

2015年10月21日 全10頁

# 中国：6年半ぶりの7%割れだが…

巷でいわれるほどの悪化ではない

経済調査部  
主席研究員 齋藤 尚登

## [要約]

- 国家統計局によると、2015年7月～9月、1月～9月の実質GDP成長率はともに前年同期比6.9%だった。2015年の政府経済成長率目標である7.0%前後を下回り、2009年1月～3月（同6.2%）以来6年半ぶりの低水準となったが、2015年1月～6月の同7.0%からは僅か0.1%ポイントの減速である。実質GDP成長率は2010年の前年比10.6%をピークに5年にわたり低下傾向が続いている。景気減速は今に始まった話ではなく、ここへきて急速に景気が悪化しているわけでもない。
- 9月下旬に実施した政府系シンクタンクや現地エコノミストへのヒアリングでは、「中国政府は2015年の政府成長率目標7.0%前後に対して、若干の下振れ（6.8%～6.9%）を容認する」との見方であった。一部で期待が高まっている、かつての4兆元の景気対策のような大規模な政策発動は全く想定されていない。当面は、ソフトランディングを目指すための追加金融緩和やある程度の財政政策などの景気下支え策が若干強化されるとみている。
- 10月26日～29日に開催される五中全会では、2016年～2020年の経済運営方針・目標を盛り込む第13次5ヵ年計画が討議される。成長率目標を現5ヵ年計画の7%前後から6.5%前後に引き下げることなどを議論するとみられる。
- 重要なのは、大規模な景気刺激策の発動が想定されないなか、如何にして重点分野の増強を図るか、という視点である。政府系シンクタンクへのヒアリングでは、「新5ヵ年計画で、環境保護投資に対して『投資減税』を導入し、企業にメリットを感じさせることを提案したい」との指摘があったが、全くの同感である。これまで、中国企業が大気汚染対策をはじめとする環境保護投資に前向きでなかったのは、こうした投資をコストと見做し、それを抑えることが是とされたためである。同様の構図は研究開発投資にも当てはまる。こうした『投資減税』を示唆する内容が出てくれば、プラスに評価したい。

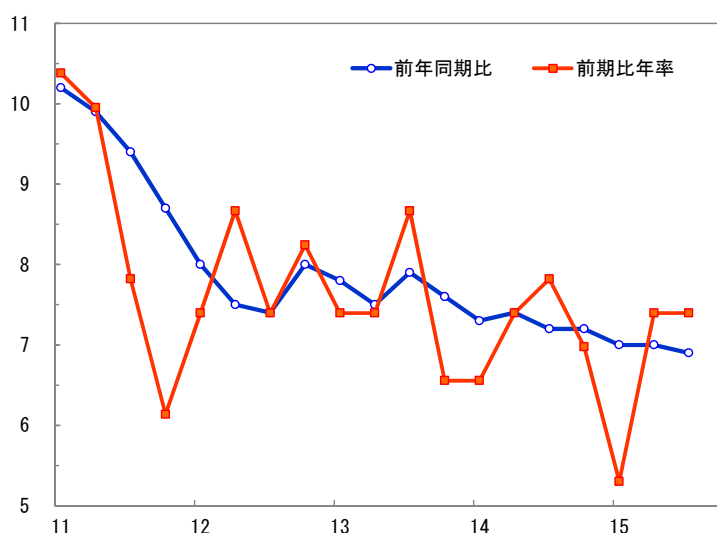
## 2015年7月～9月は6年半ぶりの7%割れだが…

国家統計局によると、2015年7月～9月、1月～9月の実質GDP成長率はともに前年同期比6.9%だった。2015年の政府経済成長率目標である7.0%前後を下回り、2009年1月～3月(同6.2%)以来6年半ぶりの低水準となったが、2015年1月～6月の同7.0%からは僅か0.1%ポイントの減速である。実質GDP成長率は2010年の前年比10.6%をピークに5年にわたり低下傾向が続いている。景気減速は今に始まった話ではなく、ここへきて急速に景気が悪化しているわけではない。

