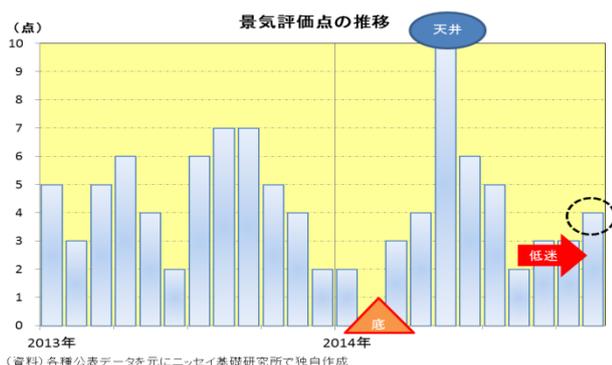


# Weekly エコノミスト・ レター

## 中国経済:直近の景気 10 指標と 14 年 10-12 月期成長率(予想)

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

1. 最近の中国経済を需要面から見ると、輸出には陰りが見え始めたものの、消費・投資には底打ちの兆しがでてきた。前月比(季節調整後)で見ると、輸出金額は7-9月期の平均2.933%増から10-11月期には平均1.700%増へと減速する一方、個人消費の代表指標である小売売上高は7-9月期の平均0.873%増から10-11月期は平均0.935%増へ、投資の代表指標である固定資産投資も7-9月期の平均0.843%増から10-11月期は平均1.340%増へと伸びを高めた。
2. 他方、供給面から見ると、工業生産は伸び悩み、製造業・非製造業ともに冴えない動きが続いている。工業生産(実質付加価値ベース、規模以上)は、季節調整後の前月比で7-9月期の平均0.567%増から10-11月期には平均0.510%増へと減速した。製造業のPMIは7-9月期の平均51.30%から10-11月期には平均50.55%へ、非製造業の商務活動指数は7-9月期の平均54.20%から10-11月期には平均53.85%へと、ともに前四半期の水準を下回っている。
3. その他の重要な4指標(電力消費量、貨物輸送量、生産者物価、通貨供給量)を見ると、モノの移動量を示す貨物輸送量、モノの値動きを示す生産者物価、それにおカネの動きを示す通貨供給量(M2)は冴えない動きとなっているものの、経済活動をする上で欠かせない動力源である電力消費量の動きには底打ちの兆しがでてきている。
4. 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、11月は4点と8月よりは2点ほど高い水準にあるものの、半分にあたる5つが下向きのままで、中国経済は底這い状態から抜け出せていないようだ(下左図)。また、需要面から見ると上向きつつあるものの供給面から見ると下向きのままで、製品在庫が減少してきていることから、在庫整理のための生産調整過程にあると思われる(下右図)。
5. 当研究所では、2014年10-12月期の実質GDP成長率は前年同期比7.2%増(誤差は±0.2ポイント程度)と予想しており、7-9月期の同7.3%増からほぼ横這いと思われる。



# 1. 需要面を見る3指標

## ◎輸出には陰りが見えるも、消費・投資には底打ちの兆し

### 【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（社会消費品零售総額）である。10-11月期の小売売上高は前年同期比12.0%増（推定）<sup>1)</sup>と7-9月期の同11.8%増（推定）を0.2ポイント上回った模様である（図表-1）。前月比（季節調整後）で見ても、10-11月期の平均は0.935%増と7-9月期の平均（0.873%増）をやや上回る伸びを示している。

（図表-1）



### 【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。10-11月期の固定資産投資（除く農家の投資）は前年同期比14.5%増（推定）と7-9月期の同13.7%増（推定）を0.8ポイント上回った模様である（図表-2）。製造業が7-9月期の前年同期比11.8%増（推定）から10-11月期は同12.2%増（推定）へ、同じように不動産業も同9.6%増（推定）から同10.4%増へと伸びを高めている。また、前月比（季節調整後）で見ても、10-11月期の平均は1.340%増と7-9月期の平均（0.843%増）を上回る伸びを示している。

