

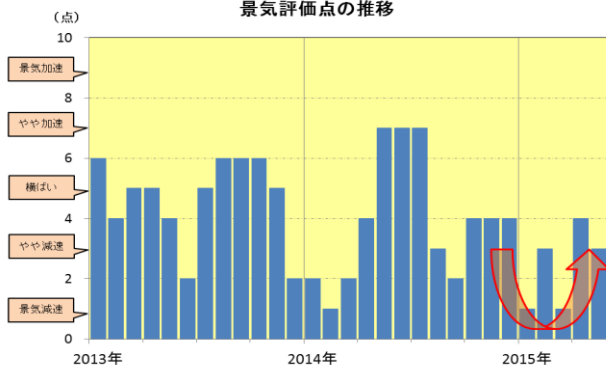
Weekly エコノミスト・ レター

中国経済:4-6 月期成長率(予想) ~工業部門の不振を背景に 6.8%へ鈍化

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

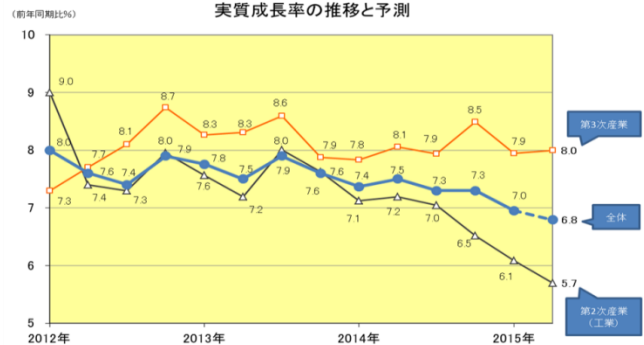
1. 中国経済を供給面から見ると、4-5 月期の工業生産は第 1 四半期（1-3 月期）の伸びを大幅に下回っている。但し、足元では工業生産や製造業 PMI が上向くなど底打ちの兆しもでてきている。一方、非製造業は商務活動指数が低下するなど足元で陰りが見られる。しかし、予想指数が上向くなど将来に対する期待感は依然として高い。
2. 他方、中国経済を需要面から見ると、個人消費・投資・輸出の 3 本柱が揃って第 1 四半期よりも大幅に低い伸びに留まっている。しかし、足元では 5 月の個人消費・投資に関する景気指標が上向くなど、国内の需要を中心に底打ちの兆しが見られる。
3. その他の重要な 4 指標（電力消費量、貨物輸送量、生産者物価、通貨供給量）を見ると、モノの値動きを示す生産者物価は上向いてきたものの、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、モノの移動量を示す貨物輸送量（道路）の動き、おカネの動きを示す通貨供給量（M2）の動きはいずれも下向きで、景気減速を示す指標の方が多い。
4. 以上の景気 10 指標を総合的に見た景気評価点（3 ヶ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、第 2 四半期に入ると 4 月は 4 点、5 月は 3 点と第 1 四半期より 1 段階上の“やや減速”に回復、景気失速懸念はやや薄れた。但し、まだ“横ばい”よりも下に位置する減速基調で、景気は下向きのままである（下左図）。
5. 中国では 7 月 15 日（水）に第 2 四半期（4-6 月期）の実質 GDP 成長率が公表される。第 1 四半期は前年同期比 7.0%増と前四半期から 0.3 ポイント低下したが、今回はさらに 0.2 ポイント低下して同 6.8%増と予想している。内訳は工業部門が 0.4 ポイント低下の前年同期比 5.7%増、第 3 次産業は 0.1 ポイント上昇の同 8.0%増と予想している（下右図）。

景気評価点の推移



(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

実質成長率の推移と予測



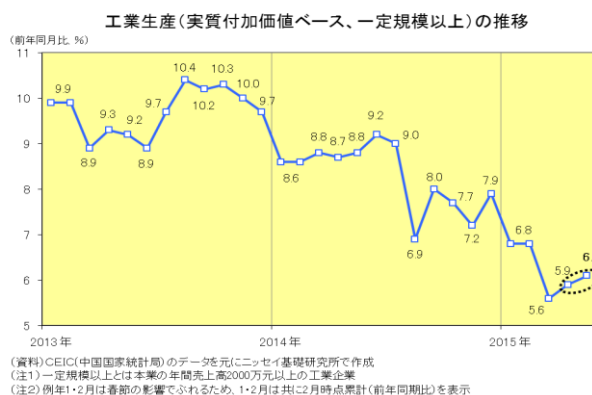
(資料) CEICのデータを元にニッセイ基礎研究所で作成
(注1) 2015年1-3月期以前の第2次産業(工業)、第3次産業の数値は年度累計データを元にニッセイ基礎研究所で推定
(注2) 2015年4-6月期の数値はニッセイ基礎研究所の予測値

