

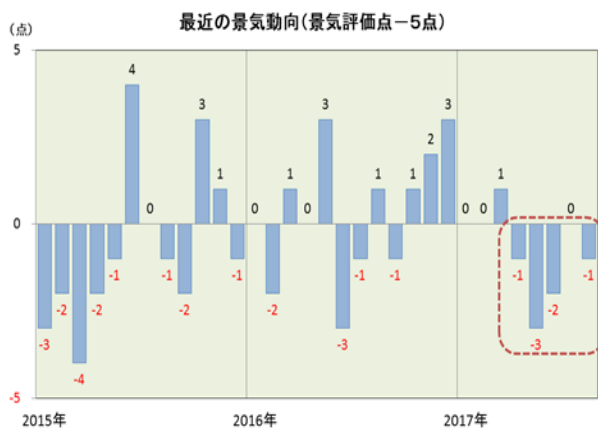
Weekly
エコノミスト・
レター中国経済：景気指標の総点検
(2017年秋季号)

～党大会前の現状確認と開催中に公表のGDP予想

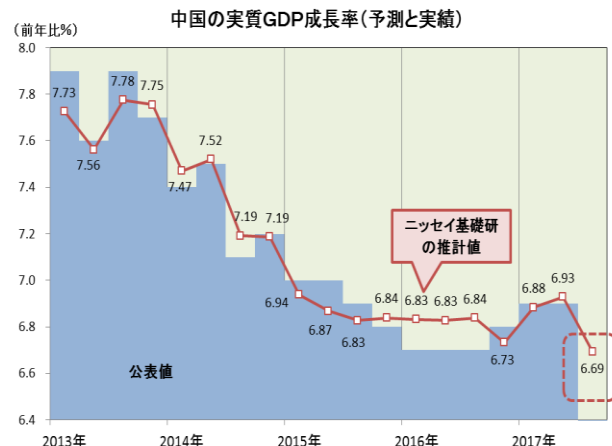
経済研究部 首席研究員 三尾 幸吉郎

(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、株価は景気を持ち直しと世界的な株高を背景にじり高、人民元は基準値設定方法の変更やユーロ高を受けて反転上昇、住宅価格はその勢いこそ鈍化したものの上昇を続けている。そして、中国人民銀行は金融を引き締め方向に調整し始めた。
2. 供給面を点検すると、ここもとの工業生産は4-6月期の伸びを0.9ポイント下回っており、9月の動きは未反映だが7-9月期の成長率は前四半期を下回る可能性がある。但し、製造業PMIは4-6月期の平均(51.4%)を上回って推移、工業生産が落ち込んだ割に堅調である。
3. 需要面を点検すると、個人消費は4-6月期の伸びを小幅ながら下回っており、7-9月期の成長率を若干押し下げる可能性がある。また、投資は4-6月期の伸びを大きく下回って推移しており、7-9月期の成長率を大きく押し下げる可能性がある。なお、生産の動向を左右する輸出額(ドルベース)も4-6月期の伸びを下回って推移している。
4. その他の重要指標を点検すると、貨物輸送量は高い伸びを維持しているものの、電力消費量の伸びは鈍化、特に工業部門の伸び鈍化が目立つ。なお、通貨供給量(M2)の伸びが鈍化しているが、銀行は預貸率を引き上げており、銀行貸出残高は高い伸びを維持している。
5. 景気指標を複数組み合わせ合わせた総合指標を点検すると、景気が上向きか下向きかを見極める上で有効な「景気評価点」は“減速”を示唆(下左図)、株価急落時に注目を集めた「李克強指数」は高水準で横ばいの動きとなっている。また、ニッセイ基礎研究所で開発した回帰モデルを用いて推計したところ、10月19日に公表される7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比6.7%増と、4-6月期の同6.9%増を0.2ポイント下回る推計結果となった(下右図)。



