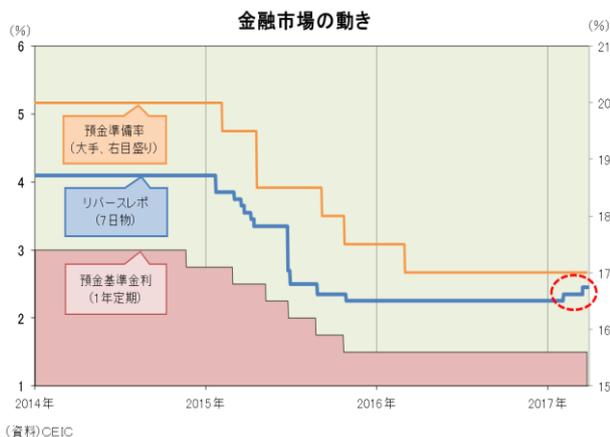


Weekly エコノミスト・ レター

中国経済：景気指標の総点検 (2017年春季号)～回復の動きに 死角は無いのか？

経済研究部 上席研究員 三尾 幸吉郎
(03)3512-1834 mio@nli-research.co.jp

1. 最近の金融マーケットを概観すると、景気が持ち直す中で、株価はじり高基調、人民元は足元で下げ止まり、住宅価格は最高値更新も上昇ピッチは緩やかになってきた。そして、中国人民銀行は基準金利の調整を見送ったものの、オペ金利を小幅に上昇させている（下左図）。
2. 供給面を点検すると、17年1-2月期の工業生産は前年同期比6.3%増と前四半期を0.3ポイント上回った。3月の動きは未反映だが1-3月期の成長率は前四半期（6.8%）を上回る可能性が高い。また、製造業と非製造業のPMIはともに前四半期とほぼ水準で推移している。
3. 需要面を点検すると、個人消費は小型車減税の縮小を受けて自動車販売が落ち込んだことなどから、17年1-3月期の成長率を押し下げる要因となる可能性が高い。一方、投資はインフラ関連や不動産開発が好調なため成長率を押し上げる要因となる可能性が高い。また、輸出は持ち直したものの輸入はそれ以上に急増、成長率を押し下げる要因となるだろう。
4. その他の重要指標を点検すると、17年1-2月期の電力消費量と貨物輸送量はともに前四半期を上回る伸びを示しており、2月の工業生産者出荷価格が前年同月比7.8%上昇するなどデフレは解消に向かっている。なお、通貨供給量（M2）が政府見通しの「12%前後」を下回っていることは不安材料だが、投資に結び付くことの多い中長期融資は伸びを高めている。
5. 景気の動きを総合的に見るため、ニッセイ基礎研究所で開発した回帰モデルを用いて実質GDP成長率を推計したところ、17年1・2月はともに前年同月比6.9%増となっており、16年10-12月期の同6.8%増（実績）を若干上回る水準で推移している（下右図）。