1. 供給面を見る3指標

【工業生産】

中国経済を供給面から見る上で最も重要な指標は工業生産（実質付加価値ベース、一定規模以上）だろう。第2四半期に入り4-5月期には前年同期比5.9%増（推定¹）と第1四半期の同6.4%増を大幅に下回っている。但し、足元では5月に前年同月比6.1%増と3月の同5.6%増をボトムにやや回復してきた（図表-1）。前月比（季節調整後）で見ても、5月は0.52%増と第1四半期（平均0.38%増）よりも伸びを高めている。

（図表-1）



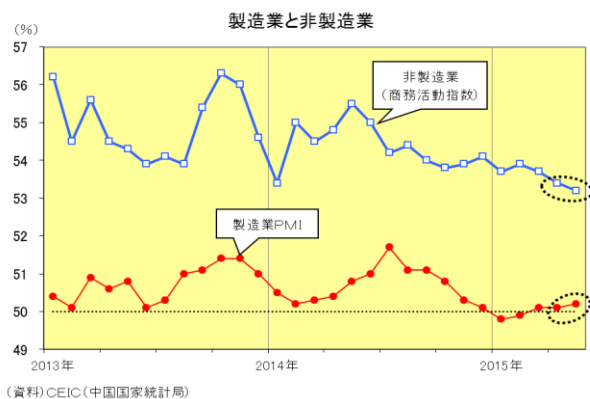
【製造業PMI】

供給面を見る上では製造業PMI（中国国家統計局）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。足元の動きを見ると、1月の49.8%をボトムに上向いてきているものの、5月も50.2%と分岐点をやや上回る程度であり、勢いは必ずしも強くない（図表-2）。

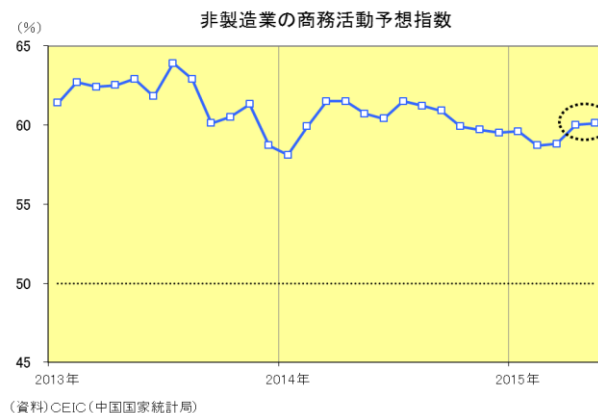
【非製造業の商務活動指数】

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、2月の53.9%をピークに鈍化傾向にあるが、製造業に比べて相対的に高水準を維持している（図表-2）。また、同時に発表された予想指数も60.1%と高水準で、将来に対する期待感は依然高い（図表-3）。

（図表-2）



（図表-3）



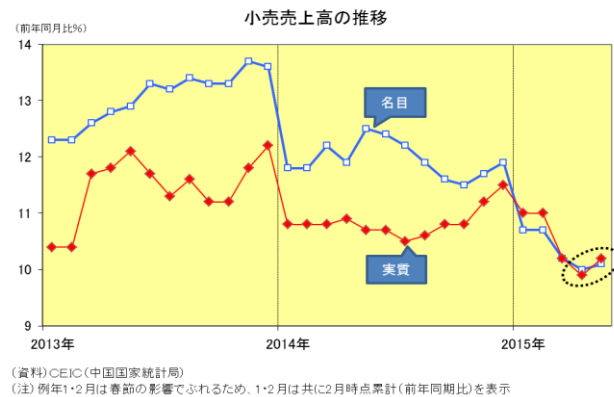
¹ 中国では、統計方法の改定時に新基準で計測した過去の数値を公表しない場合が多く、また1月からの年度累計で公表される統計も多い。本稿では、四半期毎の伸びを見るためなどの目的で、ニッセイ基礎研究所で中国国家統計局などが公表したデータを元に推定した数値を掲載している。またその場合には“（推定）”と付して公表された数値と区別している。

