Oct22, 2014　　No.2014-107　　伊藤忠経済研究所

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

中国政府は成長鈍化を改革の副産物として静観（7～9 月期 GDP）

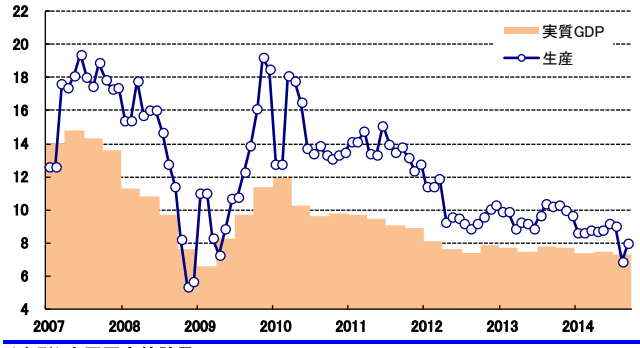
7～9 月期の実質 GDP 成長率は 2009 年以来の低水準となる前年同期比 7.3%にとどまり、景気の減速が明確となった。輸出は堅調な拡大を続けているものの、個人消費は伸び悩む中で固定資産投資の減速が成長率を押し下げた。需要減速を受けて製品需給は緩和、消費者物価上昇率の低下傾向が続いているが、政府・中銀は引き続き部分的な景気刺激策にとどめる方針を維持している。そのため、2014 年の成長率は政府目標である 7.5%「程度」にかろうじて収まる水準で着地すると見込まれる。2015 年の目標は 7%程度に引き下げられよう。

7～9 月の実質 GDP 成長率は 2009 年以来の低水準に

今月 21 日に発表された 2014 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比＋7.3%となり、4～6 月期の＋7.5%から減速した。また、2014 年 1～3 月期の＋7.4%を下回り、リーマン・ショックにより落ち込んだ 2009 年 1～3 月期（＋6.6%）以来の低い伸びにとどまった。既に月次統計により示唆されていた中国経済の減速が GDP 統計でも確認されたことになる。

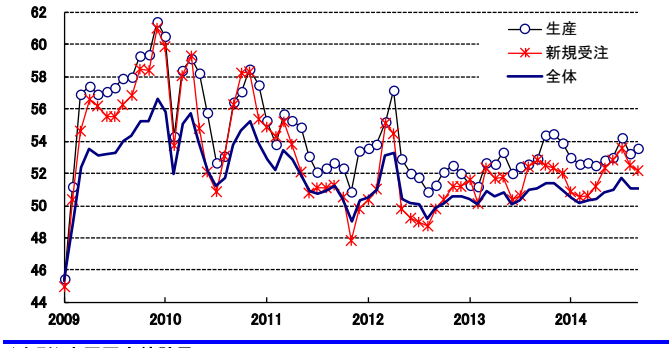
なお、実質 GDP の 1～9 月累計は前年同期比＋7.4%であり、政府が目標とする 7.5%「程度」の範囲内にはある。10～12 月期の状況次第ではあるが、成長率の通年目標は未だ達成可能な状況にあると言える。

工業生産と実質GDPの推移（前年比、%）



（出所）中国国家統計局

製造業PMI指数の推移



（出所）中国国家統計局

需要の緩慢な拡大により製品需給は悪化

10～12 月期の情勢を占う意味でも、8 月から 9 月にかけての動きが注目されるが、工業生産は 8 月の前年同月比+6.9%から 9 月は+8.0%へ伸びを高めており、持ち直しは確認できる。ただし、この 8%という伸びは、7 月までの 9%前後を下回るのみならず、2009 年 4 月（前年同月比+7.3%）以来の低さであり、復調と表現するには程遠い状況である。