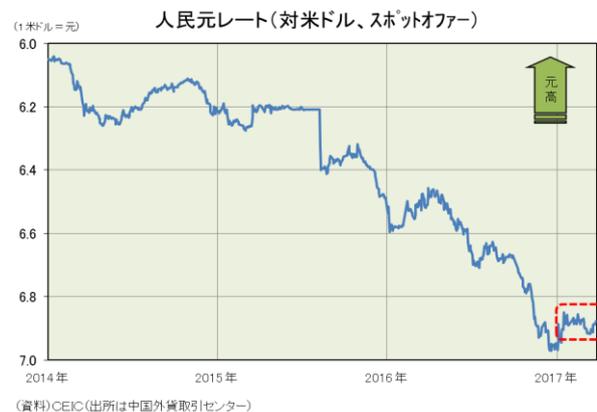
1. 最近の金融マーケット

最近の金融マーケットを概観すると、景気が持ち直す中で、株価はじり高、人民元は下げ止まり、住宅価格は緩やかに上昇、短期金利はやや上昇した。まず、株式市場に焦点を当てると、15年後半以降など急落したものの、16年1月28日（上海総合で2655.66）を底にじりじり上昇してきた（図表-1）。景気が持ち直したことや、信用買い残の整理が進み、年金基金の株式投資が始まったことで需給が改善したこと等が背景にある。但し、急落時に買い支えた政府系ファンドは上昇すれば売却するため上値も限定的だった。為替市場に目を転じると、15年8月には人民元の米ドルに対する基準値が3日間で約4.5%下落（市場実勢の下落は約3%）、その後も下値を探る動きが続いたが、17年に入ると下げ止まってきた（図表-2）。米国では15年12月以降3度にわたり利上げを実施、今後も段階的な利上げが予想される中で、中国の通貨（人民元）が米ドルに対し下落しやすい環境を生み出し、米ドルへの資金還流（中国からの資金流出）を招いた。しかし、トランプ政権が議会対策でつまづく中で、過度な期待が薄れて米ドル高は修正局面を迎えている。また、住宅市場では16年7月に前回高値を上回り最高値更新を続けている（図表-3）。特に深圳や上海などでは高騰したため、中国政府は住宅バブルの退治に乗り出した。そして、短期金利はやや上昇した。中国人民銀行は15年10月に基準金利（預金・貸出）を引き下げて以降、その後は据え置いているが、リバースレポ（7日物）や常設流動性ファシリティなどを2度にわたって引き上げた。景気が持ち直した中で、海外への資金流出や住宅バブルの抑止を意図した措置と見られる（図表-4）。

（図表-1）



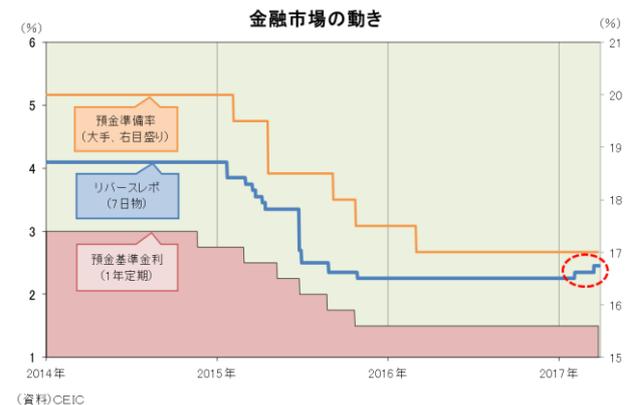
（図表-2）



（図表-3）



（図表-4）



2. 景気 10 指標の点検

1 | 供給面の 3 指標

【工業生産】

景気指標の中で GDP への影響が最も大きいのが工業生産（実質付加価値ベース、一定規模以上）である。ここもとの経済のサービス化で影響度が落ちたとはいえ、依然その有効性は高い。17年1-2月期の工業生産は前年同期比6.3%増と16年10-12月期の同6.0%増（推定¹）を0.3ポイント上回った。3月の動きは未反映とはいえ、17年1-3月期の成長率は16年10-12月期を上回る可能性が高いことを示唆している（図表-5）。

【製造業PMI】

製造業の動向を示す代表指標が製造業PMI（購買担当者景気指数、中国国家統計局）である。これは製造業3000社の購買担当者へのアンケート調査を元に計算されるもので、通常は50%が拡張・収縮の分岐点とされる。ここもと17年1月は51.3%、2月は51.6%と、16年10-12月期の平均（51.4%）とほぼ同水準で推移、将来3ヵ月に対する見通しを示す予想指数も好調だったことから3月も高水準を維持する可能性が高いと見られる（図表-6）。

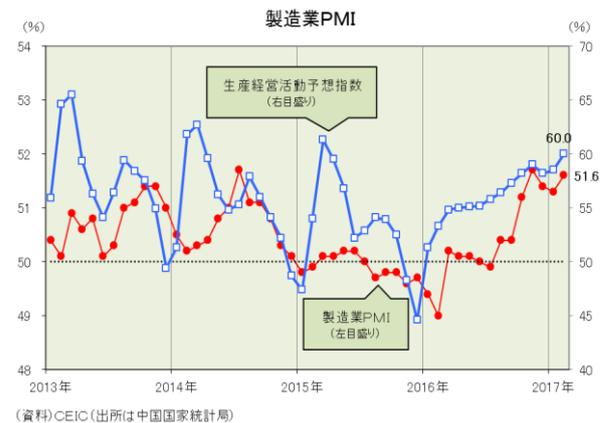
【非製造業PMI】

一方、非製造業の動向を示す代表指標が非製造業PMI（商務活動指数、中国国家統計局）である。中国では製造業からサービス業への構造転換が進行中なため重要性が増している。製造業PMIと同様に50%が拡張・収縮の分岐点とされる。ここもと17年1月は54.6%、2月は54.2%と、16年10-12月期の平均（54.4%）とほぼ同水準で推移している。予想指数が60%を挟んでやや不安定なことが気になるものの、依然として高水準なため大きく落ち込む恐れはないだろう（図表-7）。

