



# Asia Trends

マクロ経済分析レポート

## 2008年・2009年の中国経済見通し

～インフレの高騰と世界経済の減速で経済成長の転換点を迎える～

発表日：2008年8月20日（水）

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～

- 中国の2008年4－6月期実質GDP（速報値）は前年比+10.1%と、伸び率は前期から0.5%P減速した。米国景気急減速などの外部環境悪化や人民元高による輸出の減速は今後も続くと思われる、5年連続二桁成長を維持してきた中国成長の転換点が訪れつつある。
- 先行きについては、米国、欧州景気など外部諸環境の下方修正に加え、投資、消費など内需の鈍化によって、前年より成長率は鈍化し、2008年は前年比+10.1%、2009年は同+9.5%と見込まれる。中国経済は減速するが、潜在成長率程度（9.8%前後）の伸びに留まり、失速はしないと考えている。
- 7月の政治局会議で、政府は今後の経済政策運営について、インフレ抑制を最優先としながらも、「景気過熱の防止」から「経済の安定的で比較的速い発展の保持」に変更した。この先インフレとのバランスを取りながら、どのような緩和政策が打ち出されるかを見極める必要がある。当局は難しい金融政策の舵取りを迫られる。
- 輸出を取り巻く環境をみると、米国は減税効果の剥落、雇用環境の悪化とともに、先行きの最終需要が停滞するとみられるうえ、欧州経済についても潜在成長率を下回る成長が予想される。当局は輸出産業への配慮を行っているものの、人民元高が続くことに変わりはないと見込まれることに加え、世界的な景気減速による海外需要の低下が想定されるため、先行きは鈍化傾向を辿ると見込まれる。
- 固定資産投資は高水準を維持している。1－6月期の全国固定資産投資は累計で前年比+26.3%（4－6月期は同+27.1%）と、2007年通年から加速しており、依然として高い水準を維持している。先行きは、震災復興などインフラ投資は続くことから、投資は中国経済の牽引役となる傾向がしばらく続くと考えられる。もっとも、エネルギー、鋼材など原材料の高騰を受け、固定資産投資の価格指数が高止まりの状況が続いており、実質ベースでは減速傾向がはっきりとしている。
- 一方、個人消費（社会消費品小売総額）はオリンピックによる押し上げ効果と所得の増加を背景に、2008年は前年比+20.3%、2009年は五輪効果が剥落するものの、同+17.1%と底堅い伸びが続くと予測した。足元の個人消費は、オリンピック絡みで押し上げられているとみられるうえ、先行きの雇用・所得環境には陰りが出ると予想されることから、個人消費の明るさは薄まる公算が大きい。
- 消費者物価については、2008年は前回の前年比+6.5%から同+7.0%へと予測を上方修正した。その理由としては、国際商品市況高止まりの影響を受け、政府が石油製品、電力の値上げに踏み切った結果、下半期は非食品の価格上昇が避けられないと見込まれるためだ。

## ●全体の方向性

中国の2008年4－6月期実質GDP（速報値）は前年比+10.1%と、前期からは0.5%P、前年同期（2007年4－6月期）からは2.5%Pそれぞれ鈍化した。四川大地震による生産の停止という一時的要因もあったが、米国景気急減速などの外部環境悪化や人民元高による輸出の減速は今後も続くと思われることから、5年連続二桁成長を維持してきた中国成長の転換点が訪れつつあると判断される。

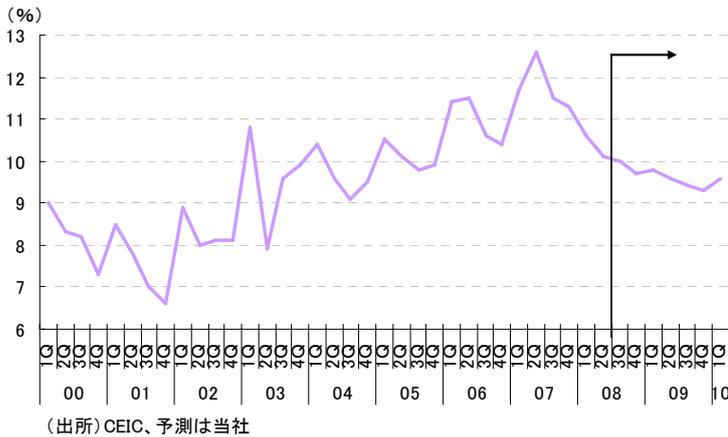
先行きについては、米国、欧州景気など外部諸環境の下方修正に加え、投資、消費など内需の鈍化によって、前年より成長率は鈍化すると見込まれ、2008年は前年比+10.1%、2009年は同+9.5%と予想している。中国経済は減速するが、大きな落ち込みにはならず、潜在成長率程度（9.8%前後）の伸びに留まると考えている。

