



Asia Trends

マクロ経済分析レポート

中国経済マンスリー (2008年11月)

～「自然体で6%割れ」を前提とした大胆な対策が望まれる～

発表日：2008年12月18日 (木)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 エコノミスト 董 氷 (とう ひょう、03-5221-4527)

～要 旨～

- 11月の貿易収支は、輸出入とも大幅に減少したが、輸入の減少幅が輸出を上回り、貿易黒字の拡大に繋がった。単月の黒字額は400.9億ドルと過去最大を記録した。景気の悪化を受けた輸入の減少が予想されることから貿易黒字の拡大が持続するとみられる。
- 11月の製造業購買担当者指数 (PMI) は38.8と、同指数の公表開始以来 (2005年) の最低を記録した。PMI輸出向け新規受注が急激に低下したことから、世界的な金融危機の拡大による海外需要の落ち込み幅が加速することが示唆された。11月の鉱工業生産は前年比+5.4% (10月は同+8.2%) と、季節要因で振れが大きく比較しにくい旧正月時期を除けば、統計開始以来 (1995年) の最も低い伸び率に留まった。生産活動が予想以上に悪化しており、中国経済の鈍化傾向が一層鮮明化した。
- 1-11月の都市部固定資産投資は前年比+26.8%と、2007年通年 (同+24.8%) から加速しており、依然として高い水準を維持している。先行きについては、中央政府と地方政府はそれぞれ景気刺激対策として投資を打ち出したことから、固定資産投資が引き続き中国経済の下支え役となるだろう。
- 11月の小売売上高 (社会消費品小売総額) は9,791億元となり、前年比+20.8%と上昇幅は10月 (同+22.0%) からやや低下した。先行きについては、景気に対する不安が急速に強まっていること、賃金上昇率が鈍化していることを勘案すると、家計支出は上向かない可能性が高く、消費の鈍化傾向が続くとみられる。
- 11月の消費者物価指数 (CPI) は前年比+2.4%と10月 (同+4.0%) から鈍化ペースが加速した。11月の生産者物価、原材料購買価格の鈍化ペースも市場予想を遥かに上回った。先行きは、景気の悪化を受け、物価の上昇圧力は弱まるとみられる上、原油など国際市況の急落を勘案すると、物価の鈍化基調に変化はないだろう。早ければ生産者物価は12月、消費者物価は来年1月はマイナス圏に突入してしまう。このように先行きデフレ懸念が強まることは当局の利下げを後押ししよう。
- 中国では12月8日から10日にかけて中央経済工作会議が開かれ、経済の安定且つ比較的に高い成長を維持することを来年の最も重要な課題としたほか、2009年の経済運営について積極的な財政政策と緩和的な金融政策を実施するなどの5つ基本方針が提示された。足元では、中国経済の鈍化ペースや生産などの落ち込み方は明らかに市場予想を大きく上回っていることから、景気対策の効果を織り込まなければ、来年の経済成長は6%を下回ることを否定できない。