7月～9月の前期比は1.8%（年率換算7.4%）と4月～6月と同じだった。前期比では1月～3月の同1.3%（年率換算5.3%）が直近のボトムとなっている。

1月～9月の6.9%成長に対する需要項目別寄与度は、最終消費支出が4.0%ポイント、総資本形成は3.0%ポイント、純輸出は-0.1%ポイントだった。

### 中国の実質GDP成長率（四半期）の推移（単位：％）



(出所) 国家統計局より大和総研作成

### 需要項目別実質GDP成長率寄与度（単位：％、%ポイント）

	実質GDP成長率	最終消費支出	総資本形成	純輸出
2006	12.7	5.4	5.4	1.9
2007	14.2	6.5	6.2	1.5
2008	9.6	4.3	5.0	0.3
2009	9.2	5.3	8.0	-4.1
2010	10.6	5.0	7.0	-1.4
2011	9.5	6.0	4.3	-0.8
2012	7.7	4.4	3.2	0.1
2013	7.7	3.7	4.2	-0.2
2014	7.3	3.8	3.4	0.1
2015. 1-3	7.0	4.5	1.2	1.3
2015. 1-6	7.0	4.2	2.5	0.3
2015. 1-9	6.9	4.0	3.0	-0.1

(出所) 2015年はCEIC、それ以外は中国国家统计局より大和総研作成

7月～9月の産業別 GDP 実質成長率は第三次産業が金融業をリード役に同 8.6%と堅調。第二次産業は同 5.8%、第一次産業は同 4.1%だった。中国は第二次産業中心との印象が強いが、ウエイトは 2012 年に第三次産業が第二次産業を逆転し、2015 年 1月～9月では 51.4%を占めている。第二次産業を中心とする景気悪化のイメージと、GDP 統計とのギャップの背景の一つには、こうした構造変化に認識が追い付いていないことがあるのかもしれない。

#### 2015 年 7 月～9 月、1 月～9 月の産業別 GDP (単位: 億元、%)

	金額 (名目)		ウエイト 1月～9月	実質成長率	
	7月～9月	1月～9月		7月～9月	1月～9月
第一次産業	18,085	39,195	8.0	4.1	3.8
第二次産業	69,801	197,799	40.6	5.8	6.0
工業	57,560	167,314	34.3	5.8	5.9
建設業	12,531	31,327	6.4	5.8	6.5
第三次産業	85,709	250,779	51.4	8.6	8.4
卸売・小売業	16,541	47,690	9.8	6.1	6.0
金融業	14,091	42,607	8.7	16.1	17.0
不動産業	10,409	29,848	6.1	4.9	3.6
交通運輸、倉庫、郵政業	7,945	22,475	4.6	4.7	4.7
ホテル・飲食業	3,119	8,762	1.8	6.5	6.0
その他サービス業	32,755	97,247	19.9	9.5	9.0
合計	173,595	487,774	100.0	6.9	6.9

(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

## 実質小売売上は底堅さを維持

1月～9月の実質小売売上は前年同期比 10.5%増だった。1月～6月から伸び率は変わらずと底堅さを維持している。月毎には 7月、8月はそれぞれ前年同月比 10.4%増、9月は同 10.8%増と伸びがやや加速した。

実質可処分所得の堅調な伸びが底堅い実質小売売上を支えている。1月～9月の実質可処分所得は同 7.7%増と 1月～6月の同 7.6%増からほぼ変わらずであった。給与所得の堅調な増加に加え、都市では家賃収入、農村では土地使用権リース収入など財産性収入が大きく増加している。都市・農村別の一人当たり実質可処分所得は、それぞれ同 6.8%増、同 8.1%増だった。都市最低賃金引き上げの恩恵が大きい出稼ぎ収入の大幅増加を背景に、2010 年以降、農村住民の実質可処分所得の伸びが都市のそれを上回る状況が続いている。1月～9月の名目小売売上は同 10.5%増であったが、都市は同 10.3%増、農村は同 11.7%増と、農村の消費の伸びが都市のそれを上回った。これは 2013 年以降続いている。

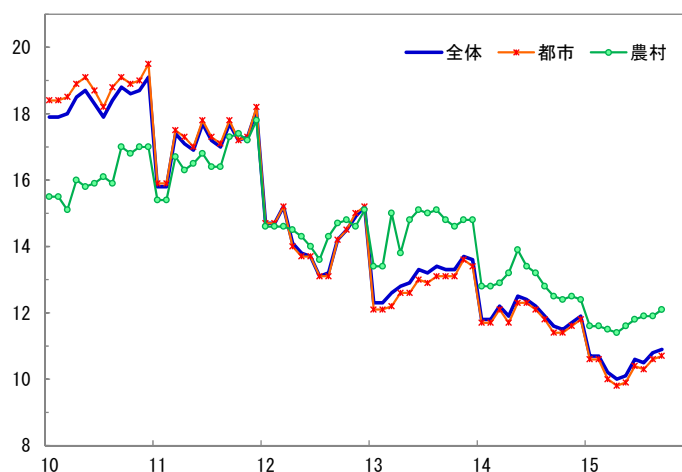
株価暴落<sup>1</sup>による消費への影響を懸念する向きもあったが、9月下旬に行った現地（北京）エコノミストへのヒアリングでは、「中国人はこぞって株式投資に熱中しているとみられているが

