

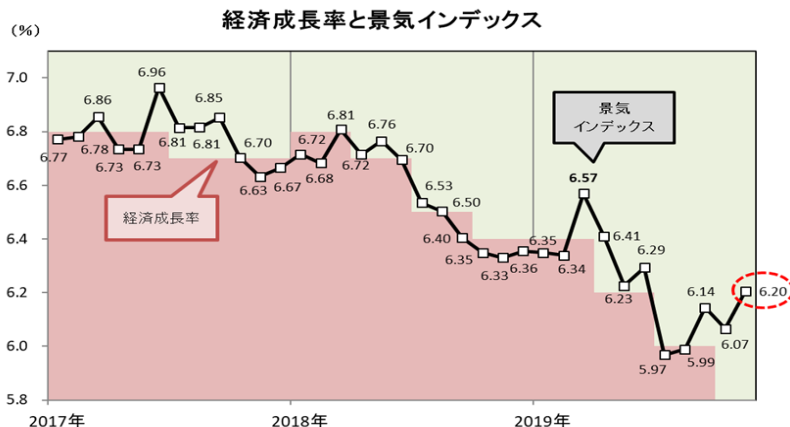
Weekly
エコノミスト・
レター中国経済：景気指標の総点検
(2019年冬季号)

～19年10-12月期の成長率は6.1%に改善へ！

経済研究部 上席研究員 三尾 幸吉郎

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

1. 中国では経済成長の勢いの鈍化傾向が続いている。中国国家統計局が10月18日に公表した19年7-9月期の成長率は実質で前年比6.0%増と、4-6月期の同6.2%増を0.2ポイント下回り、2四半期連続で減速することとなった。一方、消費者物価は抑制目標の「3%前後」を上回ってきた。アフリカ豚コレラの蔓延で豚肉が2倍超に高騰し食品を押し上げた。但し、食品・エネルギーを除くコアは同1.4%上昇に留まるなど、それ以外は概ね安定している。
2. 景気10指標を点検すると、需要面では、輸出の不振が続いており、投資の水準が低いため、回復力は乏しい。一方、供給面から見ると、工業生産、製造業PMI、非製造業PMIが揃って上向いたため、景気減速には歯止めが掛かったと判断できる。また、その他の景気指標を見ると、電力消費量は2ヵ月連続で上向き(○)となったものの、工業生産者出荷価格と通貨供給量(M2)は横ばいで、道路貨物輸送量は3ヵ月連続で下向き(×)となった。これらを総括すると、これまで減速傾向にあった中国経済は19年7-9月期に底打ちし、その後は持ち直してきているものの、景気回復の持続性に関しては未だ不透明な状況にあると考えられる。
3. 「景気インデックス」(工業生産、サービス業生産、製造業PMIの3つを合成加工したもので、月次の景気指標の動きを成長率に換算するとどの程度かを表示)の推移をみると(下図)、18年3月の6.81%をピークに減速し始め、19年7-8月には5%台に突入した。しかし、9月には中国政府が次世代通信規格(5G)投資を促進し始めたことを背景に、ハイテク製造業の生産がV字回復したため6%台を回復することとなった。なお、中国国家統計局は20年1月17日(金)に、19年10-12月期の国内総生産(GDP)を公表する予定だ。12月の景気指標が余程の悪化とならない限り、前四半期を上回る可能性が高い(筆者の予想は前年比6.1%増)。