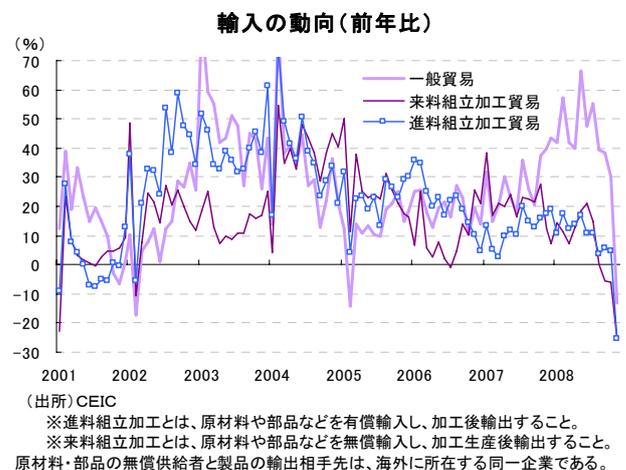
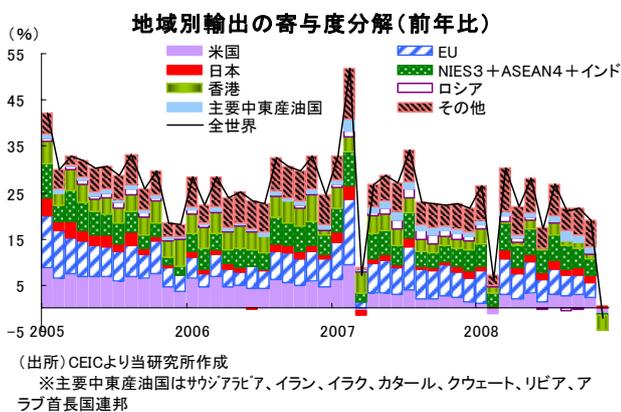
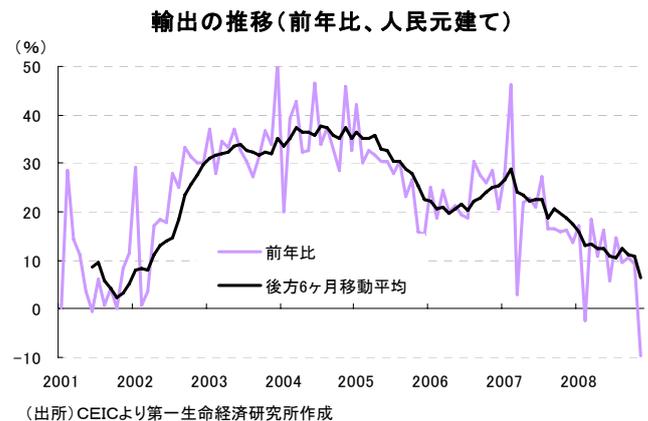
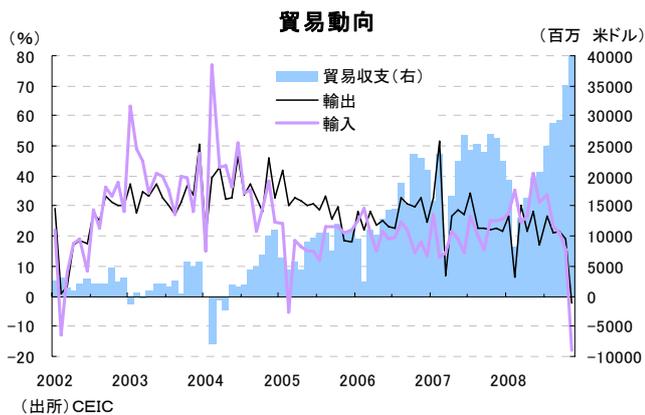
● 輸出入ともに大幅に減少

11月の貿易収支は、輸出入とも大幅に減少したが、輸入の減少幅が輸出を上回り、貿易黒字の拡大に繋がった。単月の黒字額は400.9億ドルと過去最大を記録した。景気の悪化を受けた輸入の減少が予想されることから貿易黒字の拡大が持続するとみられる。

11月の輸出は1,150億ドル、前年比▲2.2%と1999年4月以来の減少幅となり、世界的な金融危機が広がる中、輸出大国である中国にとっては深刻な打撃になっている。人民元建てでペースをみると、前年比▲9.6%と

1999年2月(同▲10.3%)以来の減少率になった。地域別の輸出額をみると、米国向けは前年比▲6.1%(10月は同+12.4%)となったほか、EU向けは同0.0%(10月同+15.7%)、日本向けは同+4.0%(10月同+17.3%)、ASEAN向けは▲2.4%(10月同+21.5%)、ブラジル向けは同▲3.7%(10月同+62.4%)と先進国から新興国まで、それぞれ伸び率が大きく縮小した。グローバル化が進んだことにより、完全な「デカップリング」は存在しないことは証明された。

