

# Weekly エコノミスト・ レター

## 中国経済:7-9 月期の成長率と9 月の景気評価点

～成長率は鈍化も景気評価点はやや改善

経済研究部 上席研究員 三尾 幸吉郎

(03)3512-1834 mio@nli-research.co.jp

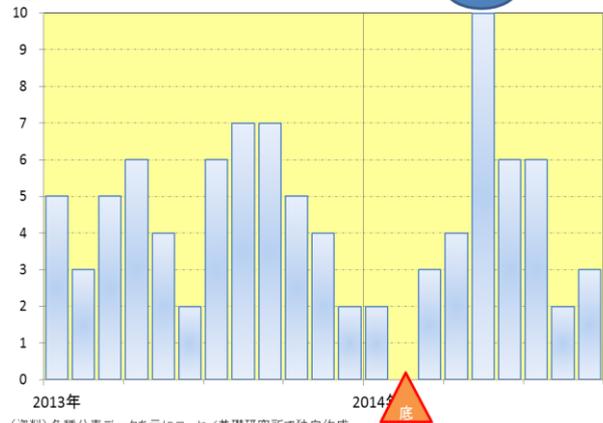
1. 中国の2014年7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比7.3%増と4-6月期の同7.5%増を0.2ポイント下回った(下左図)。11四半期連続で7%台を維持したものの、リーマンショック後の2009年1-3月期(同6.6%)以来の低い伸びに留まった。
2. 一方、景気動向を判断する上で重要な10指標の内、需要面を捉える指標としては、小売売上高、固定資産投資、輸出金額の3つがある。9月も固定資産投資の伸び鈍化には歯止めが掛からなかったが、輸出は上向いてきており、小売売上高も一定の伸びを維持している。
3. 供給面から景気を捉える指標としては、工業生産、製造業のPMI、非製造業の商務活動指数の3つがある。工業生産は8月に前年同月比6.9%増と大きく落ち込んだが、9月には同8.0%増と改善した。非製造業には鈍化の兆しがあるものの、製造業は高水準を維持している。
4. その他の重要な指標としては、電力消費量、貨物輸送量、生産者物価、通貨供給量(M2)の4つがある。動力源である電力消費量、モノの動きを表す鉄道貨物輸送量、モノの値動きを表す生産者物価、カネの動きの活発さを示すM2は、9月に4つが揃って下向きとなった。
5. 景気10指標を総合的に見た景気評価点(3ヵ月前比で上向きなら1点、下向きなら0点として集計したものは、5月の10点を天井として8月には2点まで落ち込んだものの、9月には3点に回復した(下右図)。但し、供給面での回復が目立ってきたわりに、需要面で回復したのは輸出だけで、海外経済の好転に依存した面がある。その他の重要な4指標もすべて下向きとなっており、景気の下ぶれ懸念は依然として強いと考えるのが妥当だろう。

実質GDP成長率(前年同期比)



(資料)CEIC(中国国家統計局)

景気評価点の推移



(資料)各種公表データを元にニッセイ基礎研究所で独自作成

# 1. 7-9 月期の成長率

10月21日に中国国家统计局が発表した2014年7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比7.3%増と4-6月期の同7.5%増を0.2ポイント下回った。11四半期連続で7%台を維持したものの、リーマンショック後の2009年1-3月期(同6.6%)以来の低い伸びに留まった(図表-1)。また、前期比で見ると、7-9月期は前期比1.9%増と4-6月期の同2.0%増を0.1ポイント下回ったものの、昨年10-12月期(同1.7%増)や今年1-3月期(同1.5%増)よりも高い伸びを維持している。