政府は、今後の経済政策運営について7月の政治局会議で、インフレ抑制を最優先としながらも、これまでの「景気過熱の防止」から「経済の安定的で比較的速い発展の保持」に変更した。具体的には、北京オリンピック後の景気の下振れを防ぐため、銀行融資の総量規制の緩和に乗り出し、中小企業の支援をするため、融資枠を5－10%拡大することを認めた。

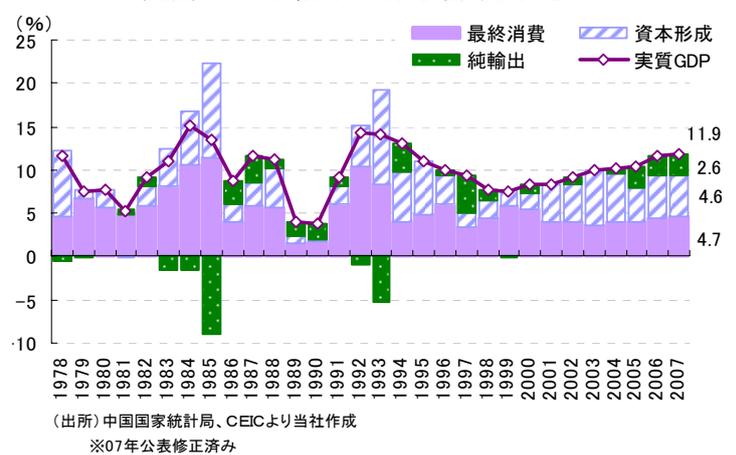
足元では4四半期連続で成長率が鈍化し、7－9月期も減速傾向が継続することがコンセンサスとなっている。景気減速が確認できれば、利上げは当然実施できず、預金準備率の引き上げも現時点では必要ないとみられる。しかし、消費者物価が上昇率は高騰していた食品価格の落ち着きを主因に鈍化しているものの、非食品価格の伸び率は拡大傾向にある。加えて、生産者物価は高騰し続けており、今後資源価格の高騰が広く一般物価に波及する本格的なインフレになる懸念は否定できない。

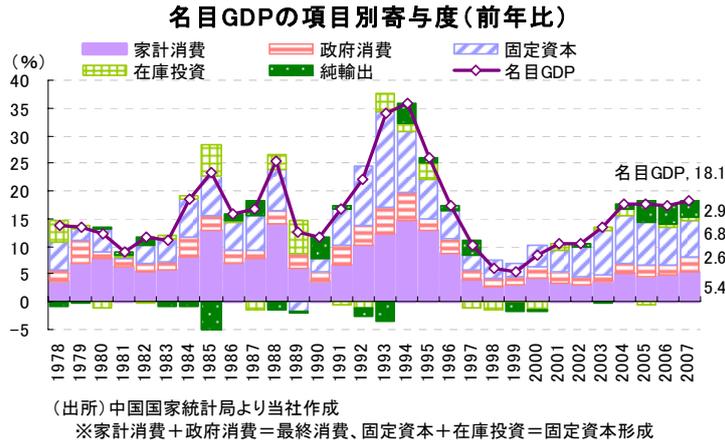
この先インフレとのバランスを取りながら、どのような緩和政策が打ち出されるかを見極める必要がある。当局は難しい金融政策の舵取りを迫られる。

### 中国実質GDP成長率(前年比)



### 実質GDP成長率の寄与度(前年比)





**民間調査機関17社の2008年7-9月期GDP予測(前年比、%)**

	中央値	最大	最小
国内総生産(GDP)	9.9	10.7	9.5
消費者物価指数(CPI)	6.3	7.0	5.6
固定資産投資	26.1	28.5	22.0
小売売上高(社会小売消費品総額)	20.6	23.0	19.0
輸出(ドルベース)	18.7	23.0	15.0
輸入(ドルベース)	26.9	32.5	20.0

