

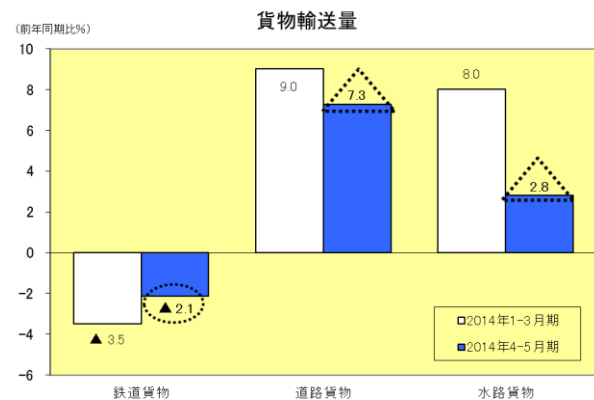
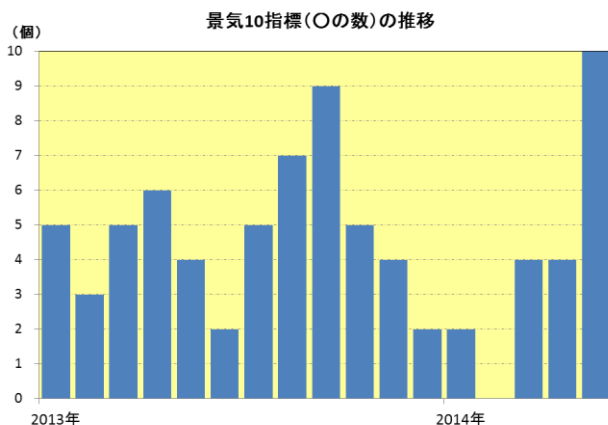
# Weekly エコノミスト・ レター

## 中国経済:最近の景気回復は本物なのか?

～需給両面や電力消費・貨物輸送など景気10指標でチェックして見ると・・・

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

1. 中国で景気動向を示す代表的な指標としては以下の10指標が挙げられる。需要面から景気を捉える上では、小売売上高、固定資産投資、輸出の3つ。供給面から景気を捉える上では工業生産、製造業のPMI、非製造業の商務活動指数の3つ。それに電力消費量、貨物輸送量、生産者物価、通貨供給量(M2)の4つを加えた全10指標である。
2. 景気が良くなっているのか悪化しているのかを見るため、3ヵ月前と比べて上向きであれば“○”下向きであれば“×”とし、その結果をまとめたのが下左図である。昨年夏場には、7月には○の数が5つ、8月には7つ、9月には9つと増え、成長率も7-9月期は前期比2.3%増(年率換算では9%台半ば)へ加速したが、その後は徐々に減少、2月には全てが×に落ち込んだ。そして、3-4月には○が4つ、5月には全てが○となり景気には明るさがでてきた。
3. しかし、今回の景気回復は力強さに欠ける点が目立つ。①小売売上高、工業生産、電力消費量はともに3ヵ月前に比べて上向いているもののその回復の勢いは鈍い、②製造業のPMI、非製造業の商務活動指数はともに上向いているが予想指数には頭打ち感がある、③鉄道の貨物輸送量は上向いてきたものの道路・水路では伸びが鈍化(下右図)、④住宅販売減に伴う不動産投資の減速はこれからが本番で固定資産投資の伸びは今後も鈍化すると見られる。
4. 2014年4-6月期の実質GDP成長率は当研究所の回帰モデルでは前年同期比7.4%増と推計される。但し、①6月には非製造業の商務活動指数が上昇する可能性があること、②今年の夏収穫は豊作となりそうなこと、③景気10指標が揃って上向いていることなどから、回帰モデルの予測値を上方修正して、同7.5%増と予想することとした。但し、今回の景気回復は力強さに欠ける点が目立つことから、その後(7-9月期)の成長率は再び鈍化すると見ている。



(資料)CEICのデータを元にニッセイ基礎研究所で作成

# 1. 景気 10 指標の動き

中国では最近、景気好転を伝える報道が増えてきた。しかし、中国株（上海総合）は下値を割れることこそ無くなってきたものの上値をトライする勢いにも欠け、一進一退が続いている（図表-1）。この背景には、新規株式公開（IPO）の再開に伴う需給悪化などの要因もあるだろうが、住宅価格が2年ぶりに下落に転じたことで、景気の先行きに自信が持てなくなり、足元の景気好転に半信半疑になっていることがあると思われる。そこで、本稿では基本に立ち戻って足元の景気指標を確認するとともに、その内訳を分析することにより今後の景気動向を探ることとしたい。