<sup>1</sup> 上海総合株価指数は 6月 12日に前年末比 59.7%高の年初来高値 5,166.35 ポイントを付けた後、大きく調整した。8月 26日は 2,927.29 ポイントで引け、高値からは 43.3%暴落し、年初からの上昇分の全てを失った。10月 20日時点は 3,425.33 ポイント、前年末比 5.9%高の水準。

それは増幅されたイメージである。家計金融資産に占める株式等の割合は10%程度で、現預金・債券が80%と圧倒的に多い。株価の上昇（下落）による資産効果（逆資産効果）は「さほど大きくない」との指摘があった。

実際、株価と乗用車販売はあまり関係がない。乗用車販売は7月の前年同月比6.6%減をボトムに改善に向かい、9月は同3.3%増と4ヵ月ぶりにプラスに転じた。乗用車販売を大きく左右するのは在庫調整である。中国自動車（自動車）工業協会が発表する統計は末端の販売統計ではなく、工場からの出荷統計であり、メーカーによる年間販売目標の引き下げなどを受けて、春先以降、在庫調整が本格化した。それがほぼ一段落した可能性がある。

### 小売売上（名目）伸び率（前年同月比、%）



(注) 旧正月の時期のずれによる影響を避けるため1月と2月は平均値  
(出所) 国家統計局より大和総研作成

### 中国の自動車販売と乗用車販売の推移（単位：万台、%）

	自動車販売台数	前年比	乗用車販売台数	前年比
	万台	%	万台	%
2006	718.4	24.8	514.9	29.6
2007	878.5	22.3	629.8	22.3
2008	936.3	6.6	674.7	7.1
2009	1,362.2	45.5	1,031.5	52.9
2010	1,804.2	32.5	1,374.9	33.3
2011	1,853.3	2.7	1,449.8	5.4
2012	1,930.3	4.2	1,549.4	6.9
2013	2,199.3	13.9	1,792.8	15.7
2014	2,348.9	6.8	1,970.0	9.9
2015. 1-3	615.3	3.9	530.5	9.0
2015. 4	199.5	-0.5	166.9	3.7
2015. 5	190.4	-0.4	160.9	1.2
2015. 6	180.3	-2.3	151.1	-3.4
2015. 7	150.3	-7.1	126.9	-6.6
2015. 8	166.4	-3.0	141.8	-3.4
2015. 9	202.5	2.1	175.1	3.3

(注) 自動車は乗用車にトラックなど商用車を加えたもの  
(出所) 中国自動車工業協会より大和総研作成

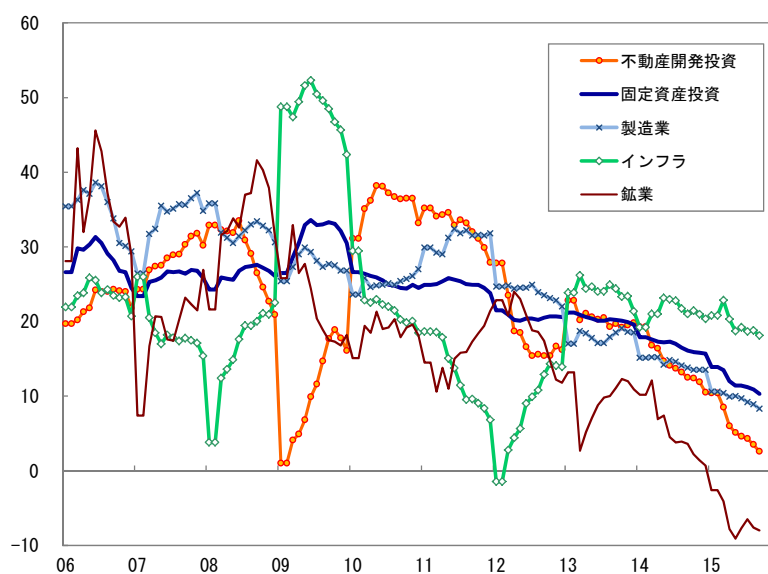
李克強首相が主宰する国務院常務会議は9月29日に、2015年10月1日～2016年12月31日の期間限定で、排気量1.6L以下の乗用車の車両購入税を車両価格の10%から5%へ半減することを決定した。対象となる乗用車は全体の65%程度と広範であり、今後の動向が注目される。