2. 需要面を見る3指標

【小売売上高】

個人消費の動き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。第2四半期に入り4-5月期には前年同期比10.1%増（推定）と第1四半期の同10.6%増を下回っている。但し、足元では5月に前年同期比10.1%増と4月の同10.0%増をわずかながらも上回り、価格要因を除いた実質でも5月は同10.2%増と4月の同9.9%増を上回ってきた（図表-4）。

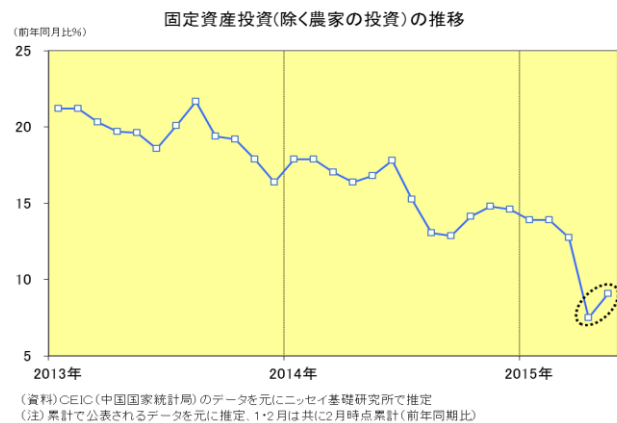
(図表-4)



【固定資産投資】

投資の動き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。第2四半期に入り4-5月期には前年同期比8.3%増（推定）と第1四半期の同13.5%増を大幅に下回っている。投資全体の3分の1を占める製造業では4-5月期に前年同期比9.4%増（推定）と伸びが1.0ポイント鈍化したのに加え、4分の1を占める不動産業でも同1.8%増（推定）と伸びが7.2ポイント鈍化している。但し、当研究所で5月単月の伸びを試算してみたところ前年同月比9.1%増（推定）と4月の同7.5%増をやや上回った模様である（図表-5）。

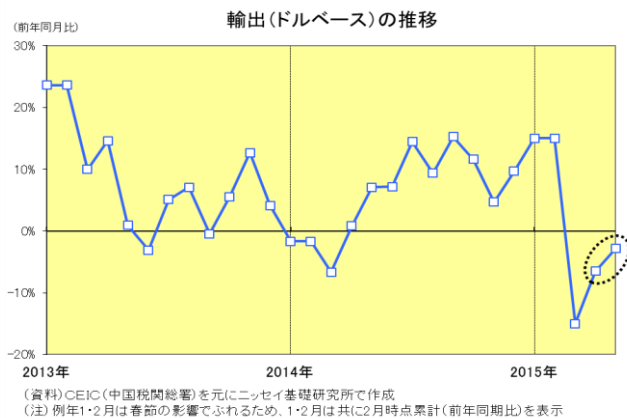
(図表-5)



【輸出金額】

世界の工場といわれる中国では輸出の動きも景気を大きく左右する。第2四半期に入り4-5月期には前年同期比4.6%減（推定）と第1四半期の同4.6%増からマイナスに落ち込んでいる。先行指標となる新規輸出受注（製造業PMI）を見ても8ヵ月連続で50%を下回っており、先行きにも明るさは見えていない。但し、3月の前年同月比15.0%減をボトムにマイナス幅は徐々に縮小してきている（図表-6）。

