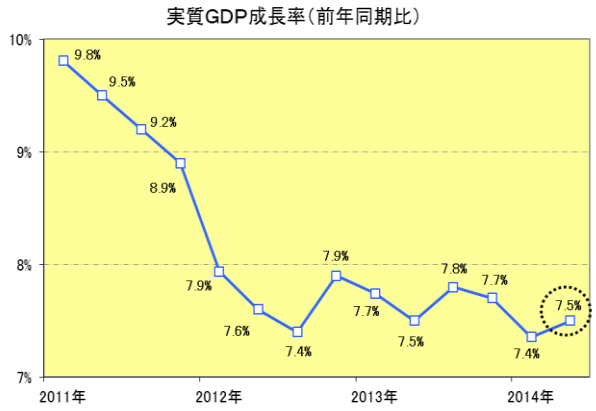
Weekly エコノミスト・レター

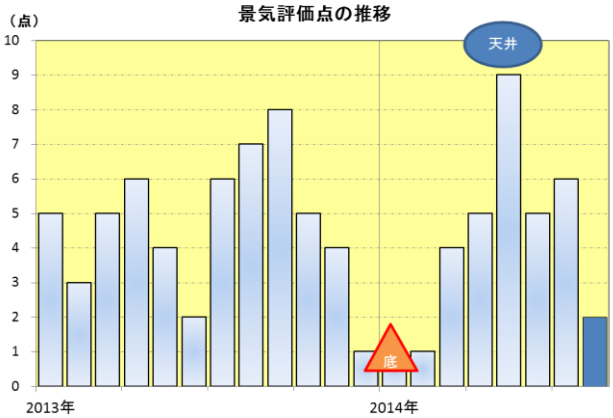
中国経済：景気 10 指標の動きと 7-9 月期の成長率（予想）

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

1. 中国の 2014 年 4-6 月期の実質ＧＤＰ成長率は前年同期比 7.5%増と 1-3 月期の同 7.4%増を若干上回った（下左図）。しかし、その後 8 月には景気の勢いが鈍化して再び下ぶれ懸念が高まってきた。
2. 筆者が重要と考える景気 10 指標の内、需要面を捉える指標としては、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 つがある。小売売上高と輸出金額は一定の伸びを維持しているが、固定資産投資は 8 月に大きく落ち込んだ。
3. 供給面から景気を捉える指標としては、工業生産、製造業のＰＭＩ、非製造業の商務活動指数の 3 つがある。製造業のＰＭＩは 8 月に落ちたとはいえ高水準だが、非製造業の商務活動指数は盛り上がりに欠けており、工業生産は 8 月に前年同月比 6.9%増と大きく落ち込んだ。
4. その他の指標としては、電力消費量、貨物輸送量、生産者物価、通貨供給量（Ｍ２）の 4 つがある。貨物輸送量は上向きつつあり、電力消費量には冷夏という特殊要因もあったため 9 月は少し回復する可能性もあるが、生産者物価、Ｍ２は景気悪化を示唆する内容となった。
5. 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、5 月の 9 点を天井として 8 月には 2 点まで落ち込んだ（下右図）。景気評価点が下がると成長率も下がることが多いため、7-9 月期の成長率は下がる可能性がある。
6. 当研究所で開発した回帰モデルを用いて 7-9 月期の成長率を予想したところ前年同期比 7.1%増となった。±0.2 ポイント程度の誤差は有り得るものの、今回の成長率は 4-6 月期を大きく下回ることを覚悟しておいた方がよさそうだ。



