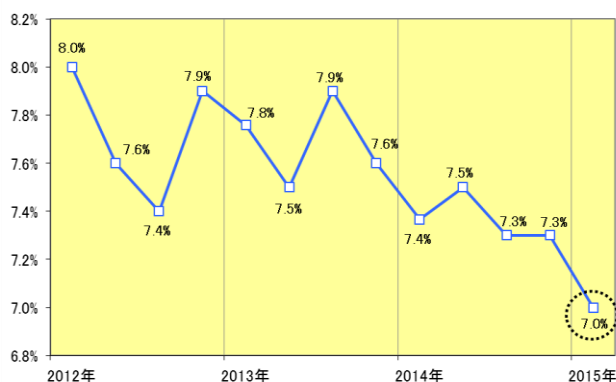


Weekly
エコノミスト・
レター中国経済:15年3月の景気評価点
～景気失速リスクの高まりを示唆する結果

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

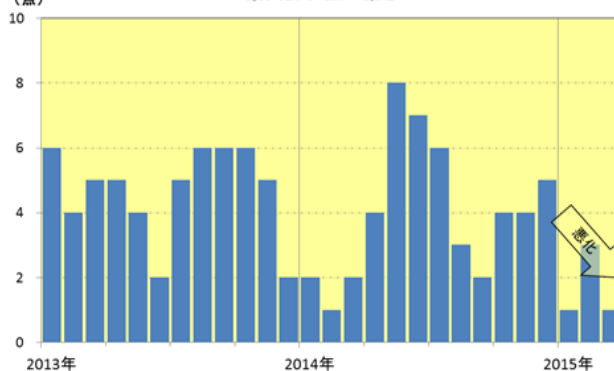
1. 中国国家統計局は15年1-3月期の国内総生産（GDP）を発表した。実質成長率は前年同期比7.0%増（前期比1.3%増）と、14年の前年比7.4%増と比べると0.4ポイントの鈍化となった（下左図）。しかし、事前の市場コンセンサスも同7.0%増だったので、既に公表されたデータから十分予想できる想定範囲内の悪化だったといえるだろう。しかし、同時期に公表された3月単月の景気指標は予想を遥かに超える悪化となった。
2. 供給面の景気指標を見ると、3月の工業生産は1-2月期を1.2ポイントも下回り、3月の電力消費量（第3次産業）が前年同月比4.6%増と1-2月期の同8.1%増から大きく鈍化するなど第3次産業にも陰りがでてきた。需要面から見ても、3月の輸出金額は前年同月比15%減に落ち込み、個人消費の代表指標（小売売上高）と投資の代表指標（固定資産投資）も3月は1-2月期を下回る伸びに留まり、需要面を見る3指標が揃って鈍化した。その他の重要な4指標を見ても、経済活動をする上で欠かせない電力消費量、モノの動きを示す道路貨物輸送量、カネの動きを示す通貨供給量の3つが下向いた。以上の景気10指標を総合的に見た景気評価点は再び1点に落ち込み、景気失速リスクの高まりを示唆する結果となった（下右図）。
3. このように、3月は工業生産が大幅減速したのに加え、第3次産業にも陰りが見え、需要面を見る3指標も揃って鈍化しており、このままだと4-6月期の成長率は6%台後半に落ちてしまうと見られる。従って、「7%前後」という成長率目標を達成するためには、インフラ整備の前倒しや追加利下げの実施などで景気をテコ入れする必要がある状況だと思われる。

実質GDP成長率(前年同期比)



(資料)CEIC(中国国家統計局)

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

1. 供給面を見る3指標

【工業生産】

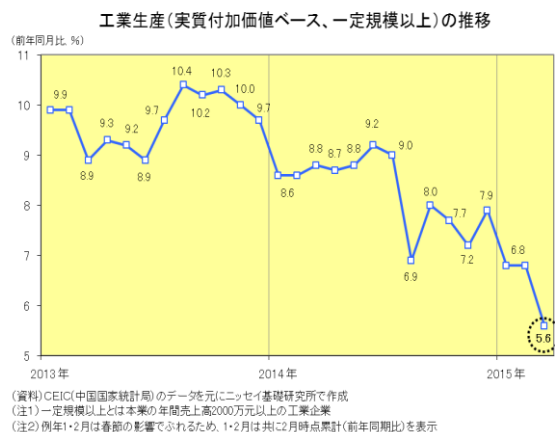
中国経済の現状を供給面から見る上で最も重要な指標となるのが工業生産である。3月の工業生産（実質付加価値ベース、一定規模以上）は前年同月比5.6%増と1-2月期の同6.8%増を1.2ポイントも下回った（図表-1）。このままの伸びが4-6月期も継続すれば、工業部門の実質成長率は前年同期比5.5%増に落ち込んでもおかしくない悪さである。ちなみに、1-3月期の工業部門の実質成長率は同6.1%増だったので、0.6ポイント程度の低下をもたらすインパクトがある悪化だということになる。