（図表-2）



（図表-3）

### 【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。10-11月期の輸出金額は前年同期比8.0%増（推定）と7-9月期の同13.0%増を5.0ポイント下回った模様である（図表-3）。欧州向けが7-9月期の前年同期比14.8%増（推定）から10-11月期は同4.1%増（推定）へ鈍化するなど欧米先進国向けの輸出が鈍っている。前月比（季節調整後）で見ても、10-11月期の平均は1.700%増と7-9月期の平均（2.933%増）を下回っている。



<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统计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。

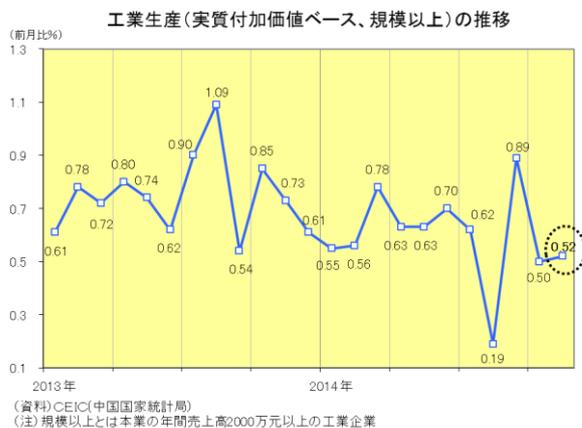
## 2. 供給面を見る3指標

### ◎工業生産は伸び悩み、製造業・非製造業ともに冴えない

#### 【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である。10-11月期の工業生産(実質付加価値ベース、規模以上)は前年同期比7.4%増(推定)と7-9月期の同7.9%増(推定)を0.5ポイント下回った模様である。特に、電気機械・器材製造業が7-9月期の前年同期比9.3%増(推定)から10-11月期は同6.5%増(推定)へ、家具製造業が同9.7%増(推定)から同4.4%増(推定)へ、金属製品業も同12.7%増(推定)から同10.5%増(推定)へと伸びが鈍化している。前月比(季節調整後)で見ても、10-11月期の平均は0.510%増と7-9月期の平均(0.567%増)を下回っている(図表-4)。

(図表-4)



(図表-5)

#### 【製造業のPMI】

供給面から景気判断の上では製造業のPMI(中国国家統計局)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。最近の数値を見ると、10-11月期の平均は50.55%と7-9月期の平均(51.30%)を大きく下回っており、特に11月は50.3%と分岐点を僅かに上回る程度まで落ちてきている(図表-5)。



(図表-6)

#### 【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(中国国家統計局)である。製造業のPMIと同様に50%が景気強弱の分岐点とされる。最近の数値を見ると、11月は53.9%と10月よりは0.1ポイント改善したものの、10-11月期の平均は53.85%と7-9月期の平均(54.20%)を下回っている(図表-6)。



### 3. その他の重要な4指標

◎モノの移動や値動きそれにカネの動きは冴えないものの、電力消費には底打ちの兆し

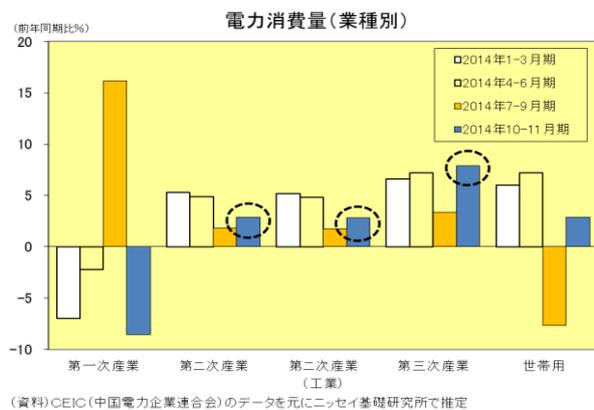
#### 【電力消費量】

景気動向を見る上では他にも重要な指標がある。経済活動をする上で欠かせない動力源が電力であり、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。最近の数値を見ると、11月の電力消費量は前年同月比3.3%増と10月より0.2ポイント上昇、10-11月期の平均は3.2%増と7-9月期の平均(1.4%増)を上回っている(図表-7)。特に主力産業の第二次産業(工業)や第三次産業で伸びが回復してきている(図表-8)。