(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



(資料) 公表値は中国国家统计局、推計値は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

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、株価はじり高、人民元は反転上昇、住宅価格はその勢いこそ鈍化したものの上昇を続けており、短期金利は上昇したあと横ばいで推移している。まず、株式市場に焦点を当てると、15年後半以降ミニバブルの崩壊で何度か急落を演じたものの、16年1月28日（上海総合で2655.66）で底打ち、その後は上下を繰り返しつつも上昇している（図表-1）。国内の景気が持ち直したのに加えて、世界的な株高が追い風となり、高値警戒感を凌ぎつつ戻り売りをこなし、じりじり上昇している。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を3日間で約4.5%切り下げ（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年に入ると底打ちし上昇に転じた（図表-2）。中共十九大を前に基準値設定方法が変更されたことが元安阻止のサインと受け止められたのに加えて、欧州でEU崩壊の懸念が後退するとともに景気が勢いを増しユーロが大きく上昇したことが元高圧力となった。また、住宅価格は最高値更新が続いている。16年秋に中国政府（含む中国人民銀行）が住宅バブル退治に乗り出したため、高騰の目立つ深圳市や上海市などの上昇には歯止めが掛かったものの、住宅バブルは周辺都市に飛び火し、その勢いこそ鈍化したものの上昇を続けている（図表-3）。そして、景気が持ち直し住宅バブル懸念が高まる中で、中国人民銀行は17年春にリバースレポ（7日物）や常設流動性ファシリティなどを2度に渡り引き上げ、金融を引き締め方向に調整し始めた。但し、ここもと人民元が反転上昇する中で、短期金利の上昇は止まり、横ばいで推移している（図表-4）。

(図表-1)



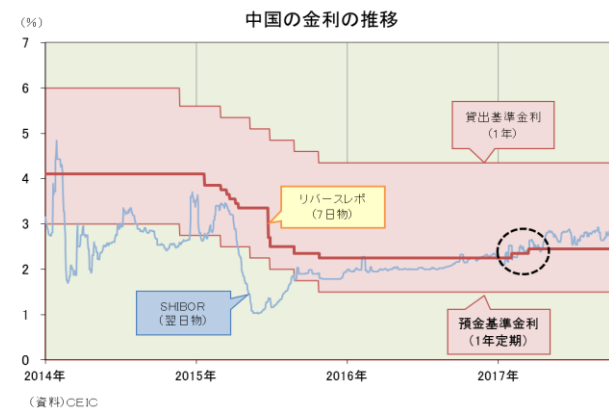
(図表-2)



(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）である。ここもとの経済のサービス化に伴ってその影響力は落ちたとはいえ、依然その影響力は大きい。7-8 月期の工業生産は前年同期比 6.1% 増（推定¹）と 4-6 月期の同 7.0% 増を 0.9 ポイント下回った。9 月の動きが未反映とはいえ、7-9 月期の成長率は 4-6 月期を下回る可能性がある（図表-5）。

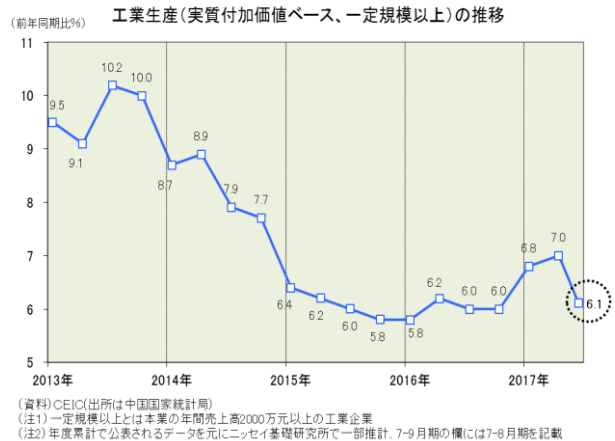
【製造業 PMI】

製造業の動向を示す代表指標となるのが製造業 PMI（製造業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するもので、通常は 50% が拡張・収縮の分岐点となる。ここもと 7 月が 51.4%、8 月が 51.7% と、4-6 月期の平均（51.4%）を上回っており、工業生産が落ち込んだ割に堅調である。また、将来 3 カ月の見通しを示す予想指数も 4 月をボトムに 8 月まで 4 カ月連続で上昇してきている（図表-6）。