一方、11月の輸入は749億ドル、前年比▲17.9%と減少率は月次ベースでは過去最大を記録した、人民元建てペースでも同▲24.1%と同指標発表以来の最大のマイナス率になった。輸入がかつてなく減速した背景として、国内需要が低迷しているほか、足元の原油など国際市況の大幅な下落、輸出の悪化による中間財輸入の鈍化が挙げられる。先行きは内外需要の鈍化、原油価格の下落により輸入の減少傾向が継続すると見込まれる。

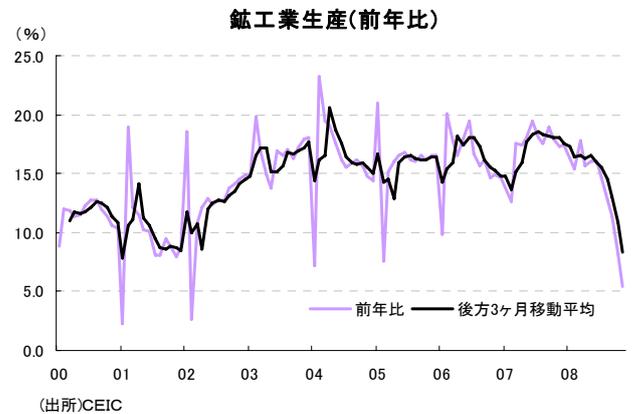
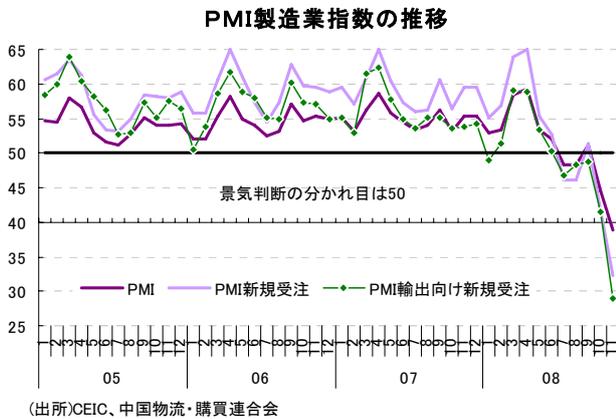


●生産は衝撃的な結果

11月製造業購買担当者指数(PMI)は38.8と、前月比5.8%ポイント低下した。景気判断の分かれ目である50を大幅に下回り、同指数の公表開始時2005年以来で過去最低水準を記録した。PMI輸出向け新規受注が29.0と10月(41.4)から急低下したことから、先行きの輸出が急激に悪化することが示唆された。輸入DIは32.2と10月(39.4)から一段と低下したことから、通関ベースでの輸入の減少が予想され、日本を含む先進国、韓国、オーストラリアなどの新興国の中国向け輸出の一段の減少が示唆される。

また、11月鉱工業生産は前年比+5.4%(10月は同+8.2%)と、季節要因で振れが大きく比較しにくい旧

正月時期を除けば、統計開始以来（1995年）最も低い伸び率に留まった。生産活動は予想以上に悪化しており、10-12月期の中国経済の減速は一層強まると予想する。欧米経済を中心とした海外経済の失速を背景として、輸出の減少が継続することと、在庫調整圧力が強まること、加えて、住宅関連需要の鈍化、自動車販売の落ち込みに伴い、製造業の調整が一段と深刻化するとみられる。