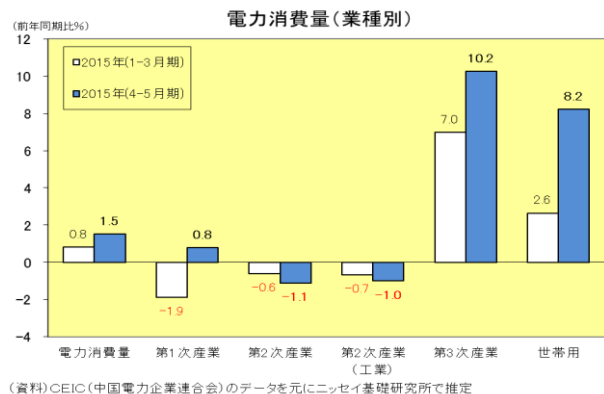
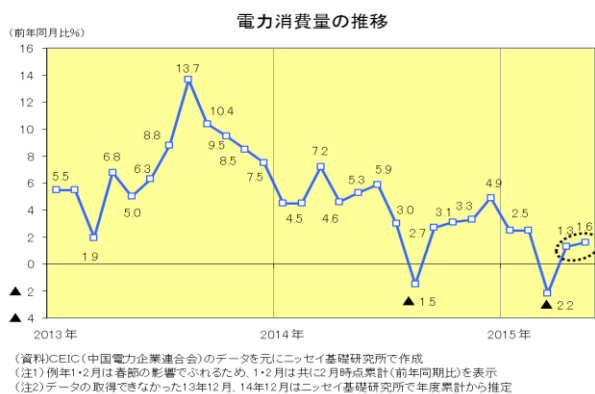
(図表-6)



3. その他の重要な4指標

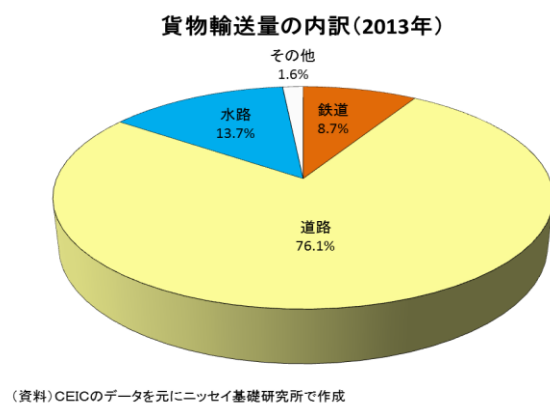
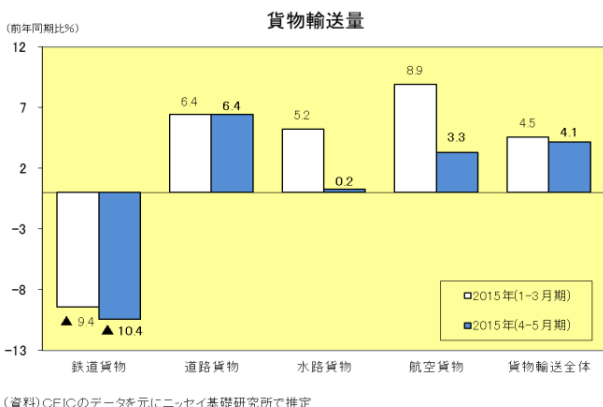
【電力消費量】

景気動向を見る上ではその他にも重要な指標がある。経済活動をする上で欠かせない動力源となるのが電力であり、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。足元の動きを見ると、5月の電力消費量は前年同月比1.6%増と3月の同2.2%減をボトムに2ヵ月連続で回復している(図表-7)。第1四半期と4-5月期を比べると、電力消費全体では前年同期比0.8%増から同1.5%増(推定)へ0.7ポイント上昇、第2次産業では依然としてマイナス幅が拡大しているものの、第3次産業では伸びが加速してきている(図表-8)。(図表-7) (図表-8)