(注) 景気インデックスは、工業生産、サービス業生産、製造業PMIを用いて筆者が合成加工した指数

1. 中国経済の概況

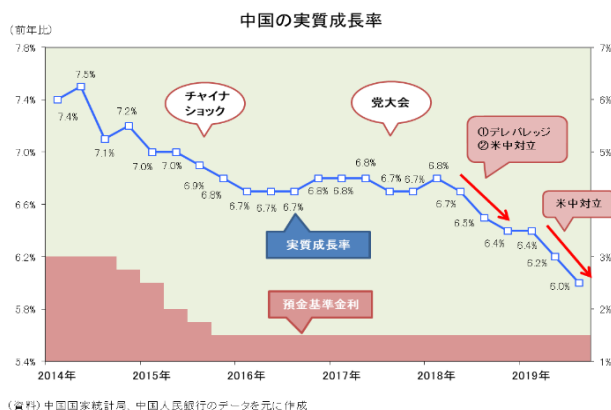
中国では経済成長の勢いの鈍化傾向が続いている。中国国家统计局が10月18日に公表した19年7-9月期の成長率は実質で前年比6.0%増と、4-6月期の同6.2%増を0.2ポイント下回り、2四半期連続で減速することとなった(図表-1)。

17年10月に5年に1回の党大会(19大)を終えた中国では、18年に入って過剰債務を圧縮すべくデレバレッジを推進したためインフラ投資が急減速した。また、18年夏に激化した「米中対立」は、中国経済の将来を担う「中国製造2025」関連産業の先行きに不透明感をもたらし製造業の投資を鈍らせるとともに、中国株が大きく下落して消費者マインドを冷やし、自動車販売は前年割れに落ち込んだ。さらに、「産業のコメ」と言われる集積回路(IC)にも影響を及ぼし、データセンター建設ラッシュが沈静化し、次世代通信規格(5G)への移行期に差し掛かったスマホの買い控えも重なって、6%台後半で推移していた成長率は18年末には6%台前半まで減速した。そこで中国政府は18年12月、「反循環調節(景気減速の押し戻し政策)」と呼ばれる景気対策に舵を切り、「地方債券の発行規模を大幅に増やす」とともに、金融政策を「穏健中立」から「穏健」に切り替えて、金融(預金や融資)の伸びをGDP名目成長率につり合う伸びに設定、デレバレッジの推進は事実上の棚上げとなった。これを受けて、社会融資総量(企業や個人の資金調達総額)は18年12月をボトムとして緩やかに伸びを高め、成長率は6.4%前後で下げ止まることとなった。

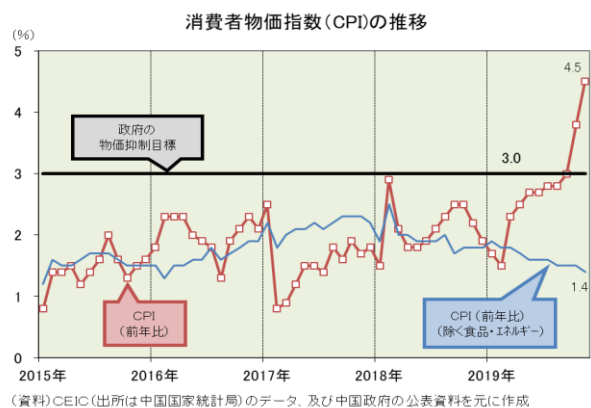
しかし、デレバレッジは事実上の棚上げとなったものの、「米中対立」は沈静化しなかったため景気は再び減速し始めた。そこで中国政府は8月27日、「流通の発展を加速し消費を促進することに関する意見」を発表し消費拡大策(自動車購入規制の段階的緩和や深夜営業など20項目)を打ち出し、9月4日には地方政府特別債券の発行とその使用を加速する措置を発表した。また、8月には新たに導入したローンプライムレート(LPR)を貸出基準金利よりも低めに設定し、9月と11月にはそれをさらに引き下げて金利低下を促すとともに、9月16日には預金準備率を引き下げて銀行の貸出余力を増やすなど、中国政府(含む中国人民銀行)は景気の下支えに動いている。

一方、消費者物価は11月に前年比4.5%上昇と抑制目標である「3%前後」を上回った。アフリカ豚コレラの蔓延で豚肉が2倍超に高騰し食品を押し上げた。但し、工業生産者出荷価格は下落し、食品・エネルギーを除くコアは同1.4%上昇に留まるなど、それ以外は概ね安定している(図表-2)。

(図表-1)



(図表-2)



