

Asia Trends

マクロ経済分析レポート

2008年～2010年の中国経済見通し

～100年に一度の金融危機を受け、5年連続二桁成長に「再見」～

発表日：2008年11月28日（金）

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 エコノミスト 董 冰（とう ひょう、03-5221-4527）

～要 旨～

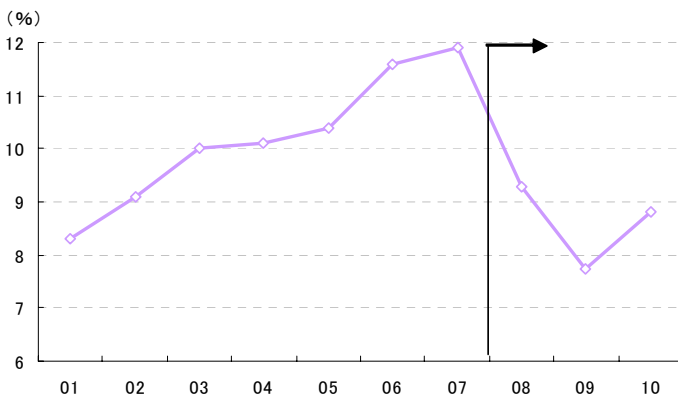
- 2008年7－9月期のGDP統計、先行指標である生産、製造業購買担当者景気指数（PMI）統計の公表を受け、2008・2009年中国経済見通しの改訂を行い、新たに2010年の見通しを作成した。実質GDP成長率の見通しは、2008年が前年比+9.3%、2009年が同+7.8%、2010年が同+8.8%である。100年に一度の金融危機を受け、日米欧など世界経済の同時減速はこれから本格化すると想定されるため、輸出が大幅に減少する可能性が強まっていることが下方修正の主因である。また、不動産市況の悪化は投資の減速に繋がるだけでなく、関連産業にも影響を及ぼす可能性が大きい。
- 11月27日の国家発展改革委員会の記者会見では、4兆元景気対策の内訳を提示し、GDPへの押し上げ効果は毎年1%とした。現時点において、景気対策が織り込まなければ、2009年の実質GDPは6%台、2010年は7%台に留まったと予想する。
- 輸出を取り巻く環境をみると、人民元の切り上げペースの鈍化や、輸出付加価値税の還付率の引き上げといったプラス材料があるものの、海外購買力の低下圧力が強まっている。クリスマス商戦が低調と予想されることから、中国はその影響を大きく受けるとみられる。
- 人民元対ドル相場をみてみると、今年上半期の人民元の上昇ペースは6.14%増価したのに対して、下半期は0.26%しか切り上げていない。世界的な景気低迷が広がる中、輸出企業支援に向け中国当局が人民元の切り上げペースを引き続き落とす傾向が続くとみられる。
- 固定資産投資について、当局による景気刺激対策といったプラス材料があるものの、企業収益の悪化は設備投資の鈍化に繋がる上、不動産投資の減少も懸念される。
- 個人消費について、オリンピックの終了に伴い、勢いは衰えたようだ。先行きについて、農村消費の好調という好材料があるものの、今後の雇用・所得環境、消費者心理の悪化が想定されるため、中国経済の牽引役となりながらも、今年からは大幅に鈍化すると予想される。
- 2010年は上海万博が開催されるため、消費については五輪以上の経済効果が期待されるものの、今回の金融危機の影響は過去より厳しいものと想定されるため、海外経済は完全に復調するまでには時間がかかると考え、輸出の伸びも緩やかなものに留まり、成長率もそれほど高まることはないと予想している。
- 金融危機に直面している中、中国は世界経済における重要な役割を果たすだろう。100年に一度の金融危機をうまく乗り越えることができれば、中国は世界経済の中心に躍り出ると言っても過言ではなさそうだ。