(図表-1)



中国では毎月多くの指標が発表されるが、その中で特に景気動向を的確に示すものとしては以下の10指標が挙げられる。需要面から景気を捉える上では、個人消費の代表指標である小売売上高、投資の代表指標である固定資産投資、輸出金額の3つの側面から確認しておく必要があるだろう。供給面から景気を捉える上では、工業生産を中心にして、製造業のPMI、非製造業の商務活動指数の3つを確認しておく必要があるだろう。また、李克強首相が重視しているとされる電力消費量や貨物輸送量、生産の行方を左右する生産者物価、資金面から景気動向を見る通貨供給量（M2）も無視できない。さらに、消費者物価、銀行融資・・・と指標の数を増やして行けば、正確にはなくても重複部分も増えて分かり難くなる。他方、指標数をこれ以上絞り込むと、投資から消費へ、製造業中心から非製造業へと構造転換が進む中国では景気動向を上手く捉えられそうにない。また、雇用情勢を示す求人倍率も確認したいところではあるが、発表時期が遅くて速報性に欠けている。

このような観点で厳選した景気10指標の動きを○×形式で表現したのが図表-2である。3ヵ月前と比べて上向きであれば“○”、下向きであれば“×”としている。これを見ると、昨年夏場には、7月には○の数が5つ、8月には7つ、9月には9つと増え、成長率も7-9月期は前期比2.3%増（年率換算すると9%台半ば）へ加速したが、その後は徐々に減少、今年2月には全てが×に落ち込んだ。そして、3-4月には○が4つ、5月には全てが○となり、景気には明るさがでてきた。

(図表-2)

使用データ種類	需要面			供給面			その他				【参考】 ○の数
	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	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	○	×	×	○	×	×	○	○	○	×	5
2013年8月	×	○	○	○	○	×	○	○	○	×	7
2013年9月	○	○	○	×	○	○	○	○	○	○	9
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	○	×	○	○	×	×	○	×	×	×	4
2014年4月	×	×	○	○	×	○	○	×	×	×	4
2014年5月	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	10

## 2. 景気 10 指標の内訳の確認

### 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（社会消費品零售总额）である。4-5 月期の小売売上高は前年同期比 12.2%増（推定<sup>1</sup>）と 1-3 月期の同 12.0%増を若干上回った。業種別に見ると、家電・自動車では伸びが鈍化したものの、飲食・日用品など幅広い分野で伸びが加速（図表-3）、ネット販売も 4-5 月期は同 55.4%増（推定）と 1-3 月期より伸びを高めた。但し、前月比（季節調整後）で見ると、5 月は 1.16%増と 3 月の 1.34%増を下回るなど回復の勢いは鈍い。

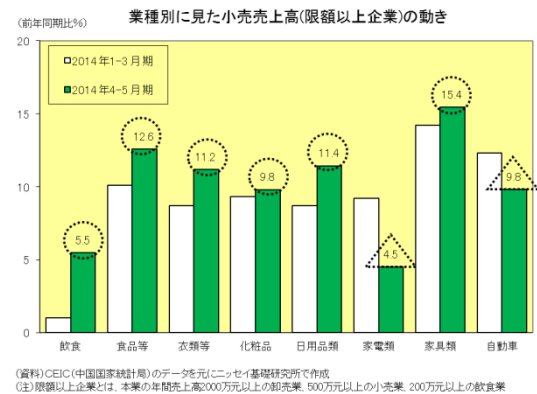
#### 【固定資産投資】

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（除く農家の投資）である。4-5 月期の固定資産投資は前年同期比 16.6%増（推定）と 1-3 月期の同 17.6%増を下回った。住宅販売減に伴う不動産投資の減速はこれからが本番で、投資の減速は止まりそうにない。但し、業種別に見ると、過剰な生産設備を抱えた製造業や住宅販売が激減した不動産業では伸びが鈍化を続ける一方、水利・環境・公共施設管理業などインフラ関係では伸びが加速、景気刺激策による後者の加速が前者の減速を緩和し始めている（図表-4）。その谷間となったのが 2 月で、5 月に投資が○（上向き）となったのは 3 ヶ月前が谷間だったことが影響している。