## 固定資産投資の減速は続く

固定資産投資はなかなか下げ止まらない。1月～9月は前年同期比10.3%増と、1月～6月の同11.4%増から一段と減速した。鉱業投資は1月～6月の同7.7%減⇒1月～9月は同8.0%減へとマイナス幅が拡大。製造業投資は同9.7%増⇒同8.3%増へ、不動産開発投資は同4.6%増⇒同2.6%増へと減速している。

一方で2013年以降、同20%増前後の伸びが続いているインフラ投資は、同19.2%増⇒同18.1%増と伸びは若干鈍化したとはいえ、大幅増加を維持した。

### 固定資産投資（1月からの累積の前年同期比）の推移（単位：％）

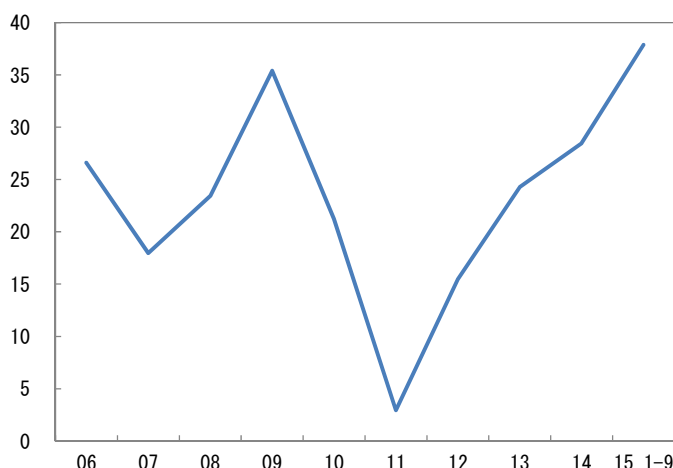


（出所）国家統計局より大和総研作成

固定資産投資の増加額に占めるインフラ投資増加額の割合の推移をみると、2015年1月～9月は37.9%に達し、2008年11月に発動された4兆元の景気対策でインフラ投資が急増した2009年の35.4%を上回った。2009年は急増する固定資産投資の牽引役、現在は投資減速下での下支え役と状況は異なるが、中国はインフラ投資への依存度を再び大きく高めている。

政府はインフラ投資をさらに増強する意向であり、国家発展改革委員会は5月以降、インフラ投資プロジェクトの認可を加速。10月に入ってから合計2,744億元の鉄道建設プロジェクト（13日）や676億元の道路建設プロジェクト（15日）が認可を受けている。

### 固定資産投資増加額に占めるインフラ投資増加額の割合の推移（単位：％）



（出所）国家統計局より大和総研作成

春以降の住宅販売急回復を受けて、今後、不動産開発投資が下げ止まるかが注目される。不動産開発投資の先行指標である住宅販売金額は、2014年は前年比7.8%減、2015年1月～2月は前年同期比16.7%減と不振であったが、その後回復傾向を強め、1月～9月では同18.2%増となった。さらに中国政府は、①中国に在留する駐在員や留学生の居住目的の住宅購入に対する規制を大幅に緩和したほか、1軒目の住宅ローンを完済した家計が居住条件の改善を目的に住宅積立金貸出を利用して住宅を購入する際の頭金比率を従来の30%以上から20%以上に引き下げる（8月下旬）、②1軒目の住宅を購入する際の頭金比率を従来の30%以上から25%以上に引き下げる（9月下旬）、といった住宅市場刺激策を打ち出している。

住宅販売金額と不動産開発投資との連動性は、住宅販売金額を7ヵ月～8ヵ月先行させた時に最大となる。住宅販売金額のボトムが1月～2月なので、そろそろ不動産開発投資が底打ちから回復に転じてもおかしくはない。そうなれば、中国経済のダウンサイド・リスクは大きく低下しよう。