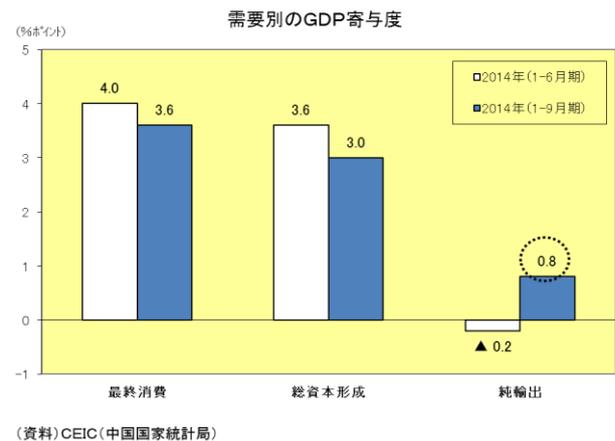
一方、1-9月期の累計では前年同期比7.4%増と2013年の前年比7.7%増を0.3ポイント下回った。需要別のGDP寄与度を見ると、最終消費は3.6ポイントで1-6月期よりも0.4ポイント低下、総資本形成(投資)は3.0ポイントで1-6月期よりも0.6ポイント低下したものの、純輸出は0.8ポイントと1-6月期の▲0.2ポイントからプラス寄与に転じた(図表-2)。7-9月期の経済成長は内需が大きく減速したものの純輸出が下支えして小幅な鈍化に留まったことが分かる。

なお、産業別に見ると、第一次産業は前年同期比4.2%増と昨年の伸び(前年比4.0%増)をやや上回ったものの、第二次産業と第三次産業はともに昨年の伸びを0.4ポイント下回った。

(図表-1)



(図表-2)



## 2. 9月の景気10指標

### 1 | 需要面を見る3指標

#### 【小売売上高】

個人消費の動向を見る上で代表的な指標となるのが小売売上高(社会消费品零售总额)である。7-9月期の小売売上高は前年同期比11.8%増(推定<sup>1</sup>)と4-6月期の同12.2%増(推定)をやや下回った(図表-3)。業種別に見ると、家電や化粧品などは4-6月期の伸びを上回ったものの、飲食

<sup>1</sup> 中国では、統計方法の改定時に新基準で計測した過去の数値を公表しない場合があり、また1月からの年度累計で公表されるものも多い。本稿では、時系列の伸びを見るなどの目的で、国家统计局などが公表したデータを元に当研究所で推定した場合には、“(推定)”と付して公表された数値と区別している。

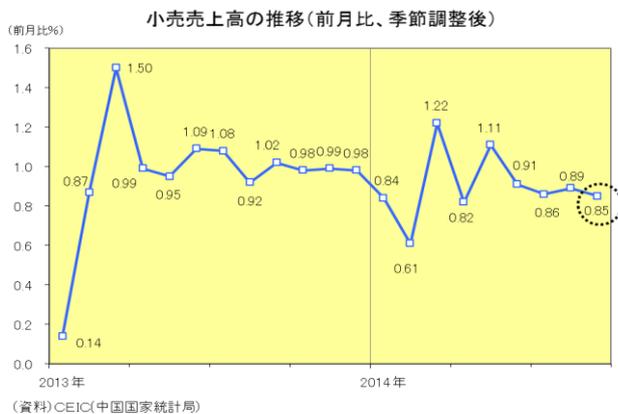
食品、家具、自動車などでは下回ったため、伸びがやや鈍化する結果となった。

他方、前月比（季節調整後）で見ると、7月が0.86%増、8月が0.89%増、9月が0.85%増と、0.8%台で一定の伸びを維持しつつも方向感は定まらず、一進一退の動きが続いている（図表-4）。

（図表-3）



（図表-4）



### 【固定資産投資】

投資の動向を見る上で代表的な指標となるのが固定資産投資である。7-9月期の固定資産投資（除く農家の投資）は前年同期比13.7%増（推定）と4-6月期の同17.0%増（推定）を大きく下回った（図表-5）。業種別に見ると、インフラ建設の加速を背景に建設業や鉄道運輸業では前年同期比5割前後の高い伸びを示したものの、規模の大きい製造業（シェア約33%）と不動産業（シェア約26%）では伸び鈍化が続いたことで、投資全体の伸びを大きく押し下げる結果となった。