（資料）CEIC（中国国家統計局）



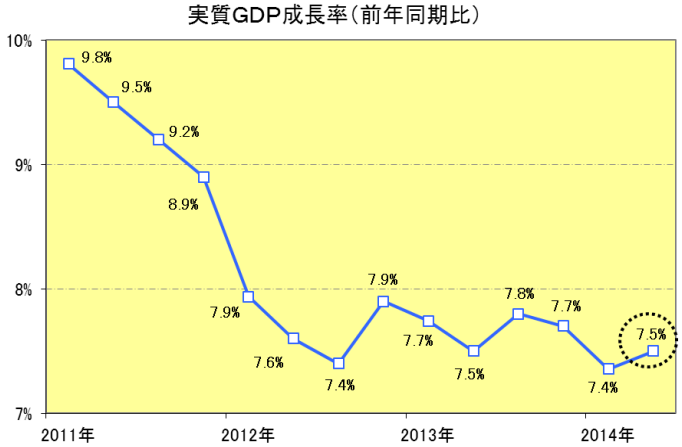
（資料）各種公表データを元にニッセイ基礎研究所で独自作成

 Copyright ©2014 NLI Research Institute All rights reserved

１．　4-6 月期の成長率

中国の 2014 年 4-6 月期の実質ＧＤＰ成長率は前年同期比 7.5％増と 1-3 月期の同 7.4％増を若干上回った（図表-1）。

（図表-1）



（資料）CEIC（中国国家統計局）

経済成長率が 7％台で推移するようになって 2 年半になる。その間、中国政府は 7％が近づくと景気を下支えするような政策を発動、8％が近づくと過去の負の遺産（過剰設備や過剰債務など）の清算に乗り出して景気を冷やしたことから、過熱することも失速することもなく、7～8％の成長率が続いてきた。直近では今年 1-2 月期にも景気が悪化して下ぶれ懸念が高まったが、2 月中旬には短期金利を低めに誘導し、人民元安を演出するとともに、鉄道建設計画の引き上げやバラック住宅地区改造の加速などの需要喚起策を打ち出したことで、3 月以降は景気が上向き始め、4-6 月期の成長率は小幅ながらも改善する結果となった。

しかし、その後 8 月には景気の勢いが鈍化して再び下ぶれ懸念が高まってきた。本稿では、筆者が重要と考える景気 10 指標[1]の動きを確認した上で、7-9 月期の成長率の行方を予想してみたい。

２．　7 月以降の景気 10 指標の動き

1｜需要面を見る 3 指標

【小売売上高】

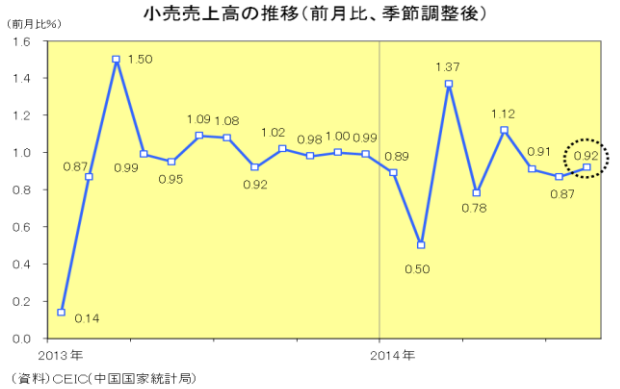
個人消費の動向を見る上で代表的な指標となるのが小売売上高（社会消費品零售总额）である。7-8 月期の小売売上高は前年同期比 12.1％増（推定[2]）と 4-6 月期の同 12.2％増（推定）を若干下回った。前月比（季節調整後）で見ると、8 月は 0.92％増と 7 月の 0.87％増は上回ったものの、5 月の 1.12％増は下回っており、小売売上高は一定の伸びを維持しつつも一進一退の動きが続いている（図表-2）。また、業種別に見ると、飲食や自動車などでは 4-6 月期の伸びを下回っている一方、家電や化粧品などでは 4-6 月期の伸びを上回るなどまちまちの動きとなっている（図表-3）。

1　景気 10 指標とは、中国の景気動向を的確に示すものとして筆者が厳選した景気指標群のことである。具体的には、需要面から景気を捉える指標としては、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、供給面から景気を捉える指標としては、“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、そして李克強首相が景気動向を見る上で重視しているとされる“電力消費量”と“貨物輸送量”、それにモノの値動きから景気動向を見る指標として“生産者物価”、カネの動きから景気動向を見る指標として“通貨供給量（Ｍ２）”の 4 つを合わせた 10 指標である。