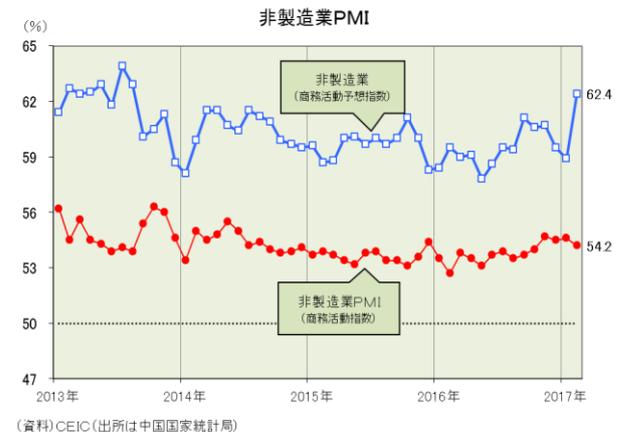
（図表-5）



（図表-6）



（図表-7）



¹ 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多く、また1月からの年度累計で公表される統計も多い。本稿では、四半期毎の伸びを見るためなどの目的で、ニッセイ基礎研究所で中国国家統計局などが公表したデータを元に推定した数値を掲載している。またその場合には“(推定)”と付して公表された数値と区別している。

2 | 需要面の3指標

【小売売上高】

個人消費の動きを示す代表指標が小売売上高である。17年1-2月期の小売売上高は前年同期比9.5%増と16年通期の同10.4%増を0.9ポイント下回った。内訳を見ると、飲食や化粧品は16年通期の伸びを上回っているものの、家電や日用品は下回っており、特に自動車は小型車減税の縮小を受けて16年通期の同10.1%増から17年1-2月期は同1.0%減へ落ち込んだ(図表-8)。また、前四半期と比べると、名目では0.9ポイント低下、価格要因を除いた実質でも0.9ポイント低下しており、個人消費は17年1-3月期の成長率を押し下げる要因となる可能性が高いと見られる。

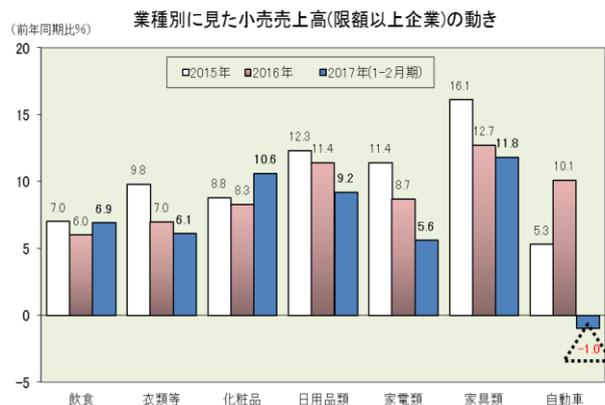
【固定資産投資】

一方、投資の動きを示す代表指標である固定資産投資(除く農家の投資)は、17年1-2月期に前年同期比8.9%増と16年通期の同8.1%増を0.8ポイント上回った。内訳を見ると、製造業の伸びは4%台前半で横ばいに留まったものの、不動産開発投資が16年通期の同6.9%増から17年1-2月期には同8.9%増へと2.0ポイント上昇、インフラ投資が同17.4%増から同27.3%増へと大幅に伸びを高めた(図表-9)。また、前四半期と比べると、16年10-12月期の同7.8%増(推定)から1.1ポイント上昇しており、投資は17年1-3月期の成長率を押し上げる要因となる可能性が高いと見られる。

【輸出】

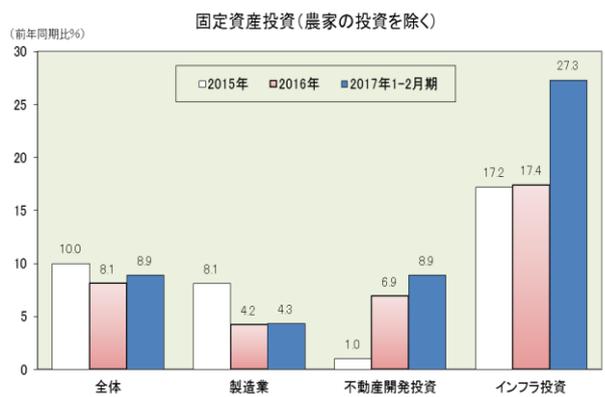
世界の工場といわれる中国では輸出が生産を左右する。17年1-2月期の輸出額(ドルベース)は前年同期比4.0%増と16年通期の同7.7%減から回復、輸出の先行指標も引き続き上昇傾向にある(図表-10)。輸出相手先別の内訳を見ると、米国向けが同4.4%増、欧州(EU)向けが同1.9%増、日本向けが同2.4%増、ASEAN向けが同7.5%増と軒並み増加している。但し、原油高などを受けて輸入が輸出以上に急増していることから、ネットした貿易黒字は前年同期の約半分に減少している。純輸出は17年1-2月期の成長率を押し下げる要因となる可能性が高いと見られる。