一方、10-12月期の不動産業の投資減速には歯止めがかかる可能性が浮上してきた。値下がり続く商品住宅では、当面は投資の加速が期待できないものの、中国政府が中低所得者向け住宅の建設を前倒しで進めたことで、住宅着工の減少には変化の兆しがでてきている。1-9月期の新規住宅着工（面積）を見ると前年同期比13.5%減と1-6月期の同19.8%減から減少幅が縮小、7-9月期だけの伸びを当研究所で推定して見たところでは前年同期比1.0%減（推定）とほぼ前年並みの水準まで回復してきている（図表-6）。

（図表-5）



（図表-6）



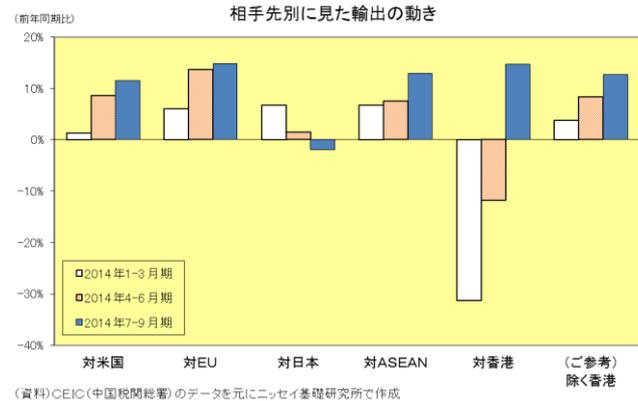
## 【輸出金額】

世界の工場といわれる中国では輸出動向も景気を大きく左右する要因である。7-9 月期の輸出金額は前年同期比 13.0%増と 4-6 月期の同 5.0%増から大きく加速した（図表-7）。相手先別に見ると、日本向けは前年割れに転じたものの、その他の米国や欧州向けなどでは伸びが加速しており、特に香港向けは 4-6 月期の前年割れから一気に二桁増に加速している。香港向けが急激に伸びたことで再び“輸出水増し”を疑う向きもあるようだが、香港を除いた輸出でも 7-9 月期は 4-6 月期を上回る伸びを示しており、輸出が上向いてきたことは間違いないと思われる（図表-8）。

