

Weekly
エコノミスト・
レター中国経済：景気指標の総点検と
今後の注目点(2016年春季号)

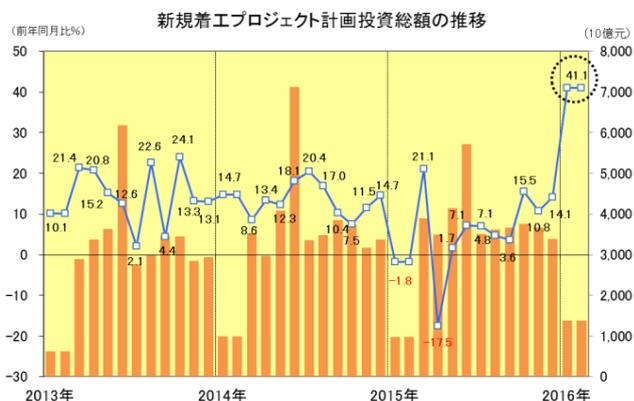
経済研究部 上席研究員 三尾 幸吉郎

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

1. まず、中国経済を供給面から点検すると、製造業は依然低迷しており、非製造業にも陰りが見られる。2月の製造業PMIは49.0%と拡張・収縮の境界(50%)を7ヵ月連続で下回った。新規受注も48.6%と0.9ポイント低下しており、先行き不安が払拭できない状況である。一方、2月の非製造業PMI(商務活動指数)は52.7%と1月の53.5%を下回った。依然として50%を上回っているものの、株価下落が影響した可能性もあるため注意が必要である。
2. 次に、需要面を点検すると、輸出は低迷、堅調だった消費にも陰りがでてきたが、投資には持ち直しの兆しがある。ここもとの輸出(ドルベース)は前年割れが続いており、先行指標となる新規輸出受注が17ヵ月連続で50%を下回るなど先行きにも明るさは見えない。消費の代表指標である小売売上高は伸びが鈍化するなど陰りが見られる(下左図)。一方、投資の代表指標である固定資産投資は一進一退のボックス圏内ながら1-2月期には伸びが持ち直した。
3. その他の重要指標を点検すると、電力消費量は前年並みのレベルで一進一退、道路貨物輸送量も前年が高かった反動もあって伸びが鈍化、工業生産者出荷価格も過剰生産設備問題を背景にデフレ圧力が燻っており下げ止まったとは言い難い。一方、通貨供給量(M2)は高い伸びを維持しており、今年1月以降は中長期融資も高い伸びを示し始めたことから、プロジェクトファイナンスなどによるインフラ投資が動き出す可能性が浮上している(下右図)。
4. 今後の注目点としては、「好調だった消費は減速するのか?」、「不振だった投資は復調するのか?」、「住宅市場は本格的な回復に向かうのか?」の3点が挙げられる。



(資料)CEIC(出所は中国国家統計局)
(注)例年1・2月は春節の影響でふれるため、1・2月は共に2月時点累計(前年同期比)を表示



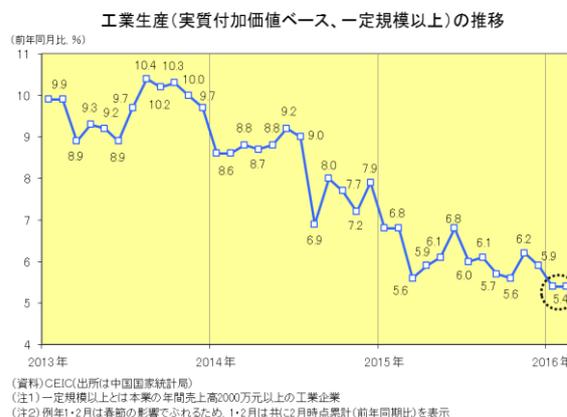
(資料)CEIC(出所は中国国家統計局)のデータを元にニッセイ基礎研究所で推定
(注)累計で公表されるデータを元に推定、1・2月は共に2月時点累計(前年同期比)