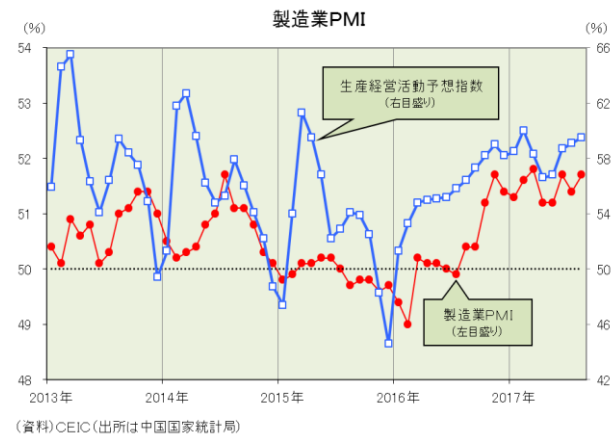
【非製造業 PMI】

一方、非製造業の動向を示す代表指標となるのが非製造業 PMI（非製造業商務活動指数、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その重要性は増している。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 8 月は 53.4% と、第 1 四半期の平均（54.0%）を割り込んできた。特に建築業で 4.5 ポイント低下したのが目立ち、不動産開発やインフラ整備に関連する建築が変調をきたした可能性がある（図表-7）。

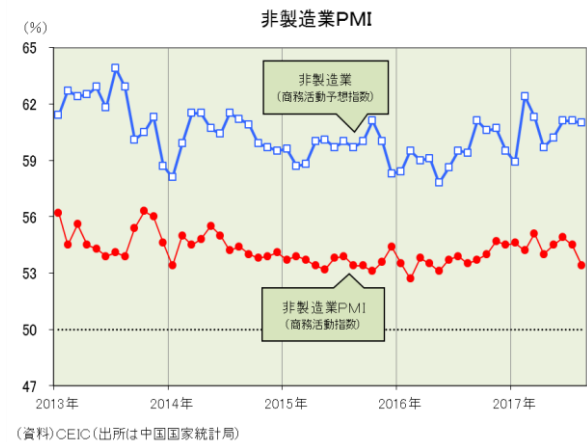
(図表-5)



(図表-6)



(図表-7)



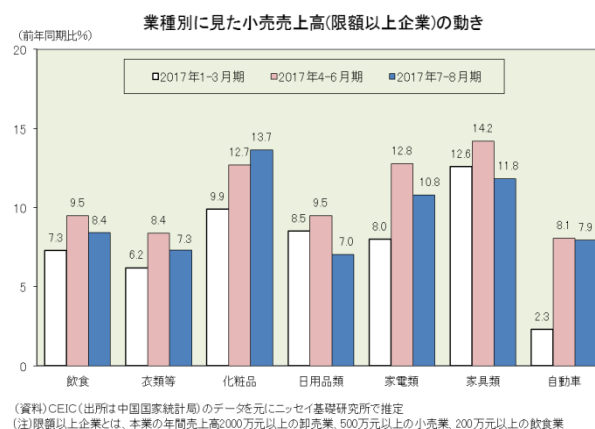
¹ 中国では、統計方法の改定時に新基準で計測した過去の数値を公表しない場合が多く、また 1 月からの年度累計で公表される統計も多い。本稿では、四半期毎の伸びを見るためなどの目的で、ニッセイ基礎研究所で中国国家統計局などが公表したデータを元に推定した数値を掲載している。またその場合には“(推定)”と付して公表された数値と区別している。

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となるのが小売売上高である。ここもと7-8月期は前年同期比10.4%増（推定）と、4-6月期の同10.8%増を0.4%ポイント下回っており、個人消費は7-9月期の成長率を若干押し下げる可能性がある。内訳を見ると、家具など住宅販売の好調で潤った業種で伸びが鈍化している。また、化粧品は期を追う毎に伸びが加速、自動車は小型車減税の縮小を受けて1-3月期こそ伸びが落ちたものの、4-6月期以降は8%前後の伸びを回復している（図表-8）。