（図表-7）



（図表-8）

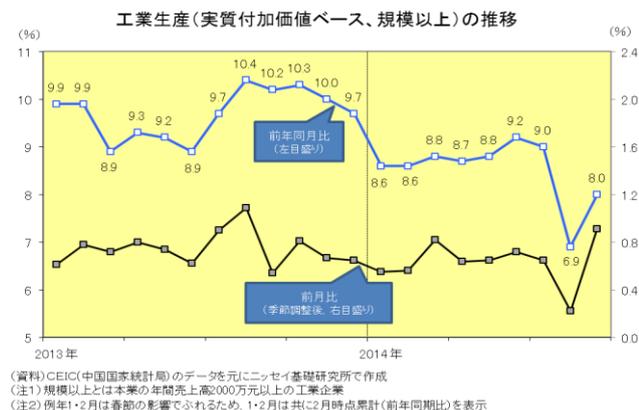


## 2 | 供給面を見る 3 指標

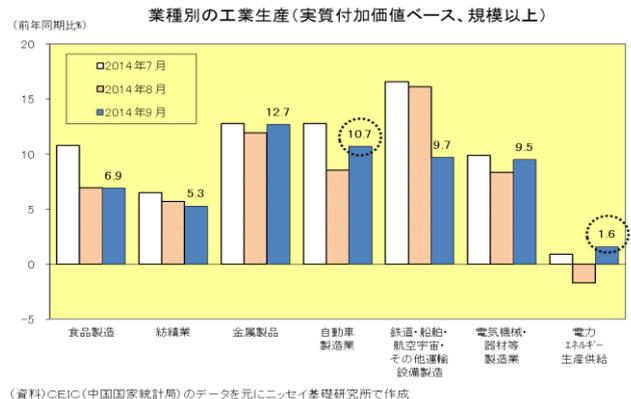
### 【工業生産】

供給面から景気を見る上で最も重要な指標となるのが工業生産（実質付加価値ベース、規模以上）である。9月の工業生産は前年同月比 8.0%増と 8月の同 6.9%増から 1.1ポイントの改善、前月比（季節調整後）で見ても 0.91%増と 8月の 0.22%増（改定後）から大幅改善した（図表-9）。9月に大幅改善した背景には 8月に大きく落ち込んだ反動がある。8月は華東地区などの冷夏の影響で、図表-10 に示したように電力エネルギー生産供給が大きく落ち込んだが、9月にはその特殊要因がなくなったため大きく増加することとなった。なお、前月比の 0.91%増は、昨年 8月の 1.09%増以来の高い伸びで、この水準が今後も維持できるか、それとも反動減となるのか要注目である。

（図表-9）



（図表-10）



## 【製造業のPMI】

供給面から景気を判断する上では製造業のPMI（中国国家统计局）も重要な指標である。これは製造業3000社の購買担当者に対し、毎月実施されるアンケート調査（現状を1ヵ月前と比較して「増加した（上昇）」、「変化なし（持平）」、「減少した（下降）」の3つから選択）の結果を元に計算されるもので、通常は50%が景気強弱の分岐点とされる。今年の製造業PMIは、7月までは右肩上がりでも上昇していたが、8月には51.1%と6ヵ月ぶりに低下、9月はそこから横這いとなった（図表-11）。また、将来に対する楽観度を示す予想指数は、9月は56.0%と8月よりはやや低下したものの分岐点の50%を大きく上回っており、今のところ大きな心配はなさそうだ（図表-12）。

（図表-11）



（図表-12）



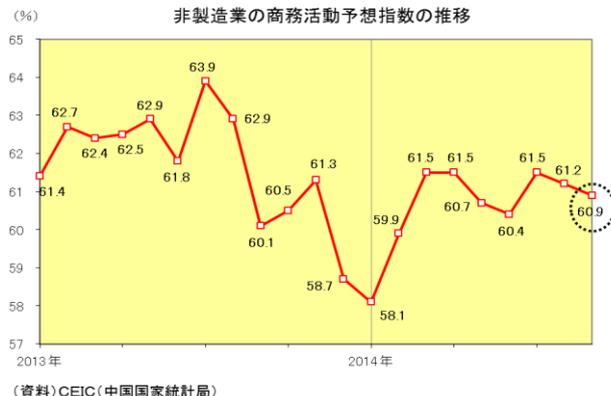
## 【非製造業の商務活動指数】

中国では製造業からサービス業への構造転換が進行中であるため、製造業だけを見ていたのでは構造変化に翻弄される恐れがある。そこで注目したいのが非製造業の商務活動指数（中国国家统计局）である。製造業と非製造業では指数構成などに差異があるものの、50%が景気強弱の分岐点となる点は同じである。足元の商務活動指数を見ると、9月は54.0%と8月より0.4ポイント低下するとともに7月の54.2%も下回ってきており、その勢いには鈍化の兆しがある（図表-13）。但し、将来に対する楽観度を示す予想指数を見ると、9月も60.9%と高水準を維持しており、当面の非製造業の活動状況は、盛り上がり欠けるものの底堅く推移するものと思われる（図表-14）。

