

# Economic Monitor

伊藤忠経済研究所

主任研究員 武田 淳 03-3497-3676 takeda-ats@itochu.co.jp

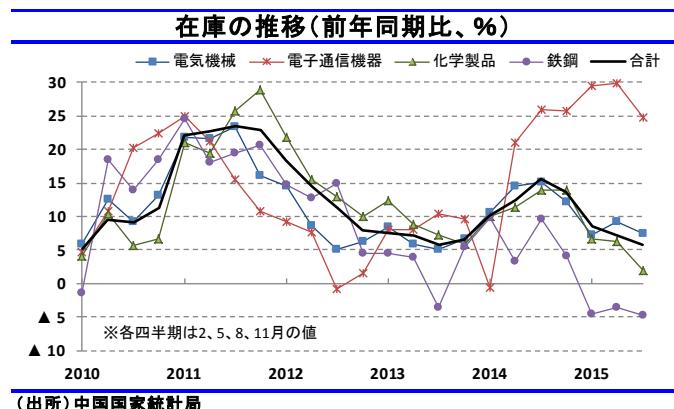
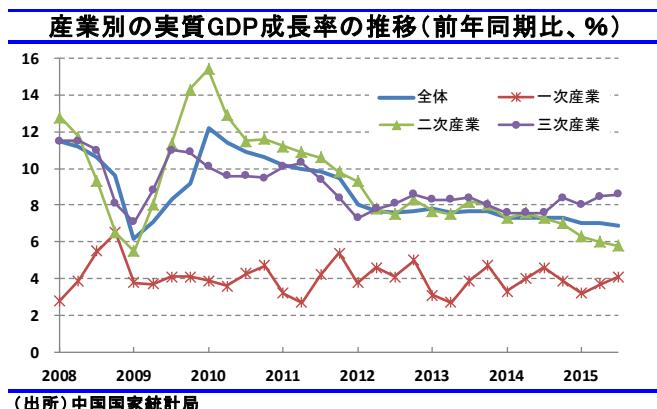
主任研究員 須賀昭一 03-3497-3678 suga-s@itochu.co.jp

## 中国経済：三次産業の堅調さに支えられ予想外の小幅減速（2015年7～9月期 GDP）

7～9月期の実質GDP成長率は前年同期比+6.9%となり4～6月期から小幅減速した。二次産業の減速が主因であり、三次産業は堅調な拡大を続け成長を支えた。こうした三次産業の動きは個人消費関連指標の改善と整合的であり、輸出にも改善の動きが見られたが、固定資産投資は減速が続いた。中国経済は過剰生産能力の調整と在庫調整という2つの調整を同時に進めているが、在庫調整は終了への道筋が見えてきており、年内にも景気の悪化に歯止めが掛かる見込み。

7～9月期の実質GDP成長率は7%割れながら予想を上回る

今月19日に発表された2015年7～9月の実質GDP成長率は前年同期比+6.9%となり、4～6月期の+7.0%から減速した。成長率が7%を割り込むのは、リーマン・ショック直後の2009年1～3月期以来、約6年ぶりとなる。ただ、事前予想コンセンサスの+6.8%は上回り、若干のポジティブ・サプライズと言える。産業別の状況を見ると、製造業などの二次産業は減速（4～6月期前年同期比+6.0%→7～9月期+5.8%）した一方で、サービス業などの三次産業が8%を超える高い伸びを維持（+8.5%→+8.6%）し、一次産業も伸びを高めた（+3.7%→+4.1%）。



二次産業の減速は、工業生産からも確認できる。工業生産は4～6月期の前年同期比+6.3%程度から7月は前年同月比+6.0%へ減速、8月は+6.1%へ持ち直したものの、9月は+5.7%となり、減速傾向から脱していないことが明らかとなった。未だ在庫調整の動きが続いていることが背景にある。在庫の伸びは工業製品全体で2014年8月の前年同月比+15.6%から2015年8月は+5.7%へ鈍化しており、在庫調整は進んでいるものの、生産者物価の大幅下落<sup>1</sup>が続いていることが示す通り、依然として調整余地を残していると考えられる。