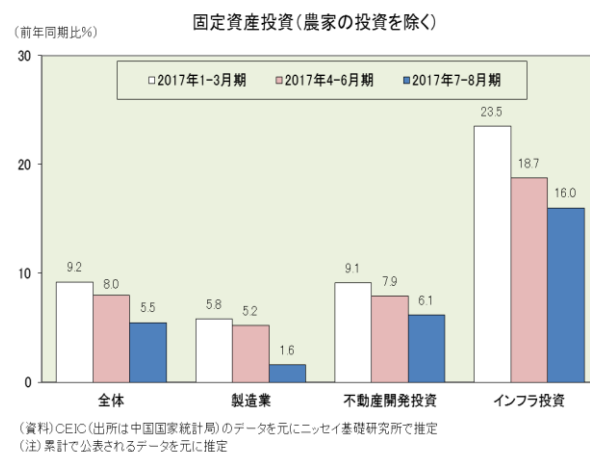
(図表-8)



【固定資産投資】

一方、投資の動きを示す代表指標となるのが固定資産投資（除く農家の投資）である。ここもと7-8月期は前年同期比5.5%増（推定）と、4-6月期の同8.0%増を2.5ポイント下回っており、投資は7-9月期の成長率を押し下げる可能性がある。内訳を見ると、製造業は4-6月期の前年同期比5.2%増（推定）から同1.6%増へ3.6ポイント低下、不動産開発投資は同7.9%増から同6.1%増へ1.8ポイント低下、インフラ投資は同18.7%増から同16.0%増へ2.7ポイント低下した（図表-9）。また、民間企業だけでなく国有・国有持ち株企業も減速、投資の減速は全般に及んでいる。

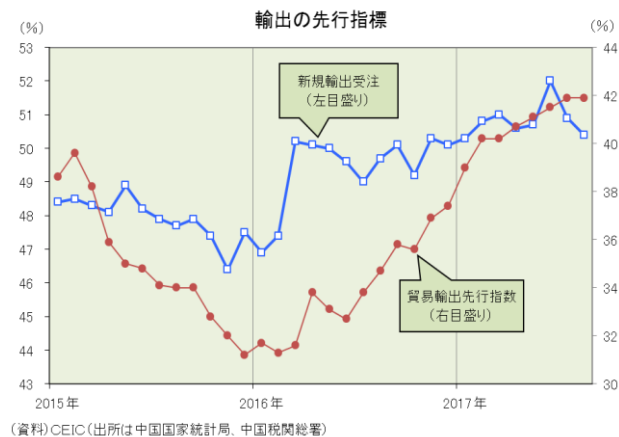
(図表-9)



【輸出】

世界の工場といわれる中国では輸出が生産の動向を左右する。ここもと7-8月期の輸出額（ドルベース）は前年同期比6.1%増と、4-6月期の同8.7%増を2.6ポイント下回った。輸出相手先別に見ると、6月まで好調だった米国向け、欧州（EU）向け、インド向けなどの伸びが7月以降は鈍化している。また、輸出の先行指標となる新規輸出受注（中国国家統計局）は2ヵ月連続で低下、貿易輸出先行指数（中国税関総署）の改善も止まり横ばいとなった（図表-10）。

(図表-10)



3 | その他の重要な4指標

【電力消費量】

経済活動に必要な不可欠な電力消費量も注目される。15年にゼロ成長に落ち込んだ電力消費量は16年に入ると上向き16年後半には伸びを高め17年も高水準の伸びが続いていた。しかし、8月の工業部門は前年同月比2.4%増に落ち込んだため、今後を注視する必要がでてきた(図表-11)。

【貨物輸送量】

経済活動が活性化すると貨物輸送量も増える傾向がある。エネルギー改革で長らく前年割れに落ち込んでいた鉄道貨物は16年後半に底打ちし、17年は高水準の伸びを続けている。また、増加トレンドの電子商取引で物流の中核となる道路貨物は、16年末から伸びを高めている(図表-12)。

