

Asia Trends

マクロ経済分析レポート

中国経済マンスリー (2008年8月)

～崖の上の中国～

発表日：2008年9月12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 氷 (とう ひょう、03-5221-4527)

～要 旨～

- 8月の輸出は1,349億ドル、前年比+21.1%と7月(同+26.9%)から大幅に減速した。米国に続き、欧州、日本などの景気悪化とともに、先行きの最終需要が停滞するとみられるうえ、人民元高のトレンドが続くとみられることから、輸出の拡大ペースは今後も減速基調で推移すると予想される。
- 8月の製造業購買担当者指数(PMI)は48.4と7月(48.4)と同じ結果になった。8月のPMIは上振れ傾向があるにもかかわらず、2ヶ月連続で景気判断の分かれ目である50を割り、足元の景気減速が窺える。8月の鉱工業生産は前年比+12.8%と7月(同+14.7%)から大幅に鈍化し、昨年2月以来の低い伸び率に留まった。先行きについては、世界経済減速に伴って、生産は鈍化トレンドが継続するとみられる。
- 1-8月の都市部固定資産投資は前年比+27.4%と、引き続き2007年通年(同+24.8%)から加速しており、投資の力強さにまだ変化が見られない。また、国による投資は年初来前年比+27.7%と、21ヶ月ぶりに地方による投資の伸び率を上回った。今後も復興需要によるインフラ投資の増勢により、高い伸びが続くと予想される。しかし、エネルギー・鋼材など原材料価格の高騰を受け、固定資産投資の価格指数は高止まりの状況が続いており、実質ベースではむしろ成長率の下押し要因であるといえよう。
- 8月のCPI上昇率は前年比+4.9%と7月(同+6.3%)から引き続き食品価格の低下を背景に伸びが大幅に鈍化した。先行きについてみると、原油価格の下落を背景として、原材料購買価格に続き、生産者物価の上昇にも歯止めがかかる公算が大きい。加えて、消費者物価が鈍化している。当局はこのタイミングを捉えて、エネルギー価格の引き上げを行う可能性がある。
- 8月の小売売上高(社会消費品小売総額)は8,768億元となり、前年比+23.2%と上昇幅は7月(同+23.3%)からほぼ横ばいとなった。足元では、前月に続きオリンピック関連で不透明な部分が大きいとみられる。また、先行きの雇用環境の陰りは次第に消費の下振れリスクとなる可能性が高いと予想される。
- 中国は北京五輪で盛大なる開幕・閉幕式を見せたほか、念願の初の金メダル世界一を達成し、世界の注目が集まった。しかし、お祭り騒ぎの後、様々な問題が依然として残存する。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」へと政策基調は変更された。足元でインフレ率は急速に低下しているものの、今後はそのペースも鈍化するとみられ、当局は引き続き難しい舵取りを迫られよう。