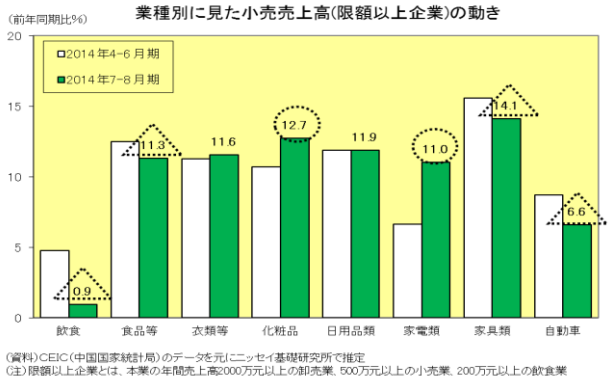
2　中国では、統計方法の改定時に新基準で計測した過去の数値を公表しない場合が多く、また 1 月からの年度累計で公表される統計も多い。本稿では、四半期毎の伸びを見るためなどの目的で、ニッセイ基礎研究所で中国国家統計局などが公表したデータを元に推定した場合には、“(推定)”と付して公表された数値と区別している。

 Copyright ©2014 NLI Research Institute All rights reserved

（図表-2）



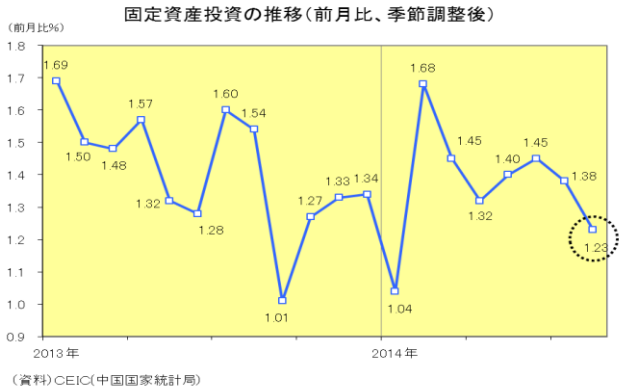
（図表-3）



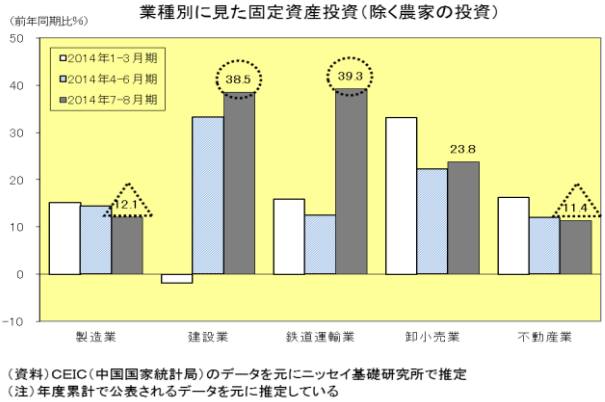
【固定資産投資】

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。7-8 月期の固定資産投資（除く農家の投資）は前年同期比 14.2%増（推定）と 4-6 月期の同 17.0%増（推定）を大きく下回った。前月比（季節調整後）で見ても 8 月は 1.23%増と 7 月の 1.38%増を下回っている（図表-4）。業種別に見ると、インフラ建設の加速を背景に建設業や鉄道運輸業では伸びが高まったものの、シェアが大きい製造業（約 33%）と不動産業（約 26%）の伸び鈍化が続いたことで、投資全体の伸びを大きく押し下げた（図表-5）。一方、中国政府が低所得者向け住宅の建設を前倒しで進めたため、不動産業の投資減速には歯止めがかかる可能性がでてきた。新規住宅着工（面積）を見ると、1-8 月期は前年同期比 14.4%減と 1-6 月期の同 19.8%減から減少幅が縮小、7-8 月期には前年同期比 1.8%増（推定）とプラスに転じている。しかし、過剰生産設備を抱える製造業では今後も投資減速が続きそうであり、先行きはなお楽観できないだろう。