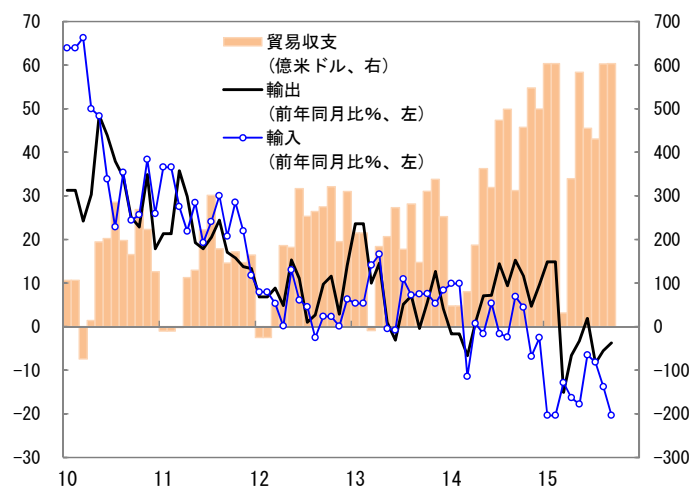
### 輸入数量の減少は最悪期を脱した可能性

1月～9月の輸出（米ドルベース、以下同じ）は前年同期比1.9%減と前年割れとなった（1月～6月は同0.6%増）。8月11日から3日間続いた人民元切り下げにより対米ドルレートは累計4.7%の元安となったが、8月13日には中国人民銀行がこれ以上の元安は望まない旨を表明、9月末時点では切り下げ前と比べて4.0%の元安水準である。人民元切り下げは、実質実効為替レートの調整が目的の一つであったと思われるが、他のアジアの新興国通貨が人民元以上の下落となったことで、同レートの調整は僅かにとどまった。7月末と9月末との比較では0.9%の元安にすぎない。輸出改善効果は極めて限定的である。

1月～9月の輸入は同15.3%減と大幅減となった（1月～6月は同15.7%減）。次ページ下図は、輸入の前年同月比を価格と数量に分けたものであり（直近は8月）、ここからは、①輸入価格は、資源・エネルギー価格下落を背景に大幅な下落が続いていること、②輸入数量は、固定

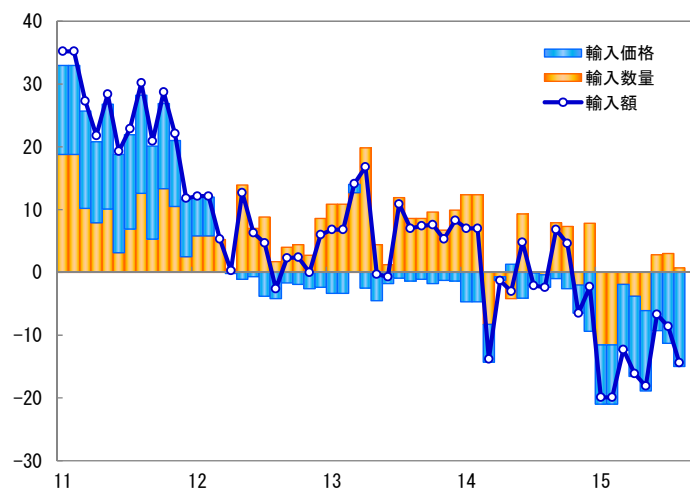
資産投資減速など内需悪化を映して、2015年に入って大きく減少したが、春以降は改善傾向にあり、6月以降はプラスに転じた、ことが指摘できる。輸入数量の変化からは、内需の最悪期は1月～3月であったことが示唆される。

### 輸出、輸入、貿易収支の推移（単位：％、億米ドル）



(注) 旧正月の時期のずれによる影響を避けるため、1月と2月は平均  
(出所) 通関統計、CEICより大和総研作成

### 輸入の前年同月比（価格、数量）の推移（単位：％）



(注) 1月～2月は平均  
(出所) 中国通関統計より大和総研作成

## 大規模な景気刺激策は想定されず

9月下旬に実施した政府系シンクタンクや現地エコノミストへのヒアリングでは、「中国政府は2015年の政府成長率目標7.0%前後に対して、若干の下振れを容認する」との見方であった。2014年の政府成長率目標が7.5%前後で実績が7.3%であったことからすると、2015年の着地



点は6.8%~6.9%を想定していよう。一部で期待が高まっている、かつての4兆元の景気対策のような大規模な政策発動は全く想定されていない。当面は、ソフトランディングを目指すための追加金融緩和やある程度の財政政策などの景気下支え策が若干強化されるとみている。

10月26日~29日に開催される五中全会では、2016年~2020年の経済運営方針・目標を盛り込む第13次5ヵ年計画が討議される。成長率目標を現5ヵ年計画の7%前後から6.5%前後に引き下げることなどを議論するとみられる。12月には毎年恒例の経済工作会議が開催され、2016年の経済運営の重点などが議論される。