(図表-7)



(図表-8)



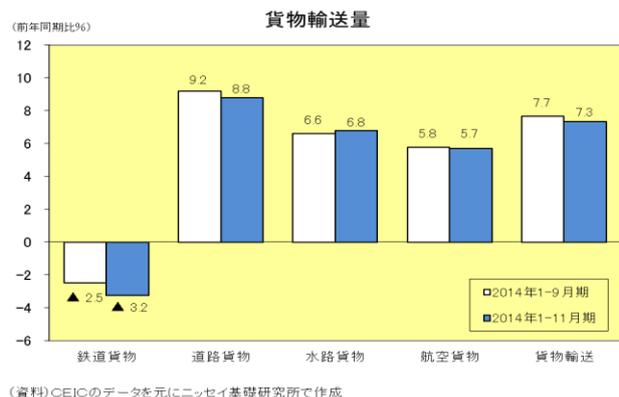
#### 【貨物輸送量】

景気が良くなるとモノの移動量も増える傾向があることから貨物輸送量も重要な指標である。特に鉄道貨物輸送量は李克強首相も重視しているとされる。最近の鉄道貨物輸送量は、図表-9に示したように前年割れが続いているが、11月は前年同月比▲6.5%と10月の同▲6.2%よりさらに落ち込み、7-9月期の平均(▲2.5%)を大きく下回っている。貨物輸送の構造が鉄道から道路へと変化してきている面もあると思われるが、道路貨物輸送量も1-11月期は前年同期比8.8%増と1-9月期の同9.2%増を下回っており、全体の伸びが鈍化してきているようだ(図表-10)。

(図表-9)



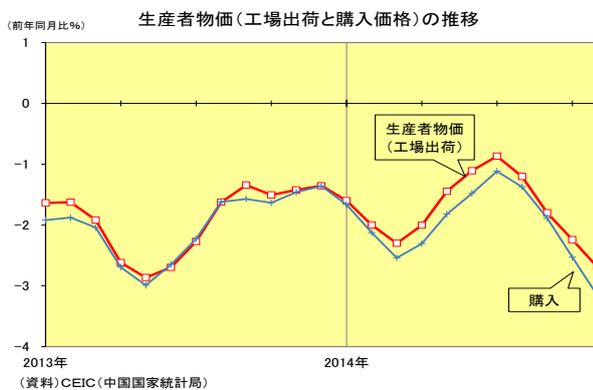
(図表-10)



