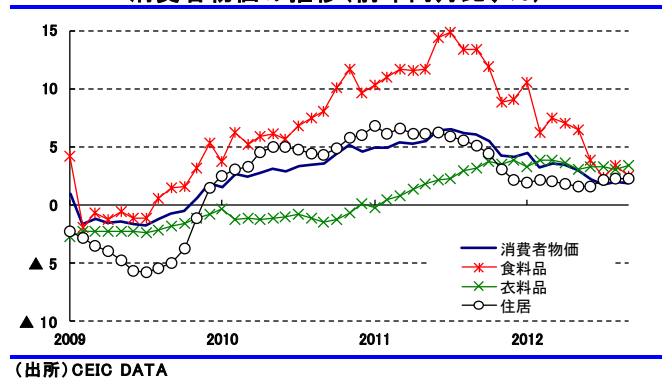
² 鉄道分野の投資は、9月単月では前年同月比▲15.1%と大きく落ち込んだが、8月に37.3%と大幅に増加した反動とみられる。

物価：低位安定も一部に上昇圧力

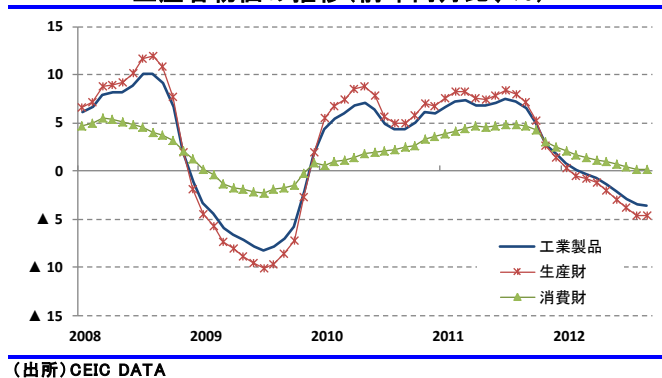
景気の減速に歯止めが掛かりつつある中で、9月の消費者物価指数は前年同月比1.9%となり、8月の2.0%から伸びが鈍化した。食料品価格の上昇率低下（8月3.4%→9月2.5%）が主因である。その一方で、娯楽教育文化用品・サービス（0.4%→1.0%）や衣料品（3.1%→3.4%）の伸びが高まっており、堅調な需要の拡大を背景に賃金コストの上昇分が転嫁されつつある可能性を示唆している。また、原油価格の上昇により光熱費を含む住居費（8月2.2%→9月2.3%）の上昇率が小幅ながら高まったほか、交通通信（▲0.8%→▲0.2%）はマイナス幅が縮小するなど、物価全体で見れば上昇率は引き続き低位安定しているものの、一部に上昇圧力の強まりも見て取れる。

9月の生産者物価指数（工業品）は前年同月比▲3.6%となり、8月の▲3.5%からマイナス幅が小幅ながら拡大した。内訳を見ると、消費財価格が8月の0.2%から9月は0.1%と伸びの鈍化が続く下で、生産財価格も下落幅を拡大させている（8月▲4.6%→9月▲4.7%）。このように、依然として川下にあたる消費財需給の軟化が続き、生産調整を通じて川上の生産財価格を押し下げる状況が続いている。そして、こうした生産者物価の下落は、今後も当面、消費者物価の安定に寄与しよう。