【貨物輸送量】

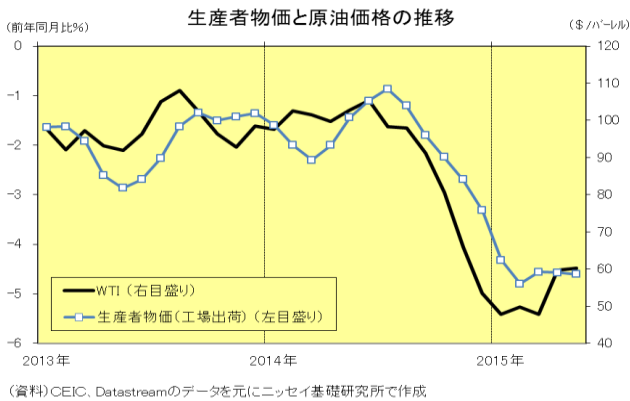
景気が良くなるとモノの移動も増えることから貨物輸送量も重要な指標となる。特に鉄道貨物輸送量は李克強首相も重視しているとされる。このレポートでも、以前は鉄道の貨物輸送量を取り上げてきたが、エネルギー改革で石炭依存からの脱却が進む中で石炭の輸送量減少の影響が大き過ぎて、景気動向を的確に反映できていないと判断、鉄道に代わって道路の貨物輸送量を見ることとした。道路貨物輸送量は、製造業だけでなく電子商取引など非製造業の活動の勢いも反映するという利点もある。その道路貨物輸送量を見ると、第2四半期に入り4-5月期には前年同期比6.4%増(推定)と第1四半期と同水準の伸びを維持しており、モノの移動という観点で見ると景気は横ばいと思われる。なお、鉄道貨物は第1四半期よりもさらにマイナス幅を拡大した模様である(図表-9)。(図表-9)



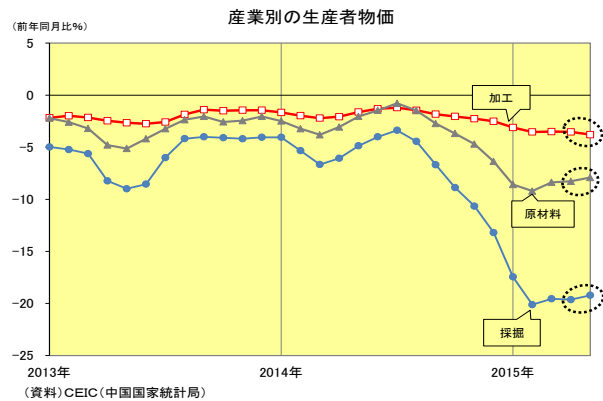
【生産者物価】

モノの値段の動き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からである。足元の生産者物価（工場出荷）の動きを見ると、5月は前年同月比4.6%下落と4月と同じ下落率に留まった（図表-10）。原油価格などの持ち直しを背景に、採掘工業や原材料工業では生産者物価の下落に歯止めが掛かりつつある一方、これまで大きく下落していなかった加工工業では下落幅がやや拡大している（図表-11）。

（図表-10）



（図表-11）

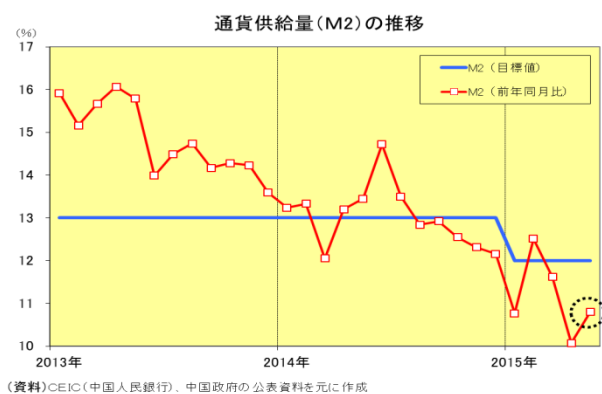


【通貨供給量 (M2)】

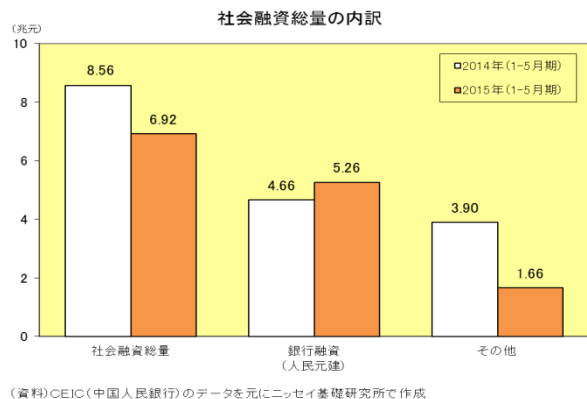
おカネが動きだすと景気も良くなることから通貨供給量 (M2) も注目したい指標である。李克強首相は銀行融資 (中長期) を重視しているとされるが、シャドバンキングが増加する中では銀行融資以外の動きも無視できないので、金融関係の景気指標をひとつに絞るなら今のところM2が良いと思われる。足元の動きを見ると、5月は前年同月比10.8%増と4月の同10.1%増を上回ったものの、15年の目標値である「12%前後」には届かない伸びに留まっており、おカネの動きは想定よりも低調といえるだろう（図表-12）。