**実績**

4-6月期
10.1
7.8
27.1
22.2
22.2
32.3

(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

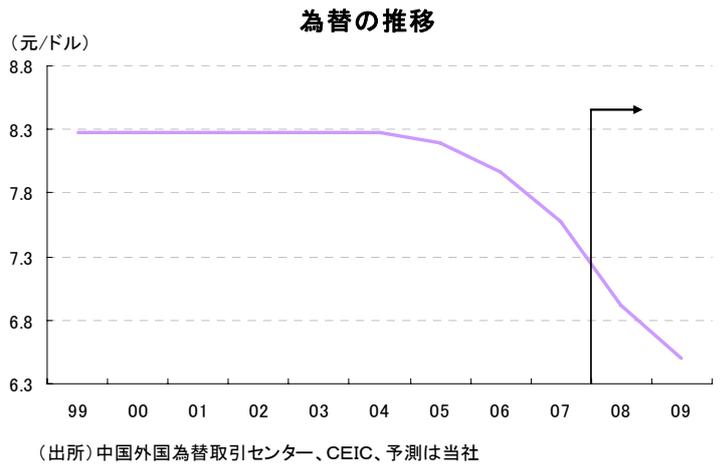
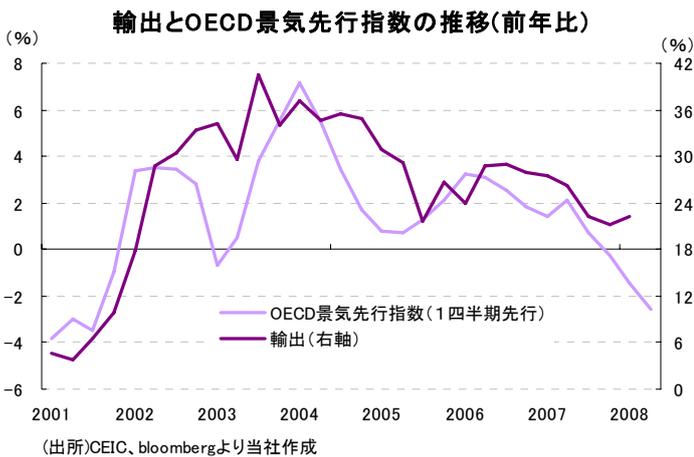
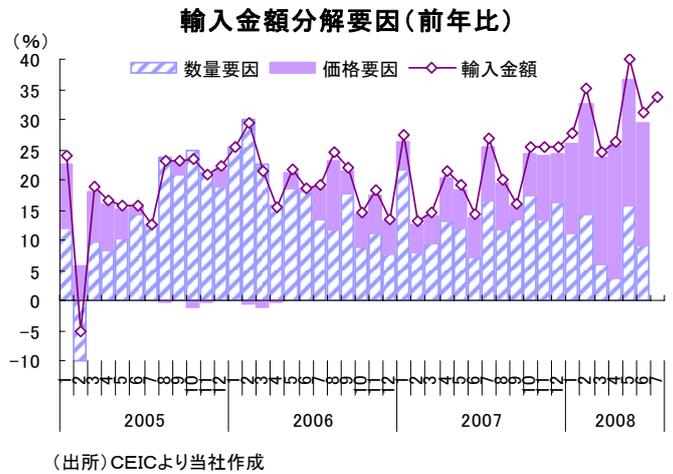
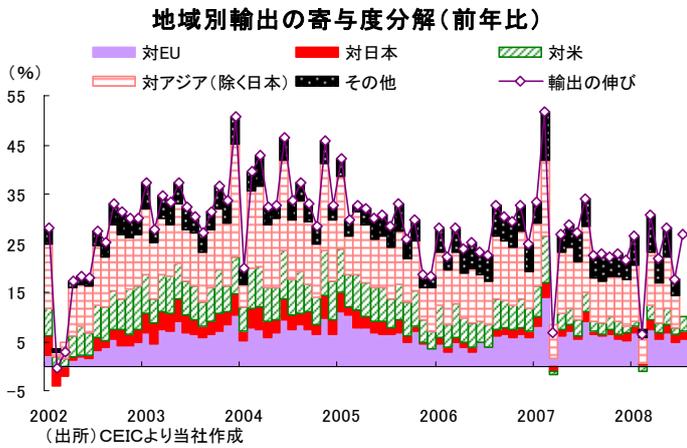
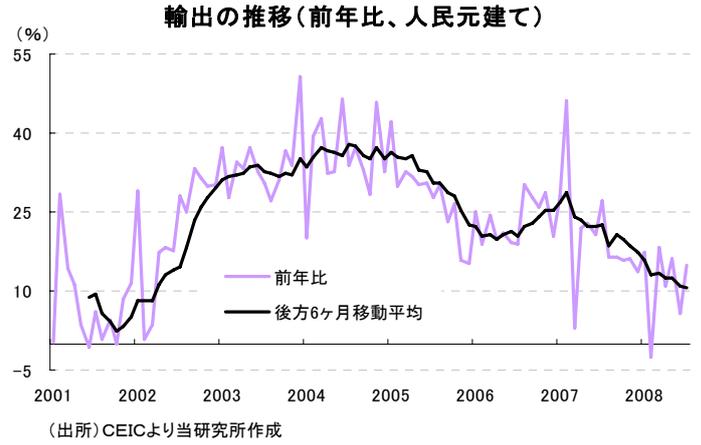
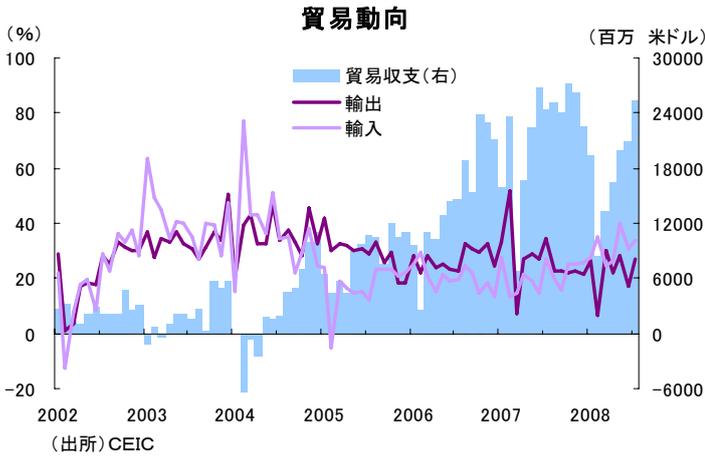
**●外需が緩やかながら鈍化基調が続く**