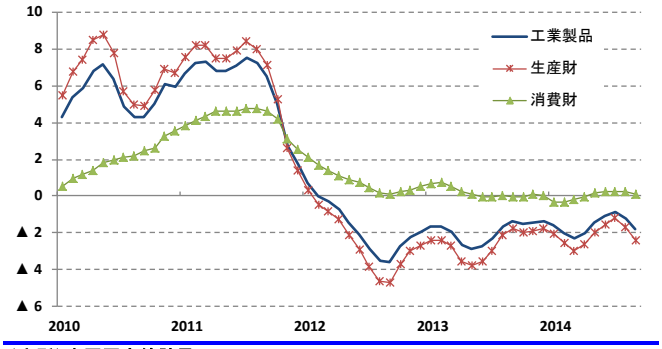
製造業 PMI 指数は、8 月、9 月とも 51.1 で横ばい、景気の好不調の境目となる 50 を超える状態が続いてはいるが、7 月の 51.7 から水準を落としたままである。内訳を見ると、新規輸出受注がやや改善（8 月 50.0→9 月 50.2）し、生産（8 月 53.2→9 月 53.6）も持ち直したが、内外需を合わせた新規受注全体は悪化（52.5→52.2）しており、内需の弱さを示した。

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。

このように需要が弱い中で生産が持ち直したことから、製品需給は悪化している。生産者物価は、7 月に前年同月比▲0.9%までマイナス幅が縮小したが、8 月▲1.2%、9 月▲1.8%と再び下げ足を速めている。生産財（8 月▲1.7%→9 月▲2.4%）の落ち込みが目立ち、中でも石炭や鉄鉱石などの鉱産物（▲4.4%→▲6.7%）や、鉄鋼（▲5.7%→▲7.9%）、燃料（▲2.4%→▲6.4%）の価格が大きく下落している。

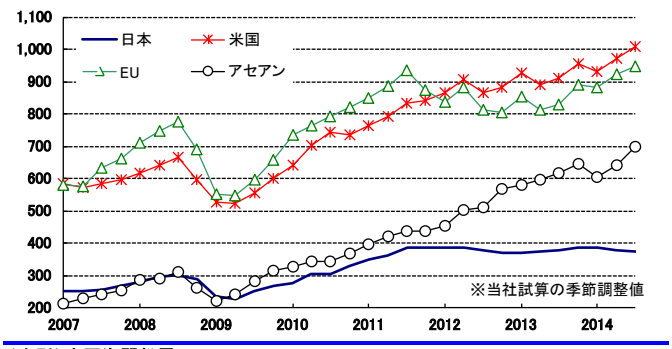
こうした状況は、10 月以降、需要の拡大ペースが速まらないと、生産の拡大ペースも調整が必要となり、実質 GDP 成長率は高まらない可能性を示唆していると言える。

生産者物価の推移（前年同月比、%）



（出所）中国国家統計局

仕向地別の通関輸出の推移（季節調整値、百万ドル）



（出所）中国海関総署

輸出：日本を除く主要地域向けは総じて好調

主な需要動向を見ると、製造業 PMI 指数からも窺える通り、輸出は増勢を強めている。通関輸出額（ドルベース）は、8 月の前年同月比＋9.4%から 9 月は＋15.1%へ伸びを高めた。当社試算の季節調整値でも、8 月の前月比▲1.0%から 9 月は+2.0%と 2 ヵ月ぶりの増加に転じ、7～9 月期では前期比＋5.6%と 4～6 月期の＋4.5%から増勢が加速した。

四半期毎の推移を仕向地別に見ると、アセアン向け（2013 年シェア 11.0%）が 4～6 月期の前期比＋6.2%から 7～9 月期は＋9.0%へ大きく伸びを高めたほか、米国向け（シェア 16.7%）も 4～6 月期＋4.2%、7～9 月期＋4.0%と堅調な拡大を維持した。両地域の景気が堅調に拡大していることを素直に反映している。また、景気が減速気味の EU 向け（シェア 15.3%）は、4～6 月期＋4.4%、7～9 月期＋2.9%と増加ペースが鈍化したが、比較的堅調な拡大が続いている。その一方で、日本向け（シェア 6.8%）は消費増税後の景気停滞を受けて 4～6 月期▲2.5%、7～9 月期▲1.5%と 2 四半期連続で減少した。