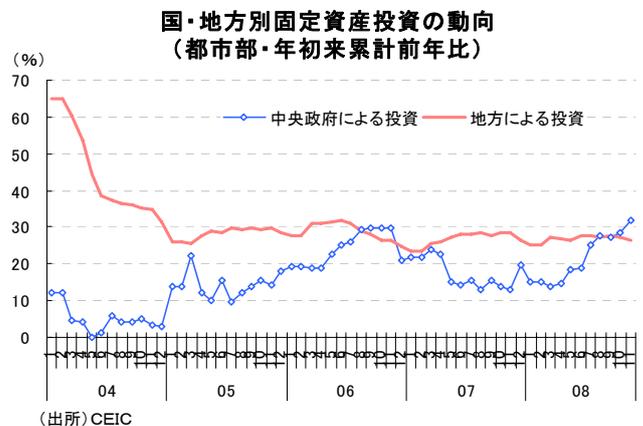


●内需は鈍化しながらも中国経済の牽引役になろう

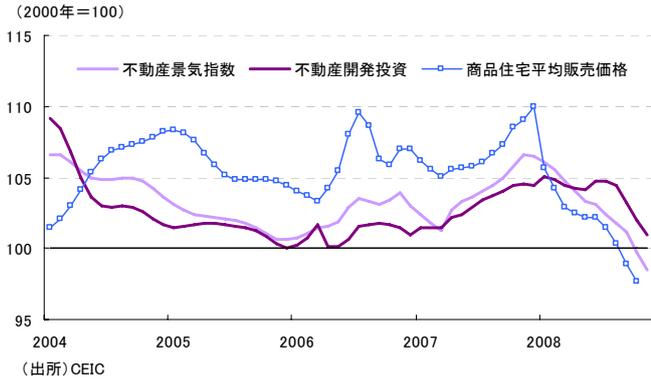
1-11月の都市部固定資産投資は前年比+26.8%と、2007年同年（同+24.8%）から加速しており、依然として高い水準を維持している。当社の計算によると、都市部では、11月単月は前年比+23.8%と10月（同+24.4%）から引き続き鈍化した。また、中央政府による投資は年初来ベースで前年比+31.8%（1-10月同+28.7%）と加速した一方で、地方による投資は同+26.3%と（1-10月同+27.1%）やや低下した。中央政府の投資増加は10-12月期1,200億元の景気対策を実施していることがその背景にあるとみられる。

一方、11月の不動産開発投資は前年比+7.7%と10月（同+11.0%）から大幅に鈍化したほか、11月の不動産景気指数は99.68と2ヶ月連続100を割り込んだ。不動産市況の悪化は中国経済のリスク要因として注目したい。

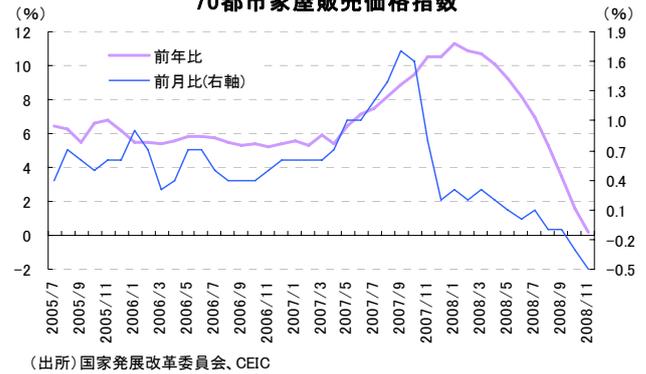
先行きについては、中央政府と地方政府はそれぞれ景気刺激対策として投資を打ち出したことから、固定資産投資が引き続き中国経済の下支え役となるだろう。



不動産景気指数



70都市家屋販売価格指数

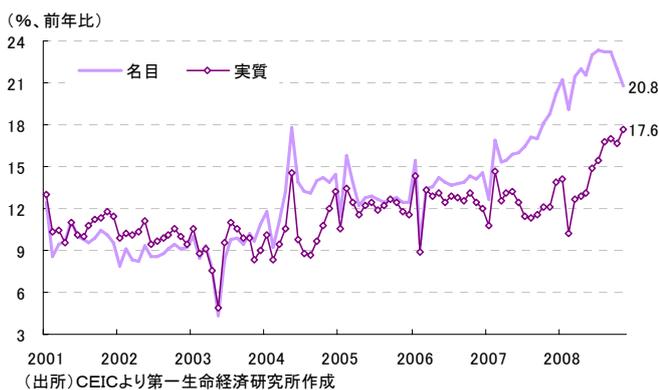


人材派遣会社マンパワー¹によると、2009年の1-3月期の純雇用予測指数(季調済)は10%と10-12月期(同12%)から低下しており、雇用環境が10-12月期に引き続き悪化する見通しとなった。こうしたことから、先行きの雇用環境は一段と悪化することが予想され、次第に消費の下振れリスクとなる公算が大きい。