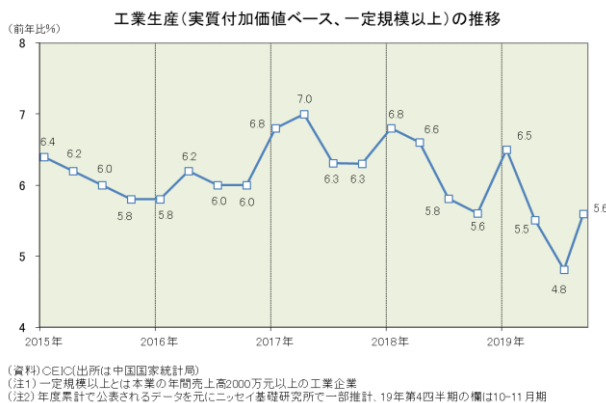
2. 景気 10 指標の点検

【供給面の 3 指標】

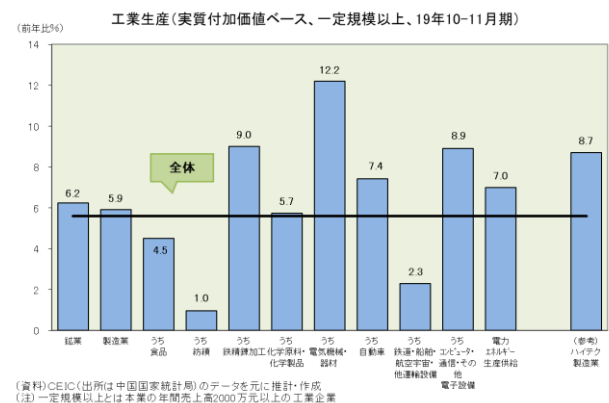
工業生産（実質付加価値ベース）の動きを確認すると、19年10-11月期は前年比5.6%増（推定¹⁾）と、7-9月期の同4.8%増（推定）を0.8ポイント上回った（図表-3）。業種別に見ると、製造業が前四半期の前年比4.9%増（推定）から10-11月期には同5.9%増（推定）へ持ち直している。製造業の内訳では、紡績が前年比1.0%増（推定）、鉄道・船舶・航空宇宙・他運輸設備が同2.3%増（推定）と足枷となった一方、電気機械・器材が同12.2%増（推定）、コンピュータ・通信・その他電子設備が同8.9%増（推定）の伸びを示すなどハイテク製造業が牽引役となった（図表-4）。

一方、PMIの動きを確認すると、11月の製造業PMI（製造業購買担当者景気指数）は50.2%と、拡張・収縮の境界線となる50%を7ヵ月ぶりに上回った（図表-5）。同予想指数も54.9%まで持ち直しており、長らく悪化が続いた製造業には明るい兆しが見えてきた。他方、陰りが見られた非製造業PMI（非製造業商務活動指数）も11月は54.4%と、10月（52.8%）から大幅改善した。内訳を見ると、建築業は60%前後の高水準で横ばい、サービス業は10月の51.4%から53.5%へ大きく改善した。同予想指数も61.0%と高水準にあり、非製造業は堅調を維持している（図表-6）。