(図表-8)



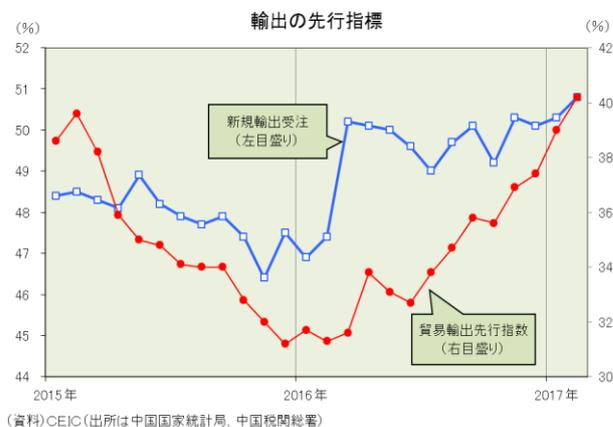
(資料)CEIC(出所は中国国家統計局)のデータを元にニッセイ基礎研究所で作成
(注)限額以上企業とは、本業の年間売上高2000万元以上の卸売業、500万元以上の小売業、200万元以上の飲食業

(図表-9)



(資料)CEIC(出所は中国国家統計局)のデータを元にニッセイ基礎研究所で推定

(図表-10)



(資料)CEIC(出所は中国国家統計局、中国税関総署)

3 | その他の重要な4指標

【電力消費量】

その他の指標では電力消費量が注目される。17年1-2月期の伸びは前年同期比6.3%増と16年通期の同5.0%増を上回った。内訳を見ると、全体の7割を消費する第2次産業が主因であり、第3次産業や世帯用の伸びは16年通期と比べてやや鈍化している（図表-11）。

【貨物輸送量】

貨物輸送量も経済活動の動きを読む上で重要な指標である。17年1-2月期の伸びは前年同期比8.3%増と16年通期の同5.7%増を上回る伸びを示した。内訳を見ると、航空貨物の伸びはやや鈍化したものの、鉄道貨物が16年のマイナスから17年1-2月期は大幅プラスに転じ、全体の4分の3を占める道路貨物や、伝統的な輸送手段である水路貨物も伸びを高めた（図表-12）。

【工業生産者出荷価格】

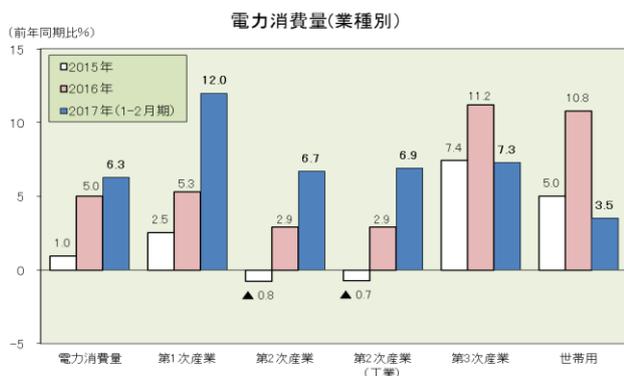
景気の体温と言われる物価も重要な景気指標である。17年2月の工業生産者出荷価格は前年同月比7.8%上昇するなどデフレは解消しつつある。原油など資源高を受けて生産財が急上昇したほか消費財も若干上昇した。今後は消費者物価に上昇圧力が波及する流れとなりそうだ（図表-13）。