（図表-13）



（図表-14）

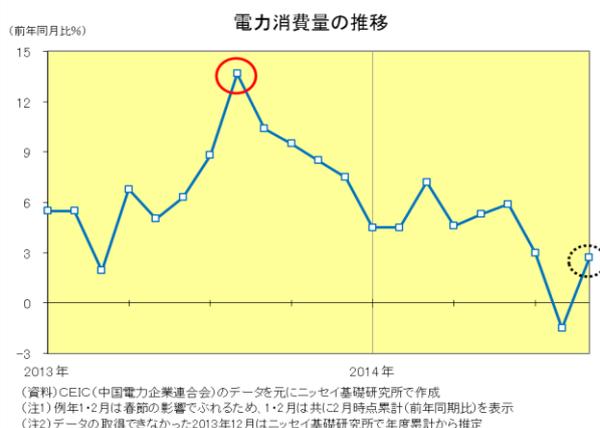


### 3 | その他の重要な4指標

#### 【電力消費量】

景気動向を見る上では他にも重要な指標がいくつかある。経済活動をするのに欠かせない動力源となるのが電力で、景気動向を見る上でも有効な指標である。李克強首相は特に工業の電力消費量を重視しているとされる。9月の電力消費量は前年同月比2.7%増（工業は同5.3%増）と8月の同1.5%減からプラスに転じた。8月は前年同月が高水準だった反動（図表-15 赤○印）や華東地区などの冷夏で落ち込みが過大になった面があり9月にはやや回復すると見られていたが、ほぼ予想どおりに回復した。但し、9月の伸び率は1-7月期の平均的なレベル（4.9%）よりも低く、回復は緩慢だといえるだろう。

(図表-15)

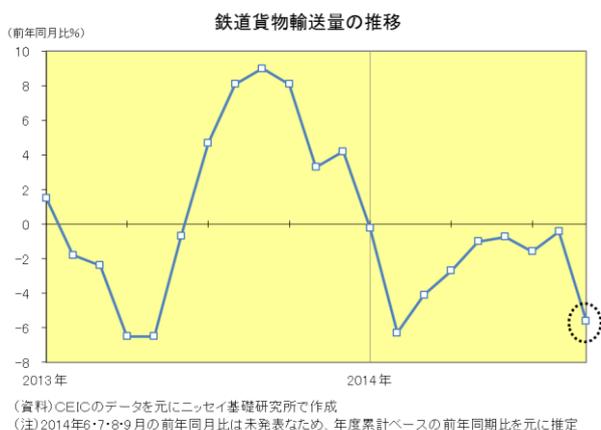


#### 【貨物輸送量】

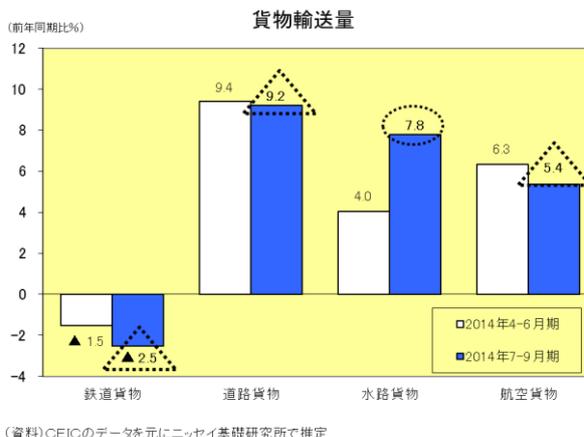
景気が良くなるとモノの移動も盛んになることから、貨物輸送量も景気動向を占う上で重要な指標である。特に、鉄道の貨物輸送量は李克強首相も重視しているとされる。今年の鉄道貨物輸送量は前年割れの状況が続いていたものの、8月までは減少幅が徐々に縮小する傾向にあった。しかし、1-9月期の鉄道貨物輸送量は前年同期比2.5%減と1-8月期の同2.1%減から減少幅が拡大、9月単月の伸びを当研究所で推定して見たところでは前年同月比5.6%減（推定）と急ブレーキが掛かった模様である（図表-16）。

ちなみに、鉄道以外の貨物輸送量を確認しておくと、7-9月期の水路貨物は前四半期の伸びを大きく上回ったものの、鉄道貨物に加えて道路貨物や航空貨物でも伸びが鈍化している（図表-17）。