●外需

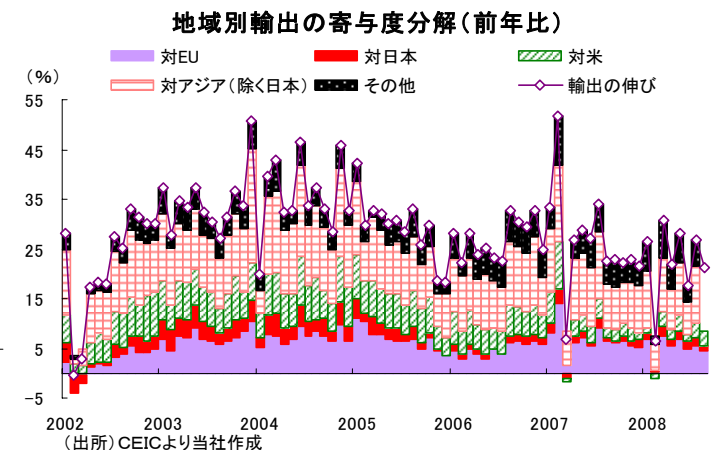
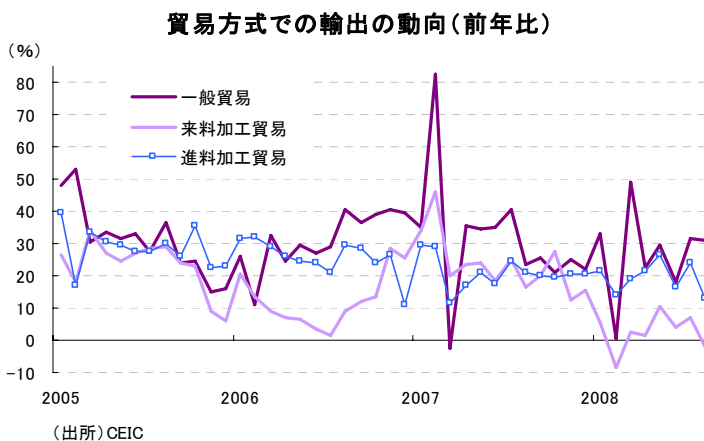
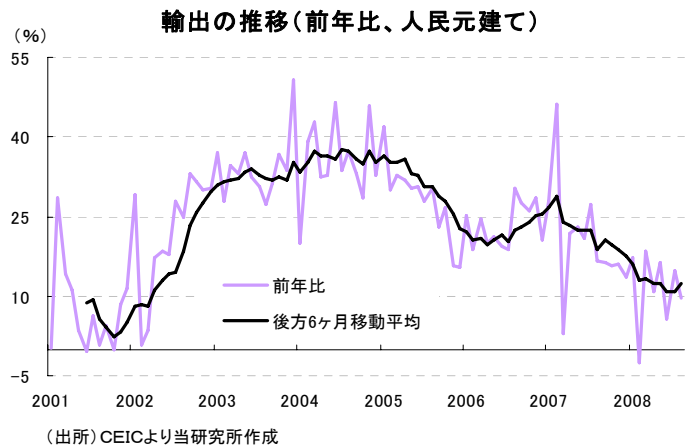
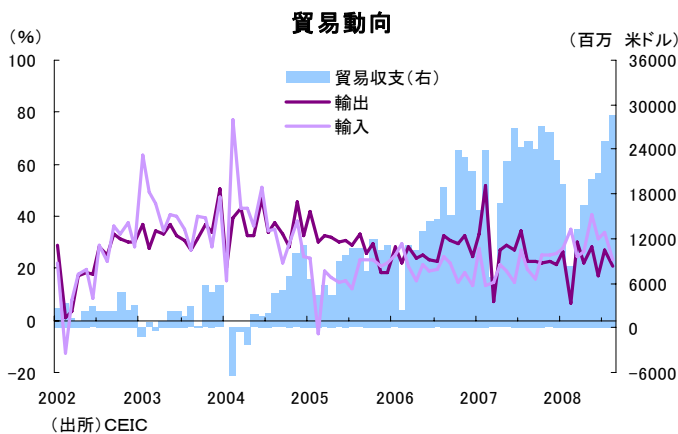
8月の貿易収支について、輸出入とも伸びが減速したが、輸入の減速幅は輸出を上回り、貿易黒字に繋がった。単月の黒字額は286.9億ドルと過去最大の結果になったことから、今後人民元の切り上げを求める声が再び高まりそうだ。

輸出は1,349億ドル、前年比+21.1%と7月(同+26.9%)から大幅に減速した。地域別の輸出額をみると、

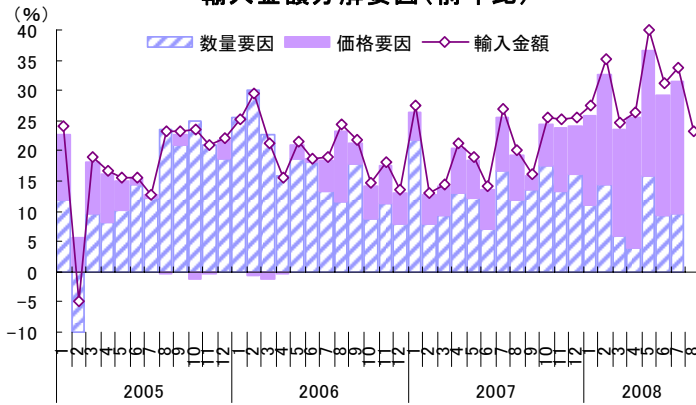
対米は同+14.8%（7月同+15.6%）となったほか、対EUは同+22.0%（7月同+27.6%）、日本向けは同+14.1%（7月は同+21.0%）、ASEAN向けは同+27.3%（7月同+30.8%）とそれぞれ伸び幅が縮小した。ブラジル向けは同+90.6%（7月同+104.7%）と高い伸びが続いているものの、新興国向けの輸出の鈍化が示唆される。米国経済については、住宅市場の悪化に歯止めがかからない上、雇用・消費者マインドの悪化から、回復にはまだ時間がかかりそうだ。欧州経済についても、減速感が強まってきており、これまで堅調さを保ってきた新興国の景気悪化が懸念される。加えて、物価上昇とこれまでの金融引き締めの影響も新興国の景気の下振れ要因になっており、新興国向け輸出にもブレーキがかかることになりかねない。

