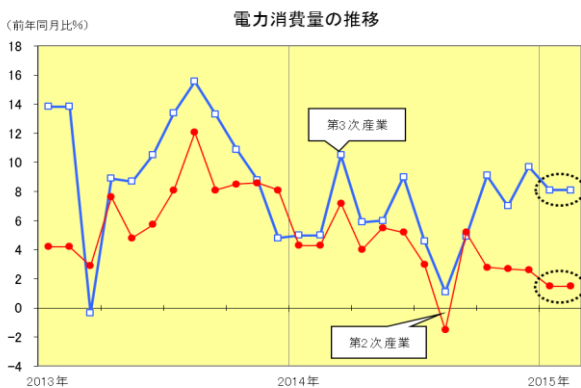


# Weekly エコノミスト・ レター

## 中国経済:15年1-3月期成長率(予想) ~7%を割れるかが焦点、特に第3次産業の成長率には要注目

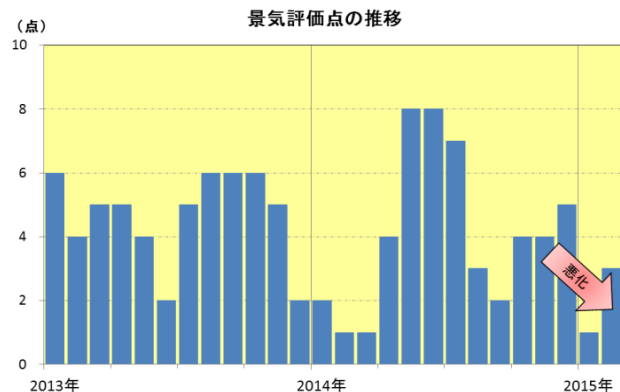
経済研究部 上席研究員 三尾 幸吉郎  
(03)3512-1834 mio@nli-research.co.jp

1. 直近の中国経済を供給面から見ると、製造業を中心とした第2次産業が弱いため景気は全体として鈍化しているものの、非製造業を中心とした第3次産業の堅調さで底支えされている。製造業のPMIは50%をやや下回っており、電力消費量でも第2次産業の伸びは鈍い。一方、非製造業の商務活動指数は堅調で、電力消費量でも第3次産業の伸びは高い(下左図)。
2. 他方、中国経済を需要面から見ると、1-2月期の輸出金額は前年同期比15.0%増と14年10-12月期の同8.6%増を6.4ポイント上回るなど上向いてきたが、個人消費・投資がともに減速していることから、全体としては14年10-12月期よりもやや鈍化したものと見られる。
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、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、モノの値動きを示す生産者物価は下向きであるものの、モノの移動量を示す貨物輸送量(道路)が上向き、おカネの動きを示す通貨供給量(M2)も上向くなど明るい指標もでてきている。
4. 以上の景気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、14年10-12月期には4~5点で推移していたが、15年1月には1点に落ち込み、2月にはやや回復して3点となった(下右図)。但し、景気10指標のうち過半の6つが2月も下向きとなっており、現在の中国経済は下降局面にあるといえるだろう。
5. 中国では4月15日(水)に15年1-3月期の実質GDP成長率が公表される。市場では工業生産の落ち込みなどから7%を割れるとの見方がコンセンサスとなりつつある。一方、7%を上回るとすれば、それは第3次産業の成長率が上ぶれた場合であり、それは経済成長の牽引役が第2次産業から第3次産業へと交代したことを示唆するものと思われる。



(資料)CEIC(中国国家統計局)

(注)前年同月比が公表されなかった月は年度累計と共にニッセイ基礎研究所で推定



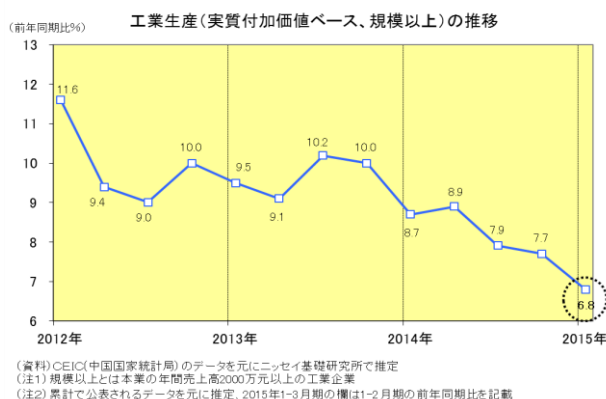
(資料)各種公表データを元にニッセイ基礎研究所で独自作成

# 1. 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である。1-2 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 6.8%増と 14 年 10-12 月期の同 7.7%増（推定<sup>1</sup>）を 0.9 ポイント下回った模様である。製造業は前年同期比 7.5%増と全体の伸びを 0.7 ポイント上回ったものの、鉱業が同 4.2%増、電力エネルギー生産供給業が同 4.0%増と全体の伸びを大きく下回り、足かせとなっている（図表-1）。