●見通しを大幅に下方修正

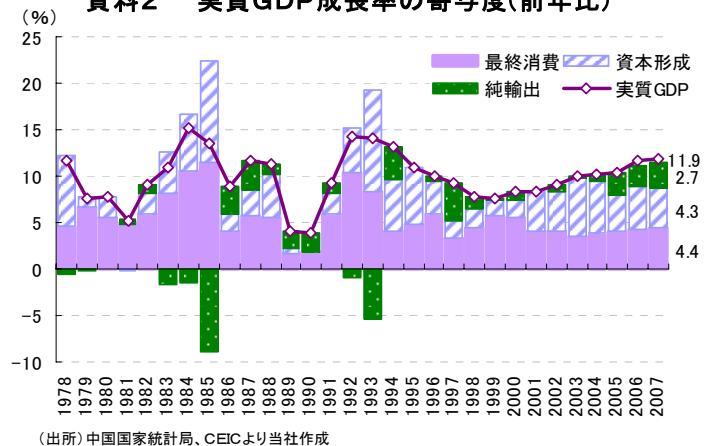
2008年7-9月期のGDPの減速、先行指標である生産、製造業購買担当者景気指数（PMI）の急激な悪化、さらに政府の4兆元刺激策のいわゆる「真水」が予想を大きく下回ったことを考慮し、2008・2009年中国経済見通しの改訂を行い、新たに2010年の見通しを作成した。実質GDP成長率の見通しは、2008年が前年比+9.3%、2009年が同+7.8%、2010年が同+8.8%である。現在の潜在成長率は9.5%とみられており、それを下回る伸び率が続く見通しである。

2008年7-9月期実質GDP（速報値）は前年比+9.0%と、前期からは1.1%p鈍化しており、11四半期ぶりに一桁成長に留まった。足元では5四半期連続で成長率が鈍化し、10-12月期は7-9月期からほぼ横ばいとなるのがコンセンサスとなっている（資料3）。その背景としては、オリンピックの期間中に一部の生産活動が停止したことが、7-9月期に成長率を押し下げた一方、10-12月期はこの要因が外れるため、景気の減速基調が続く中でも成長率は横ばいになるという見方もある。しかし、その直後に発表された10月のPMI製造業統計をみると、7-9月期の成長率鈍化はオリンピックの影響だけでは説明できなさそうだ。また、10月鉱工業生産は前年比+8.2%と、7年ぶりとなる一桁台の伸び率にまで大幅に鈍化した。金融危機の影響が実体経済に本格的に反映されるのはこれからだと思われ、先行きは、経済成長率が引き続き鈍化する可能性が大きいと思われる（資料5）。現時点において、景気対策が織り込まなければ、2009年の実質GDPは6%台、2010年は7%台に留まったと予想する。

資料1 中国実質GDP成長率(前年比)



資料2 実質GDP成長率の寄与度(前年比)

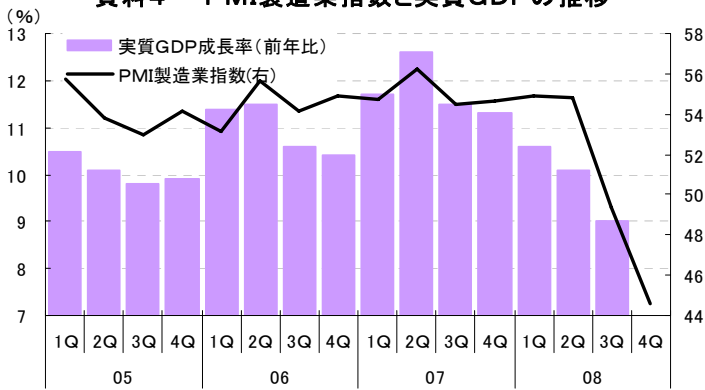


資料3 民間調査機関17社の2008年10-12月期GDP予測(前年比、%)

	実績			7-9月期
	中央値	最大	最小	
国内総生産(GDP)	9.1	9.8	8.5	9.0
消費者物価指数(CPI)	3.9	4.9	3.0	5.3
固定資産投資	26.2	28.9	23.2	28.1
小売売上高(社会小売消費品総額)	21.1	23.0	17.8	23.2
輸出(ドルベース)	17.5	22.0	13.1	23.1
輸入(ドルベース)	19.6	27.0	13.0	25.9

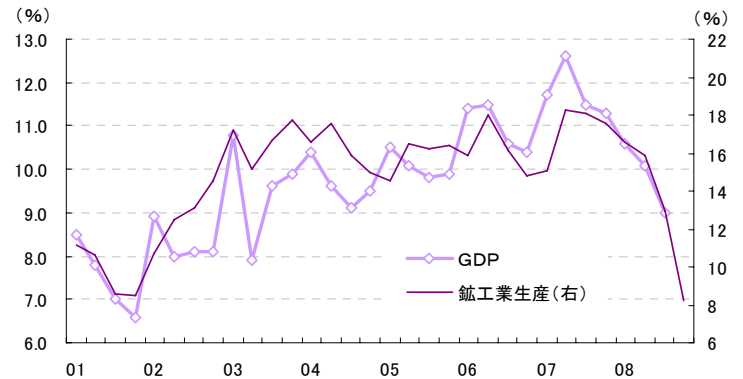
(出所) 朗潤予測より第一生命経済研究所作成
 ※朗潤予測: 北京大学中国経済研究センター(CCER)を始めとする、国内外17社のコンサルティング機関による中国経済の予測。
 ※GDP以外はすべて名目
 ※2008年11月1日時点