輸出を取り巻く環境をみると、当局は輸出産業を支援するため、人民元の切り上げ幅を緩やかなものに留めたものの、世界的な景気減速を受け、輸出下支え効果は限定的とみられる。加えて、米国に続き、欧州、日本などの景気悪化とともに、最終需要が停滞するとみられるうえ、緩やかながらも人民元高のトレンドが続くとみられることから、輸出の拡大ペースは今後も減速基調で推移すると予想される。

一方、輸入は1,062億ドル、前年比+23.1%と7月（同+33.7%）から大幅に減速した。価格、数量ベースの数字はまだ発表されていないが、8月の輸入には原油相場下落の影響は大きく出ていないとみられ、伸び率の低下はオリンピック開催に伴う輸入検査の厳格化が響いた可能性があるほか、国内需要の減少や、海外需要の減退も示唆している模様だ。先行きは原油価格の下落により輸入の伸びが更なる鈍化すると見込まれる。

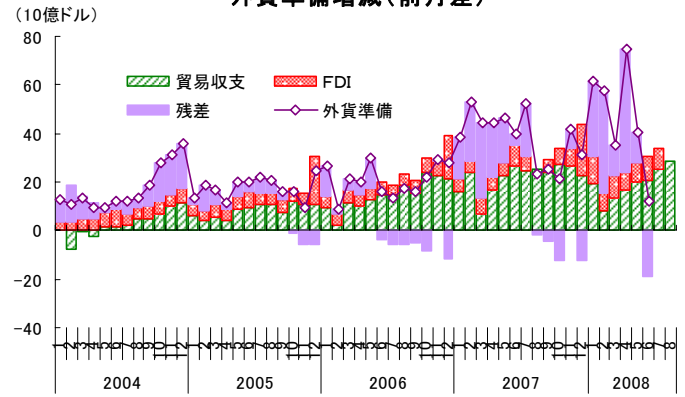


輸入金額分解要因(前年比)



(出所)CEICより当社作成

外貨準備増減(前月差)



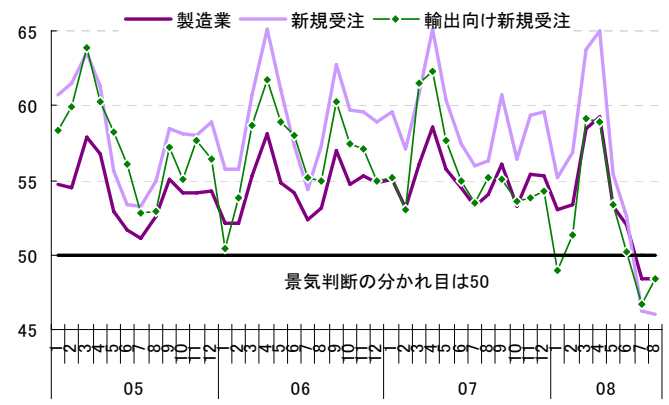
(出所)CEICより当社作成

●生産

8月の製造業購買担当者指数（PMI）は48.4と7月（48.4）と同じ結果になった。例年、8月のPMIは上振れる傾向があるにもかかわらず、2ヶ月連続で景気判断の分かれ目である50を割り込んだことにより、足元の景気減速が窺える。輸出の緩やかな減速がその背景にあると考えられる。

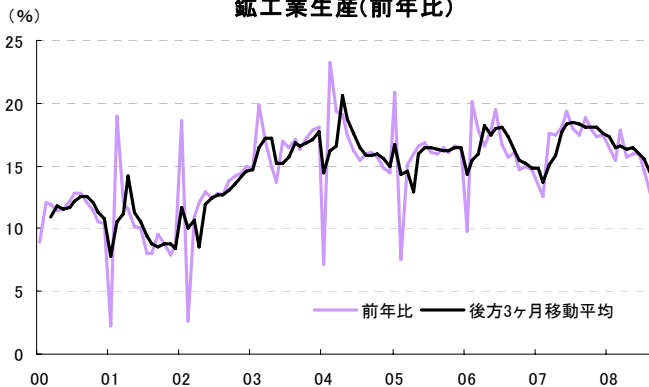
また、8月の鉱工業生産は前年比+12.8%と7月（同+14.7%）から大幅に鈍化し、昨年2月以来の低い伸び率に留まった。オリンピック、パラリンピックを迎えて環境汚染を改善するために行った一部生産の停止も影響していると思われるが、先行きについては、世界経済減速に伴って、生産は弱含む可能性には注意が必要である。