（図表-4）



（図表-5）

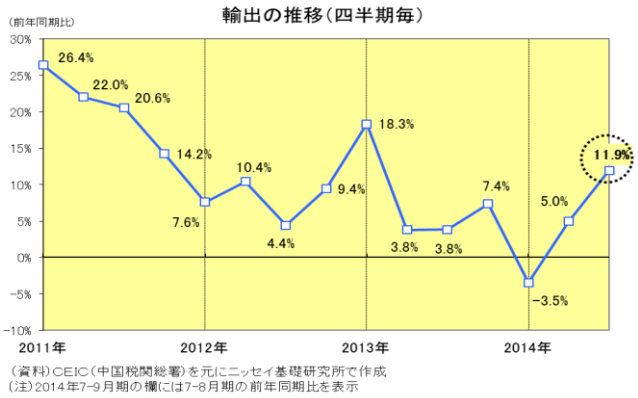


【輸出金額】

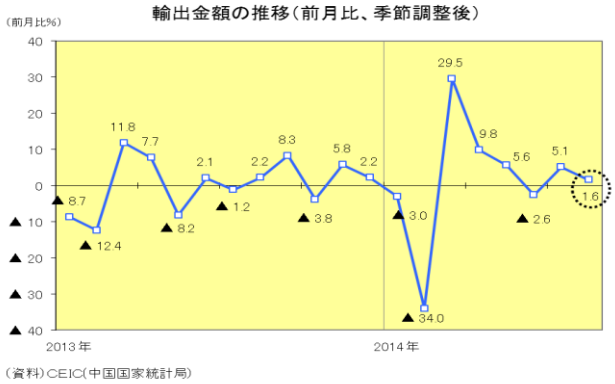
世界の工場といわれる中国では輸出動向が景気を大きく左右する。7-8 月期の輸出金額は前年同期比 11.9%増と 4-6 月期の同 5.0%増から伸びが加速した（図表-6）。しかし、前月比（季節調整後）で見ると、8 月は 1.6%増と 6 月の▲2.6%減は上回ったものの 7 月の 5.1%増は下回っており、一定の伸びを維持しつつも一進一退の動きが続いている（図表-7）。