(図表-1)

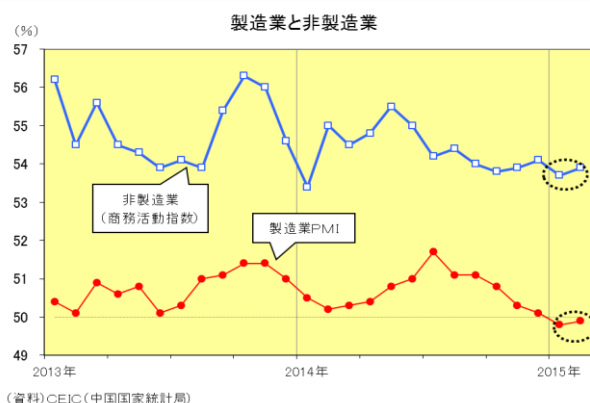


## 【製造業と非製造業】

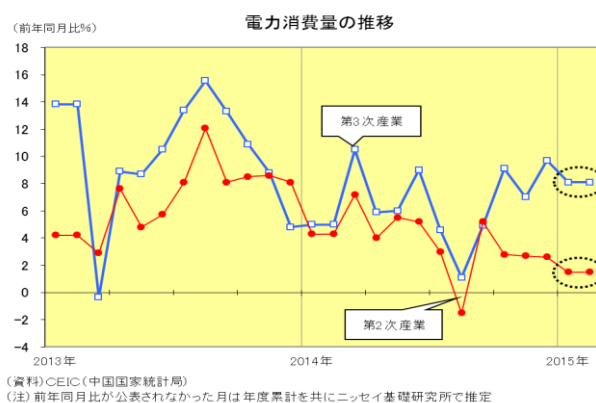
供給面から景気を判断する上では製造業のPMI（中国国家統計局）も重要な指標である。これは製造業 3000 社の購買担当者に対し、毎月実施されるアンケート調査の結果を元に計算されるもので、通常は 50%が景気強弱の分岐点とされる。直近の動きを見ると、1月は 49.8%、2月も 49.9%と 50%をやや下回っている。また、電力消費量を見ても第 2 次産業の伸びは鈍い（図表-2、3）。

一方、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、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。直近の動きを見ると、1月が 53.7%、2月も 53.9%と堅調である。また、電力消費量を見ても第 3 次産業の伸びは 1-2 月期に前年同期比 8.1%増と昨年通期の伸び（前年比 6.4%増）を上回っている（図表-2、3）。

(図表-2)



(図表-3)



以上のように、供給面から見ると、製造業を中心とした第 2 次産業が弱いため景気は全体として鈍化しているものの、非製造業を中心とした第 3 次産業の堅調さで底支えされていると思われる。

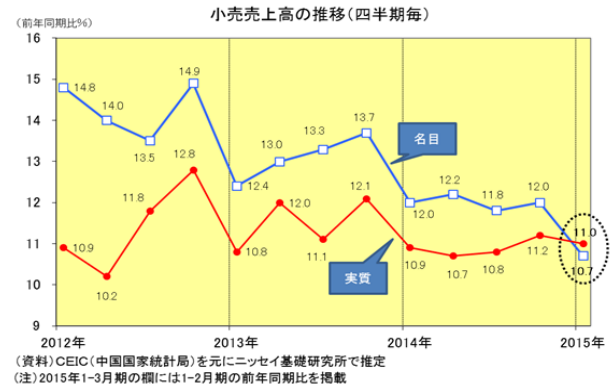
<sup>1</sup> 中国では、統計方法の改定時に新基準で計測した過去の数値を公表しない場合が多く、また 1 月からの年度累計で公表される統計も多い。本稿では、四半期毎の伸びを見るためなどの目的で、ニッセイ基礎研究所で中国国家統計局などが公表したデータを元に推定した場合には、“(推定)”と付して公表された数値と区別している。