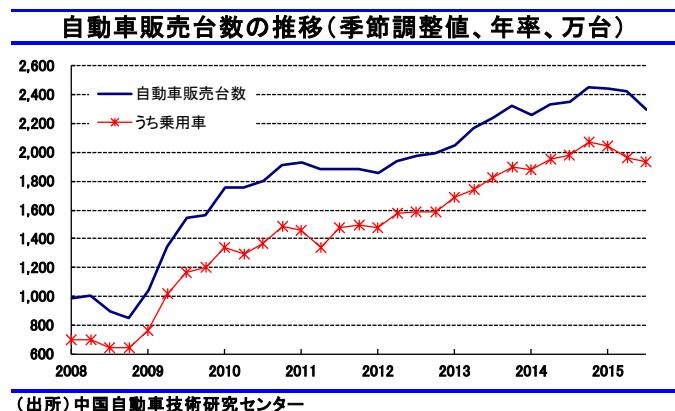
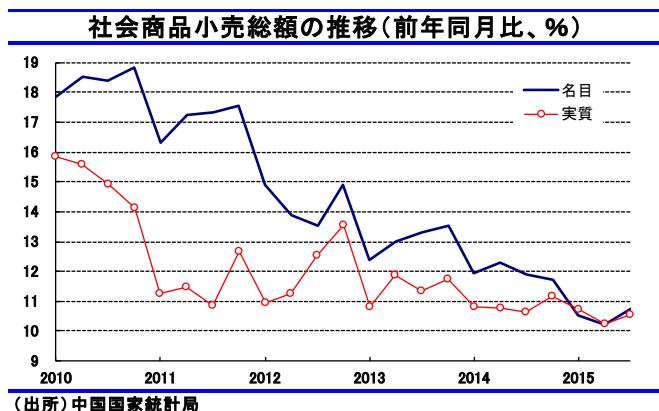
### 個人消費関連指標の改善が三次産業の堅調拡大を裏付け

一方の三次産業は、4～6月期の成長率を大きく押し上げた株式売買手数料の伸びが7～9月期には鈍化し

<sup>1</sup> 9月の生産者物価は前年同月比▲5.9%となり、8月と変わらずであった。石油ガス(9月前年同月比▲40.6%)や石炭(同▲15.4%)、鉄鉱石(同▲19.9%)など資源価格の下落が主因であるが、日用品(同▲1.0%)など消費財も全体でマイナスが続いている。

たとみられる中で、全体として高い伸びを維持しており、金融分野における反動落ちをその他の分野でカバーしていたことになる。

統計で確認できるものとしては、小売販売額（社会商品小売総額）の動きを見る限り、三次産業のうち最大シェアを占める卸小売業は成長率の押し上げに貢献した模様である。小売販売額は、4~6月の前年同期比+10.2%から7月+10.5%、8月+10.8%、9月+10.9%と徐々に伸びを高め、7~9月期では+10.7%となった。物価上昇分を除いた実質でも、4~6月期の前年同期比+10.2%から7~9月期は+10.5%へ増勢を強めている。この間、株価は大幅に下落したが、その影響は今のところ限定的のようである。

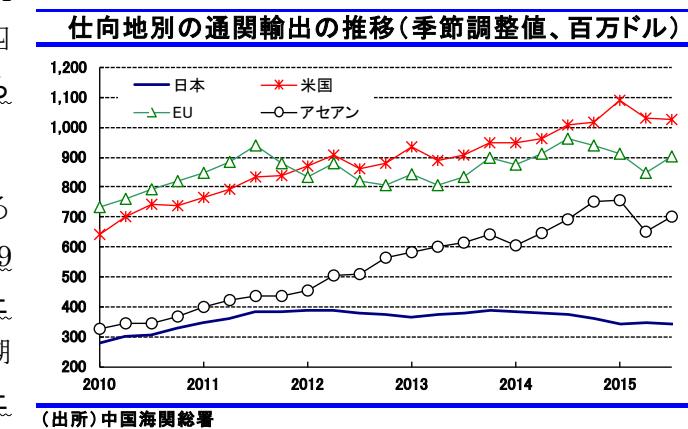


自動車販売にも、やや明るさが見られる。自動車販売台数（含む商業車）は、9月に前年同月比+2.1%と6カ月ぶりのプラスに転じた。そのうち、個人消費と関連の強い乗用車販売台数は、9月に前年同月比+3.3%と4カ月ぶりの増加を記録している。当研究所試算の季節調整値では、8月の前月比+2.9%から9月は+6.2%へ増勢を強めており、年率換算では2,036万台と3月以来の2,000万台超えとなっている。四半期で見れば4~6月期の前年同期比+0.5%から7~9月期は▲1.9%へ、前期比でも7~9月期は▲1.1%とマイナスが続いているが、乗用車販売は8月から9月にかけて下げ止まりから持ち直しの動きを見せていている。