貿易黒字は過去最大規模へ拡大

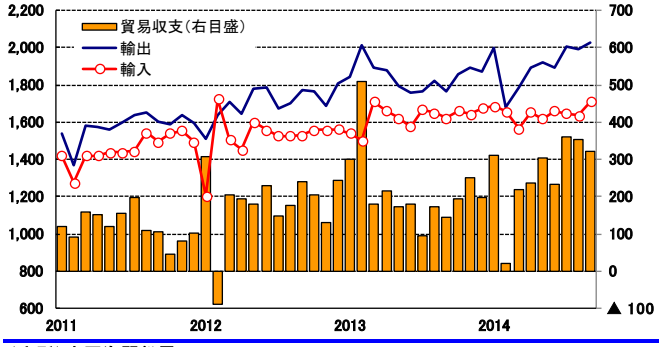
輸入は、低迷する内需の動向（詳細後述）を反映して伸び悩んでいる。通関輸入額（ドルベース）は、9 月に前年同月比＋7.2%と 3 ヵ月ぶりのプラスに転じたものの、7～9 月期では 4～6 月期と同じ前年同期比 1.3%にとどまった。当社試算の季節調整値で見ても、4～6 月期の前期比＋0.5%から 7～9 月期は＋1.2%へ若干加速したに過ぎず、輸出の増勢に比べるとかなり見劣りする状況にある。7～9 月期については、全体の約 4 分の 1 を占める[1]鉱産物の輸入が前年同期比で落ち込んでおり、うち約半分を占める原油（4～6 月期前年同期比＋14.2%→7～9 月期＋4.9%）は価格の下落もあって伸びが大きく鈍化、鉄鉱石（▲2.4%→▲16.6%）や石炭（▲18.5%→▲29.7%）はマイナス幅が拡大した。

[1] 2013 年のシェアは 24.0%。原油 11.3%、鉄鉱石 5.4%、石炭 1.5%、銅鉱石 1.0%など。

こうした輸出入動向の結果、貿易収支の黒字は 4～6 月期の 859 億ドルから 7～9 月期は 1,281 億ドルへ拡大、2008 年 10～12 月期の水準（1,143 億ドル）を上回り、四半期ベースで過去最高を更新した。当社試算の季節調整値でも、7～9 月期の貿易収支は、それまでの最高である 2013 年 1～3 月期の 989 億ドルを上回る 1,033 億ドルの黒字を記録した。

貿易黒字の拡大を主因に人民元相場の上昇地合いが続いている。人民元相場は 6 月初めの 1 ドル＝6.25 元前後から、8 月下旬には 6.15 元を割り込み、10 月中旬は概ね 6.12 元台で推移している。今後も人民元相場の上昇が続けば、輸出の拡大にブレーキを掛ける恐れがあり、今後の動向には注視が必要であろう。