## 2. 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（社会消费品零售总额）である。1-2 月期の小売売上高は前年同期比 10.7%増と14 年 10-12 月期の同 12.0%増（推定）を大きく下回った模様である。但し、価格要因を除いた実質では同 11.0%増と14 年 10-12 月期の同 11.2%増（推定）をやや下回る程度に留まるとともに、“名実逆転”が起きた（図表-4）。原油価格など国際商品価格の下落が背景にあると思われる。

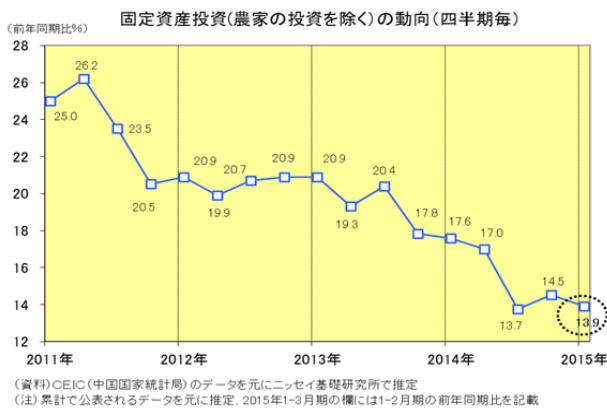
（図表-4）



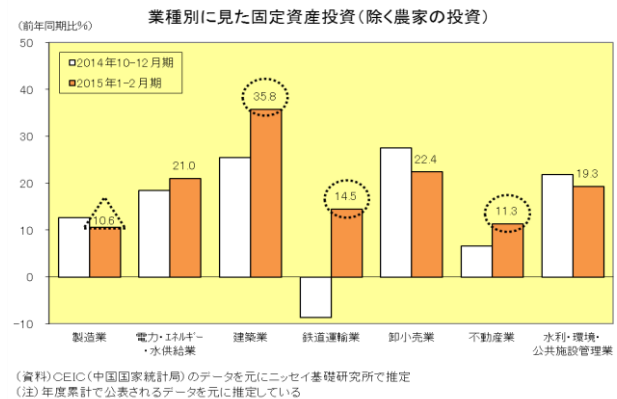
### 【固定資産投資】

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。1-2 月期の固定資産投資（除く農家の投資）は前年同期比 13.9%増と14 年 10-12 月期の同 14.5%増（推定）を 0.6 ポイント下回った模様である（図表-5）。建築業、鉄道運輸業、不動産業は14 年 10-12 月期よりも伸びを高めたものの、主力の製造業が同 10.6%増と14 年 10-12 月期の同 12.6%増（推定）から減速したことが、投資全体の伸びが鈍化した主因と見られる（図表-6）。

（図表-5）



（図表-6）

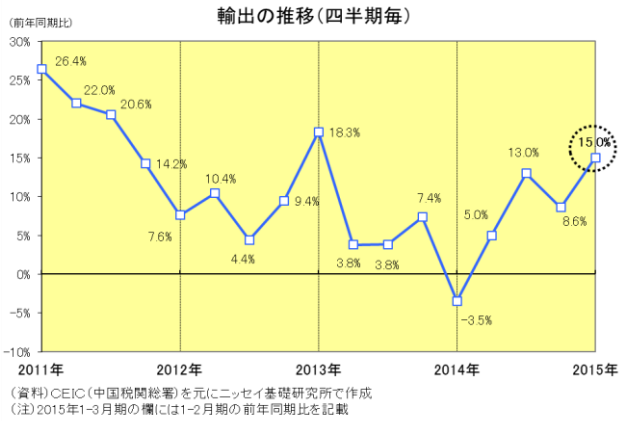


### 【輸出金額】

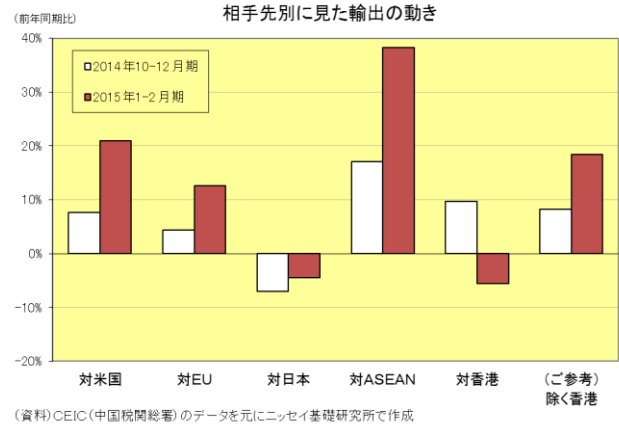
世界の工場といわれる中国では輸出動向も景気を大きく左右する。1-2 月期の輸出金額は前年同期比 15.0%増と14 年 10-12 月期の同 8.6%増を 6.4 ポイント上回った模様である（図表-7）。日本向けは前年同期比 4.4%減と前年割れの状況が続いたものの、米国向け、欧州向け、ASEAN 向けが揃って大きく伸びを高めて、輸出全体の伸びを速めた（図表-8）。