重要なのは、大規模な景気刺激策の発動が想定されないなか、如何にして重点分野の増強を図るか、という視点である。政府系シンクタンクへのヒアリングでは、「新5ヵ年計画で、環境保護投資に対して『投資減税』を導入し、企業にメリットを感じさせることを提案したい」との指摘があったが、全くの同感である。これまで、中国企業が大気汚染対策をはじめとする環境保護投資に前向きでなかったのは、こうした投資をコストと見做し、それを抑えることが是とされたためである。同様の構図は研究開発投資にも当てはまる。こうした『投資減税』を示唆する内容が出てくれば、プラスに評価したい。

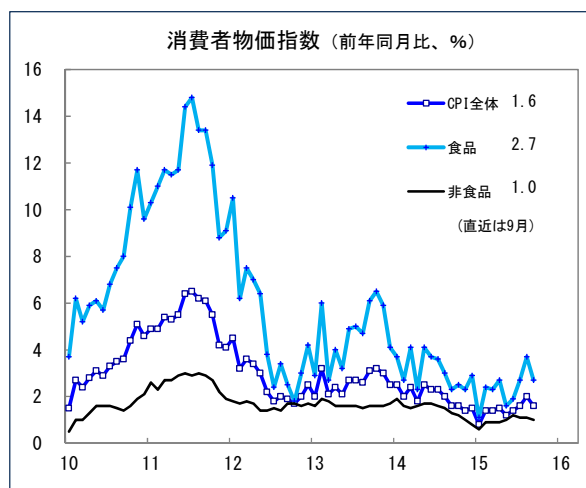
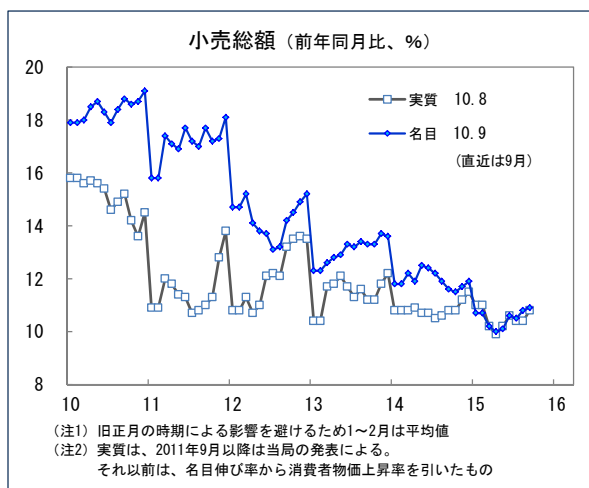
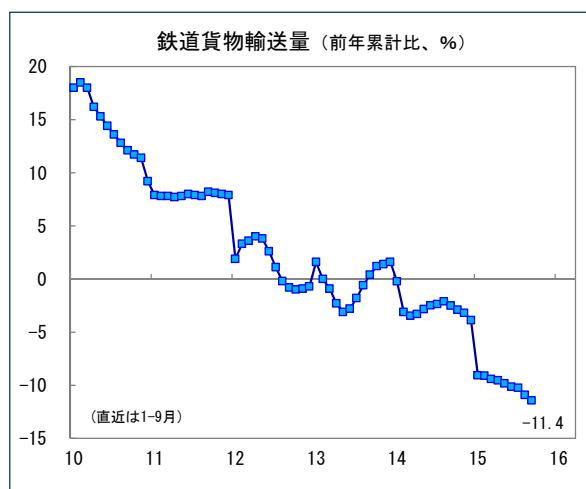
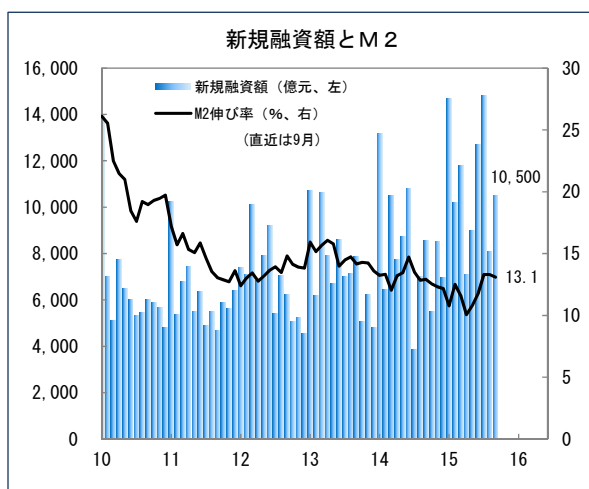
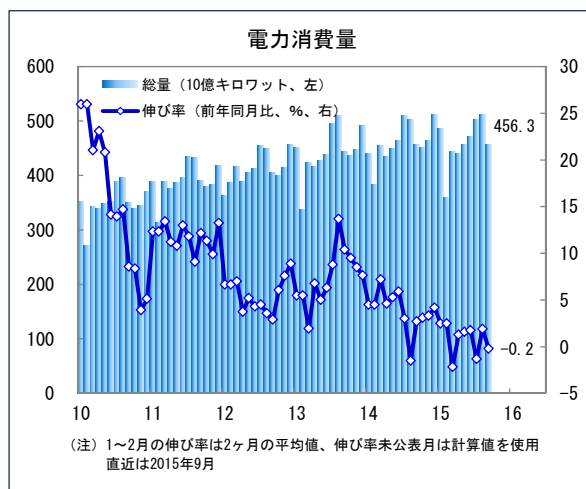
### 主要経済指標一覧