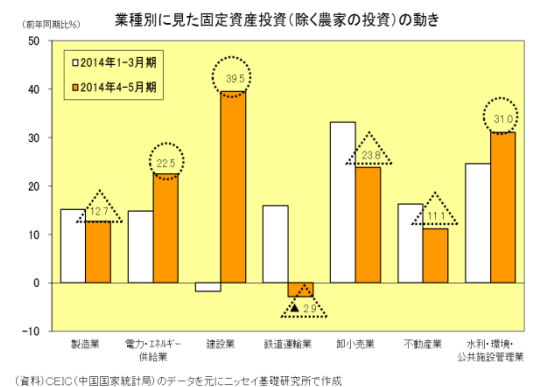
#### 【輸出】

世界の工場といわれる中国では、輸出動向が景気を大きく左右する。4-5 月期の輸出金額は前年同期比 3.9%増と 1-3 月期の同 3.4%減からプラス転換を果たした。輸出先別に見ると、消費税引き上げ後の反動減となった日本向けは冴えないものの、欧米向けの伸びが高まったことで輸出は上向いてきている（図表-5）。

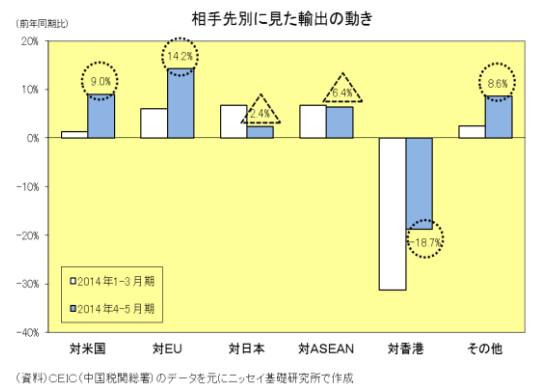
(図表-3)



(図表-4)



(図表-5)



<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 | 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）である。4-5 月期の工業生産は前年同期比 8.7%増（推定）と 1-3 月期の同 8.7%増から横ばいである。業種別に見ると、図表-6 に示したように多くの業種で伸びが鈍化したものの、2 月中旬以降の元安が追い風となった紡績業や鉄道建設計画が上乘せされた鉄道・船舶・航空宇宙等輸送設備製造業の伸びが高まったことで、横ばいを維持している。但し、前月比（季節調整後）で見ると、5 月は 0.71%増と 1 月の 0.61%増、2 月の 0.62%増よりは回復したものの、3 月の 0.81%増を下回るなど勢いは鈍い（図表-7）。

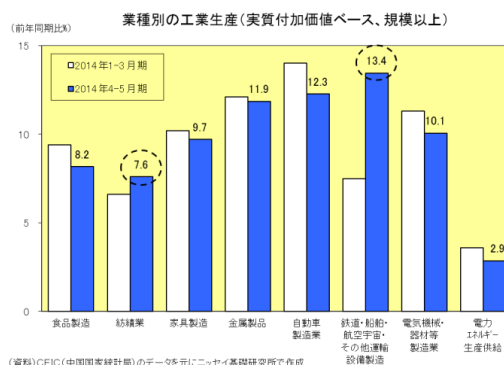
### 【製造業の PMI】

供給面から景気を判断する上では製造業 PMI（中国国家统计局）も重要な指標となる。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 か月前と比較して「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、全員が「増加した」なら 100%、「変化なし」なら 50%、「減少した」なら 0% となり、通常は 50%が景気強弱の分岐点とされる。足元の製造業 PMI を見ると、2 月の 50.2%を底に 3 ヶ月連続で改善しており、景気は上向きと判断できる。但し、先行指標と位置付けられる生産経営活動予想指数は 2 ヶ月連続で大きく低下してきており、今後の製造業 PMI には不透明感がある（図表-8）。

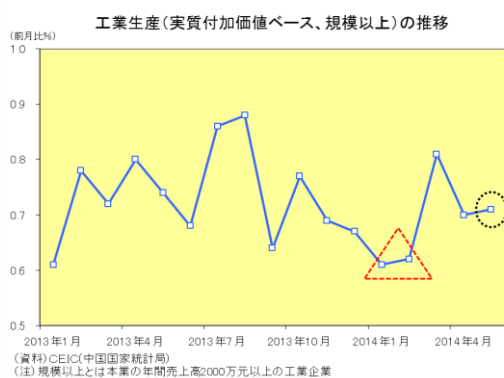
### 【非製造業の商務活動指数】

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 2 ヶ月連続で上昇、将来への期待感を示す予想指数は前月よりはやや低下したものの依然高水準で、今後も暫くは上昇する可能性が高い（図表-9）。