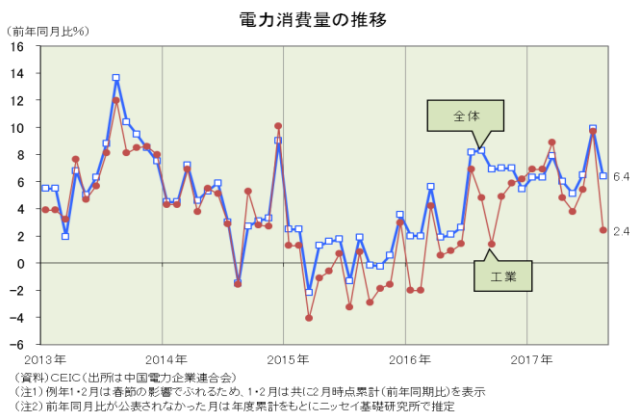
【工業生産者出荷価格】

物価指標も景気の体温と言われる景気指標のひとつである。8月の工業生産者出荷価格は前年同月比6.3%上昇と6ヵ月ぶりに上昇に転じた。内訳を見ると、生産財が上昇に転じたのに加え、消費財も小幅に上昇した(図表-13)。今のところデフレ懸念もインフレ懸念も小さいと見られる。

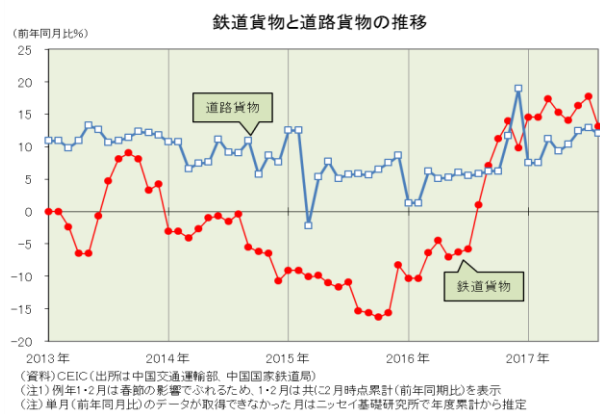
【通貨供給量(M2)】

景気を金融面から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、伸びの鈍化傾向が続いており、8月は前年同月比8.9%増と17年の目標値である12%前後を大幅に下回った(図表-14)。但し、銀行は預貸率を徐々に引き上げており、銀行貸出残高は8月も前年同月比13.2%増と高い伸びを維持、景気への悪影響は限定的に留まっている。

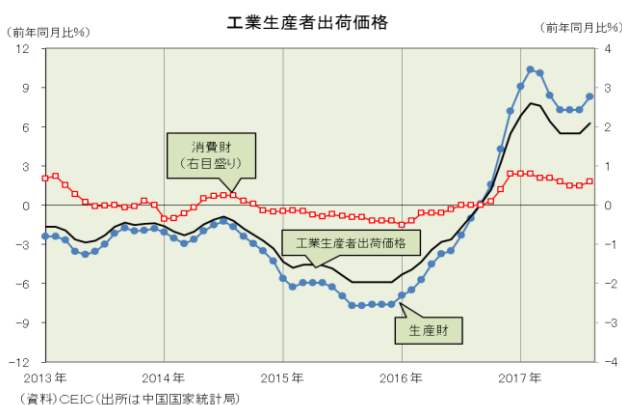
(図表-11)



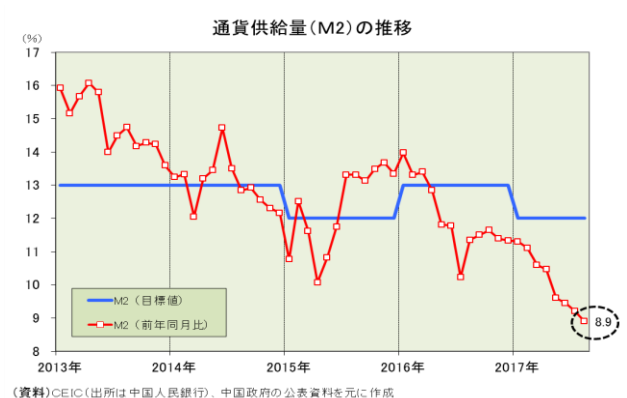
(図表-12)



(図表-13)



(図表-14)