 Copyright ©2014 NLI Research Institute All rights reserved

（図表-6）



（図表-7）



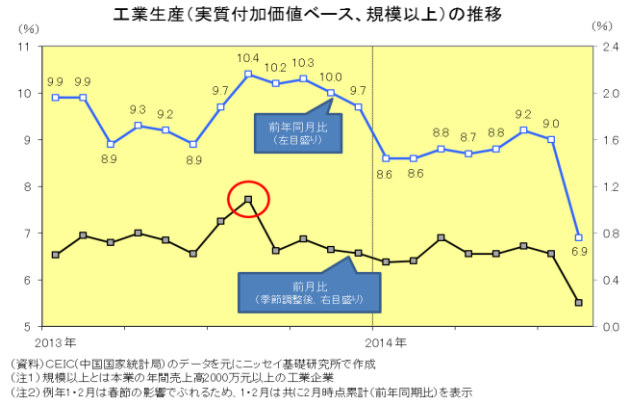
2｜供給面を見る 3 指標

【工業生産】

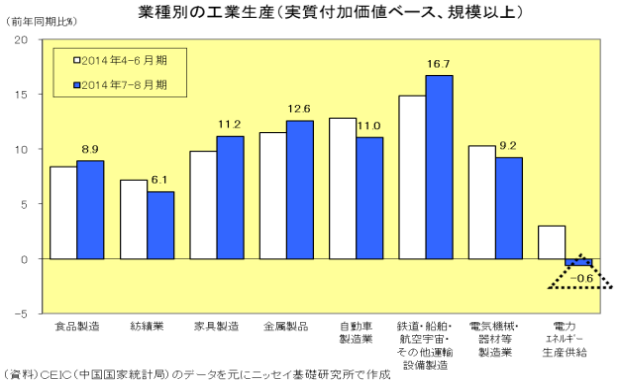
供給面から景気を見る上で最も重要な指標となるのが工業生産（実質付加価値ベース、規模以上）である。8 月の工業生産は前年同月比 6.9%増と大きく落ち込み、7-8 月期は前年同期比 7.6%増（推定）と 4-6 月期の同 8.9%増（推定）を 1.3 ポイントも下回った。前月比（季節調整後）でも 8 月は 0.20%増と大きく落ち込んでおり、7-9 月期の成長率を押し下げる要因となるだろう（図表-8）。

但し、8 月は 2 つの特殊要因があった。ひとつは前年同月が高水準だったこと（図表-8 赤○印）、もうひとつは華東地区などの冷夏で電力エネルギー生産供給が落ち込んだことである（図表-9）。従って、特殊要因がなくなる 9 月の工業生産は回復する可能性が高いと思われる。

（図表-8）



（図表-9）



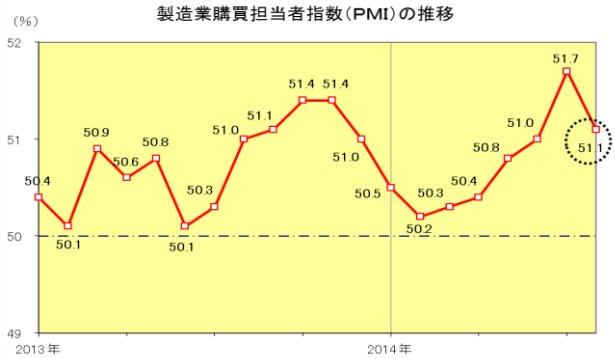
【製造業のＰＭＩ】

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 ヵ月前と比較して「増加した（上升）」、「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、通常は 50%が景気強弱の分岐点とされる。足元の製造業のＰＭＩを見ると、2 月の 50.2%を底に上昇してきたが、8 月には 51.1%と前月比 0.6 ポイントの大幅低下となった（図

Copyright ©2014 NLI Research Institute All rights reserved

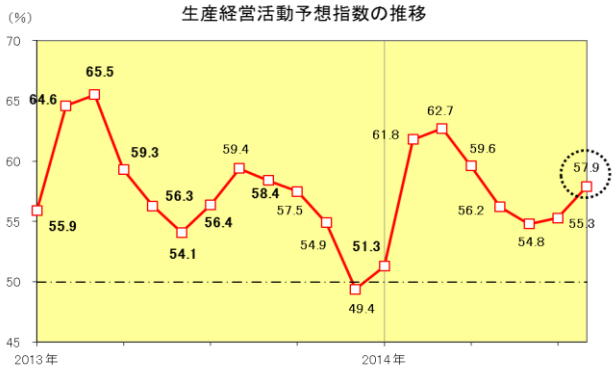
表-10)。但し、4-6 月期の平均（50.7%）を上回る高い水準を維持しており、また将来に対する楽観度を示す予想指数も 8 月には上向いたことから、今のところ悲観する程ではない（図表-11)。

（図表-10）



（資料）CEIC（中国国家統計局）

（図表-11）

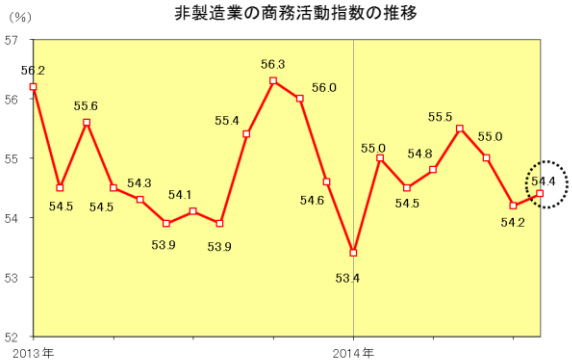


（資料）CEIC（中国国家統計局）

【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、8 月は 54.4%と 7 月よりはやや上昇したものの、4-6 月期の平均水準（55.1%）は下回っており、非製造業の活動状況は盛り上がりに欠けている（図表-12)。