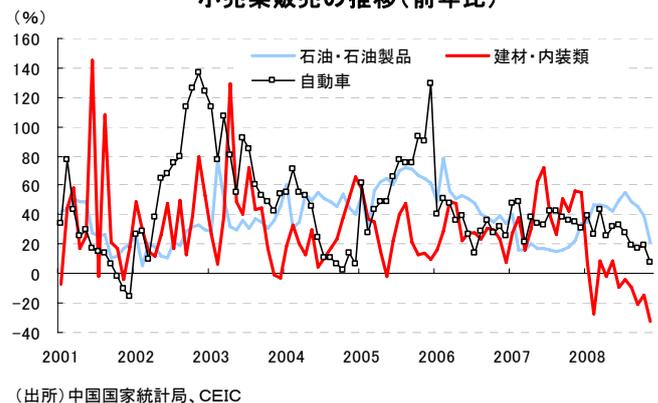
11月の小売売上高(社会消費品小売総額)は9,791億元となり、前年比+20.8%と上昇幅は10月(同+22.0%)からやや低下した。当研究所の計算によると、季節調整値は前月比+0.79%と上昇幅は6月から縮小傾向が続いている。品目別にみると、不動産市況の悪化の影響で、建材・内装類は前年比▲32.6%(10月同▲14.9%)と目立つほか、自動車は同+7.7%(10月同+19.6%)、石油・石油製品は同+21.2%(10月同+39.7%)と、それぞれ大幅に鈍化した。

物価の伸びの鈍化は実質購買力の縮小圧力を和らぐという好材料はあるものの、ここに来て先行きの景気に対する不安が急速に強まっていること、賃金上昇率が鈍化すると予想されることを勘案すると、先行きの家計支出は上向かない可能性が高く、消費の鈍化傾向が続くとみられる。

小売売上高(社会消費品小売総額)の動向



小売業販売の推移(前年比)