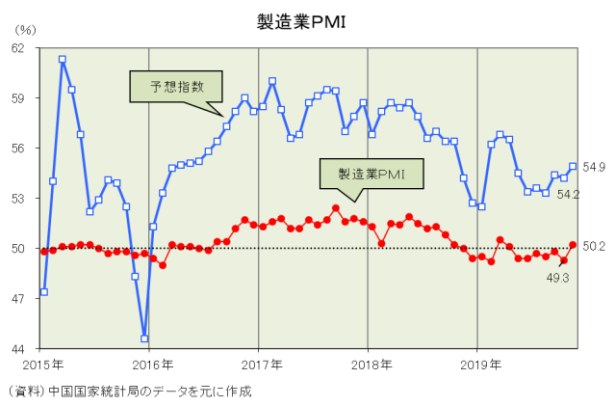
（図表-3）



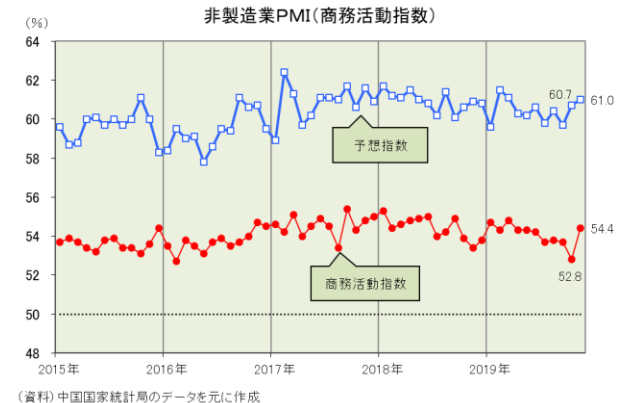
（図表-4）



（図表-5）



（図表-6）



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、中国国家统计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。

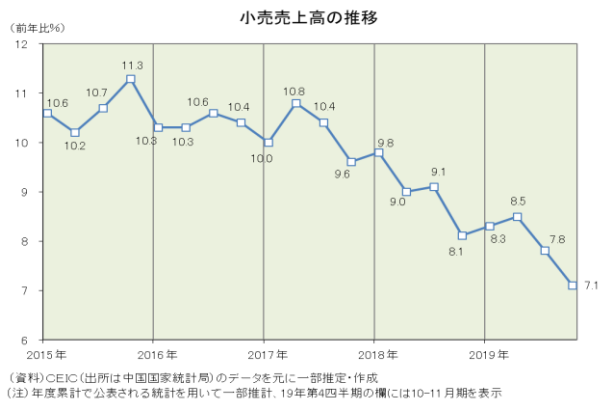
【需要面の3指標】

個人消費の代表指標である小売売上高の動きを確認すると、10-11月期は前年比7.1%増（推定）と7-9月期の同7.8%増（推定）を0.7ポイント下回った（図表-7）。業種別に内訳が公表される一定規模以上の小売統計を見ると、日用品は前年比15.2%増（推定）、化粧品も同12.3%増（推定）と高い伸びを維持したものの、住宅販売の低迷を背景に家具が同3.7%増（推定）、家電が同5.9%増（推定）と足枷となり、自動車は前年割れとなった。なお、1-11月期の電子商取引（商品とサービス）は前年比16.6%増と勢いはやや鈍ってきたものの、BAT（百度、阿里巴巴、騰訊）などプラットフォーム企業が新たな消費を生み出す流れを背景に、全体を上回る伸びを維持している。

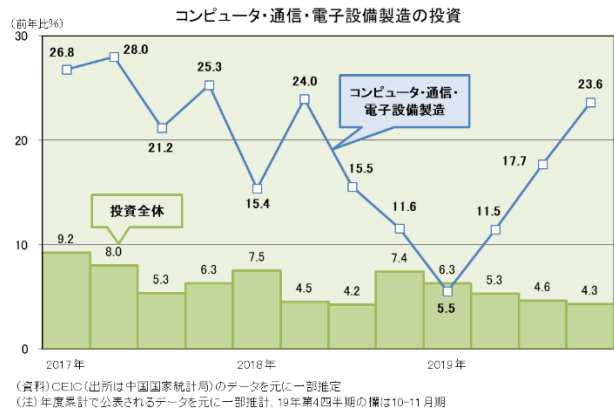
投資の代表指標である固定資産投資（除く農家の投資）の動きを確認すると、10-11月期は前年比4.3%増（推定）と前四半期の同4.6%増（推定）を0.3ポイント下回った（図表-8）。投資の内訳を見ると、不動産開発投資は前年比8.9%増（推定）と高水準ながらもやや伸びが鈍化し、インフラ投資も同1.8%増（推定）と前四半期の同5.3%増（推定）を下回った。一方、製造業の投資は前年比2.5%増（推定）と引き続き低い伸びに留まったものの、持ち直しの兆しがある。特にコンピュータ・通信・電子設備製造は、中国政府による次世代通信規格（5G）投資推進を背景に、1-3月期の前年比5.5%増をボトムに10-11月期には同23.6%増（推定）へV字回復している（図表-8）。なお、消費のサービス化を受け、教育や文化体育娯楽への投資も高い伸びを示した（図表-9）。