資料4 PMI製造業指数と実質GDPの推移



(出所)CEIC、中国物流・購買連合会、統計局
 ※10-12月期のPMI製造業は10月分

資料5 鉱工業生産とGDPの推移(前年比)



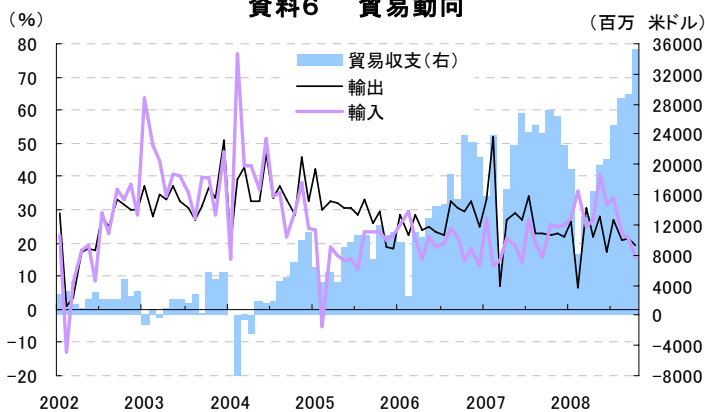
(出所)中国国家統計局、CEICより当研究所作成
 ※10-12月期の鉱工業生産は10月分

●外需が減速することは避けられない

足元では、輸出に1四半期先行するPMI輸出向け新規受注は大幅に悪化しており、先行き輸出の減速が示唆されている。2009年は日米欧揃ってマイナス成長になるという見方が広がっており、変調が出始めたアジア、新興国も大幅な下方修正に追い込まれている。以上のことを総じてみると、先行きの輸出は鈍化ペースが加速するだろう。ただし、2009年後半から海外経済の回復とともに、緩やかに持ち直すと思込まれる。

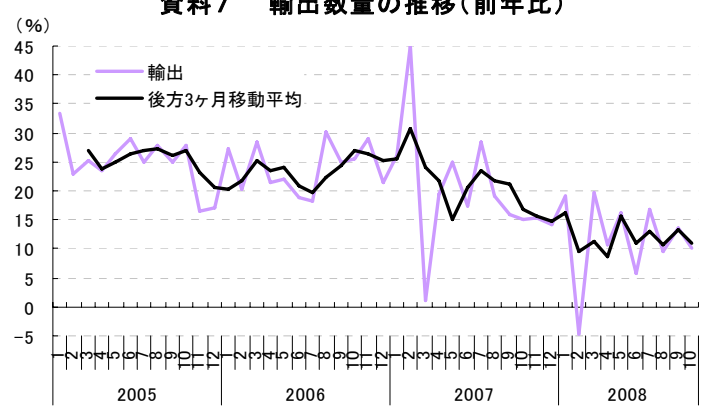
人民元の切り上げペースの鈍化や、輸出付加価値税の還付率の引き上げといったプラス材料があるものの、海外購買力の低下基調が強まっている。クリスマス商戦が低調と予想されることから、中国はその影響を大きく受けるとみられる。