以上のように、中国経済を需要面から見ると、輸出は上向いてきたものの、個人消費・投資がともに減速していることから、全体としては14 年 10-12 月期よりもやや鈍化したものと見られる。

(図表-7)



(図表-8)

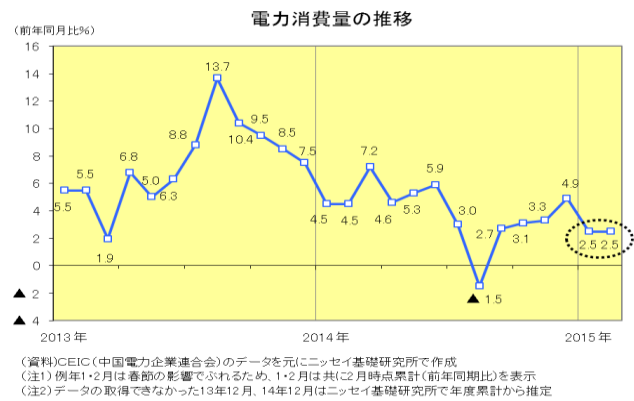


### 3. その他の重要な4指標

#### 【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。直近の動きを見ると、1-2月期の電力消費量は前年同月比 2.5%増(うち工業は同 1.3%増)と14年10-12月期よりも伸びが鈍化している(図表-9)。

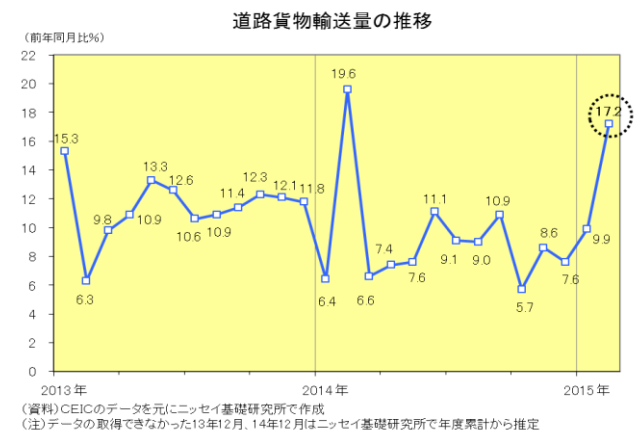
(図表-9)



#### 【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。このレポートでも、前回までは鉄道の貨物輸送量を取り上げてきたが、エネルギー改革で石炭依存からの脱却が進む中で、石炭の輸送量減少の影響が大き過ぎて、景気動向を的確に反映できていないと判断、今回から鉄道に代わって道路の貨物輸送量を見ることとした。道路貨物輸送量は、製造業だけでなく電子商取引など非製造業の活動の勢いも反映するという利点もある。その道路貨物輸送量を見ると、2月は前年同月比 17.2%増と極めて高い伸びを示した(図表-10)。2月は春節(旧正月)の影響で伸びた可能性もあるが、その影響が排除できる1-2月期で見ても前年同月比 12.5%増と高

(図表-10)



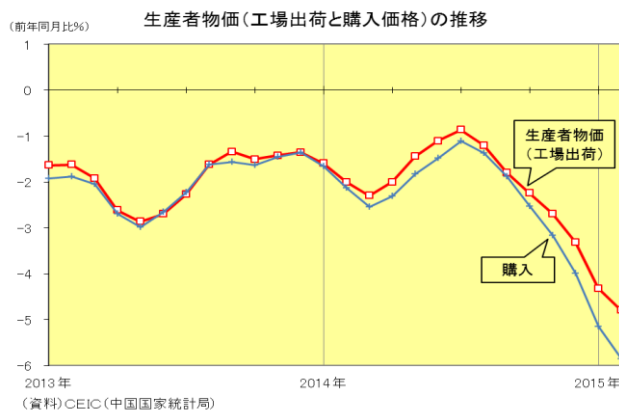
い伸びを示していることから、モノの動きは上向いた可能性が高いだろうと思われる。

### 【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。直近の生産者物価（工場出荷）の動きを見ると、2月は前年同月比▲4.8%で、図表-11に示したように下落ピッチが加速してきている。業種別に見ると、2月は採掘工業が同▲20.1%、加工工業が同▲3.5%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だろうと思われる。