一方、資金調達サイドから見ると、1-5月期の社会融資総量は6.92兆元と前年同期の8.56兆元を大きく下回っている。銀行融資 (人民元建) は5.26兆元と前年同期より増えたものの、信託融資が減少し、委託融資が前年同期の4割弱に留まるなどシャドバンキングの伸びが鈍い。但し、株式市場の活況を背景にエクイティファイナンスは前年同期比68%増となっている（図表-13）。

（図表-12）



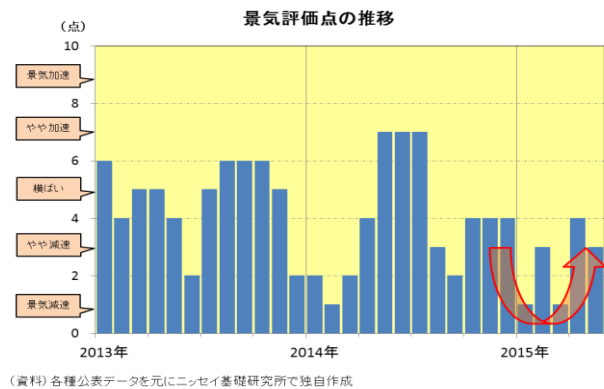
（図表-13）



4. 足元の景気評価点

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 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²と呼んでいる。採用した景気指標は 10 個なので、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。第 1 四半期の景気評価点を見ると、1 月と 3 月に 1 点に落ち込むなど“景気減速”の領域にあった。第 2 四半期に入ると 4 月は 4 点、5 月は 3 点と第 1 四半期より 1 段階上の“やや減速”に回復、景気失速懸念はやや薄れた。但し、まだ“横ばい”よりも下に位置する減速基調で、景気は下向きのままである（図表-14）。

(図表-14)



また、需要面・供給面・その他の重要指標の 3 区分別に見ると、需要面では第 1 四半期は×が多かったが第 2 四半期に入っても×が多く、目立った改善は見られない。供給面では第 1 四半期は×が多かったが第 2 四半期に入ると工業生産と製造業 PMI が○に転じている。その他の重要指標では、生産者物価は 3 ヶ月連続で○となったものの、電力消費量、道路貨物輸送量、通貨供給量 (M2) の 3 つは 3 ヶ月以上×が続いており、全体としてはまちまちの動きでトレンドはやや弱含みと思われる（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 前月比 (季節値)	固定資産 投資 前月比 (季節値)	輸出金額 前年同月比 (季節値)	工業生産 前月比 (季節値)	製造業 PMI 原数値	非製造業 商務 活動指数 原数値	電力消費量 前年同月比	道路貨物 輸送量 前年同月比	生産者物価 (工場出荷) 前月比	通貨供給量 (M2) 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	○	×	×	○	×	×	×	×	×	×	2
2014年4月	×	×	×	○	×	○	○	○	×	×	4
2014年5月	○	×	○	—	○	○	○	×	×	×	7
2014年6月	×	○	○	×	○	○	×	○	○	○	7
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	○	×	○	×	×	×	○	×	×	×	4
2015年1月	×	×	×	—	×	×	×	○	×	×	1
2015年2月	○	×	×	×	×	—	×	○	×	○	3
2015年3月	×	×	×	×	—	×	×	×	×	×	1
2015年4月	○	×	×	○	○	×	×	×	○	×	4
2015年5月	×	×	×	○	○	×	×	×	○	×	3