輸出入と貿易収支の推移（季節調整値、百万ドル）



（出所）中国海関総署

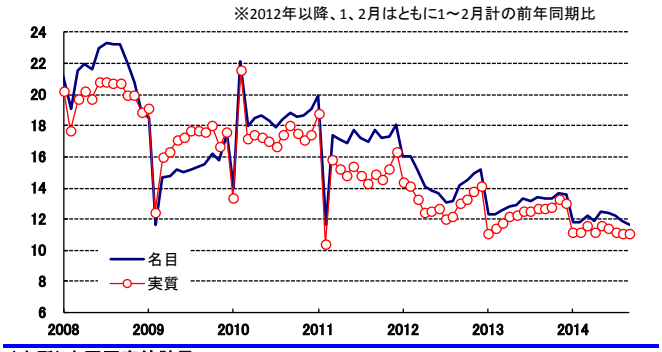
人民元相場の推移（元／米ドル）

（出所）CEIC DATA

個人消費：各種販売統計が伸び悩み

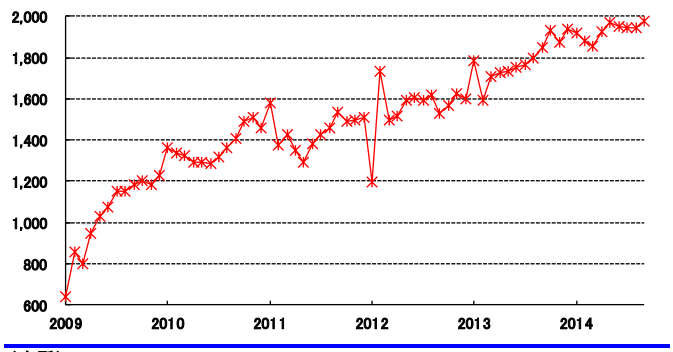
好調な外需とは対照的に、国内需要の足取りは重い。個人消費の代表的な指標である小売販売（社会商品小売総額）は、8 月の前年同月比＋11.9%から 9 月は＋11.6%へ伸びが鈍化した。物価上昇分[2]を除いた実質では、8 月、9 月とも前年同月比＋11.1%と横ばいであるが、5 月（＋11.6%）から 8 月にかけて鈍化しており、減速傾向から脱していない。1～9 月累計でも前年同期比 12.0%（名目）にとどまり、政府が今年の目標とする 14.5%に遠く及ばない。

社会商品小売総額の推移（前年同月比、%）



（出所）中国国家統計局

乗用車販売台数の推移（季節調整値、年率、万台）



（出所）CEIC DATA

乗用車販売も増勢が衰えている。9 月の乗用車販売台数は前年同月比＋6.4%となり 8 月の＋8.5%から伸びが鈍化した。当社試算の季節調整値では、8 月の前月比 0.2%（年率 1,945 万台）から 9 月は＋1.5%の年率 1,973 万台と増加ペースが加速したものの、7～9 月期では前期比＋0.3%にとどまり 4～6 月期の＋

[2] これまで消費者物価総合指数にて実質化していたが、総合指数はサービスを含んでいることを勘案して、今回より消費者物価の工業品指数にて実質化している。

3.4%から減速した。

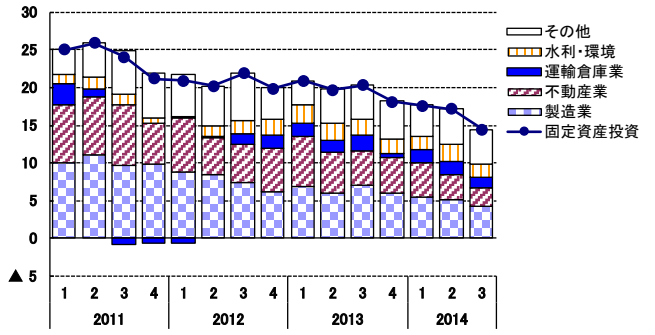
固定資産投資：減速に歯止め掛かるも伸びは大きく鈍化

1～9 月累計の固定資産投資（都市部）は、前年同期比＋16.1%となり、1～8 月累計の＋16.5%から伸びが鈍化した。政府は今年通年の目標を前年比＋17.5%としているが、その達成は相当困難な状況である。単月では 8 月の前年同月比＋13.8%から 9 月は＋13.9%へ小幅ながら伸びが高まり[3]、下げ止まる兆しも見られるが、四半期では 4～6 月期の前年同期比＋17.2%から 7～9 月期は＋14.4%へ大きく減速しており、冒頭で示した実質GDP成長率低下の主因となった[4]。