輸出を取り巻く環境をみると、人民元建てベースでは、鈍化傾向が確認される。6ヶ月後方移動平均ベースでも、2007年年初のピークから減速傾向がはっきりと示され手いる。

足元では、輸出に1四半期先行する OECD 景気先行指数は鈍化しており、先行き輸出の減速が示唆されている。米国経済については、減税効果の剥落、雇用環境の悪化とともに、先行きの最終需要が停滞するとみられるうえ、欧州経済についても潜在成長率を下回る成長が予想される。日本についても、当面景気は停滞が続くと予想される。これまで好調だったアジア、新興国経済も先進国景気の減速や資源高の影響を受けることは否定できない。加えて、人民元の切り上げによる下押し圧力などが想定されるため、中国の輸出は先行も鈍化傾向を辿ると見込まれる。

為替動向については、輸出産業への配慮から人民元の切り上げは今年の下半期は緩やかなものに留まるものの、人民元高の傾向は続くと思込まれる。なお、当局は今月から中小企業を支援するため、繊維製品の輸出緩和政策を打ち出したが、世界的な景気減速による海外需要の低下が想定されるため、輸出押し上げ効果は限定的とみられる。

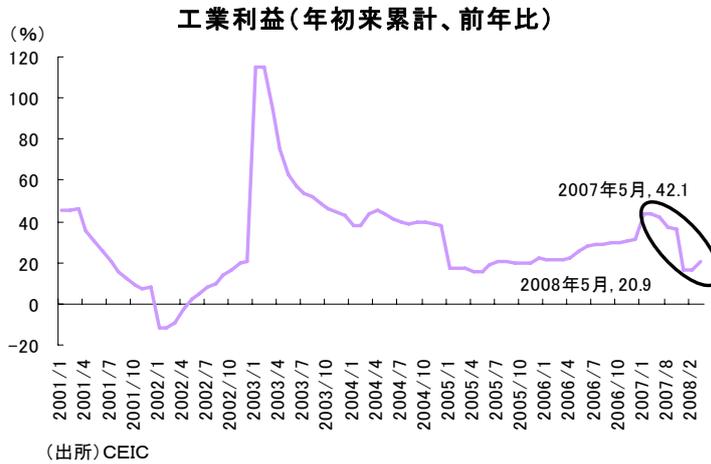
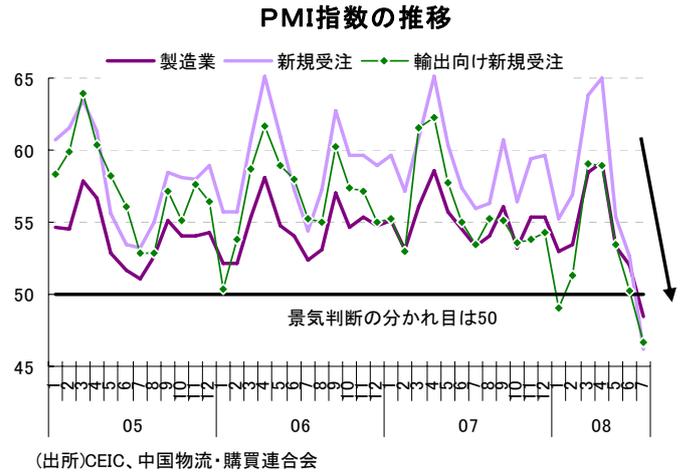
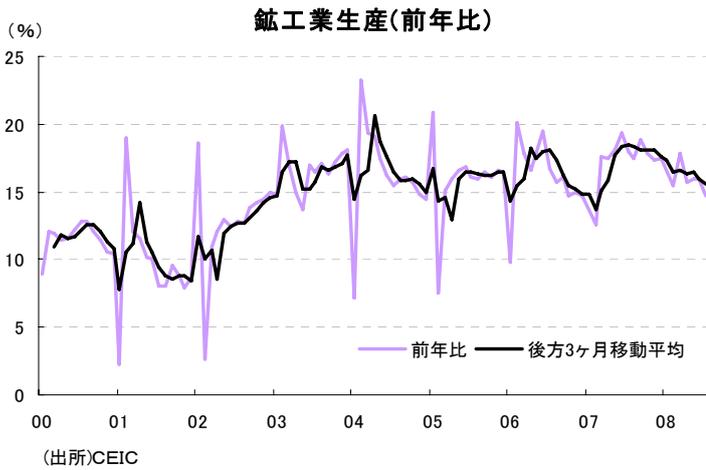
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。