（図表-12）



（資料）CEIC（中国国家統計局）

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。経済活動をするのに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。8 月の電力消費量は前年同月比 1.5%減（工業は同 1.6%減）と落ち込んだ。8 月は前年同月が高水準だった反動（図表-13 赤〇印）や華東地区などの冷夏で落ち込みが過大になった面もあり 9 月にはやや戻りそうだが、工業の電力消費量も落ち込んだだけに、楽観できる状況ではない。

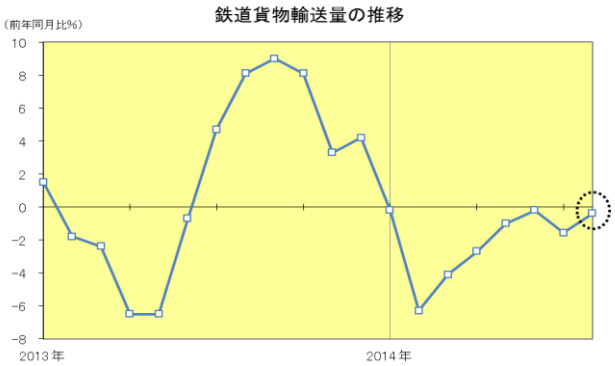
（図表-13）

Copyright ©2014 NLI Research Institute All rights reserved

【貨物輸送量】

景気が良くなるとモノの移動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。図表-14 に示したように鉄道貨物輸送量は前年割れが続いているものの、前年同月と比べたマイナス幅は縮小傾向にある。水路貨物や航空貨物も上向いてきており、モノの動きは改善しつつあるといえるだろう。但し、好調だった道路貨物が 7-8 月期に前年同期比 8.4%増（推定）と 4-6 月期の同 9.4%増（推定）を下回ったことは懸念材料である。

(図表-14)

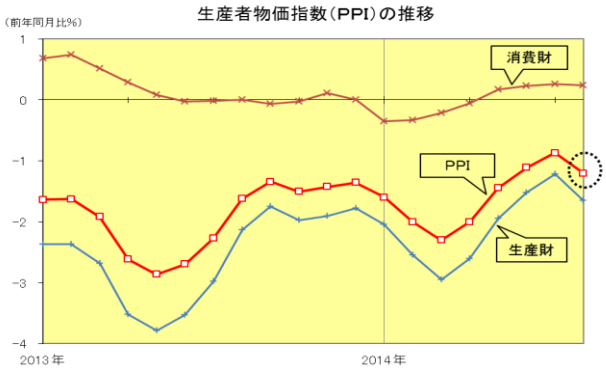


(資料)CEICのデータを元にニッセイ基礎研究所で作成
(注)2014年6・7・8月の前年同月比は未発表なため、年度累計ベースの前年同期比を元に推定

【生産者物価（ＰＰＩ）】

モノの値段も景気と密接な関係がある。養豚業者でも値段が下がると簡単に撤退するとされるような市場価格に敏感な中国では特に注目したい指標である。生産者物価指数（ＰＰＩ）は 3 月の前年同月比▲2.3%を底にマイナス幅を縮める動きだったが、8 月は同▲1.2%と 5 ヵ月ぶりにマイナス幅が拡大した（図表-15）。特に鉱物資源や原材料の価格下落が大きく、重工業の生産活動にやや不安がでてきた。

(図表-15)