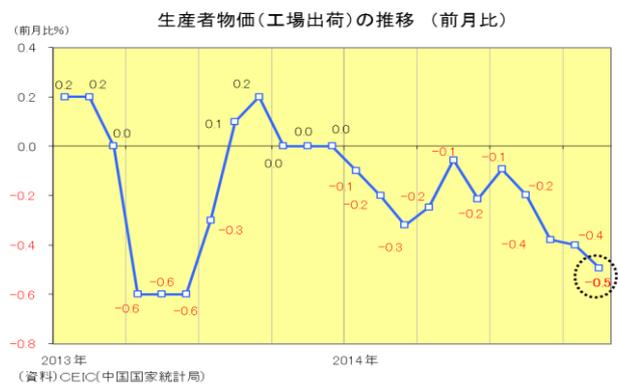
## 【生産者物価】

モノの値段も景気と密接な関係がある。生産したモノに対する需要が強ければそのモノの値段は上がり、需要が弱ければ下がる傾向があるからである。最近の生産者物価（工場出荷）の動きを見ると、11月単月では前年同月比▲2.7%と10月の同▲2.2%から下落幅が拡大した。採掘工業が同▲10.7%、加工工業が同▲2.3%と“川上”に行くほど下落率が高くなっており、原油など国際商品市況の下落を受けて、“川上”の産業は苦しい状況にあると思われる。一方、“川下”の産業では下落率も小さく、また購入価格も同様に下落していることから、付加価値の増減への影響は限定的な企業が多いと思われる（図表-11）。なお、前月比で見ても、10-11月期の平均は▲0.446%と7-9月期の平均（▲0.223%）より下落ピッチが加速している（図表-12）。

（図表-11）



（図表-12）



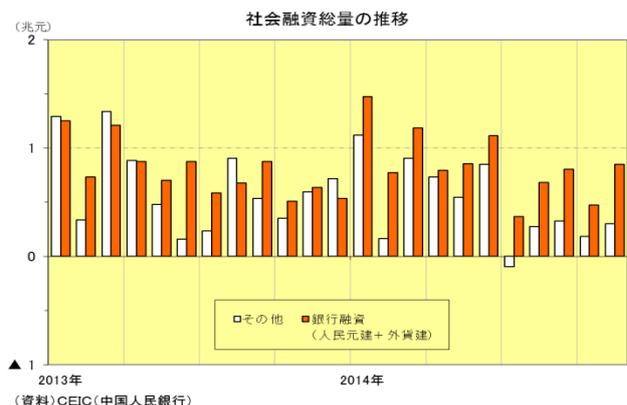
## 【通貨供給量（M2）】

おカネ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。最近のM2の動きを見ると、11月は前年同月比12.3%増と7-9月期の平均（13.09%増）を下回っており、おカネの動きは鈍ってきたようである（図表-13）。銀行融資（人民元建+外貨建）は昨年を上回る増加を示しているものの、その他（シャドーバンキングなど）の増加が鈍化している（図表-14）。

（図表-13）



（図表-14）



## 4. 景気 10 指標（まとめ）と景気評価点

景気 10 指標の動きを総合的に見るため、それぞれを 3 ヶ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 個あるので全てが上向きであれば 10 点、全てが下向きなら 0 点となる。これまでの推移を見ると、今年 5 月に 10 点（満点）だった景気評価点は、その後急速に悪化して 8 月には 2 点まで落ち込んだ。11 月は 4 点と 8 月よりは 2 点ほど高い水準にあるものの、10 個ある景気指標のうち半分当たる 5 つが下向きとなっており、現在の中国経済は底這い状態から抜け出せていないと思われる（図表-15、16）。

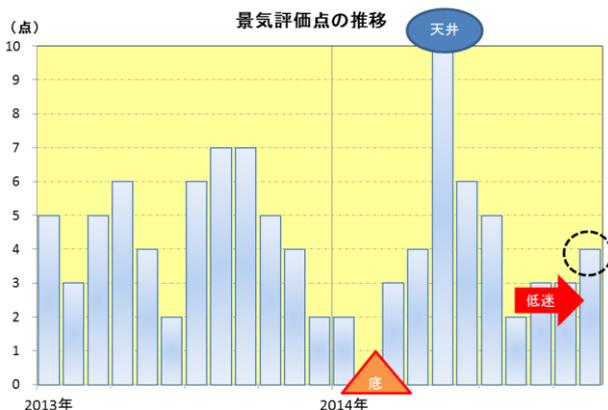
また、景気 10 指標の内訳を見ると、需要面 3 指標では 2 ヶ月連続で○の方が多く一方、供給面 3 指標では 2 ヶ月連続で×の方が多くなっている。従って、需要面から見ると上向き兆しがでてきたものの、供給面から見ると下向きのままであることから、積み上がった在庫を整理するための生産調整過程にあると思われる。図表-17 に示した製品在庫を見ても 9 月以降 2 ヶ月連続で減少してきている。