PMI指数の推移



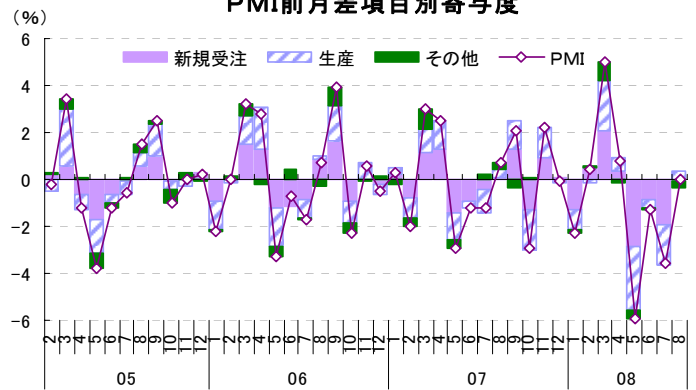
(出所)CEIC、中国物流・購買連合会

鉱工業生産(前年比)



(出所)CEIC

PMI前月差項目別寄与度



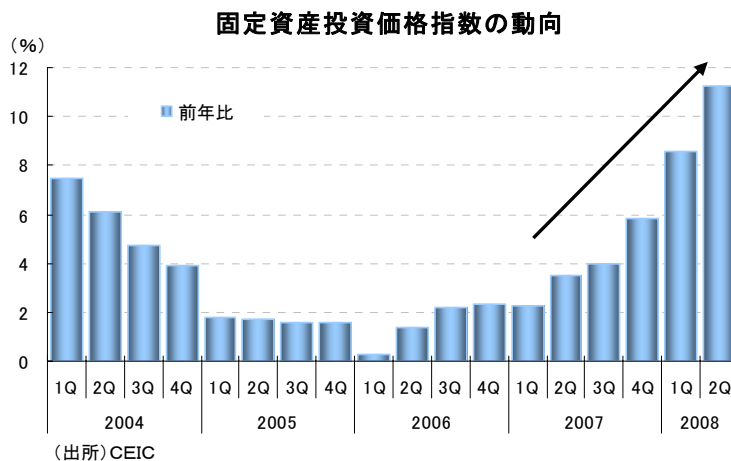
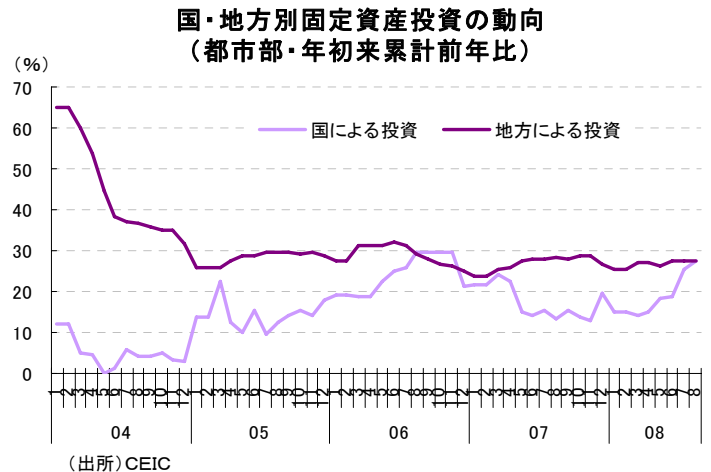
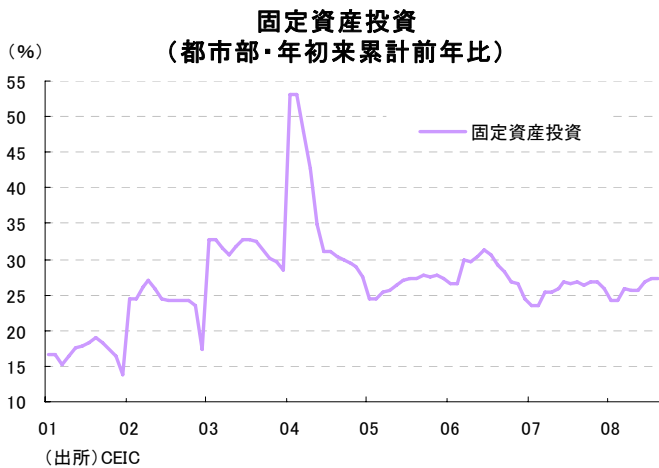
(出所)CEIC、中国物流・購買連合会2005年記者会見より当社試算