消費者物価の推移（前年同月比、%）



生産者物価の推移（前年同月比、%）



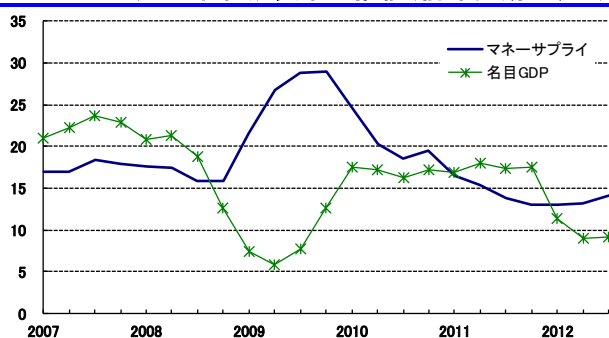
金融政策：インフレを懸念し静観続く

上記の通り、景気は停滞感を残しながらも減速には歯止めが掛かりつつあり、消費者物価も上昇率は低位安定ながら上昇圧力が高まる気配も感じられる状況の中で、人民銀行は7月の利下げ以降、静観を続けている。人民銀行にとっては、マネーサプライ（M2）が4～6月期平均の前年同期比13.2%から7～9月期には14.1%へ伸びを高め、名目GDPの4～6月期前年同期比9.6%、7～9月期9.5%を大きく上回っていることから、過剰流動性がインフレ圧力を高める可能性が否定できないことも、さらなる金融緩和に対して慎重にさせる背景であろう。

実際に、これまでの金融緩和の効果などから、調整局面にあった住宅市場は再び活発化する兆しを見せている。前月に比べて「住宅価格が上昇した都市の割合」から「下落した都市の割合」を引いた住宅価格DI³は（次ページ右上図）、新築住宅で7月に57まで、中古住宅は8月に31まで上昇した。その後はともに低下しているが、依然としてプラス圏で推移しており、住宅価格は全国的に上昇傾向にあることが示唆されている。

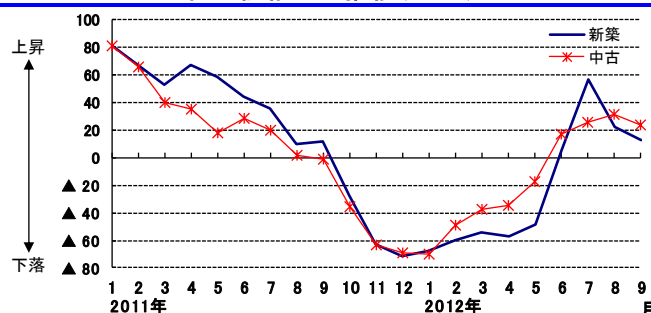
³ 当社独自の指標。

マネーサプライと名目成長率の推移(前年同期比、%)



(出所) CEIC DATA

住宅価格DIの推移(%Pt)



(注) 住宅価格DIとは、前月比で上昇した都市の割合－下落した都市の割合

(出所) CEIC DATA

政府は住宅バブルの発生回避に強い姿勢を示している。また、個人消費を景気の牽引役とする方針を実現するには、インフレ率の低位安定が不可欠である。夏場は下落傾向にあった人民元相場が、10月に入り1ドル6.2元台が定着、史上最高値を更新しながら上昇していることも、政府・人民銀行のインフレ警戒感の表れという見方もできよう。こうした状況を踏まえると、少なくともマネーサプライの伸びが实体经济を大きく上回っている間、政府・人民銀行は金融緩和に慎重な姿勢を維持する可能性が高いであろう。

今後の見通し： 徐々に持ち直すが2012年の成長率は8%割れの可能性大

そのため、景気の持ち直しを促す役割は、専ら財政政策に期待されることとなる。ただし、今回発表された7～9月期のGDPなどを踏まえ、中国政府は、中国経済が既に底を打ち今後は回復軌道をたどる可能性が高まったとの認識を示しており、新たに大規模な景気刺激策が打ち出される気配はない。政府は、インフラ投資については、過剰投資による弊害にも配慮し、主に執行の前倒しによる景気刺激にとどめる模様であり、既に着手している。それでも、鉄道建設が本格的に再開されていることもあり、今後も固定資産投資の堅調な拡大が続くとみられる。そのほか、自動車販売支援策や来年1月に期限を迎える家電下乡の後継制度などが検討されており、個人消費の堅調な拡大持続を支えることとなろう。既に持ち直しの見られる輸出は、ASEANや米国向けを中心に、徐々に復調すると予想される。

以上より、今後の中国経済は徐々に持ち直しの動きを強め、10～12月期の実質GDPが前年同期比8%台に回復する可能性も十分にあらう。それでも、10～12月期の成長率が8%台後半にとどかない限り、2012年通年の実質GDP成長率は8%には到達しない。2012年の成長率は、1999年以来、13年ぶりとなる7%台の成長にとどまる可能性が高まったと言えよう。当社では、2012年の実質GDP成長率を7.9%と予想している。