1. 中国経済を供給面から点検すると

【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）である。1-2 月期の工業生産は前年同期比 5.4%増と 12 月の同 5.9%増を 0.5 ポイント下回った。昨年の最低値（3 月と 10 月の同 5.6%増）を下回ってきており、工業生産には下ぶれ懸念が浮上している（図表-1）。前月比（季節調整後）で見ても、2 月は 0.38%増と 12 月の 0.40%増、1 月の 0.43%増を下回っている。

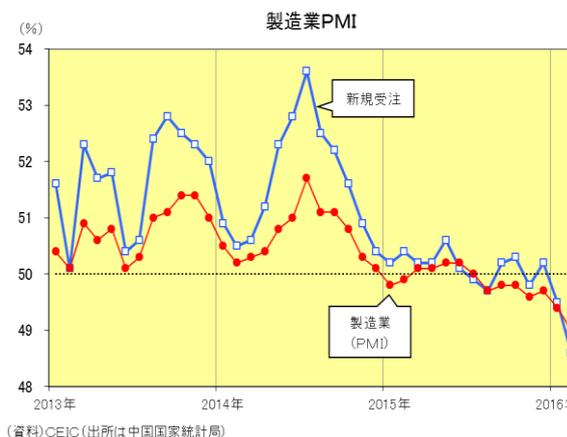
（図表-1）



【製造業PMI】

供給面を見る上では製造業PMI（中国国家統計局）も重要な景気指標である。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。2 月の製造業PMIは 49.0%と 7 ヶ月連続で 50%割れとなった。また、先行的な動きをする新規受注（製造業PMIの算出において3割と最大ウェイト）も 48.6%と 1 月の 49.5%を 0.9 ポイント下回ったことから、製造業PMIは冴えない動きが続くと見られる（図表-2）。

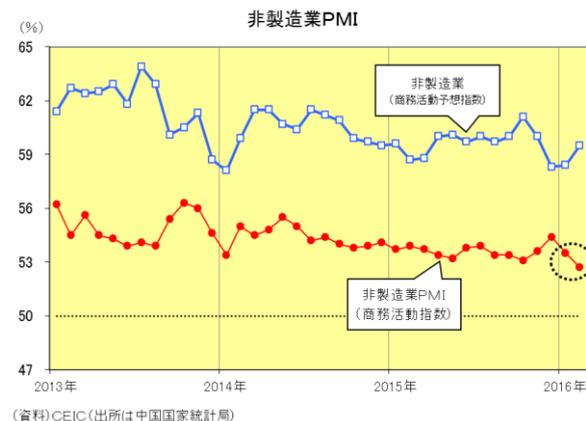
（図表-2）



【非製造業PMI（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PMI（商務活動指数）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。2 月の非製造業PMIは 52.7%と、12 月の 54.4%を直近ピークに 2 ヶ月連続で低下してきた。まだ 50%を上回るレベルを維持しており、同予想指数が 2 月は上昇したことを踏まえれば、現時点では大きな問題は無いと考えられるものの、陰りが見え始めた点には留意が必要である（図表-3）。

（図表-3）



2. 一方、需要面を点検すると

【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である。1-2月期の小売売上高は前年同期比10.2%増と12月の同11.1%増を0.9ポイント下回った(図表-4)。飲食、衣類、日用品から家電に至るまで幅広い分野で、今年の伸びを下回っている。また、食品価格などの上昇でインフレ率が反転上昇したことを受けて、価格要因を除いた実質では同9.6%増と12月の同10.7%増を1.1ポイント下回った。好調だった消費には物価面から下押し圧力が掛かってきた。