●投資

1－8月の都市部固定資産投資は前年比+27.4%と、引き続き2007年通年（同+24.8%）から加速した。当社の計算によると、都市部では8月単月では同+28.1%と7月からほぼ横ばいとなり、投資の力強さにまだ変化は見られない。

また、国による投資は年初来前年比+27.7%（1－7月同+25.3%）と、21ヶ月ぶりに地方による投資の伸び率を上回った。自然災害に伴う復興活動がその背景にあると考えられる。地方による投資は同+27.4%（1－7月同+27.5%）と引続き高い水準を維持している。

先行きについては、震災復興などインフラ投資が続くことから、投資が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。ただし、これはあくまでも名目の話である。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、固定資産投資は高上げされている側面があり、物価上昇の影響を除いた実質ベースでは、むしろGDP成長率を押し下げる要因となろう。



●物価

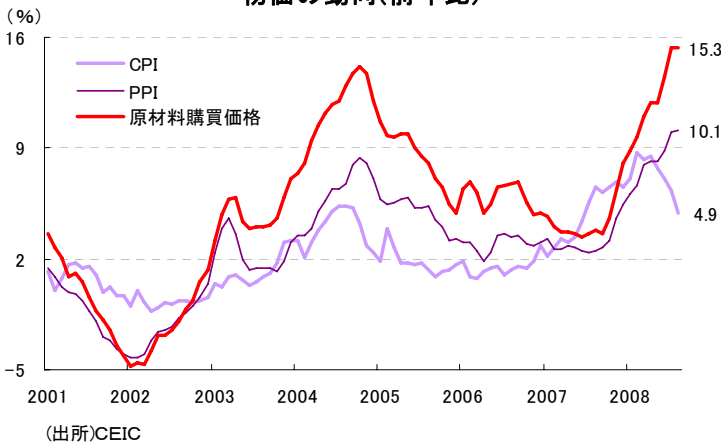
8月のCPI上昇率は前年比+4.9%と、7月（同+6.3%）に続き食品価格の低下を背景に伸びが大幅に鈍化した。

内訳をみると、食料品の上昇率は前年比+10.3%と7月（同+14.4%）から鈍化しながらも、依然として二桁の伸びが続いている。うち豚肉の同+1.0%（7月同+12.1%）を筆頭に、肉類は+8.0%（7月同+16.0%）、食用油は同+22.7%（7月同+30.8%）、生鮮野菜は同▲0.5%（7月同+8.4%）とそれぞれ伸び率が大きく鈍化した。当社の試算によると、食品の寄与度は前年比+3.4%p、住居は同+0.9%p、その他は同+0.5%pとなっており、食品の価格上昇が高い物価上昇率の主因であるという構図に変化はみられないものの、その幅は急速に縮小している。また、非食品価格は前年比+2.1%と前月と同じ結果になった。

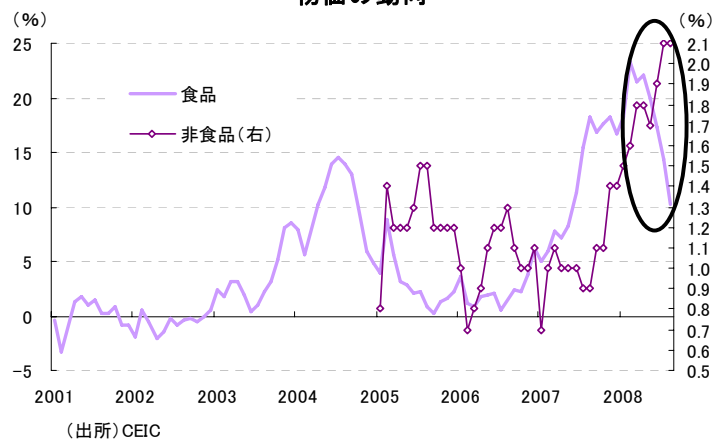
一方、8月の生産者物価（PPI）は前年比+10.1%と、7月から小幅ながら加速している。そのほか、原材料購買価格は同+15.3%と7月（同+15.4%）から頭打ちとなった。原材料価格上昇から最終財への価格転嫁はしばらく続くと考えられ、今後消費者物価を一段と押し上げる懸念は高まっている。

先行きについてみると、原油価格の下落を背景として、生産者物価は原材料購買価格に続き、上昇に歯止めがかかる公算が大きい。加えて、消費者物価が鈍化していることもあり、当局はこのタイミングを捉えて、エネルギー価格の引き上げを行う可能性がある。また、食品価格の低下はそろそろ底が見えてきており、今後は消費者物価の鈍化ペースは緩やかなものに留まると予想する。