もうひとつの経済の柱である輸出（ドルベース）の動きを確認すると（図表-10）、10-11月期は前年比1.0%減と小幅な前年割れが続いている。また、先行指標となる新規輸出受注は18ヵ月連続で50%を割り込んでおり、引き続き楽観できない状況となっている。

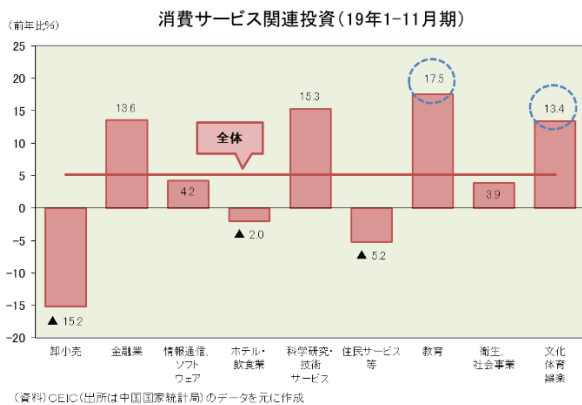
（図表-7）



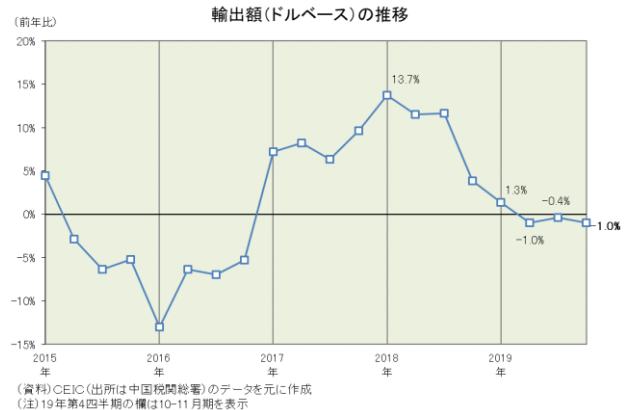
（図表-8）



（図表-9）



（図表-10）



【その他の4指標と景気の総括】

以上で概観した供給面3指標と需要面3指標に、電力消費量、道路貨物輸送量、工業生産者出荷価格、通貨供給量(M2)を加えた景気10指標を、それぞれ3ヵ月前と比べて上向きであれば“○”、下向きであれば“×”、横ばいであれば“—”として一覧表にしたのが図表-11である。

需要面から中国経済を見ると、小売売上高と固定資産投資は“○”となったものの、輸出は4ヵ月連続で“×”で、しかも固定資産投資は9ヵ月ぶりに“○”に転じたばかりで景気の水準がまだ低いため、回復力は乏しい。供給面から見ても、工業生産は3ヵ月連続で“○”となったものの、製造業PMIと非製造業PMIは11月に“×”から“○”に転じたばかりで、持続的な回復過程に入ったか否かを判断するには12月の統計を待つ必要がある。その他の景気指標を見ると、電力消費量は2ヵ月連続で“○”となったものの(図表-12)、工業生産者出荷価格と通貨供給量(M2)は“—”と横ばいで、道路貨物輸送量は3ヵ月連続の“×”だった(図表-13)。

以上を総括すると、これまで減速傾向にあった中国経済は、10月に総合評価点が中間点(5点)を回復し、11月には中間点を超える6点となり、減速には歯止めが掛かったと判断できるものの、景気回復の持続性に関しては未だ不透明な状況にあると考えられる。