## 輸出も主要地域向けを中心に改善の動き

以上の通り、個人消費関連分野は総じて復調の動きが確認できるが、製造業分野の景況感悪化の一因であった輸出動向にも改善の兆しが見られる。9月の輸出額（通関ベース、ドル建て）は、前年同月比▲3.8%と3カ月連続のマイナスとなったが、当研究所試算の季節調整値では前月比+3.4%と8月(+2.9%)に続けて増加した。その結果、四半期ベースで見ると、4~6月期の前期比▲4.8%から7~9月は+8.2%と3四半期ぶりの増加に転じ、年前半の大幅な落ち込みから持ち直しつつある様子が確認できる。

仕向地別には、全体の11.6%（2014年）を占めるASEAN向けが4~6月期の前期比▲13.9%から7~9月期は+7.5%へリバウンドしたほか、EU向け（シェア15.8%）が4四半期ぶりの増加に転じ（4~6月期前期比▲7.3%→7~9月期+6.4%）、米国向け（シェ



ア 16.9%) はマイナス幅を縮小させ下げ止まりの兆しを見せるなど ( $\Delta 5.5\% \rightarrow \Delta 0.8\%$ )、主要地域向けは総じて改善している<sup>2</sup>。

## 固定資産投資は引き続き減速

底堅い個人消費、持ち直しの兆しを見せる輸出とは対照的に、固定資産投資は一段と減速している。1~9月期累計固定資産投資（都市部）は、1~8月累計の前年同期比+10.9%から+10.3%へ伸びが鈍化した。これに基づいて試算すると単月では8月の前年同月比+9.2%から9月は+6.9%まで減速したことになる。四半期で見ても、4~6月期の前年同期比+10.4%から7~9月期は+8.7%へ大きく減速している。業種別の内訳を見ると、製造業（シェア33.4%、2014年）が4~6月期の前年同期比+9.4%から7~9月期は+6.2%へ減速するなど、二次産業の伸びの鈍化傾向が続いた。インフラ関連では、運輸・倉庫（4~6月期+19.4%→7~9月期+11.5%）の伸びが鈍化する一方で、水利・環境（4~6月期+17.1%→7~9月期+22.5%）は増勢を強めた。政府が打ち出した投資プロジェクトが進捗し始めた模様であるが、それでも過剰生産能力の調整に伴う投資抑制の影響が上回り、固定資産投資全体の減速には歯止めが掛かっていない。

## 政策発動の余地もあり 2015年の成長率目標は概ね達成の見込み

以上の様子からも窺える通り、現在の中国経済は、中長期的な課題である過剰生産能力の調整が固定資産投資の減速という形で成長ペースを抑制する中で、短期的には在庫調整による製品需給の悪化が製造業の業績を下押しし、企業の景況感を悪化させる状況にある。そして、これら2つの調整が、いずれも道半ばの状況にあるため、7%近い成長ペースを維持していくとも、景況感の改善に至っていないわけである。とはいっても、在庫調整は緩やかながらも一応は進展しており、今後、個人消費がさらに増勢を強め、輸出が持ち直せば、在庫調整は終了、製品需給が引き締まり、景況感は改善に向かうことが期待される。7~9月のGDP統計や9月の主要指標など、最近発表された経済指標は、中国経済がこうした回復への道筋から大きくはずれてはいないことを示唆しており、年内にも景況感の悪化に歯止めが掛かることとなろう。

そして、財政および金融面から景気刺激策を打ち出す余地が残されていることが、こうした景気底入れの可能性を高める要因となる。9月の消費者物価は、主に食品価格の落ち着きにより、8月の前年同月比+2.0%から1.6%へ上昇率が低下した。人民銀行は、8月25日にも政策金利を引き下げたが、それでも1年物貸出基準金利は4.60%であり、物価上昇率と比較すると利下げ余地は十分にある。そのため、10~

<sup>2</sup> 日本向け（シェア6.4%）は4~6月期の前期比+0.4%から7~9月期は▲1.0%と一進一退であった。

12月期の実質GDP成長率は7～9月期と同程度を維持、2015年通年の成長率は前年比+6.9%となり、政府が目標とする「7%前後」の成長をかろうじて達成することになろう。

ただ、中長期的には、さらなる成長ペースの鈍化は不可避である。10月26日から開催される五中全会では次期5ヵ年計画（2016～20年）について議論される予定であるが、成長率目標が現在の5ヵ年計画の7%から6.5%へ引き下げるかどうか注目される。