【固定資産投資】

また、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。固定資産投資は毎月発表されるものの、1月からの年度累計で公表されるため、時系列の動きは読み取り難い。そこで、当研究所で月次に直したのが図表-5である。1-2月期は前年同期比10.2%増と12月の同7.8%増(推定¹)を上回り、取り敢えず減速に歯止めが掛かった。但し、依然10%を挟んだ一進一退のボックス圏内に納まっている。

【輸出金額】

世界の工場といわれる中国では輸出需要が生産動向を左右する。1-2月期の輸出金額(ドルベース)は前年同期比17.8%減と大幅な前年割れとなった(図表-6)。昨年1-2月期に同14.9%増と好調だった反動もあるが、輸出需要の低迷は明らかで、景気の下押し要因となっている。先行指標となる新規輸出受注(製造業PMI)を見ても、17ヵ月連続で50%を下回るとともに、2月は47.4%と低位に留まったことから、先行きにも明るさは見えない。

(図表-4)



(資料)CEIC(出所は中国国家统计局)のデータを元にニッセイ基礎研究所で作成
(注)例年1-2月は春節の影響でぶれるため、1-2月は共に2月時点累計(前年同期比)を表示

(図表-5)



(資料)CEIC(出所は中国国家统计局)のデータを元にニッセイ基礎研究所で推定
(注)累計で公表されるデータを元に推定、1-2月は共に2月時点累計(前年同期比)

(図表-6)



(資料)CEIC(出所は中国税関総署)を元にニッセイ基礎研究所で作成
(注)例年1-2月は春節の影響でぶれるため、1-2月は共に2月時点累計(前年同期比)を表示

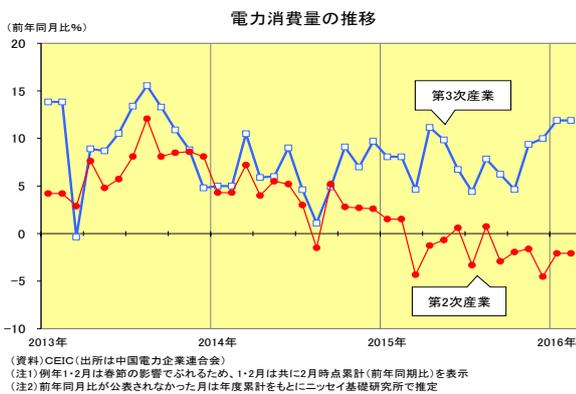
¹ 中国では、統計方法の改定時に新基準で計測した過去の数値を公表しない場合が多く、また1月からの年度累計で公表される統計も多い。本稿では、四半期毎の伸びを見るためなどの目的で、ニッセイ基礎研究所で中国国家统计局などが公表したデータを元に推定した数値を掲載している。またその場合には“(推定)”と付して公表された数値と区別している。

3. その他の景気指標を点検すると

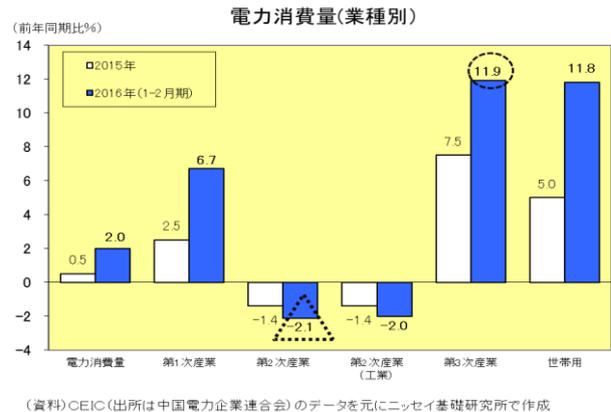
【電力消費量】

その他の景気指標では電力消費量も重要である。李克強首相は特に工業の電力消費量を重視していたとされる。足元の動きを見ると、1-2月期の電力消費量は前年同期比2.0%増と12月の同1.9%減（推定）から小幅ながらプラスに転じた。業種別に見ると、第2次産業では前年同期比2.1%減と前年割れが続いた一方、第3次産業は同11.9%増と12月の同10.0%増（推定）から伸びが加速した（図表-7）。このような二極化は第2次産業の悪さと第3次産業の堅調さを示すものといえる。