資料6 貿易動向

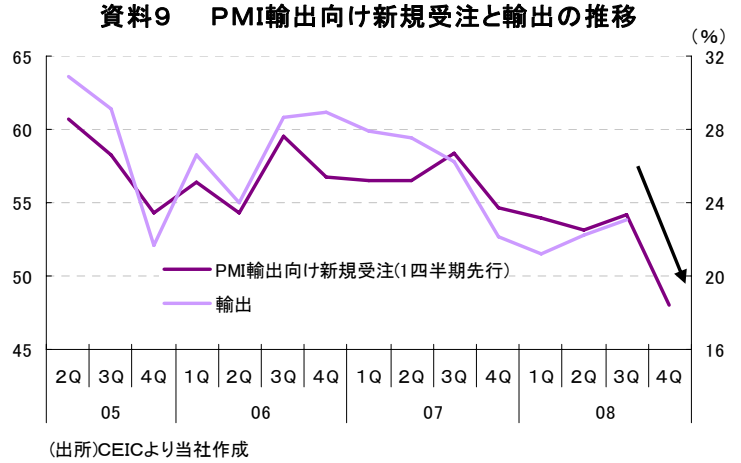
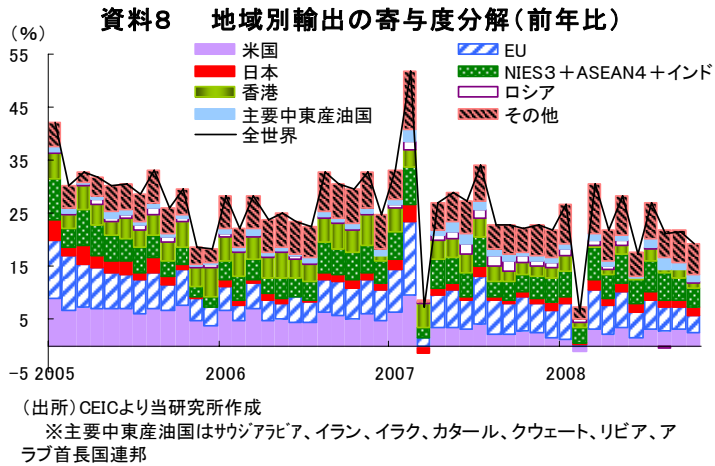


(出所)CEIC

資料7 輸出数量の推移(前年比)

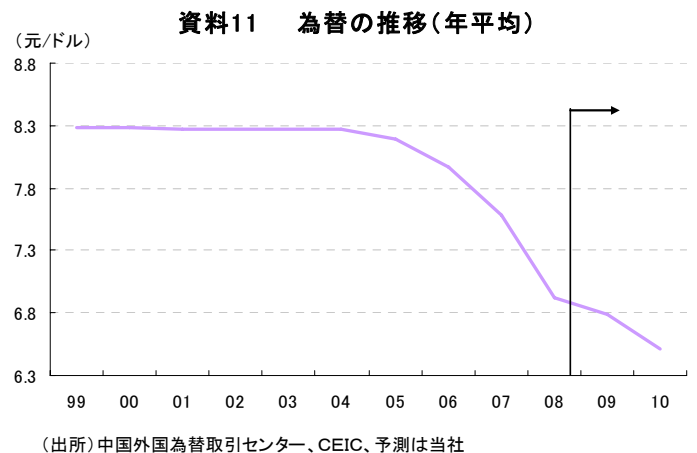
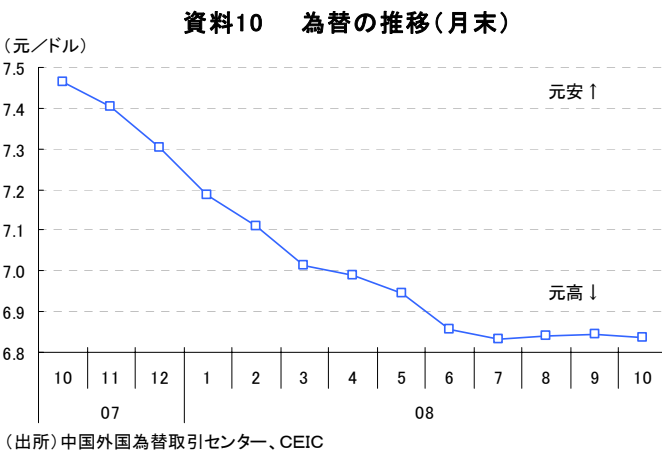


(出所)CEIC



●為替の切り上げペースが鈍化する

為替について、人民元の対ドル相場は横ばい圏での推移が続いている。その背景には、当局が世界経済減速による輸出の減少を抑制しようとしていることにある。今年上半期の人民元の上昇ペースは 6.14%増価したのに対して、下半期は 0.26%しか切り上げていない(資料 10)。米欧の景気悪化を背景に輸出企業への悪影響が拡大することから、これ以上の切り上げを許容することが難しいという見方が広がっている。今後も世界的な景気低迷が広がるなか、輸出企業支援に向け中国当局は人民元の切り上げペースを落とすとみられる。しかし、中長期的には、米国からの人民元の切り上げを求める圧力は高まり、人民元高の傾向が続くと予想する。