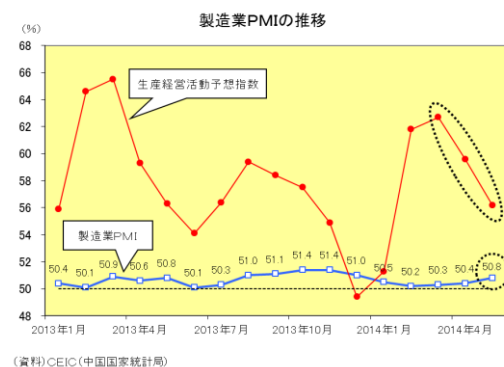
（図表-6）



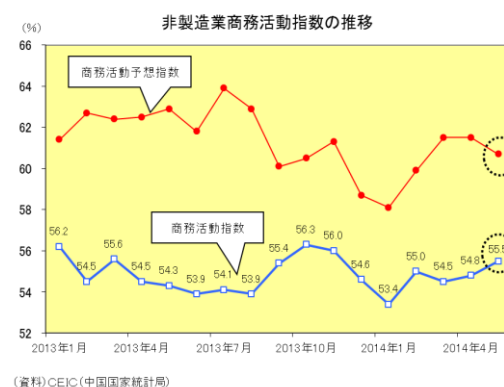
（図表-7）



（図表-8）



（図表-9）



### 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、その他にも重要な指標がある。どんな経済活動をするにも欠かせないのが電力であり、景気動向を見る上でも有効な指標となる。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。5月の電力消費量は前年同月比 5.3%増と 1-2月期の同 4.5%増に比べると上向いたものの、3月の同 7.2%増よりは低く、回復の勢いは鈍い(図表-10)。

#### 【貨物輸送量】

景気が良くなるとモノの動きも盛んになることから、貨物輸送量も重要な指標となる。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。4-5月期の鉄道貨物輸送量は前年同期比 2.1%減(推定)と 1-3月期の同 3.5%減に比べれば上向いてきた。但し、引き続き前年水準を下回っており、道路や水路の貨物輸送量が 1-3月期の伸びを下回っていることを勘案すれば、本調子には程遠いと思われる(図表-11)。

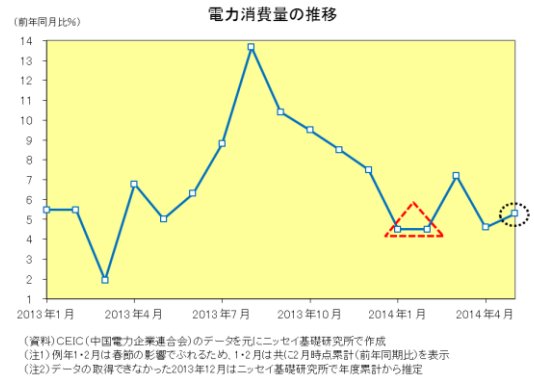
#### 【生産者物価 (PPI)】

モノの価格も景気と密接な関係がある。養豚業者でも価格が下がると簡単に撤退するとされる市場価格に敏感な中国では特に注目したい指標である。5月の生産者物価は前年同月比▲1.4%と3月の同▲2.3%に比べると下落ピッチは鈍った(図表-12)。まだ下落基調に歯止めが掛かった訳ではないものの、消費財に限れば5ヵ月ぶりに上昇するなど過度な不安感は薄れた。

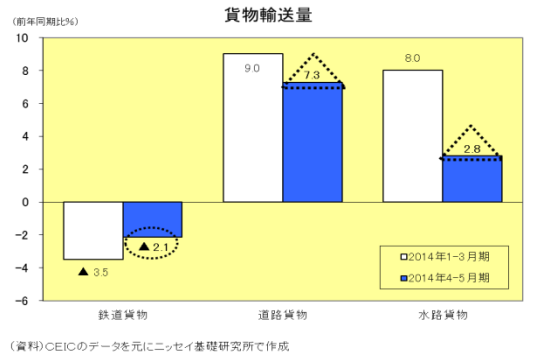
#### 【通貨供給量 (M2)】

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。李克強首相は特に銀行融資(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、M2で見るのが良いだろう。足元のM2は3月の前年同月比 12.1%増を底に 2ヵ月連続で伸びを高めており、金融面では最悪期を脱したようだ(図表-13)。

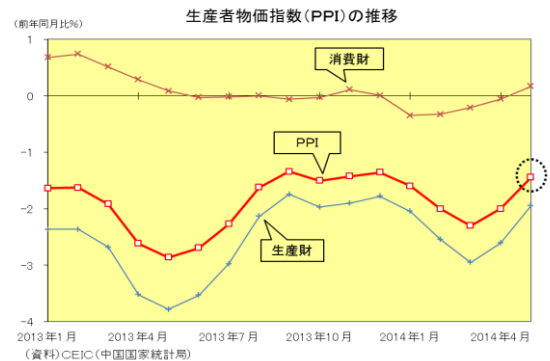
(図表-10)