	2015年4月	5月	6月	7月	8月	9月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	-	7.0	-	-	6.9
鉱工業生産（前年同月比、%）	5.9	6.1	6.8	6.0	6.1	5.7
電力消費量（前年同月比、%）	1.3	1.6	1.8	-1.3	1.9	-0.2
鉄道貨物輸送量（前年累計比、%）	-9.5	-9.8	-10.1	-10.2	-10.9	-11.4
固定資産投資（前年累計比、%）	12.0	11.4	11.4	11.2	10.9	10.3
不動産開発投資（前年累計比、%）	6.0	5.1	4.6	4.3	3.5	2.6
小売総額 名目（前年同月比、%）	10.0	10.1	10.6	10.5	10.8	10.9
実質（前年同月比、%）	9.9	10.2	10.6	10.4	10.4	10.8
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	1.5	1.2	1.4	1.6	2.0	1.6
食品（前年同月比、%）	2.7	1.6	1.9	2.7	3.7	2.7
非食品（前年同月比、%）	0.9	1.0	1.2	1.1	1.1	1.0
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-4.6	-4.6	-4.8	-5.4	-5.9	-5.9
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-5.5	-5.5	-5.6	-6.1	-6.6	-6.8
新規融資額（億元）	7,079	9,008	12,713	14,800	8,096	10,500
M2伸び率（%）	10.1	10.8	11.8	13.3	13.3	13.1
輸出（前年同月比、%）	-6.6	-3.2	1.9	-8.4	-5.5	-3.7
輸入（前年同月比、%）	-16.3	-17.8	-6.5	-8.2	-13.8	-20.4
貿易収支（億米ドル）	341.3	588.7	465.4	430.2	602.4	603.4
新築住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	-3.2	-2.3	-1.1	1.0	3.0	
上海（前年同月比、%）	-4.7	-2.3	0.3	3.1	5.6	
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-17.3	-16.0	-15.8	-16.8	-16.8	-12.6
完工面積（前年累計比、%）	-10.5	-13.3	-13.8	-13.1	-14.6	-9.8
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-4.8	-0.2	3.9	6.1	7.2	7.5
金額（前年累計比、%）	-3.1	3.1	10.0	13.4	15.3	15.3