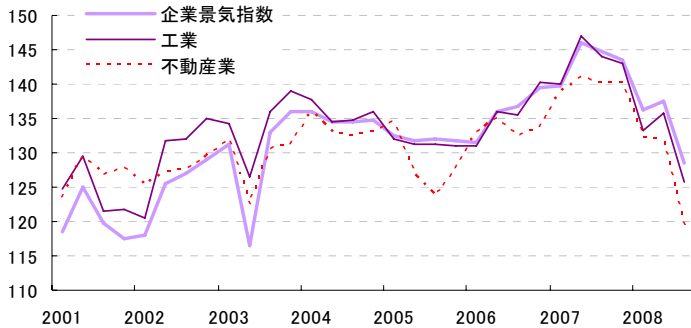


●企業部門の悪化が続く

中小企業は資金繰り悪化、輸出の鈍化などを受け、廃業や倒産が増加した。金融危機の拡大と世界経済環境

の悪化に伴って、中小企業はさらに厳しい状況に直面すると見込まれる。こうした工業企業利益が減少する→総需要が縮小し、物価に低下圧力がかかる→生産や雇用へ悪影響をもたらす→工業企業利益が減少するといった経路で、当面は景気に悪いインパクトを与えることが考えられる。

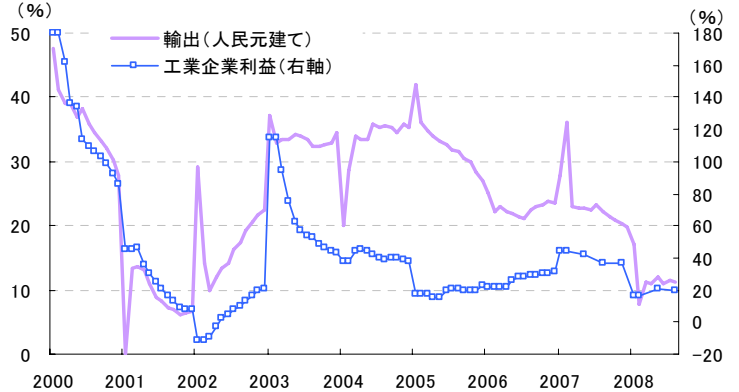
資料12 企業景気指数



(出所) CEIC

※企業景気指数は企業家による自社の経営現状と予測をもとに数値化したもの。指数の上下限は0-200で、景気判断の分かれ目は100、100超は景気の上向き・改善、100未満は景気下向き・悪化を意味する。

資料13 輸出と工業企業利益の推移(前年比)



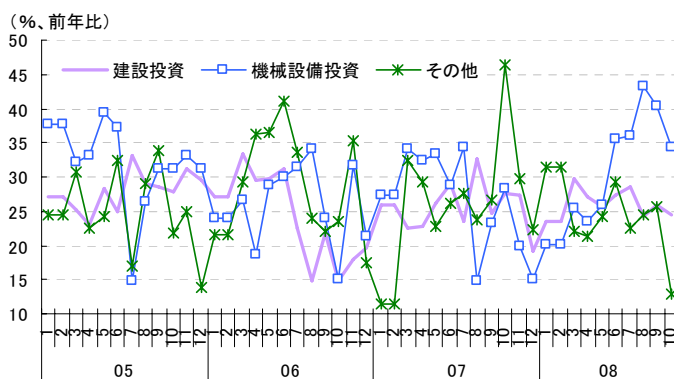
(出所) CEICより当社作成

●内需は例年ほど期待できないものの、引き続き牽引役となろう

足元の固定資産投資について、名目ベースでは堅調だが、実質ベースでは2007年から大きく鈍化した。実質ベースでは唯一高い水準を維持したのは機械設備投資でも、10月は大幅に鈍化した結果となった。先行きについて、上述のように企業収益が一段と悪化すると想定されることから、機械設備投資は抑制される公算が大きい。

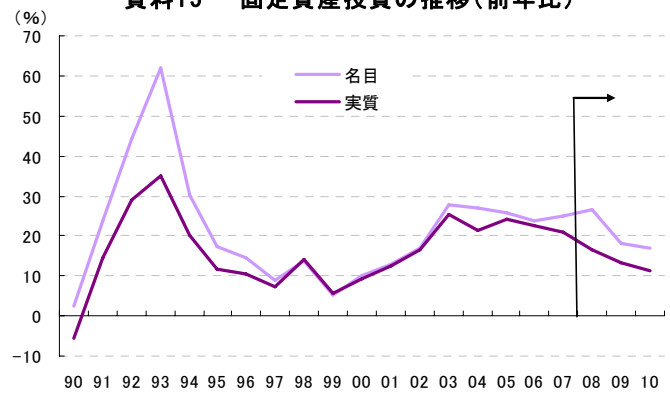
一方、オリンピックなどのイベントの終了に伴い、個人消費(社会消費品小売総額)の勢いも衰えた模様だ。10月の消費者信頼感指数は9月から大幅に悪化しており、2004年10月以来の低水準を記録した。消費者心理の冷え込みが示唆される。先行きについて、農村部の消費の好調といった好材料があるものの、今後の雇用・所得環境、消費者心理は悪化が想定されるため、個人消費は来年にかけて鈍化傾向に転じる可能性が大きい。