【通貨供給量（M2）】

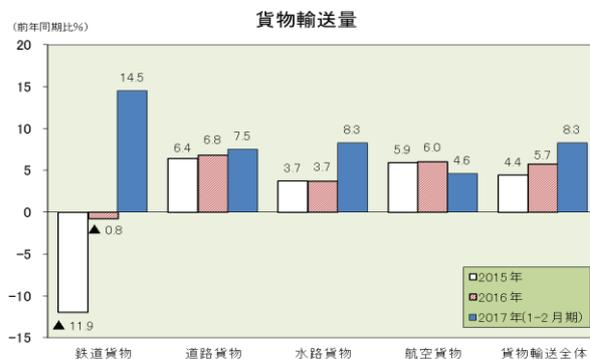
金融面から景気を見る代表指標としては通貨供給量（M2）が挙げられる。ここもとの動きを見ると、17年2月は前年同月比11.1%増と「12%前後」とされた政府見通しをやや下回る伸びに留まった（図表-14）。但し、融資サイドから見ると、投資に結び付くことの多い中長期融資は同19.2%増と極めて高い伸びを示しており、中国人民銀行は金融をやや引締め方向に調整しつつある。

（図表-11）

（図表-12）



（資料）CEIC(出所は中国電力企業連合会)のデータを元にニッセイ基礎研究所で作成



（資料）CEIC(出所は中国国家統計局、中国交通運輸部など)のデータを元にニッセイ基礎研究所で作成

（図表-13）

（図表-14）



（資料）CEIC(出所は中国国家統計局)



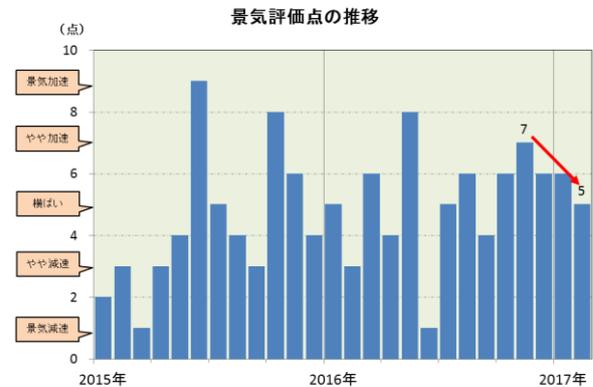
（資料）CEIC(出所は中国人民銀行、中国政府の公表資料を元に作成)

3. 総合指標の点検

1 | 景気評価点は「横ばい」領域

第2章で概観した景気10指標を、それぞれ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「景気評価点²」を確認して見る(5点が分岐点)。最近の推移を見ると、16年上期には景気が失速しそうになったものの、16年下期には持ち直し11月には「やや加速」と位置付ける7点に到達した。しかし、その後は勢いが鈍化、17年2月には「横ばい」と位置付ける5点となっている(図表-15)。

(図表-15)



(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

2 | 李克強指数は上昇、修正後には陰りも

また景気指標のうち、電力消費量(工業)、鉄道貨物輸送量、銀行貸出残高(中長期)の3つを用いた「李克強指数³」を確認して見ると、鉄道貨物輸送量がマイナスからプラスに転じたのを受けて15年秋を底に急回復、貨物輸送手段の構造変化を勘案し鉄道を貨物に入れ替えた修正後もほぼ同様の動きを示す。但し、修正後の指数には今年入ってやや陰りが見られる(図表-16)。

(図表-16)



(資料) CEICのデータを元にニッセイ基礎研究所で推定
(注) 例年1・2月は春節の影響でふれるため1・2月は共に2月時点累計(前年同期比)を使用。李克強指数は電力消費量(工業)、鉄道貨物輸送量、銀行貸出残高(中長期)3指標を均等に加重平均(修正後は鉄道貨物の代わりに貨物全体)。

3 | 経済成長率に換算すれば6.9%へ回復!

最後に、中国GDPに与える影響の大きい景気指標を用いて成長率を推計して見る。工業生産、製造業PMI、非製造業PMIの3つを説明変数としてニッセイ基礎研究所で開発した回帰モデルを使用した。推計結果の推移を見ると、16年2月の前年同月比6.2%増を底に持ち直して、17年1月と2月はともに前年同月比6.9%増となっており、16年10-12月期の同6.8%増(実績)を若干上回る水準で推移している(図表-17)。

(図表-17)



(資料) 各種公表データを元にニッセイ基礎研究所が開発した回帰モデルを用いた推計値

² 景気評価点に関しては「[景気の動向を簡単に把握できないか?](#)」年金ストラテジー (Vol.219) September 2014を参照。

³ 李克強指数は、李克強首相が遼寧省党委員会書記だった2007年、景気実態を表す統計として、電力消費量(工業)、鉄道貨物輸送量、銀行貸出残高(中長期)の3つを重視したことに由来する。加重割合は様々あるが、ここでは3指標を均等に加重している。

(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。