（出所）国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄道省、CEICより大和総研作成

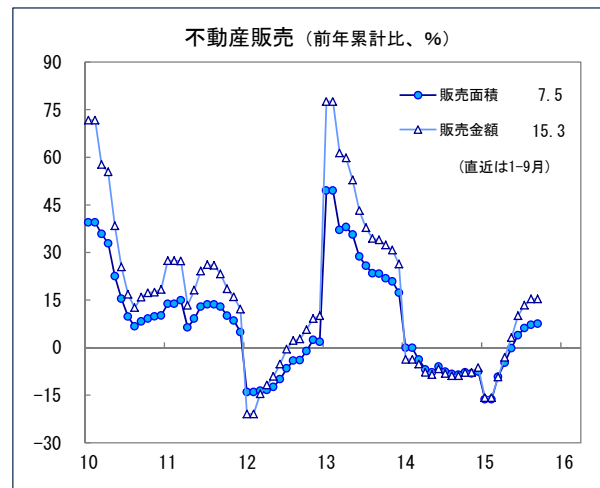
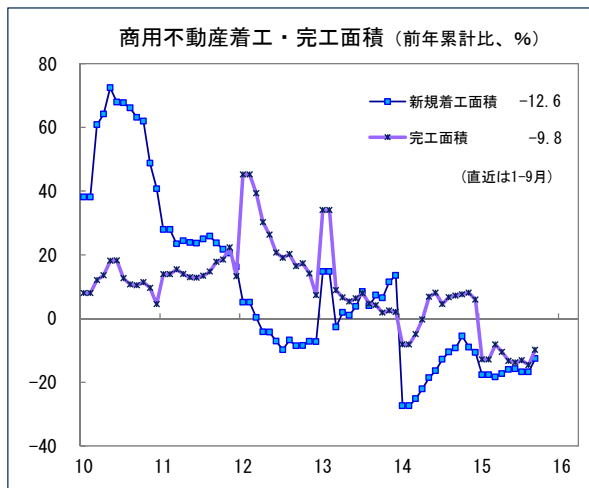
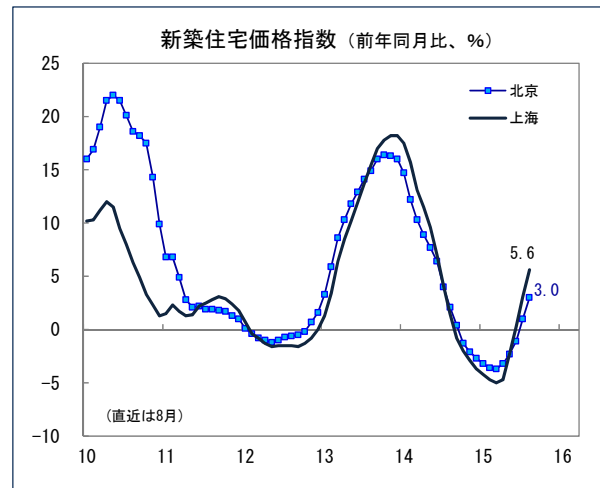
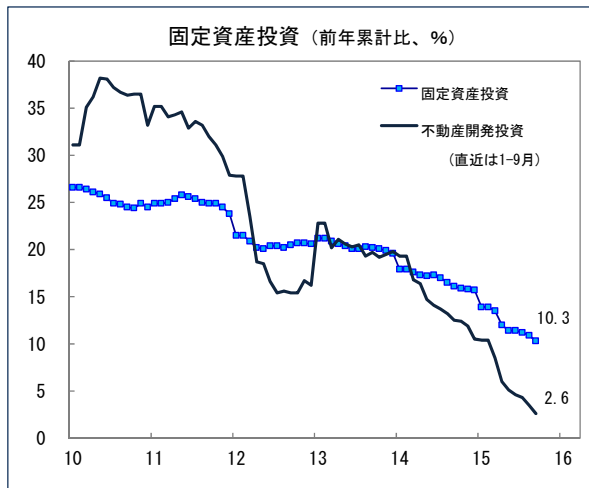
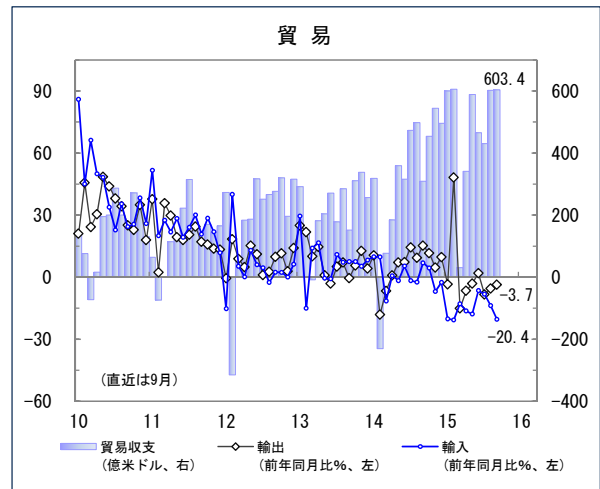
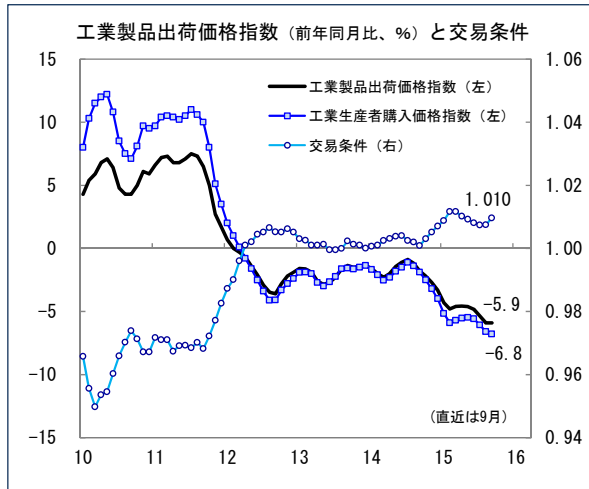


## 主要経済指標一覧（続き）



（出所）国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄道省、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄道省、CEIC より大和総研作成