(図表-11)

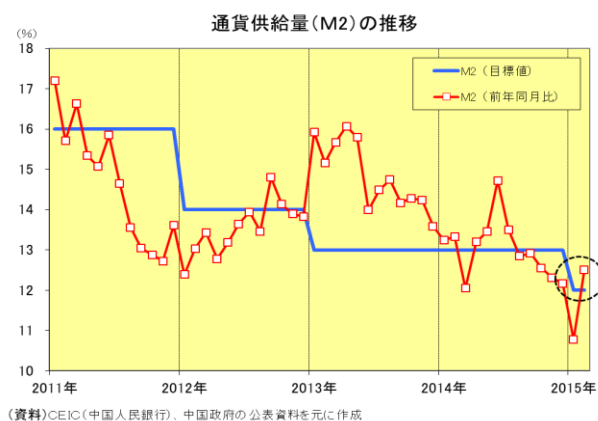


### 【通貨供給量 (M2)】

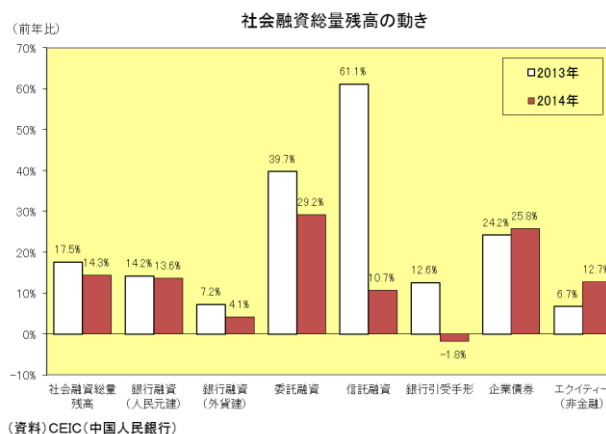
おカネが動き出すと景気も良くなることから通貨供給量 (M2) も注目したい指標である。李克強首相は銀行融資 (中長期) を重視しているとされるが、シャドーバンキングが増加する中では銀行融資以外の動きも無視できないので、金融関係の景気指標をひとつに絞るなら今のところM2が良いと思われる。直近のM2の動きを見ると、1月は前年同月比10.8%増と大きく減速したものの、2月は同12.5%増と回復し、15年の目標値である「12%前後」を上回ってきている (図表-12)。おカネの動きは政策の方向性にほぼ一致した動きといえるだろう。

なお、14年の社会融資総量残高の動きを見ると、図表-13に示したように銀行融資 (人民元建) が小幅な減速に留まる一方、シャドーバンキングの中核といえる信託融資や委託融資の伸びが鈍化している。また、株価上昇を受けてエクイティー (非金融) の伸びが高まったことも注目される。最近の堅調な株価を受けて今後も景気にプラスに働く可能性がでてきたからである。

(図表-12)



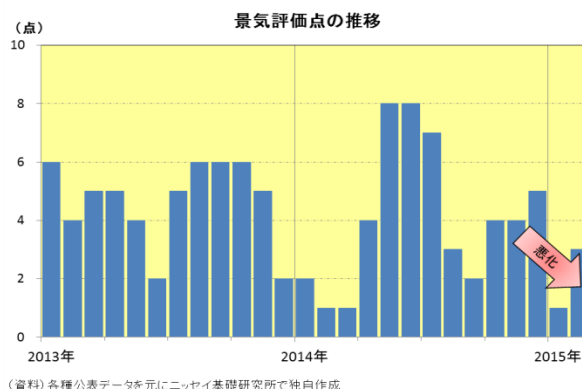
(図表-13)



## 4. 15年1・2月の景気評価点

これら景気 10 指標の動きを総合的に見るため、それぞれを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”として集計したものを筆者は景気評価点<sup>2</sup>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。この景気評価点の推移を見ると、14年10-12月期には4~5点で推移していたが、15年1月には1点に落ち込み、2月にはやや回復して3点となったものの、10指標のうち過半の6つが下向きで、中国経済は下降局面にあると思われる(図表-14)。

(図表-14)