(図表-7)



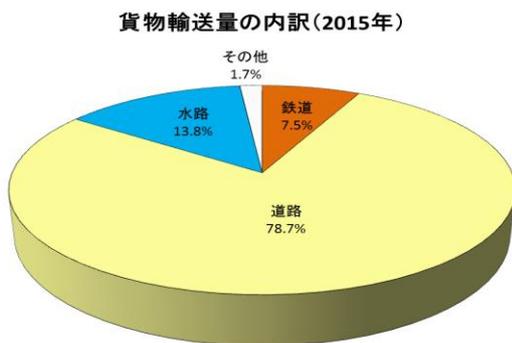
(図表-8)



【貨物輸送量】

また、貨物輸送量の注目度も高い。鉄道貨物輸送は李克強首相が重視していたとされる指標だが、全体の過半を占める石炭がエネルギー改革の中で構造的減少、景気とかけ離れた動きを示す恐れある。そこで、貨物輸送量に占める比率が高い道路貨物輸送を主に見ることとしている（図表-9）。道路貨物輸送は電子商取引（EC）など新たな消費活動の動きを反映するという利点もある。足元の動きを見ると、1-2月期の道路貨物輸送は前年同期比1.3%増と昨年の同6.4%増から急減速した。前年同期に高い伸びを示した反動もあるため、景気悪化の兆候だとするのは時期尚早だが、好調だったECに陰りがでた可能性も排除できないため、4月発表の3月統計に注目したい（図表-10）。

(図表-9)



(図表-10)



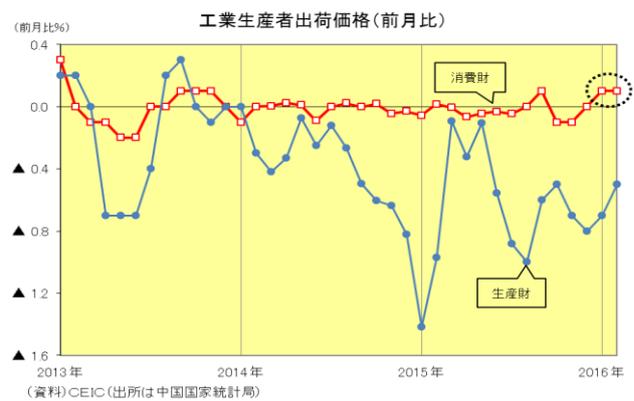
【工業生産者出荷価格】

物価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。足元の工業生産者出荷価格を見ると、2月は前年同月比4.9%下落と直近最低値（同5.9%下落、昨年8-12月）に比べればマイナス幅が縮小した。原油価格の下げ止まりを受けて、生産財（特に採掘・原材料工業）のマイナス幅が縮まった（図表-11）。しかし、前月比では2月も生産財が0.5%下落しており、下げ止まったとは言い難い（図表-12）。工業生産者出荷価格が下落した背景には、世界的な原油安に加えて、中国が抱える過剰生産設備問題があるだけに、その調整スピードが緩慢な場合にはデフレ圧力が熾り続けることになると思われる²。