【製造業と非製造業】

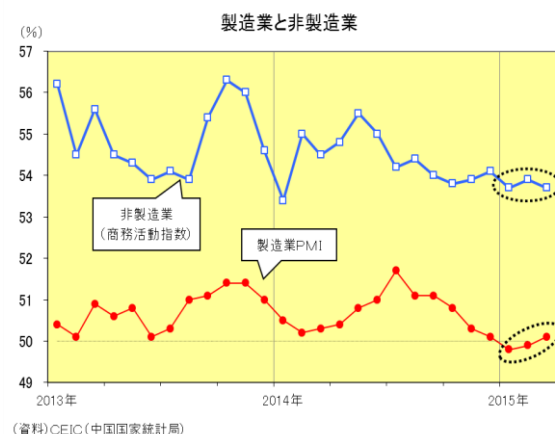
中国経済を供給面から見る上では製造業PMI（中国国家统计局）も重要な指標となる。これは製造業3000社の購買担当者に対し、毎月実施されるアンケート調査の結果を元に計算されるもので、通常は50%が景気強弱の分岐点とされる。直近の動きを見ると、1月は49.8%、2月は49.9%、3月は50.1%と少しずつだが上昇してきている（図表-2）。しかし、工業部門の電力消費量を見ると、1-2月期は前年同期比1.3%増と14年通期の前年比3.7%増を下回る低い伸びだったが、3月はさらに落ち込んで同▲4.1%とマイナスになった（図表-3）。

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。そこで注目されるのが非製造業の商務活動指数（中国国家统计局）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、3月は53.7%と2月（53.9%）よりやや低下したものの、比較的堅調な水準を維持している（図表-2）。しかし、第3次産業の電力消費量を見ると、3月は前年同月比4.6%増と1-2月期（同8.1%増）から大きく伸びが鈍化している（図表-3）。

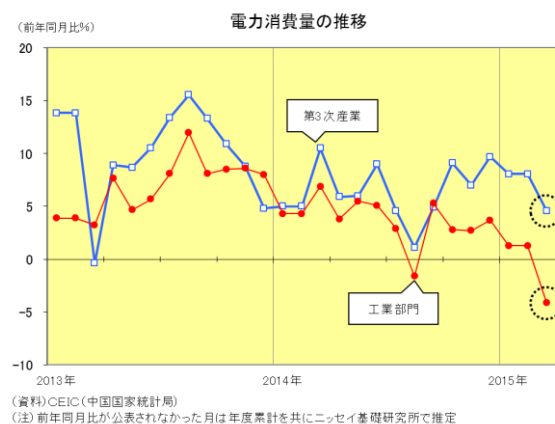
（図表-1）



（図表-2）



（図表-3）



以上のように、中国経済を供給面から見ると、ここもとの景気減速は、製造業を中心とした工業部門ばかりで無く、非製造業を中心とした第3次産業にも波及してきた可能性がある。

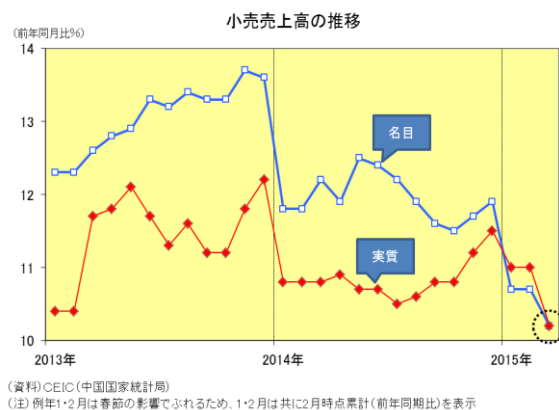
2. 需要面を見る3指標

中国経済の現状を需要面から見る上では、個人消費、投資、輸出が大きな3つの柱となっており、その動向をそれぞれ確認しておく必要がある。

(図表-4)

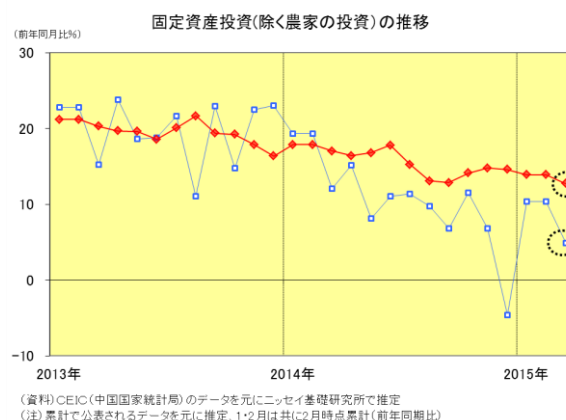
【小売売上高】

個人消費の代表指標となるのが小売売上高（社会消费品零售总额）である。3月の小売売上高は前年同月比10.2%増と1-2月期の同10.7%増を0.5ポイント下回った。また、価格変動要因を除いた実質で見ると、原油安などを受けて1-2月期は前年同期比11.0%増と比較的堅調だったが、3月には同10.2%増と0.8ポイントの低下となり、実質ベースでも鈍化している（図表-4）。



(図表-5)