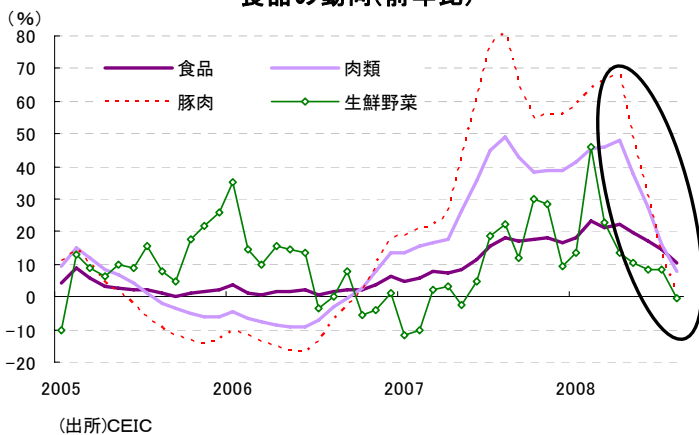
物価の動向(前年比)



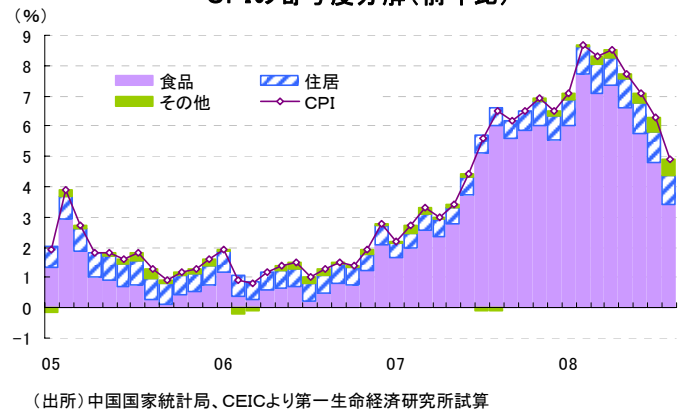
物価の動向

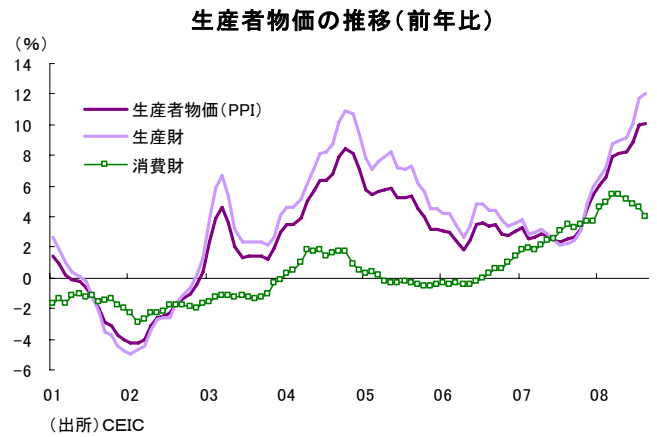
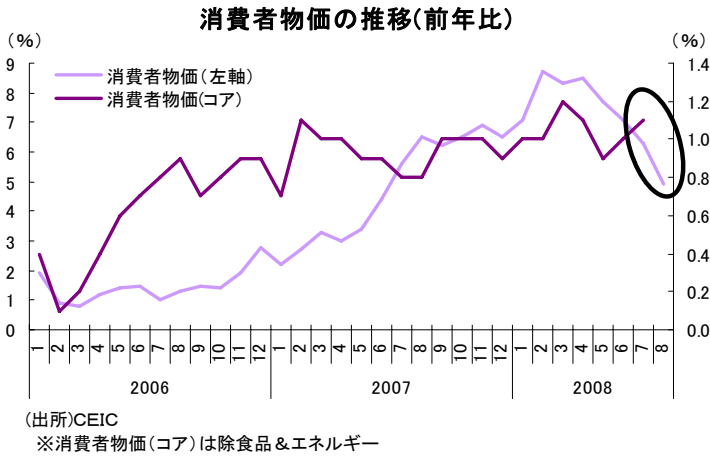


食品の動向(前年比)



CPIの寄与度分解(前年比)