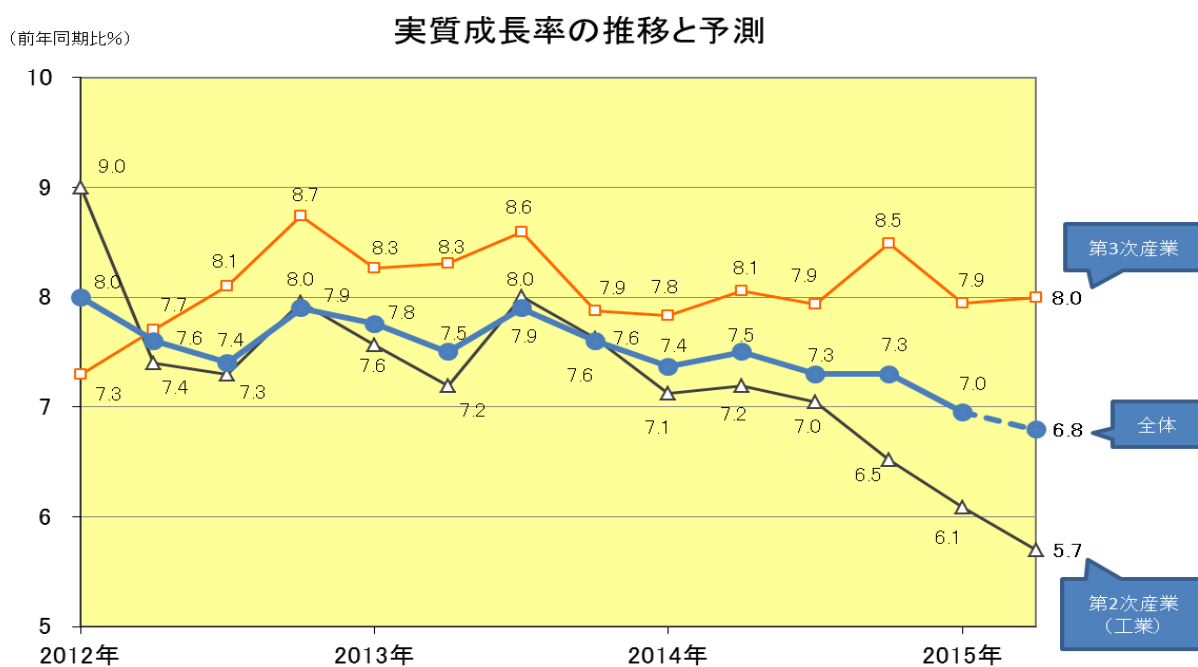
(資料) 各種公表データを元にニッセイ基礎研究所で独自作成

² 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。

5. 第2四半期（4-6月期）の成長率（予想）

中国では7月15日（水）に第2四半期（4-6月期）の実質GDP成長率が公表される。第1四半期（1-3月期）は前年同期比7.0%増と前四半期（同7.3%増）を0.3ポイント下回った。今回はそれをさらに0.2ポイント下回る同6.8%増と予想している。GDP全体の3分の1強を占める工業部門の実質成長率は、4-5月期の工業生産が第1四半期を大幅に下回っていることなどから第1四半期（同6.1%増）を0.4ポイント下回る同5.7%増と予想している。また、全体の5割弱を占める第3次産業の実質成長率は、電力消費量の伸びが加速していることから第1四半期（同7.9%増）を上回ると思われるが、非製造業の商務活動指数が落ちてきていることから小幅な上昇に留まり、同8.0%増と予想している（図表-15）。なお、当研究所で開発した線形モデル³を用いた推計値では前年同期比6.8%増（誤差は±0.2ポイント程度）となっている。

（図表-16）



（資料）CEICのデータを元にニッセイ基礎研究所で作成

（注1）2015年1-3月期以前の第2次産業（工業）、第3次産業の数値は年度累計データを元にニッセイ基礎研究所で推定

（注2）2015年4-6月期の数値はニッセイ基礎研究所の予測値

³ 説明変数としては、工業生産、電力消費量（第3次産業）、それに景気評価点を加えた3つを採用しており、前2者は連続変数、景気評価点は名義変数として扱った共分散型の線形モデルである。予測の前提としては6月の工業生産は5月と同じ前年同月比6.1%増、電力消費量（第3次産業）は昨年6月の伸びが高かったことを勘案して今年6月は前年同月比7%増と想定、景気評価点では生産者物価と製造業PMIの2つが○から×に転じるものの、輸出、電力消費量、道路貨物輸送量の3つが×から○に転じて5月よりも1点上昇の4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。