（図表-11）



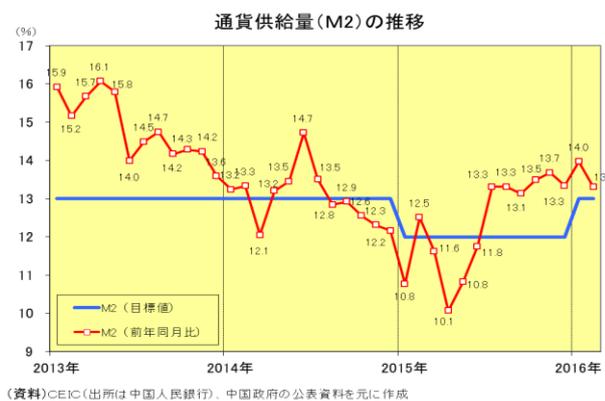
（図表-12）



【通貨供給量(M2)】

金融動向と景気にも連動する傾向がある。足元の通貨供給量(M2)の動きを見ると、2月は前年同月比13.3%増と1月の同14.0%増より0.7ポイント低下したものの、引き続き「13%前後」とした2016年の政府見通しを上回っている（図表-13）。一方、銀行サイドから見ると、投資に結び付くことの多い中長期融資の伸びが、M2が伸びを高めた昨年7月以降も鈍化していた（図表-14）。しかし、その中長期融資が、今年1月以降は高い伸びを示し始めたことから、プロジェクトファイナンスなどによるインフラ投資が動き出す可能性があると思われる。

（図表-13）



（図表-14）



² 過剰生産設備問題とデフレ圧力との関連に関しては「[中国経済見通し](#)」Weeklyエコノミスト・レター 2016-2-26 を参照

4. 今後の注目点

【1】好調だった消費は減速するのか？

昨年消費が好調だった。最終消費の経済成長率への寄与度は4.6ポイントと前年より0.9ポイント改善、景気を下支えした。その背景には、原油安や過剰生産設備によるデフレ圧力でインフレ率が下がったために、全国住民一人あたり可処分所得が実質で前年比7.4%増と高い伸びを示したことがある。前述のとおり小売売上高は今年に入り伸びが鈍化、実質所得の伸び鈍化で今後も消費が減速するのか注目している（図表-15）。

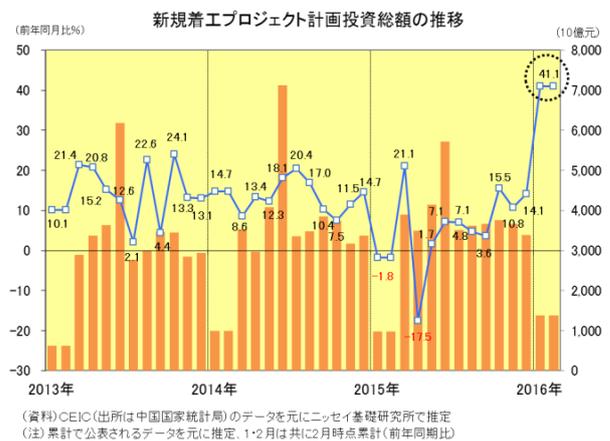
（図表-15）



【2】不振だった投資は復調するのか？

昨年は投資が減速を続けた年でもあった。総資本形成の経済成長率への寄与度は2.5ポイントと前年より0.9ポイント悪化、景気を押し下げた。過剰生産設備を抱える製造業や在庫を抱える不動産業の落ち込みが背景にある。前述のとおり今年に入っても投資に明らかな改善は見られないが、中長期融資が高い伸びを示し、新規着工プロジェクト計画投資総額も高い伸びで滑り出したことから、今後の投資動向が注目される（図表-16）。

（図表-16）



【3】住宅市場は本格的な回復に向かうのか？

深圳市（広東省）では図表-17に示したとおり住宅価格が急上昇している。ところが、巨大都市では上昇しているものの、地方では下落が続く都市も多く、その流れは地方まで十分には波及していない。中国政府は高水準の在庫が景気の下支えとなることを警戒、地方の販売に関しては規制緩和する方向である。しかし、全国一律で緩和すれば巨大都市ではバブル再燃の恐れがあるため、巨大都市では規制を強化し、地方都市では規制を緩和するという難しい舵取りとなっている。上昇の流れが地方まで波及してこそ、住宅市場は本格的な回復といえるだけに、今後の動向に注目したい。

（図表-17）



（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。