業種別に見ると、全体の 34.0%（2013 年）を占める製造業が 4～6 月期の前年同期比＋14.6%から 7～9 月期に＋12.3%へ鈍化したほか、インフラ関連が中心の運輸倉庫（シェア 8.0%）が 4～6 月期の＋24.0%から 7～9 月期に＋15.1%へ、水利・環境（シェア 8.5%）が＋27.2%から＋21.3%へ、それぞれ伸びが鈍化した。製造業においては、政府が進める過剰供給構造是正の影響のほか、人件費や人民元相場の上昇による競争力の低下などが、インフラ関連については、政府によるインフラ投資前倒しの効果がピークアウトしたことが、固定資産投資の減速につながったとみられる。

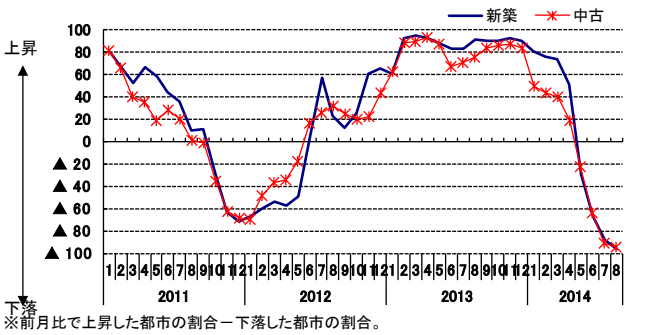
住宅市況の悪化を背景に、不動産業（シェア 25.5%）も 4～6 月期の前年同期比＋12.9%から 7～9 月期に＋10.3%へ伸びが鈍化、減速傾向が続いている。当社が試算した住宅価格 DI（住宅価格が前月比で上昇した都市の割合から下落した都市の割合を差し引いたもの）は、8 月に新築で▲96、中古で▲94 までマイナス幅が拡大、ほぼ全ての都市で住宅価格が下落していることを示した。また、8 月の住宅価格は、温州で前年同月比▲5.5%、杭州▲5.4%、濰陽▲1.6%など、70 都市中 19 都市で前年割れを記録した。

固定資産投資の推移（前年同期比、%）



（出所）中国国家統計局

住宅価格DIの推移（%Pt）



（出所）CEIC DATA

消費者物価上昇率の低下傾向が続く

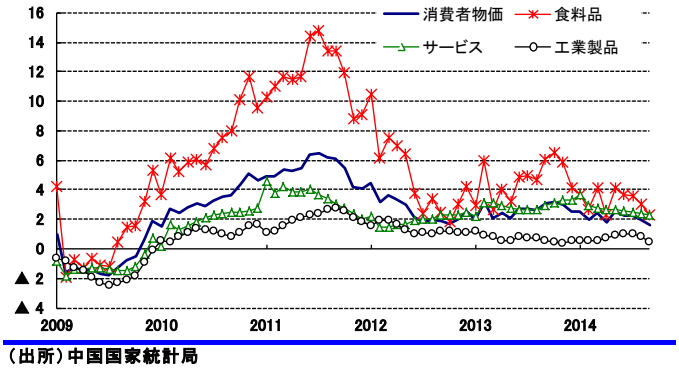
需要の回復力が弱く製品需給の改善が遅れる中で、9 月の消費者物価は 8 月の前年同月比＋2.0%から＋1.6%へ伸びが鈍化した。食料品（7 月前年同月比＋3.6%→8 月＋3.0%→9 月＋2.3%）やサービス（7 月＋2.5%→8 月＋2.4%→9 月＋2.3%）の伸びが鈍化傾向にあるなかで、工業製品（7 月＋1.0%→8 月＋0.8%→9 月＋0.5%）も一段と伸びが鈍化した。食品とエネルギーを除いたコア消費者物価も 1 月の前年同月比