輸出の鈍化にあわせて減速している生産活動は、先行指標となるPMI指数の新規受注、受注残の低下にみられるように、当面は鈍化基調が続くと見込まれる。その後も、ない外需の停滞など伸び悩みが続こう。工業利益については、前年比の伸び率は去年と比べて半分以下となっている。石油価格の引き上げによって、先

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。

行きは下振れリスクがあると見込まれる。



●実質投資は頭打ちとなる一方、個人消費も期待できず

足元の固定資産投資は高水準を維持している。1－6月期の全国固定資産投資は累計で前年比+26.3%（4－6月期は同+27.1%）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。季節要因もあるが、単四半期でみてもそれぞれ前期から伸び率が拡大している。都市部では7月単月では同+29.2%と6月から横ばいとなった。四川大地震による災害の再建などもその背景にあるが、投資の力強い構図には変化がない。

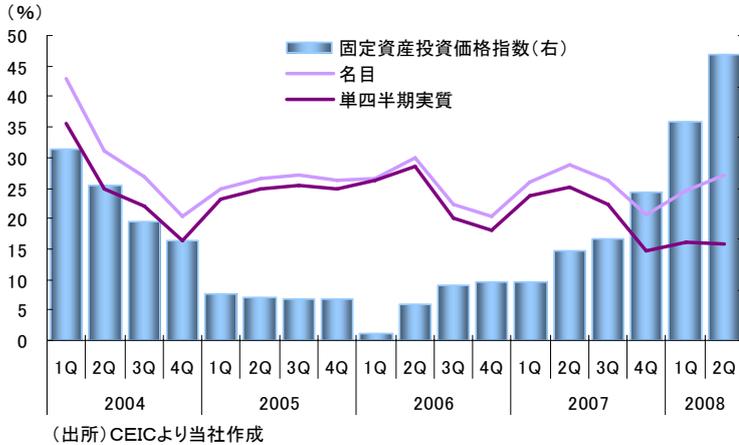
先行きについては、地震による被害が大きかったため、復興需要が当分続くと思われ、政府が推進している環境問題・省エネ対策によって、企業の設備の切り替え需要が高まっており、投資に貢献するとみられる。投資は中国経済の牽引役となる傾向がしばらく続くと考えられる。