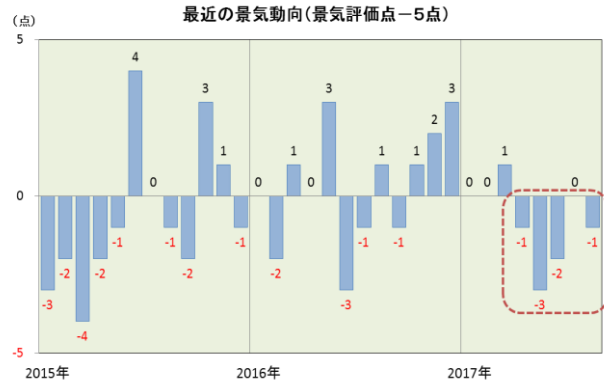


3. 総合指標の点検

1 | 「景気評価点」は景気の減速を示唆

まず、景気が上向きか下向きかを見極める上で有効な「景気評価点²」を確認する。これは第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”として集計した指標である（分岐点は○×同数の5点）。8月の景気評価点は4点となった。図表-15に示した景気評価点-5点の推移を見ると、17年3月以降はマイナスになることが多くなってきており、景気が減速し始めたことを示唆している（図表-15）。

(図表-15)

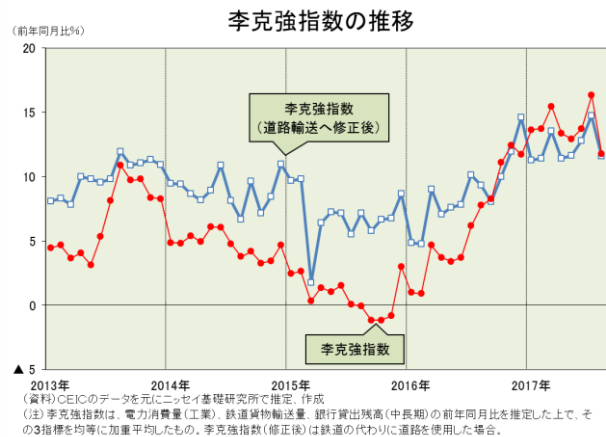


(資料) 各種公表データを元にニッセイ基礎研究所で独自作成

2 | 「李克強指数」は高水準で横ばい

次に、15年夏の株価急落時に注目を集めた「李克強指数（修正後）³」を確認する。これは電力消費量（工業）、道路貨物輸送量、銀行貸出残高（中長期）の3つを用いた簡単な推計値だ。前述のとおり電力消費量（工業）の伸びは鈍化したものの、道路貨物輸送量と銀行貸出残高（中長期）は高水準の伸びを維持しており、李克強指数（道路輸送への修正後）は高水準で横ばい圏内の推移となっている（図表-16）。

(図表-16)

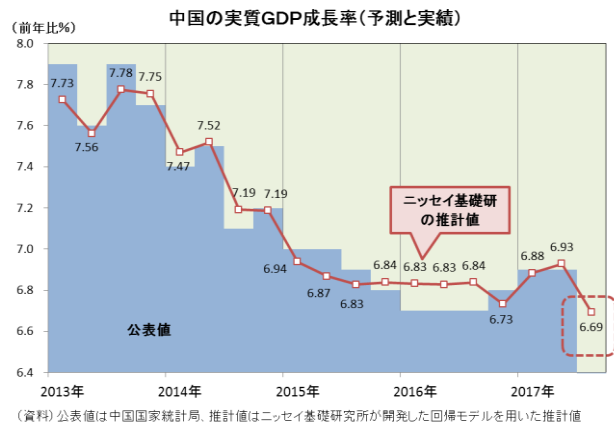


▲ (資料) CEICのデータを元にニッセイ基礎研究所で推定、作成
(注) 李克強指数は、電力消費量(工業)、鉄道貨物輸送量、銀行貸出残高(中長期)の前年同月比を推定した上で、その3指標を均等に加重平均したもの。李克強指数(修正後)は鉄道の代わりに道路を使用した場合。

3 | 実質成長率に換算すれば6.7%へ減速！

最後に、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。ここでは工業生産、製造業PMI、非製造業PMIの3つを説明変数としたニッセイ基礎研究所で開発した回帰モデルを用いた。その推計結果を見ると、10月19日に公表される7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比6.7%増と、4-6月期の同6.9%増を0.2ポイント下回る推計結果となった（図表-17）。

(図表-17)