●デフレ懸念が強まる

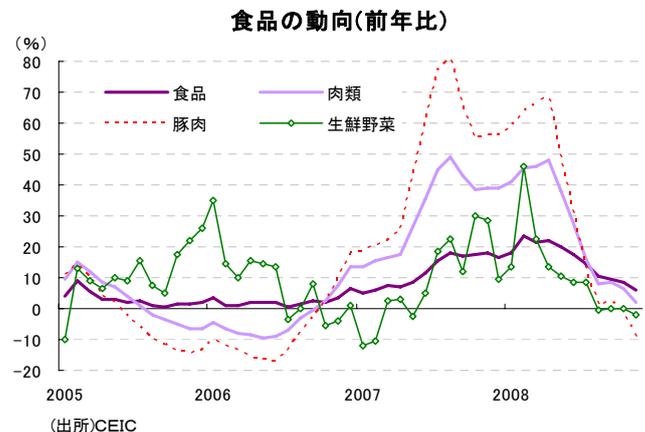
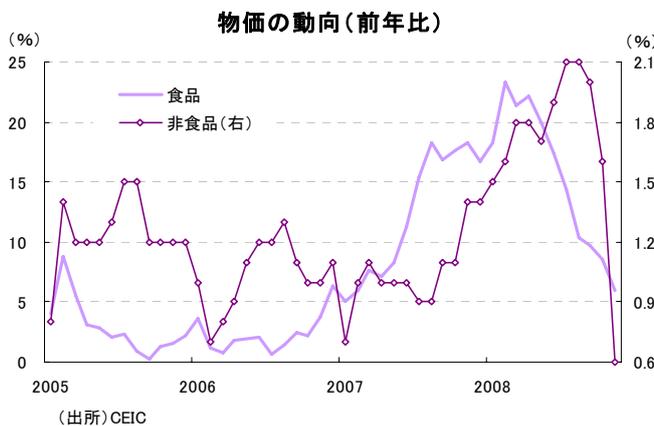
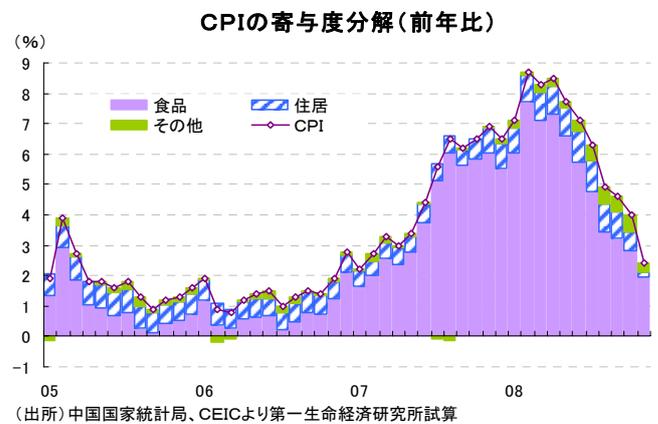
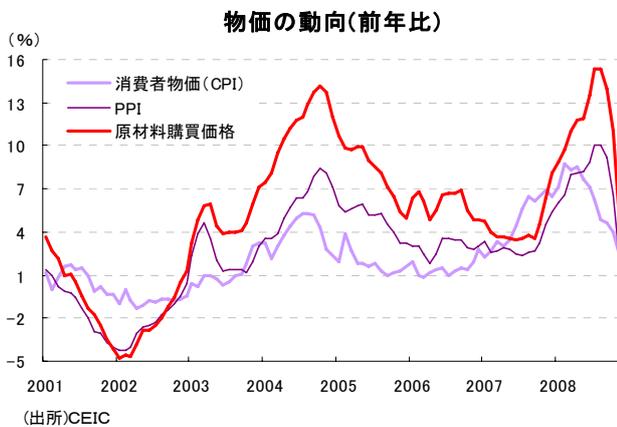
物価の動向に目を転じると、11月の消費者物価指数(CPI)は前年比+2.4%と10月(同+4.0%)から上昇率の鈍化ペースが加速した。内訳をみると、インフレの主因だった豚肉が同▲9.3%(10月同▲1.2%)を

¹ 本調査は中国の主要10都市(北京、上海、重慶、成都、深セン、武漢、西安、大連、広州、青島)3,727社の雇用主を対象に実施したもの。純雇用予測指数=雇用者数増加と見込む会社数の割合(%) - 雇用者数減少と見込む会社数の割合(%)

筆頭に、生鮮野菜は▲2.1%（10月同+0.2%）、食用油は同▲0.1%（10月同+10.9%）と大幅に鈍化し、前年を下回る水準となった。その一方で、非食品も前年比+0.6%（10月同+1.6%）と大きく低下し、インフレの圧力を弱めた。

11月の生産者物価は前年比+2.0%と（10月同+6.6%）、鈍化ペースは市場のコンセンサスを大きく上回った結果になったほか、同じような動きをする原材料購買価格も同+4.7%（10月同+11.0%）と、鈍化ペースは予想以上だった。また、11月PMI製造業指数の中の仕入れ価格DIが10月に続き急低下したことから、生産者物価の鈍化傾向が続くとみられ、川上でのインフレ圧力が急速に弱まっていることから先行きの消費者物価はさらに鈍化することが示唆される。

目下、消費者物価指数は今年のピークである2月の+8.7%から徐々に落ち着いてきており、先行きも景気の悪化を受け、物価の上昇圧力は弱まるとみられる上、原油など国際市況価格の急落を勘案すると、物価は鈍化基調に変化はないだろう。早ければ生産者物価は12月、消費者物価は来年1月はマイナス圏に突入してしまう。このようにデフレ懸念が強まることで当局の利下げを後押ししよう。