資料14 固定資産投資項目別の推移(都市部)



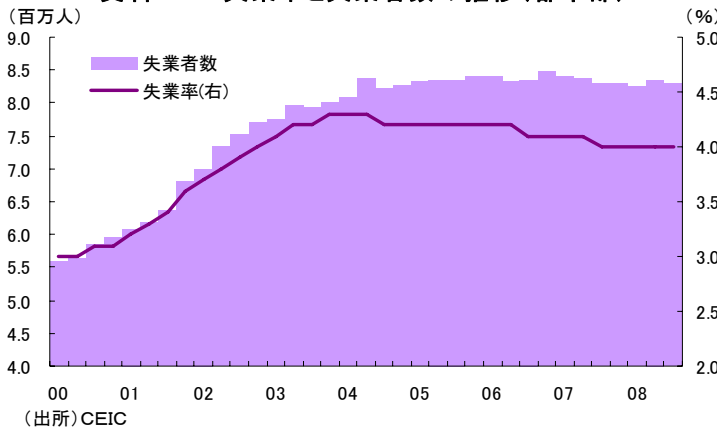
(出所) CEIC

資料15 固定資産投資の推移(前年比)

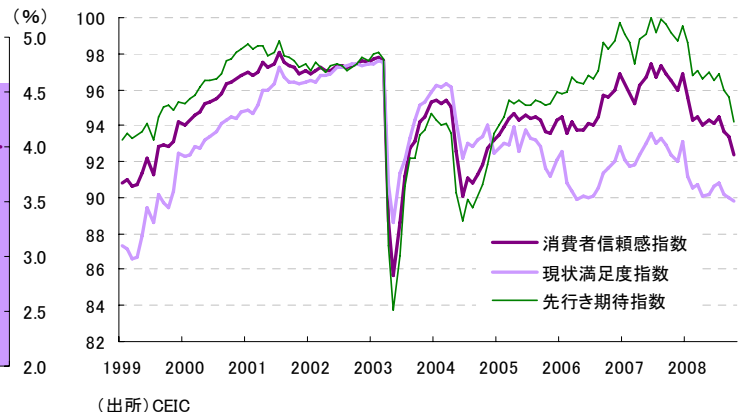


(出所) CEIC、予測は当社

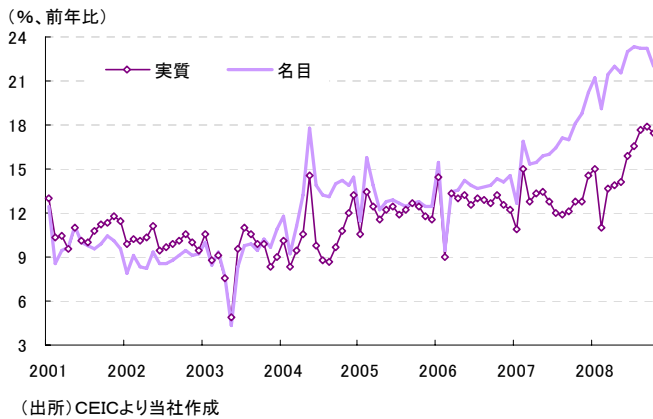
資料16 失業率と失業者数の推移(都市部)