もともと、エネルギー、鋼材など原材料の高騰を受け、固定資産投資の価格指数が高止まりの状況が続いており、固定資産投資は嵩上げされている側面がある。固定資産投資価格指数を差し引いた実質固定資産投資の伸び率は減速傾向が鮮明である。今後も生産活動の減速や、工業利益の鈍化を背景に、一部では投資を抑制す

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。

る動きがみられよう。

全国固定資産投資の動向(前年比)



固定資産投資(前年比)



一方、個人消費（社会消費品小売総額）はオリンピックによる押し上げ効果と所得の増加を背景に、2008年は前年比+20.3%、2009年は五輪効果が剥落するものの、同+17.1%と底堅い伸びが続くと予測した。

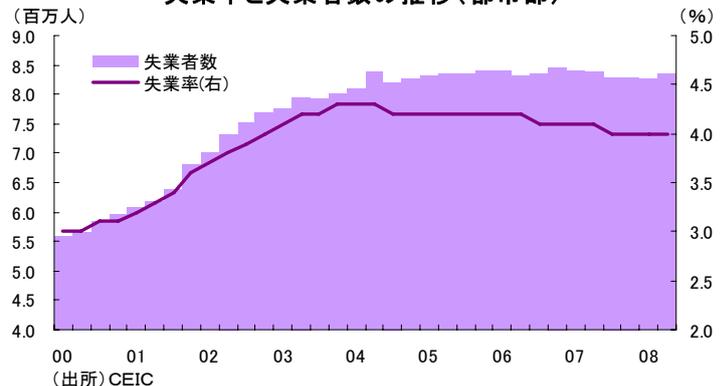
足元では、4-6月期の都市部の一人あたり可処分所得と農村部の一人あたり現金収入はそれぞれ1-3月期から大幅に加速しており、実質ベースでみても、それぞれ1-3月期から持ち直しており、消費の押し上げる要因となっている。この背景としては、減税対策と工業利益の好調が挙げられる。個人所得税の基礎控除額を1,600元から2,000元に引き上げる個人所得税法改正案は今年の3月1日から実施し、消費にある程度の押し上げ効果があると考えられる。加えて、2007年工業利益は前年比+36.7%となっており、賃金のプラス要因となっている。しかし、今年上半期の工業利益は前年比+20.9%と急速に伸び悩んだため、先行きの賃金上昇はそれほど期待できない。

足元の個人消費は、オリンピック絡みで押し上げられているとみられるうえ、先行きの雇用・所得環境には陰りが出ると予想されることから、個人消費の明るさは薄まる公算が大きい。

一人あたり実質賃金の推移(前年比)

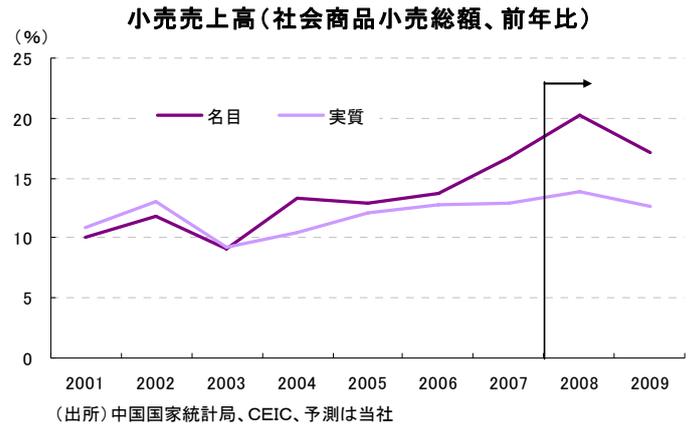
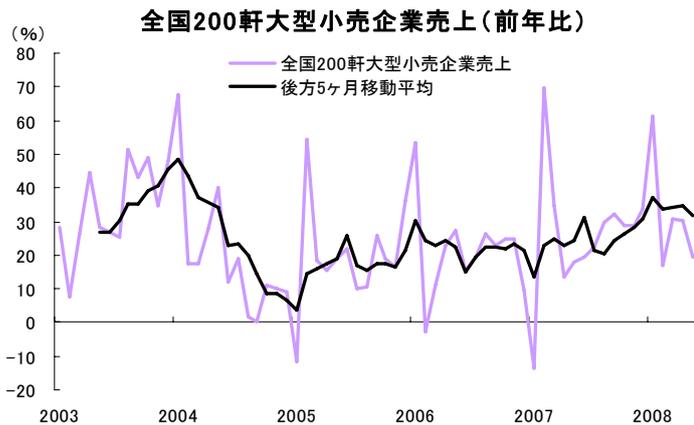