(図表-11)



(図表-12)



(図表-13)



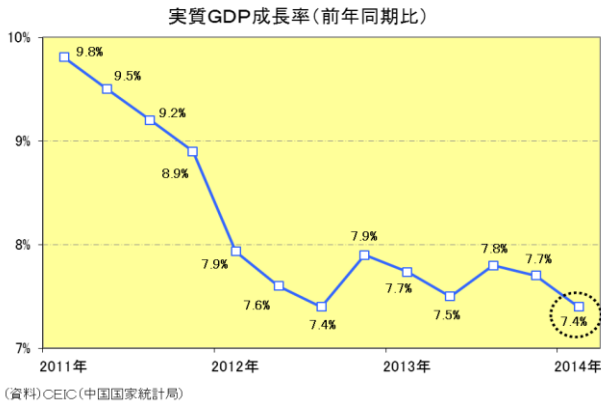


### 3. 4-6 月期の成長率（予想）

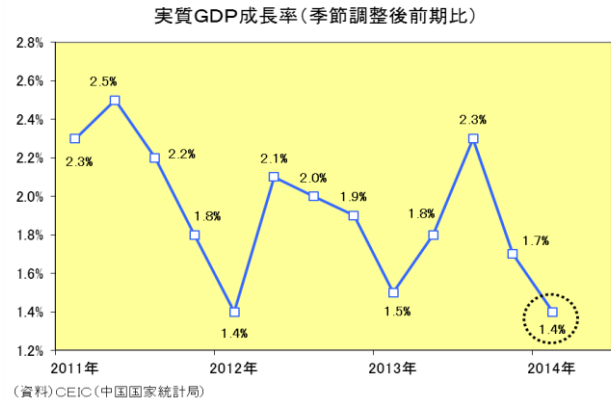
#### 1 | 1-3 月期の成長率（振り返り）

前回 4 月 16 日に発表された 2014 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比 7.4% 増と 2 四半期連続で伸びが鈍化する結果となった（図表-14）。また、前四半期（10-12 月期）と比べた伸びでは前期比 1.4% 増（季節調整後）と年率換算すれば 5% 台後半という極めて低い伸びだった（図表-15）。

（図表-14）



（図表-15）



#### 2 | 4-6 月期の成長率（予想）

ニッセイ基礎研究所で開発した回帰モデルでは、6 月の工業生産が 5 月並み（前年同月比 8.8% 増）で、6 月の非製造業商務活動指数も 5 月並みだと想定すると、2014 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比 7.4% 増と前四半期から横ばいと推計される。

但し、①6 月には前述の回帰モデルで説明変数としている非製造業商務活動指数が上昇する可能性があること（予想指数が足元の指数を大幅に上回る水準にあるため）、②前述の回帰モデルでは GDP の約 1 割を占める第一次産業の動きを反映できていないが（説明変数として有効な指標がないため）、韓長賦農業相は 6 月 17 日に、今年の夏収穫食糧は日照、気温、降雨など気象条件が良好だったことから作付面積が増加し単位面積当たり収穫量が過去最高となる見込みとしていることから、第一次産業が成長率を押し上げる可能性があること、③景気 10 指標で○の数が増えると経済成長率も上昇する（減少すれば低下）という関係が観察できること（図表-16）、

（図表-16）

景気10指標と成長率の関係（当四半期-前四半期の変化）

	景気10指標 (○の数) 単位:個	経済成長率	
		(前年同期比) 単位:%ポイント	(前期比) 単位:%ポイント
2013年1-3月期	▲ 3.7	▲ 0.2	▲ 0.4
2013年4-6月期	▲ 0.3	▲ 0.2	0.3
2013年7-9月期	3.0	0.3	0.5
2013年10-12月期	▲ 3.3	▲ 0.1	▲ 0.6
2014年1-3月期	▲ 1.7	▲ 0.3	▲ 0.3
2014年4-5月期	5.0	-	-

以上 3 点を勘案して回帰モデルの予測値を上方修正するのが妥当と判断し、同 7.5% 増と予想することとした。

また、景気 10 指標の内訳を見ると、前述のとおり今回の景気回復は力強さに欠ける点が目立ち、不動産投資の鈍化もこれから本番になると見ていることから、その後（7-9 月期）の経済成長率は再び鈍化すると見ている。

（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。