また、指標区分別の内訳を見ると、需要面の3指標は14年10-12月期には○が多かったものの15年1-2月期には×が目立ってきた。供給面の3指標は14年10-12月期に続き15年1-2月期も×が多い状況が続いており、目立った改善は見られない。また、その他の重要な4指標は、まちまちの動きを示しており、電力消費量と生産者物価は1・2月ともに×だが、道路貨物輸送量が1月以降2ヵ月連続で○となり、2月の通貨供給量(M2)が7ヵ月ぶりに○に転じるなど明るい指標もでてきている(図表-15)。

(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	道路貨物輸送量	生産者物価 (工場出荷)	通貨供給量(M2)	
	前月比 (季節調整後)	前月比 (季節調整後)	前年同月比 (季節調整後)	前月比 (季節調整後)	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	×	○	○	×	○	○	×	○	—	○	6
2013年2月	×	○	○	×	×	×	×	×	○	○	4
2013年3月	○	○	×	×	○	×	×	×	○	○	5
2013年4月	○	×	×	○	○	×	○	×	×	○	5
2013年5月	○	×	×	×	○	×	×	○	×	○	4
2013年6月	×	×	×	×	×	×	○	○	×	×	2
2013年7月	○	○	×	○	×	×	○	×	○	×	5
2013年8月	×	○	○	○	○	×	○	×	○	×	6
2013年9月	×	×	○	×	○	○	○	×	○	○	6
2013年10月	×	×	○	×	○	○	○	○	○	×	6
2013年11月	○	×	○	×	○	○	×	○	×	×	5
2013年12月	×	○	×	×	×	×	×	○	×	×	2
2014年1月	×	○	○	×	×	×	×	×	×	×	2
2014年2月	×	×	×	×	×	×	×	○	×	×	1
2014年3月	×	×	×	○	×	×	×	×	×	×	1
2014年4月	×	×	×	○	×	○	○	○	×	×	4
2014年5月	○	×	○	○	○	○	○	×	○	○	8
2014年6月	○	○	○	×	○	○	×	○	○	○	8
2014年7月	○	×	○	○	○	×	×	○	○	○	7
2014年8月	×	×	○	×	○	×	×	○	×	×	3
2014年9月	×	×	×	○	○	×	×	×	×	×	2
2014年10月	○	○	○	×	×	×	○	×	×	×	4
2014年11月	○	○	×	○	×	×	○	×	×	×	4
2014年12月	○	○	○	×	×	○	○	×	×	×	5
2015年1月	×	×	×	×	×	×	×	○	×	×	1
2015年2月	○	×	×	×	×	—	×	○	×	○	3

(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

<sup>2</sup> なお、今回から景気評価点の計算方法を2点修正し過去に遡って改定している。第1点目は輸出金額で、前回までは「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)」に変更している。第2点目は貨物輸送量で、前回までは「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」に変更している。

## 5. 15年1-3月期の成長率（予想）

中国では4月15日（水）に15年1-3月期の実質GDP成長率が公表される。市場では7%を割れるとの見方がコンセンサスとなりつつある。15年1-2月期に工業生産や電力消費量が大きく減速し、3月も目立った改善は見込みにくいからだろう。建築業は好調だと見られるものの工業の落ち込みで第2次産業の実質成長率は6%台前半に低下しそうである。当研究所で開発した線形モデルを用いた推計値でも前年同期比7.0%増（誤差は±0.2ポイント程度）となっており<sup>3</sup>、7%を割り込む可能性は十分ある。

但し、中国の経済成長の牽引役は変わりつつある。従来は第2次産業が落ち込むとそれに連動して第3次産業も落ち込むという傾向が見られたが、ここ数ヶ月はその連動関係が崩れてきている。第2次産業は弱いものの第3次産業は強い“2弱3強”となっており、第3次産業の電力消費量は14年通期の伸びを上回り、非製造業の商務活動指数も堅調に推移している。従って、今回の実質GDP成長率が7%を上回るとすれば、それは第3次産業の成長率が上ぶれした場合であり、それは経済成長の牽引役が第2次産業から第3次産業へと交代したことを示唆するものと思われる。

---

<sup>3</sup> 説明変数としては、工業生産、電力消費量（第3次産業）、それに前述の景気評価点を加えた3つを採用している。また、前提としては3月の工業生産は前年同月が高かったことから1-2月期よりもやや鈍化して前年同月比6.6%増、電力消費量（第3次産業）は1-2月期と同じ前年同月比8.1%増、景気評価点は小売売上高が〇から×に転じて2月よりも1点低下の2点と想定している。

---

（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。