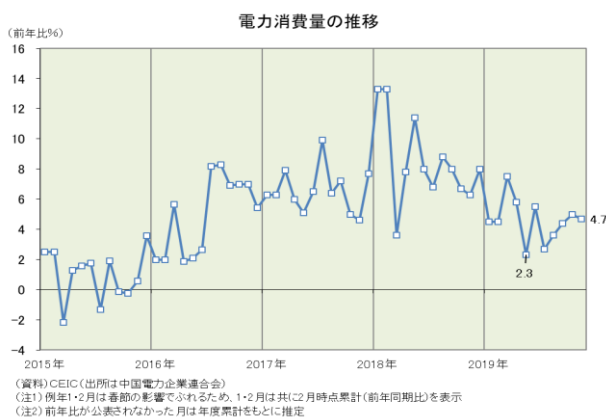
(図表-11)

使用データ種類	需要面			供給面			その他				評価点 ○の数 (点)
	小売売上高	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	道路貨物輸送量	工業生産者 出荷価格	通貨供給量 (M2)	
	前月比 (季節値)	前月比 (季節値)	前年同月比 (季節値)	前月比 (季節値)	原数値	原数値	前年同月比	前年同月比	前月比	前年同月比	
2018年1月	×	○	×	○	×	○	○	○	×	×	5
2018年2月	×	○	×	○	×	×	○	×	×	×	4
2018年3月	○	—	○	×	×	×	×	×	×	×	4
2018年4月	○	—	○	○	○	×	×	×	×	×	4
2018年5月	×	×	×	×	○	○	×	○	○	×	4
2018年6月	×	—	×	○	—	○	○	×	○	×	4
2018年7月	○	×	×	×	×	×	×	×	○	○	3
2018年8月	○	○	—	×	×	×	×	×	—	×	2
2018年9月	×	○	○	○	×	×	—	○	○	○	6
2018年10月	×	—	○	○	×	×	×	○	○	×	4
2018年11月	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	0
2018年12月	○	×	×	×	×	×	×	×	×	×	2
2019年1月	○	○	×	○	×	○	×	×	×	×	5
2019年2月	×	○	×	○	×	○	×	×	○	○	5
2019年3月	○	—	○	○	○	○	×	×	○	○	8
2019年4月	×	×	×	×	○	×	○	×	○	○	4
2019年5月	○	×	○	×	○	—	×	○	○	○	6
2019年6月	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	0
2019年7月	×	—	○	×	×	×	×	○	×	×	2
2019年8月	○	×	×	×	○	×	○	—	×	×	3
2019年9月	×	×	×	○	○	×	×	×	○	○	3
2019年10月	○	×	×	○	×	×	○	×	○	×	5
2019年11月	○	○	×	○	○	○	○	×	—	—	6

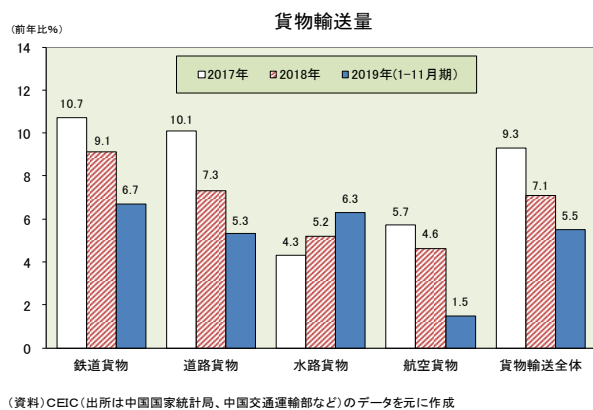
(資料)各種公表データを用いて筆者作成

(注)景気評価点の計算方法については2015年3月に以下2点を改定した。第1点目は輸出金額で、改定前は「前月比(季節調整後)」を使用していたが、データ公表時期が不安定になってきたことから「前年同月比(季節調整後)」に変更した。第2点目は貨物輸送量で、改定前は「鉄道」を使用していたが、データ公表時期が不安定になってきたことやエネルギー改革の影響が大き過ぎると判断したことなどから「道路」に変更した。以上の変更は過去に遡って実施している。

(図表-12)



(図表-13)