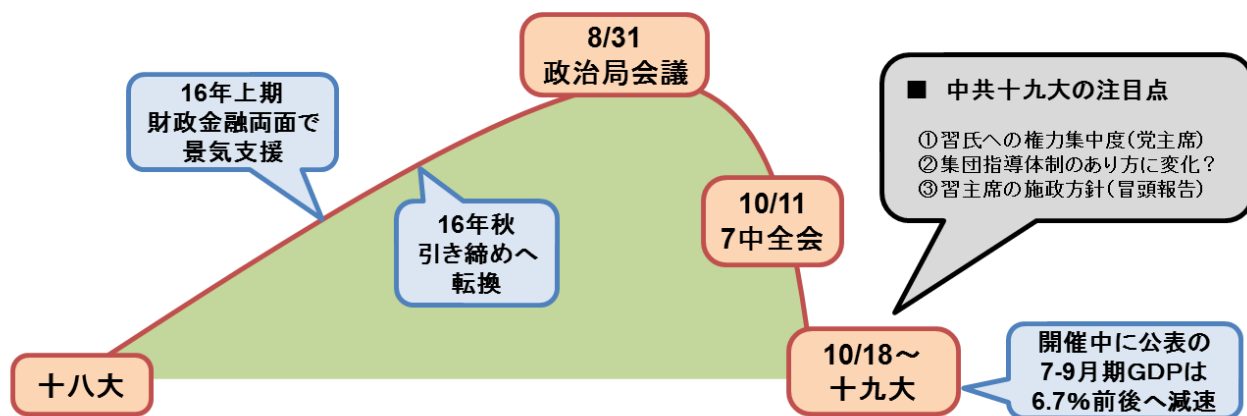
(資料) 公表値は中国国家統計局、推計値はニッセイ基礎研究所が開発した回帰モデルを用いた推計値

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。

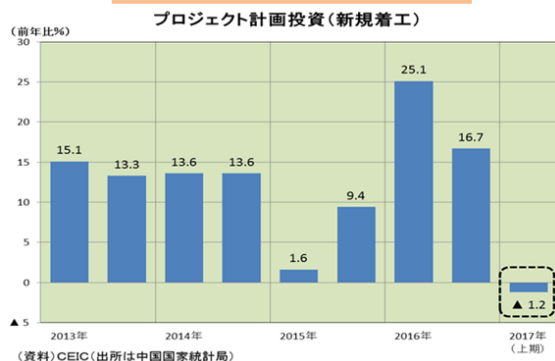
³ 李克強指数は、李克強首相が遼寧省党委員会書記だった2007年、景気実態を表す統計として、電力消費量（工業）、鉄道貨物輸送量、銀行貸出残高（中長期）の3つを重視したことに由来する。しかし、中国経済の構造的変化を勘案して、ここでは鉄道貨物を道路貨物に入れ替えた李克強指数（修正後）を掲載している。なお、3指標の加重割合は均等として計算した。

なお、中国共産党は8月31日に中央政治局会議を開催、10月11日に7中全会を開催するとともに、10月18日から第19回全国代表大会（十九大）を開催する方針であることを示した。そこで、十九大に向けて政治的緊張が高まるプロセスを山に例えた上で、財政金融面で景気支援策が打たれたタイミングや引き締めへ転じたタイミング、そして中共十九大の注目点を整理したイメージ図を作成いたしましたので御参考として添付いたします。

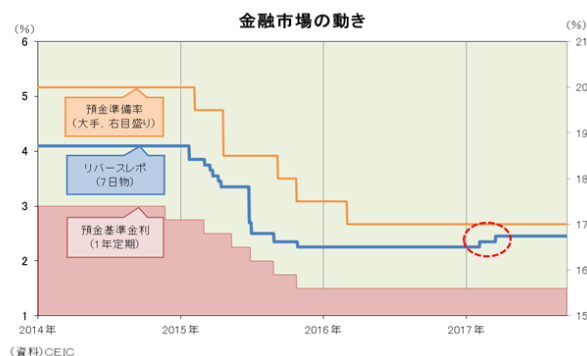
(御参考) 中共十九大と中国経済



着工ピークは16年上期



17年春には短期金利を引き上げ



(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。