(図表-16)



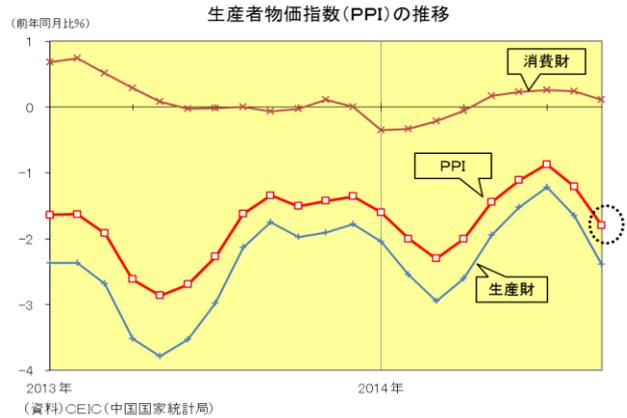
(図表-17)



### 【生産者物価（PPI）】

モノの値段の動きも景気と密接な関係がある。養豚業者でも値段が下がると簡単に撤退するとされるような市場価格に敏感な中国では特に注目したい指標である。今年の実産者物価指数（PPI）は、7月まではマイナス幅を縮める形で上向いてきていたが、8月には前年同月比1.2%減と5ヵ月ぶりにマイナス幅を拡大、9月も同1.8%減とさらに下落の勢いは増してきた（図表-18）。特に、生産財が下落の牽引役となっており、採掘業や原材料工業では生産活動の先行きに懸念が浮上したといえるだろう。

（図表-18）



### 【通貨供給量（M2）】

お金が動きだすと景気も良くなることから通貨供給量（M2）も注目したい指標である。李克強首相は銀行融資（中長期）を重視しているとされるが、シャドーバンキングが増加する中では銀行融資以外の動きも無視できない。シャドーバンキングを含む社会融資総量という統計もあるが残高把握に難があり、金融関係の景気指標をひとつに絞るならM2が良いと思われる。9月のM2は前年同月比12.9%増と8月の同12.8%増をやや上回った（図表-19）。中国人民銀行は8月以降、短期金利（SHIBOR 翌日物）の緩やかな低下を許容しており、零細企業などに対象を限定した部分的な金融緩和も進めていたことなどから、9月にM2の伸びが回復したことはほぼ予想どおりの結果だといえるだろう（図表-20）。

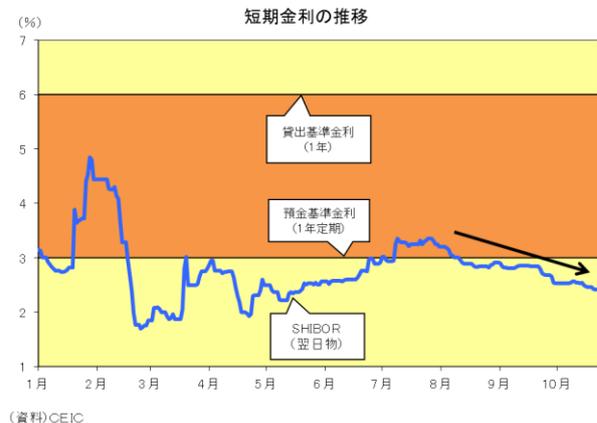
また、中国政府は今年の実M2の見通しを13%前後と設定しており、現在はその想定範囲内で推移していることから、さらなる金融緩和はあっても微調整に留まる可能性が高いだろう。さらに、今回発表された1-9月期の成長率は前年同期比7.4%増と今年の実成長率目標である7.5%前後の範囲内であることから、さらなる金融緩和で景気を刺激する必要も低いと思われる。

なお、9月の人民元建て銀行融資の増加額は8,572億元で前年同月よりも702億元の増加、社会融資総量は10,500億元で前年同月よりも3,620億元の減少だった。