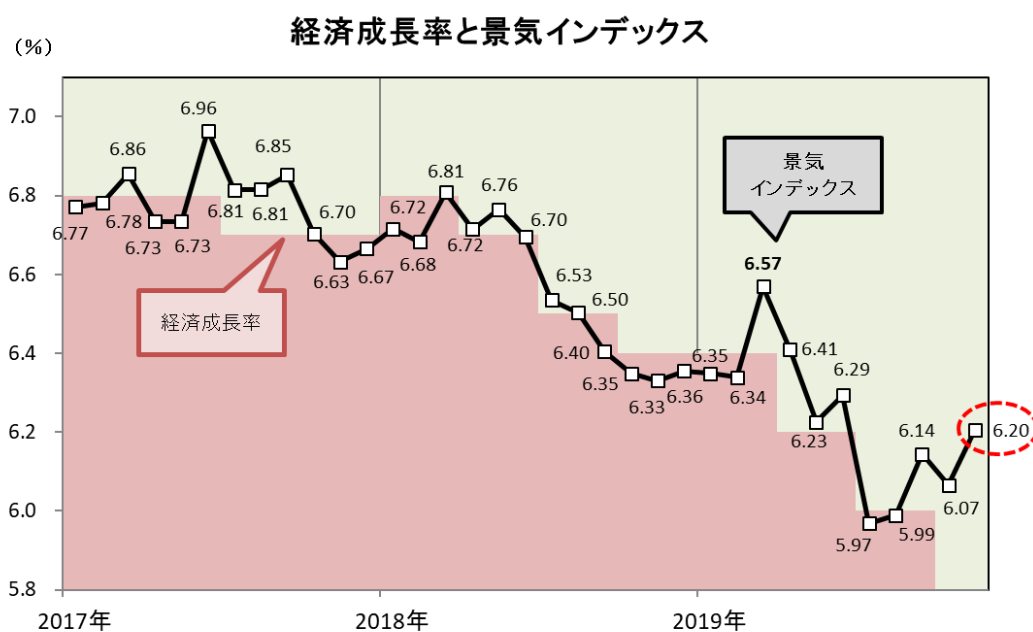
3. 19年10-12月期の成長率は6.1%に改善へ！

最後に、中国経済に関する「景気インデックス」を紹介したい。かねがね読者の皆様からは、「中国経済の動向をひと目で分かるような指標は無いのか？」とのご質問を受けることが多かった。しかし、それに自信を持って紹介できるような指標はなかなか見出せなかった。そこで、そうしたご要望に少しでもお応えしようと微力ながらも開発したのが、この「景気インデックス」である。「景気インデックス」は、工業生産、サービス業生産、製造業PMIの3つを合成加工したもので、「月次の景気指標の動きを経済成長率に換算するとどの程度か」を表示する形式を採用している。

その「景気インデックス」のこれまでの推移をみると（図表-14）、中国経済は18年下半期以降、債務圧縮（デレバレッジ）と米中対立激化という2つのマイナス要因を背景に減速し始めたが、18年末に中国政府がデレバレッジを事実上棚上げしたため、19年3月には一時6.57%まで回復することとなった。しかし、その後も激しい米中対立が続いたことから、7-8月の「景気インデックス」は5%台に突入することとなったが、9月には中国政府が次世代通信規格（5G）投資を促進し始めたことを背景に、ハイテク製造業の生産がV字回復したため6%台を回復することとなった。

なお、2020年1月17日（金）に、中国国家統計局は19年10-12月期の国内総生産（GDP）を公表する予定である。足元の「景気インデックス」は、10月が6.07%、11月が6.20%と、19年7-9月期の前年比6.0%増を上回っている。12月の景気指標が余程の悪化とならない限り、今回発表される19年10-12月期の成長率は前四半期を上回る可能性が高いと言えるだろう。ちなみに、筆者は12月の景気指標が11月よりも若干悪化すると見ているため、前年比6.1%増を予想している。

（図表-14）



（注）景気インデックスは、工業生産、サービス業生産、製造業PMIを用いて筆者が合成加工した指数

（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。