（図表-15）

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	鉄道貨物輸送量	生産者物価 (工場出荷)	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	○	×	×	×	○	×	×	○	○	○	5
2014年8月	×	×	×	×	○	×	×	○	×	×	2
2014年9月	×	×	○	○	×	×	×	×	×	×	3
2014年10月	○	○	×	×	×	×	○	×	×	×	3
2014年11月	—	○	○	○	×	×	○	×	×	×	4

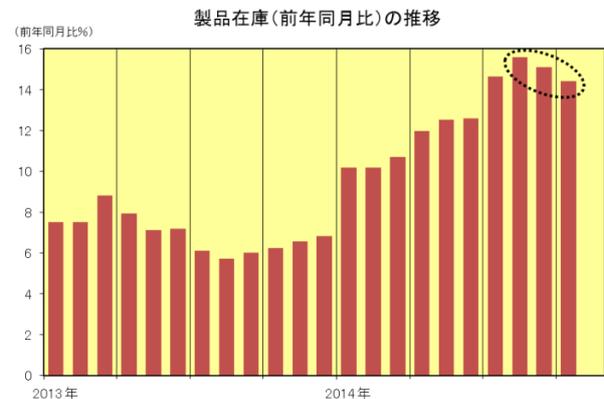
（資料）各種公表データを元にニッセイ基礎研究所で独自作成

（図表-16）



（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

（図表-17）



（資料）CEIC (中国国家統計局)

## 5. 10-12月期の成長率（予想）

この景気評価点と成長率には一定の関係が見られる。図表-18 に示したように景気評価点が上がると成長率も上がり、景気評価点が下がると成長率も下がることが多い。但し、10-11月期は平均3.5点と7-9月期の平均（3.3点）とほぼ同水準で推移しており、10-12月期の成長率は7-9月期（前年同期比7.3%増）から大きく変化しないことを示唆していると考えられる。

但し、中国では四半期毎のGDP推計を主に生産（・所得）アプローチで行っている。また、入手できる基礎資料も限られている。そこで、当研究所で開発した供給面を重視した回帰モデル（説明変数は①工業生産②非製造業の商務活動指数③景気評価点の3つ）を用いて10-12月期の成長率を予想して見た。今後発表される12月の工業生産は若干の反動増<sup>2</sup>を見込んで前年同月比7.4%増、非製造業の商務活動指数は11月と同じ53.9%、景気評価点は11月から横這いの4点であると想定すると、10-12月期の成長率は前年同期比7.2%増と推計された。±0.2ポイント程度の誤差は有り得るので、10-12月期の成長率は前年同期比7.2%増（誤差は±0.2ポイント）、前期比では1.6-1.8%増と予想している。

（図表-18）

景気評価点と成長率の関係（当四半期-前四半期）

	景気評価点 の変化	経済成長率の変化	
	(単位:点)	(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	▲0.3
2013年4-6月期	▲0.3	▲0.2	0.2
2013年7-9月期	2.7	0.3	0.5
2013年10-12月期	▲3.0	▲0.1	▲0.6
2014年1-3月期	▲2.0	▲0.3	▲0.2
2014年4-6月期	5.0	0.1	0.5
2014年7-8月期	▲3.3	▲0.2	▲0.1
2014年10-11月期	0.2	-	-

（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

（図表-19）

実質GDP成長率(前年同期比)



（資料）CEIC(中国国家統計局)

<sup>2</sup> 11月に北京で開催されたAPEC首脳会議に際しては、北京の空を青くする「APECブルー」を実現するため、車両交通制限が実施されたのに加えて、周辺工場の多くが操業を停止した。工業生産への影響の度合いは計測しづらいものの、工場の操業停止は北京市だけでなく隣の河北省にも及んでおり、その影響はある程度勘案しておく必要があると考えている。

（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。