失業率と失業者数の推移(都市部)



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。





### ●消費者物価は前年比+7.0%

2008年の消費者物価上昇率は、前回の前年比+6.5%から同+7.0%へと上方修正した。その理由としては、食品は予想通り順調に鈍化しているものの、国際商品市況高止まりの影響を受け、政府が石油製品、電力の値上げに踏み切った結果、下半期は非食品の価格上昇が避けられないと見込まれるためだ。豚肉の平均小売価格は2002年の平均13.7元/キログラムから今年2月ピークの29.6元/キログラムと倍以上になった。もっとも、足元では鈍化傾向にあり、「豚肉発」のインフレ圧力が軽減するとみている。国家统计局によれば、これまでの原材料価格の高騰によって、下期の消費者物価は1.8%P押し上げられるとしている。

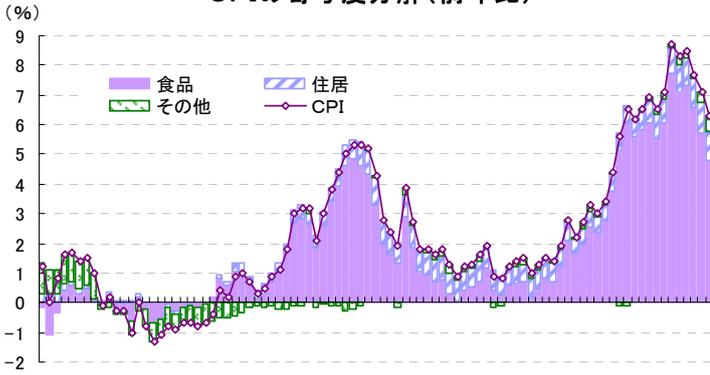
食品価格が鈍化する一方、非食品価格が上昇し始めている。これは、石油製品価格の値上げに踏み切った影響とみられる。7月には、電力価格の値上げも実施された。こうした石油製品・電力価格の値上げの影響を受け、生産者物価への上昇圧力がかかっていることから、今後消費者物価に上昇が波及する懸念は残存する。

なお、当社が中国産業連関学会による2002年産業連関表(42部門)から導かれる均衡価格モデルを用いて、政府による石油製品、電力の値上げのCPIへの影響を試算したところ、石油製品価格が+18.5%(ガソリン、ディーゼルオイル、航空燃料について生産量のウェイトで加重平均する)、電力価格が+4.7%上昇した場合、消費者物価は+0.5%P押し上げられるとの結果となった。

ただし、米国より中国の価格統制(助成金による安価なエネルギーの供給)に対して批判が出たことなどエネルギー需要を抑制するよう求める世界的な圧力から、2008年末までには、2度目の石油製品価格及び電力価格引き上げが実施される可能性があるとみられる。

先行きについては、食品価格は沈静化すると見込まれるものの、国際商品市況における原材料・エネルギー価格の高騰が続いていることを勘案すると、2008年CPIは前年比+7%台での推移が予想される。2009年は、食品価格の分が鈍化するものの、非食品価格の上昇で前年比+5%と高い水準を維持すると見込まれる。

CPIの寄与度分解(前年比)