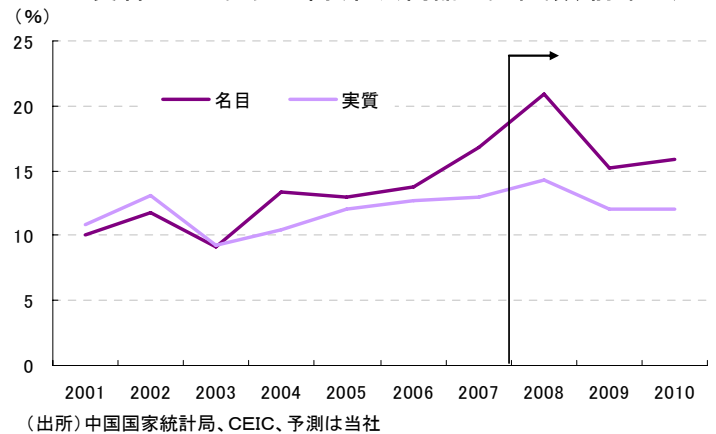
資料17 消費者センチメント指数の推移



資料18 小売売上高(社会消費品小売総額)の動向



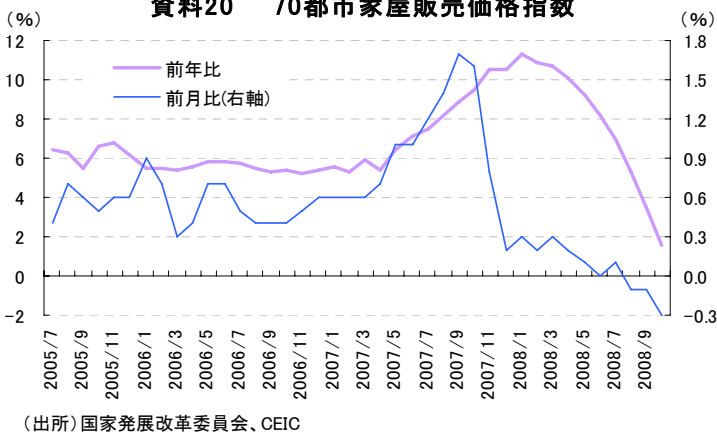
資料19 小売売上高(社会商品小売総額、前年比)



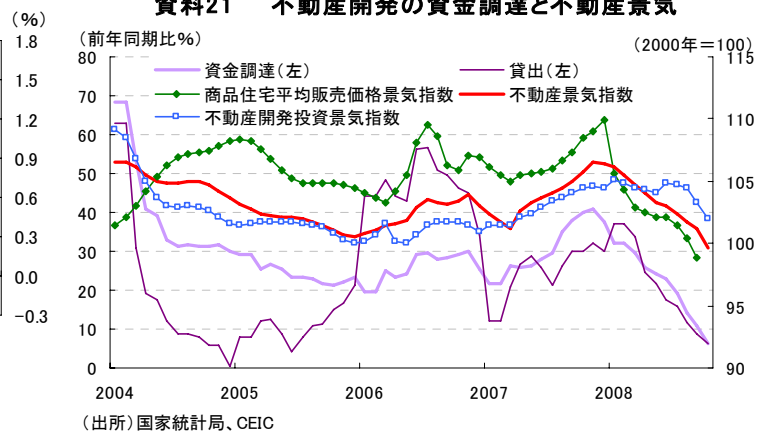
●不動産市場はリスク要因

不動産価格は足元まで3ヶ月連続でマイナス圏内の推移が続いており、全国70都市の家屋販売価格が前月比マイナスとなった都市の数は、4月の4都市から10月の36都市と、範囲が広がっている。こうした不動産市況の悪化は中国経済の懸念材料として注目される。

資料20 70都市家屋販売価格指数



資料21 不動産開発の資金調達と不動産景気



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、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、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。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

以上を踏まえれば、現時点実質GDP成長率は2007年7-9月期から2009年半ばにかけて、鈍化ペースが加速し、潜在成長率を下回る景気調整局面に入ると考えられる。2009年後半からは、海外経済が回復、国内の景気対策効果もあって、緩やかに持ち直してくると見込まれる。2010年は上海万博が開催されるため、消費については五輪以上の経済効果が期待されるものの、今回の金融危機は過去より厳しいものと想定されるため、海外経済は完全に復調するまでには時間がかかると考えられ、輸出の伸びも緩やかなものに留まり、成長率もそれほど高まることはないと予想している。

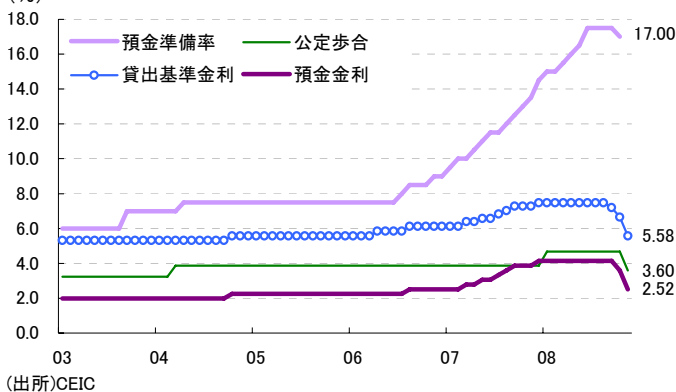
ただ、景気対策の実施次第によって、結果が大幅に変わってくる点には要注意だ。11月27日国家发展改革委員会の記者会見では、初めて4兆元景気対策の内訳が明らかになった。18,000億元の鉄道・道路・空港・都市・農村の電力インフラ投資を筆頭に、四川大地震の復興は10,000億元、農村民生・インフラは3,700億元と、政府が当初から予算として組み込んでいた部分が多いため、GDPへの押し上げ効果は毎年1%とした。このように、真水が事前の市場予想より大きく下回ったことから、より厳しい環境を迎えている中国にとっては、決して良いニュースではない。