（図表-19）



（図表-20）



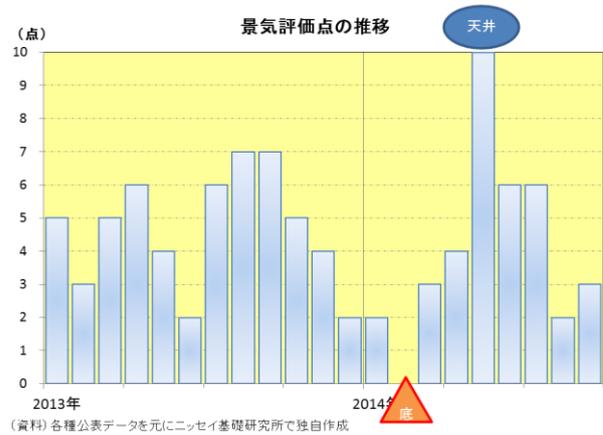
### 3. 9月の景気評価点は1点上昇して3点

以上で述べてきた景気 10 指標を総合的に見るため、それぞれを3ヵ月前と比べて上向きであれば“○”=1点、下向きであれば“×”=0点として集計したものを筆者は景気評価点と呼んでいる。景気指標が10個あるのですべてが上向きならば10点、すべてが下向きならば0点となる。

これまでの推移を見ると、今年5月には10個すべての景気指標が上向きとなり景気は好調だったが、その後は徐々に低下して8月には2点まで落ち込み、9月には1点回復して3点となった。

但し、9月は8月よりも回復したとはいえ、10個ある景気指標のうち7つが下向きで、上向きは3つだけである。特に、供給面での回復が目立ってきたわりに、需要面で回復したのは輸出だけで、海外経済の好転に依存した面がある。さらに、電力消費量や通貨供給量などその他の重要な4指標もすべて下向きとなっていることから、景気の下ぶれ懸念は依然として強いと考えるのが妥当だろう（図表-21、22）。

(図表-21)



(図表-22)

使用データ種類	需要面			供給面			その他				評価点 ○の数 (点)
	小売上高	固定資産投資	輸出金額	工業生産	製造業 PMI	非製造業 商務活動指数	電力消費量	貨物輸送量	生産者物価 (PPI)	通貨供給量 (M2)	
	前月比	前月比	前月比	前月比	原数値	原数値	前年同月比	前年同月比	前月比	前年同月比	
2013年1月	×	○	×	×	○	○	×	○	—	○	5
2013年2月	×	○	×	×	×	×	×	×	○	○	3
2013年3月	○	○	×	×	○	×	×	×	○	○	5
2013年4月	○	×	○	○	○	×	○	×	×	○	6
2013年5月	○	×	○	×	○	×	×	×	×	○	4
2013年6月	×	×	×	×	×	×	○	○	×	×	2
2013年7月	○	○	×	○	×	×	○	○	○	×	6
2013年8月	×	○	○	○	○	×	○	○	○	×	7
2013年9月	×	×	○	×	○	○	○	○	○	○	7
2013年10月	×	×	×	×	○	○	○	○	○	×	5
2013年11月	○	×	○	×	○	○	×	×	×	×	4
2013年12月	×	○	×	○	×	×	×	×	×	×	2
2014年1月	×	○	○	×	×	×	×	×	×	×	2
2014年2月	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	0
2014年3月	○	×	○	○	×	×	×	×	×	×	3
2014年4月	×	×	○	○	×	○	○	×	×	×	4
2014年5月	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	10
2014年6月	×	○	×	×	○	○	×	○	○	○	6
2014年7月	○	×	×	○	○	×	×	○	○	○	6
2014年8月	×	×	×	×	○	×	×	○	×	×	2
2014年9月	×	×	○	○	○	×	×	×	×	×	3

(資料)各種公表データを元にニッセイ基礎研究所で独自作成

(お願い)本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。