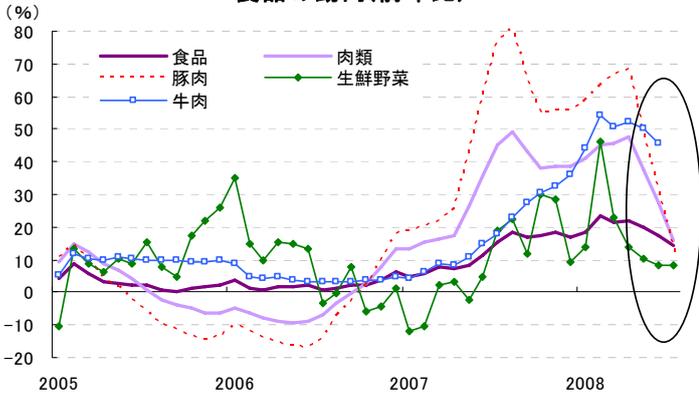
(出所) 中国国家统计局、CEICより第一生命経済研究所試算

物価の動向



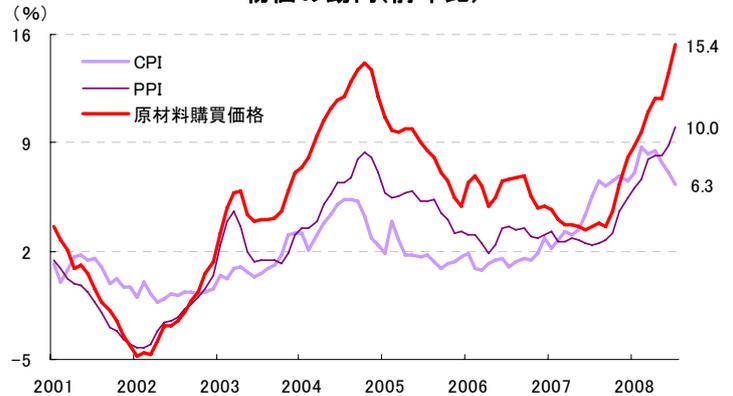
(出所) CEIC

食品の動向(前年比)



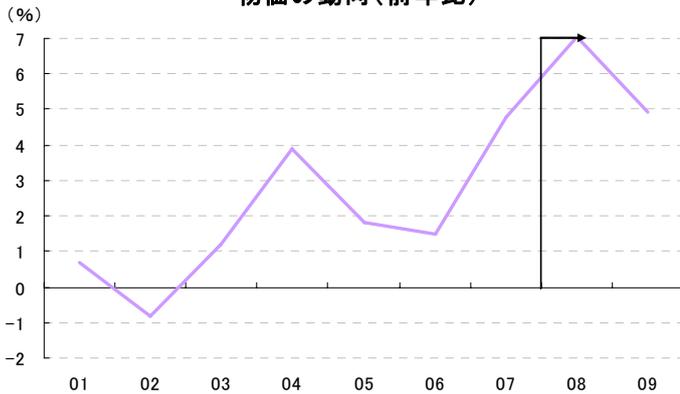
(出所) CEIC

物価の動向(前年比)



(出所) CEIC

物価の動向(前年比)



(出所) CEIC、予測は当社

●主要指標及び総括表

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。見通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。

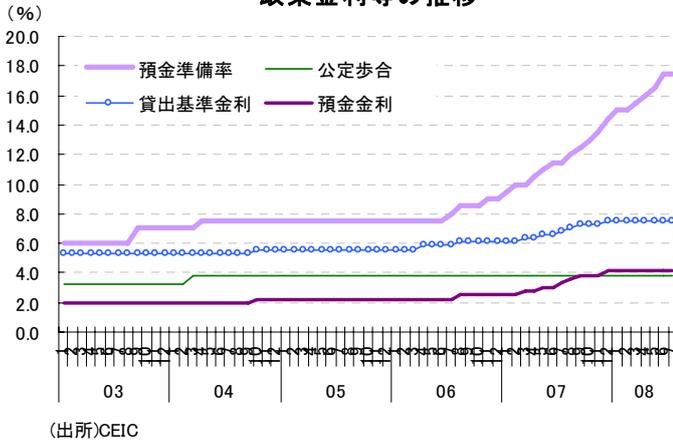
金融関連指標の動向



為替相場の推移(月中平均)



政策金利等の推移



株価の推移(上海総合・月次)



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
実質GDP	8.3	9.1	10.0	10.1	10.4	11.6	11.9	10.1	9.5
CPI	0.7	▲ 0.8	1.2	3.9	1.8	1.5	4.8	7.0	5.0
輸出(ドルベース)	6.8	22.4	34.6	35.4	28.4	27.2	25.7	20.1	17.0
輸入(ドルベース)	8.2	21.2	39.8	36.0	17.6	19.9	20.8	29.5	20.5
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	26.3	21.8
小売売上高	10.1	11.8	9.1	13.3	12.9	13.7	16.8	20.3	17.1
可処分所得	9.2	12.3	10.0	11.2	11.4	12.1	17.2	15.3	13.5

(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