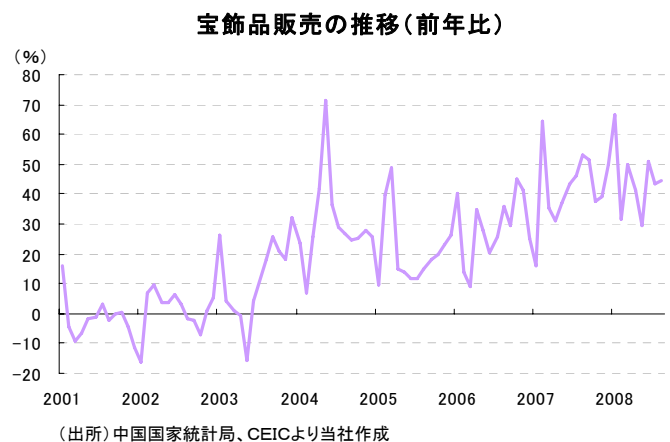
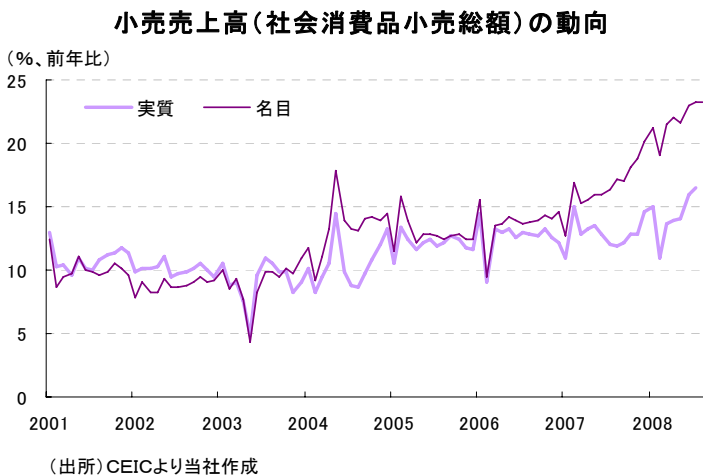


●個人消費

8月の小売売上高(社会消費品小売総額)は8,768億元となり、前年比+23.2%と上昇幅は7月(同+23.3%)からほぼ横ばいとなった。小売物価指数はまだ発表されないが、実質ベースでも依然として好調さを保っているとみられる。この背景としては、良好な雇用・所得環境が続いていることが主因と考えられる。

品目別にみると、衣類は前年比+29.5%と7月(同+26.8%)から加速したことに加え、宝飾品(同+44.3%)、化粧品(同+26.6%)といった非生活必需品は堅調を維持している。一方、自動車は同+19.0%と7月(同+27.8%)から減速し、鈍化傾向にあるとみられる。

足元では、前月に続きオリンピック関連で不透明な部分が大きいため、トレンドが見極められるのは9月以降になるとみられる。また、人材派遣会社マンパワー¹によると、10-12月期の純雇用予測指数(季調済)は12%と7-9月期より3%P低下しており、雇用環境は悪化する見通しとなった。こうしたことから、先行きの雇用環境の陰りは次第に消費の下振れリスクとなる可能性が高いと予想される。



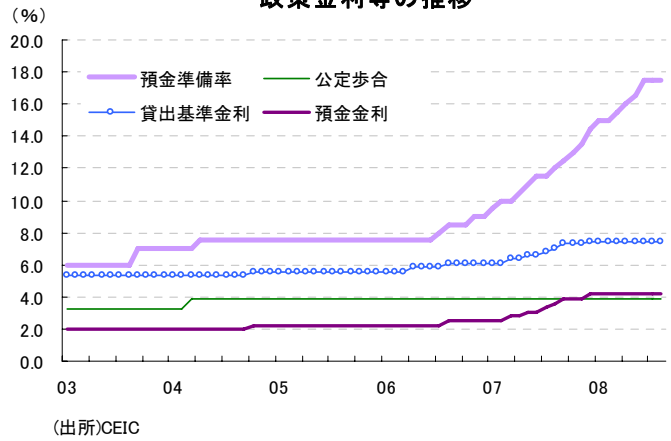
¹ 本調査は中国の主要9都市(北京、上海、重慶、成都、深セン、武漢、西安、大連、広州)4,014社の雇用主を対象に実施したもの。純雇用予測指数=雇用者数増加と見込む会社数の割合(%) - 雇用者数減少と見込む会社数の割合(%)