一方、中国人民銀行（中央銀行）は11月26日に、1年物の預金金利、貸出金利、公定歩合をそれぞれ▲1.08%p大幅に引き下げ、2.52%、5.58%、3.60%とすることを決め、翌日11月27日から実施することとなった。さらに、12月5日から、工商銀行、農業銀行、中国銀行、建設銀行、交通銀行、郵政貯蓄銀行といった大手金融機関の預金準備率を1%p引き下げ、中小金融機関は2%p引き下げることを決めており、汶川大地震の災害区の地方法人金融機関は14.5%のままとなった。利下げ幅はアジア通貨危機時の1997年10月以来となる。

当局は金融危機を克服するため、「出手要快、出拳要重、措置要準、工作要実（腕前は早く、こぶしは重く、措置は正しく、工作は確実に）」と明示した。また、当局は個人所得税の基準控除額の切り上げという消費刺激対策を検討しており、大きな消費市場は景気悪化の中で少し明るい灯となるかもしれない。先行き政策金利の引き下げや景気刺激策が引き続き打ち出されるだろう。

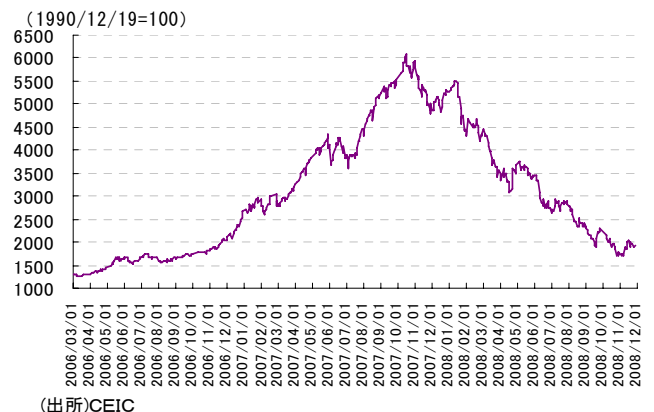
こうした世界経済が減速する中、いかに大胆な政策を出せるかが注目される場所である。中国経済が予想以上に悪化すると、世界経済に更なるダメージが及ぶことは否めない。いずれにせよ、世界同時不況という逆境の中で、中国の安定的な成長維持は世界経済の重要な下支え役を演じよう。13億人という巨大な消費市場、とりわけ農村部の消費をうまく拡大することができれば、100年に一度の金融危機の終結後、中国は世界経済の中心に躍り出ると言っても過言ではなさそうだ。

資料22 政策金利等の推移



注: 預金準備率について、12月15日から①工商銀行、農業銀行、中国銀行、建設銀行、交通銀行、郵政貯蓄銀行は16%②上記①を除いた金融機関は14.0%。③四川大地震の災害区の地方法人金融機関は14.5%。

資料23 株価の推移(上海総合、日次)



中国予測総括表

(%)

	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
実質GDP	8.3	9.1	10.0	10.1	10.4	11.6	11.9	9.3	7.8	8.8
消費者物価(GPI)	0.7	▲ 0.8	1.2	3.9	1.8	1.5	4.8	6.3	2.8	3.4
輸出(ドルベース)	6.8	22.4	34.6	35.4	28.4	27.2	25.7	19.9	9.2	12.3
輸入(ドルベース)	8.2	21.2	39.8	36.0	17.6	19.9	20.8	25.1	10.6	12.4
固定資産投資(年初来累計)	13.1	16.9	27.7	26.8	26.0	23.9	24.8	26.5	18.3	16.9
小売売上高	10.1	11.8	9.1	13.3	12.9	13.7	16.8	20.9	15.3	15.9
可処分所得	9.2	12.3	10.0	11.2	11.4	12.1	17.2	14.8	13.5	14.3

(出所) 中国国家统计局、予測は当社

※固定資産投資以外は全て前年比、実質GDP以外はすべて名目

以上