[3] 2011 年の実数実績値を基準に当社にて試算。
[4] 1～6 月の実質 GDP 成長率（前年同期比＋7.4%）に対する総資本形成の寄与度 3.6%Pt に対して、1～9 月の成長率（＋7.4%）に対する寄与度は 3.0%Pt に低下している。なお、寄与が高まったのは純輸出（▲0.2%Pt→＋0.8%Pt）であり、最終消費（個人消費＋政府消費）も寄与が低下した（＋4.0%Pt→＋3.6%Pt）。

＋2.0%から緩やかな鈍化傾向にあり、9 月には＋1.5%まで低下している。

2014 年は 7.5%「程度」の成長に着地の見込み

消費者物価の推移（前年同月比、%）



（出所）中国国家統計局

こうした景気や物価動向に対して、政府（国家統計局）は、構造調整の副産物であり、成長ペースは減速したが経済活動は合理的な水準であるとの認識を示している[5]。

実際に、政府・中銀は引き続き部分的な対応策を打ち出すにとどめている。最近では、人民銀行（中銀）が 9 月 30 日、2 件目以降の住宅取得に対するローンの規制を緩和[6]した。これにより、住宅需要が持ち直し、住宅市況が回復（住宅価格の下げ止まりないしは上昇）、新規住宅建設の増加につながることが期待される。ただし、既に住宅在庫が大きく積み上がっている現状において、需要の拡大が住宅建設の増加につながるには幾分時間を要するとみられ、その景気刺激効果が表れるのは年明け以降となろう。

また、輸出は、人民元上昇という逆風あるが、ASEANや米国経済の拡大を背景に増勢維持を期待できるものの、固定資産投資のみならず、個人消費も国慶節期間（10 月 1～7 日）に目立った動きは見られず[7]、内需の復調は当分期待できない。前述の通り生産調整（在庫調整）の可能性もあることを踏まえると、10～12 月期の実質GDP成長率が 7～9 月期よりも高まるとは考え難い。仮に 10～12 月期の成長率が 7～9 月期と同程度にとどまれば、2014 年通年の成長率は前年比 7.4%となる（当社予想も 7.4%）。ただし、李克強首相が「雇用の確保ができれば成長率が 7.5%を多少下回っても構わない」という主旨の発言をたびたび行っていることを踏まえると、政府が目標とする成長率 7.5%「程度」とは、7.5%±0.2%Pt程度の範囲を意味しているとみられ、この解釈が正しければ 2014 年の成長率は政府目標通りの着地となる。

2015 年については、現行の第 12 次 5 ヵ年計画（2011～15 年）の最終年にあたるが、同計画における平均成長率目標 7%に対して 2014 年を含めた過去 4 年間の実績はいずれもこれを上回っており[8]、目標達成だけを考えれば、さほど高い成長率を必要としない。そのため、2015 年の成長率目標は雇用維持に必要な「7%程度」に引き下げられ、実際の成長率も 7%程度に落ち着くと予想する。

---

[5] 中国国際放送局によると、国家統計局の盛来運報道官は今回の GDP 成長率について「経済成長における様々な圧力が重なり合うことにより、構造調整の"陣痛"が予想以上となった」とし、「第 3 四半期の GDP 成長率は緩やかになったが、雇用や物価情勢は全体的に安定しており、経済活動は合理的なレンジにある」とした。

[6] これまで 2 件目の住宅取得において、住宅ローンの頭金は購入額の 7 割以上、金利は基準の 1.1 倍、3 件目の住宅取得は禁止とする地域が多かったが、今回の措置により 2 件目の住宅ローンは 1 件目のローンが終了していれば同条件で利用でき、3 件目も取得可能とした。

[7] NNA によると、国慶節期間中の主要企業の小売売上高（サービス含む）は前年同期比で 12.1%増えた。既に本文で触れた 1～9 月累計の小売販売が前年同期比＋12.0%であり、個人消費の増勢が強まったとは言えない。

[8] 2011 年 9.3%、2012 年 7.7%、2013 年 7.7%。