●金融政策及び先行き

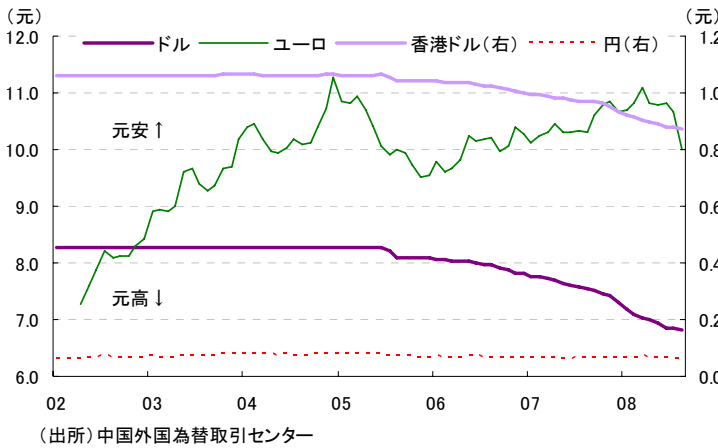
中国は北京五輪で盛大なる開幕・閉幕式を見せたほか、念願の初の金メダル世界一を達成し、世界の注目が集まった。しかし、お祭り騒ぎの後、様々な問題が依然として残存する。インフレ抑制を最優先としながらも、「景気過熱の防止」から「経済の安定的で比較的速い発展の保持」へと政策基調が変更された。

中国経済をこれまで牽引してきた固定資産投資は、エネルギー・鋼材など原材料価格の高騰を受け、実質ベースでは昨年より急速に鈍化している。一方で、インフレの高騰は当局をジレンマに陥らせている。足元の消費者物価は急速に低下しており、多少は当局の緩和政策の根拠付けになるだろう。しかし、インフレ率のこれ以上の急低下は期待し難く、当局が難しい金融政策の舵取りを迫られる局面にあることには変化がない。

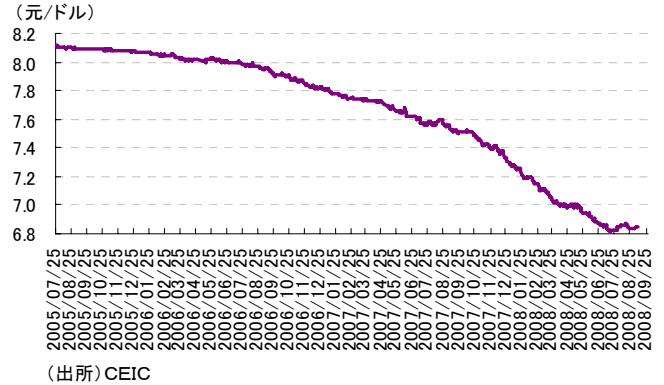
政策金利等の推移



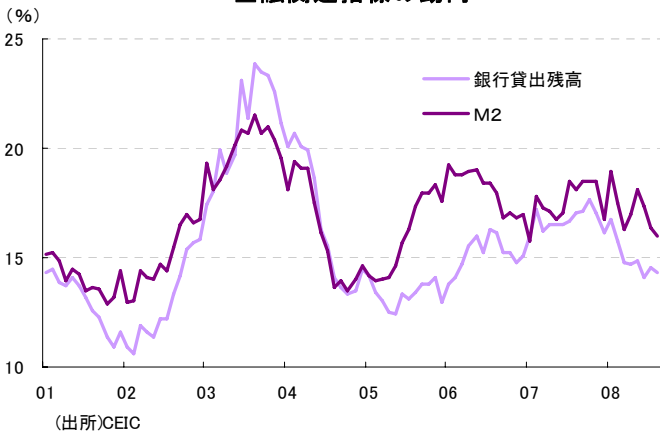
為替相場の推移(月中平均)



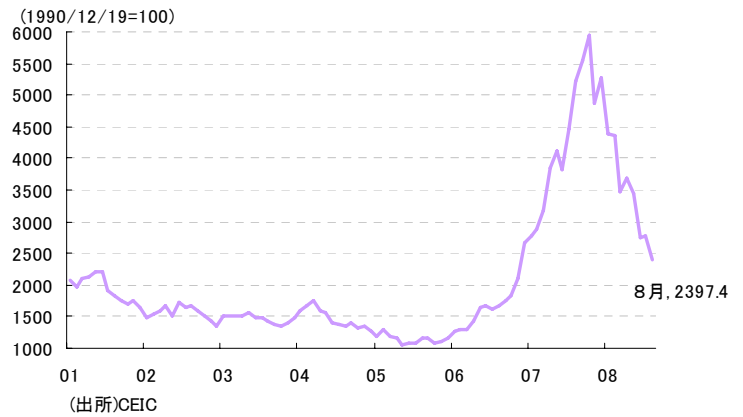
為替の動向(日次)



金融関連指標の動向



株価の推移(上海総合・月次)



以上