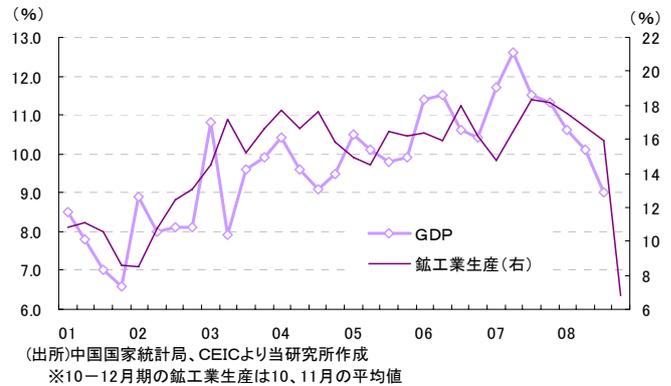


中国は12月8日から10日にかけて中央経済工作会議が開かれ、経済の安定且つ比較的に高い成長を維持することを来年の最も重要な課題としたほか、2009年の経済運営について積極的な財政政策と緩和的な金融政策を実施するなどの5つ基本方針が提示された²。中国政府は先月2010年まで約4兆元（約57兆円）の公共事業を実施するといった大型の景気刺激対策を打ち出した。具体的な内容はその後の記者会見で明確となり、政府

²具体的な内容は、当研究所の12月11日付けの「中国経済：政府目標の成長を維持できるか～北京での中央経済工作会議が閉幕～」をご参照ください。

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。地方政府・民間企業の投資を喚起することが狙いと示した。中央政府の大型景気対策に応じる形で、今月地方政府はそれぞれ景気対策を相次いで打ち出した。しかし、地方政府の税収の減少と重なる投資防止のため中央政府の審査が降りない可能性が大きいことを勘案すると、実行される規模には疑問が残る。目下、中国経済の鈍化ペースや生産などの落ち込み方は明らかに市場予想を大きく上回っていることから、景気対策の効果を織り込まなければ、来年の経済成長は6%を下回ることを否定できない。更に、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が実施されると予測されてきたが、最近になって国内の報道によると、否決された模様だ。100年に一度の金融危機に直面している中、中国経済は減速に留まらず、失速する懸念も浮上している。中国政府は社会不安を回避するため更なる景気対策、とりわけ消費刺激対策を打ち出す必要があるとみられる。

鉱工業生産とGDPの推移(前年比)



●主要指標のグラフ

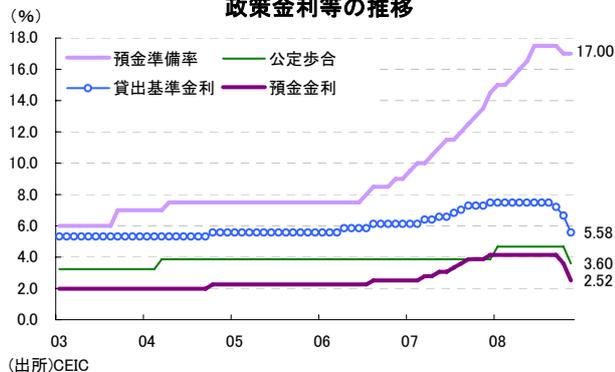
金融関連指標の動向



為替相場の推移(月中平均)

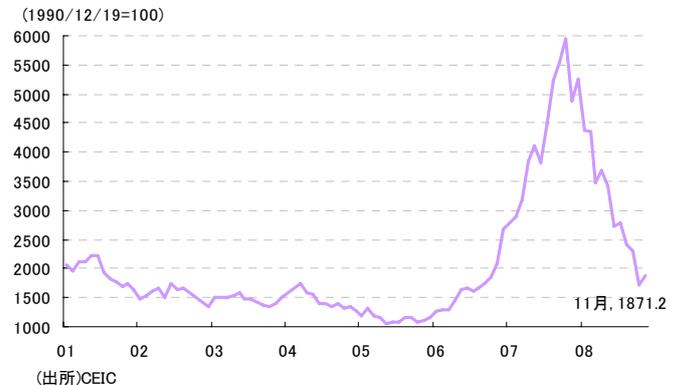


政策金利等の推移



注:預金準備率について、12月15日から①工商银行、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%。

株価の推移(上海総合・月次)



以上