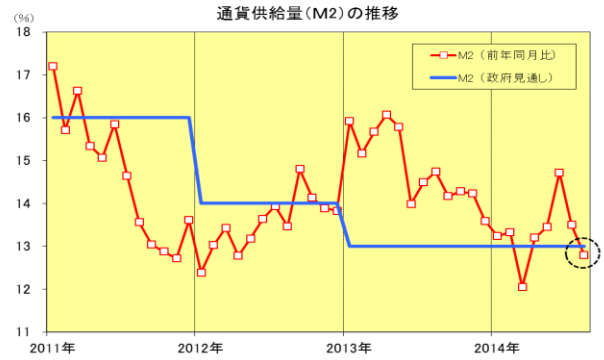


(資料)CEIC(中国国家統計局)

【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。8 月のＭ２は前年同月比 12.8%増と 7 月より 0.7 ポイント低下しており、お金の動きは鈍ってきたようである。しかし、政府見通し（13%）を下回ったことを背景に、中国人民銀行は短期金利（SHIBOR 翌日物）を 2%台後半の水準に低め誘導しており、国有大手銀行への資金供給で金融を緩和気味に微調整していることから、9 月にはＭ２の伸びが若干上向く可能性が高いと思われる（図表-16）。

(図表-16)



(資料)CEIC(中国人民銀行)、中国政府の公表資料を元に作成

 Copyright ©2014 NLI Research Institute All rights reserved

３． 7-9 月期の成長率（予想）

1｜景気評価点は 8 月に 2 点と大幅悪化

景気 10 指標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、昨年 12 月から今年 2 月までは 1 点で底這っていたが、3 月以降に上昇し始めて 5 月には 9 点まで上昇した。その後は低下に転じて 8 月には 2 点と、10 個ある景気指標のうち 8 つが下向きで上向きは 2 つだけとなり、景気は心許ない状況となった（図表-17）。

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。7-8 月期は平均 4.0 点と 4-6 月期の平均 6.3 点よりも 2.3 点低い水準に位置している。

（図表-18）

景気評価点と成長率の関係 （当四半期-前四半期の変化）

	景気評価点の変化	経済成長率の変化（前年同期比）	経済成長率の変化（前期比）
	（単位：点）	（単位：%ポイント）	（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	3.0	0.3	0.5
2013年10-12月期	▲ 3.7	▲ 0.1	▲ 0.6
2014年1-3月期	▲ 1.3	▲ 0.3	▲ 0.2
2014年4-6月期	4.3	0.1	0.5
2014年7-8月期	▲ 2.3	-	-

（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

（図表-17）

	需要面			供給面			その他				評価点
	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	貨物輸送量	生産者物価（PPI）	通貨供給量（M2）	○の数（点）
使用データ種類	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	×	×	○	○	○	○	○	○	○	○	8
2013年10月	×	×	×	×	○	○	○	○	○	×	5
2013年11月	○	×	○	×	○	○	×	×	×	×	4
2013年12月	×	○	×	×	×	×	×	×	×	×	1
2014年1月	×	×	○	×	×	×	×	×	×	×	1
2014年2月	×	○	×	×	×	×	×	×	×	×	1
2014年3月	○	○	○	○	×	×	×	×	×	×	4
2014年4月	×	○	○	○	×	○	○	×	×	×	5
2014年5月	○	×	○	○	○	○	○	○	○	○	9
2014年6月	×	—	×	×	○	○	×	○	○	○	5
2014年7月	○	○	×	—	○	×	×	○	○	○	6
2014年8月	×	×	×	×	○	×	×	○	×	×	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

2｜7-9 月期の成長率（予想）

当研究所で開発した回帰モデル（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 7-9 月期の成長率を予想して見た。これから発表される 9 月の工業生産は前述のような特殊要因があったことから少し回復して前年同月比 7.2%増、9 月の非製造業の商務活動指数は前月と同じ 54.4%、景気評価点は 1 つ改善して 3 点と予想している。これらを前提として前述の回帰モデルで推計すると 7-9 月期の成長率は前年同期比 7.1%増となった。±0.2 ポイント程度の誤差は有り得るものの、今回の成長率は 4-6 月期を大きく下回ることを覚悟しておいた方がよさそうである。

（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。