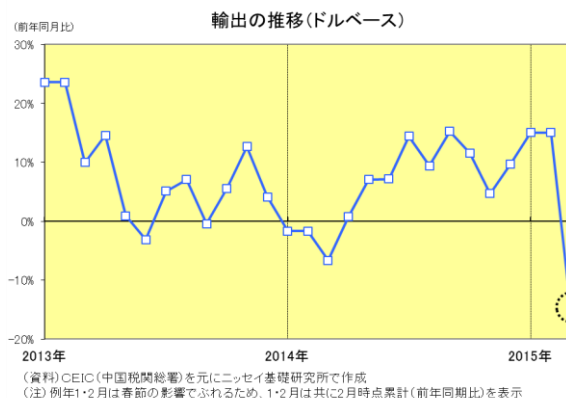
投資の動向を見る上で代表的な指標となるのが固定資産投資である。1-3月期の固定資産投資（除く農家の投資）は前年同期比13.5%増と1-2月期の13.9%増を0.4ポイント下回った。特に、不動産開発投資は1-2月期の前年同期比10.4%増から1-3月期は同8.5%増へと1.9ポイントも低下している。当研究所で3月単月の伸びを試算してみたところ同4.9%増（推定¹）と、3月には再び減速した模様である（図表-5）。



(図表-6)

【輸出金額】

世界の工場といわれる中国では輸出の動向も景気を大きく左右する。3月の輸出金額（ドルベース）は前年同月比15.0%減と1-2月期の同15.0%増から一気に大幅マイナスに転じた（図表-6）。日米欧といった先進国向けが揃って大幅に悪化している。例年1-2月は春節（旧正月）の時期ずれで統計がぶれることが多いが、3月はその影響が少ないと見られていただけに、想定外の大幅悪化となった。



以上のように、中国経済を需要面から見ると、個人消費、投資、輸出の大きな3つの柱が揃って鈍化しており、景気失速のリスクが高まったといえるだろう。

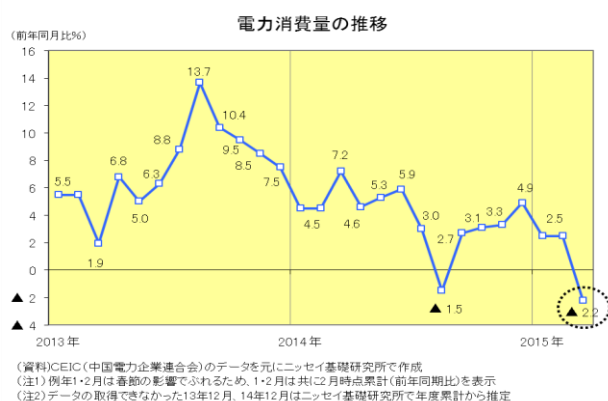
¹ 中国では、統計方法の改定時に新基準で計測した過去の数値を公表しない場合が多く、また1月からの年度累計で公表される統計も多い。本稿では、四半期毎の伸びを見るためなどの目的で、ニッセイ基礎研究所で中国国家统计局などが公表したデータを元に推定した場合には、“(推定)”と付して公表された数値と区別している。

3. その他の重要な4指標

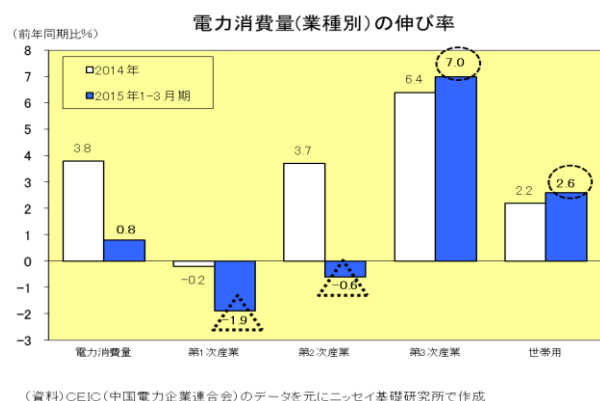
【電力消費量】

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部門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、3月の電力消費量は前年同月比2.2%減（うち工業は同4.1%減）と1-2月期の同2.5%増から一気に前年割れに転じた（図表-7）。なお、1-3月期で見ても前年同期比0.8%増と14年の同3.8%増を大きく下回っている。第3次産業と世帯向けでは伸び率がやや上昇したものの、第1次産業・第2次産業では前年割れとなっている（図表-8）。

（図表-7）



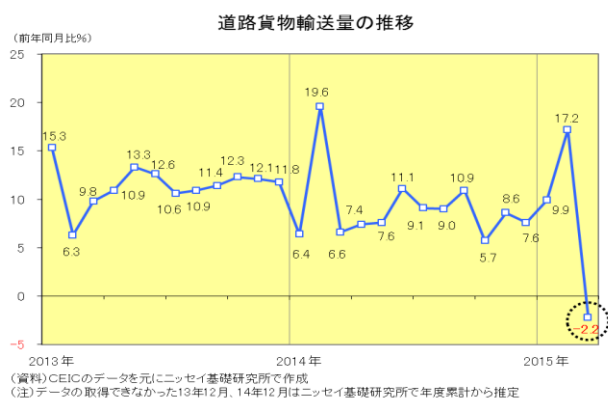
（図表-8）



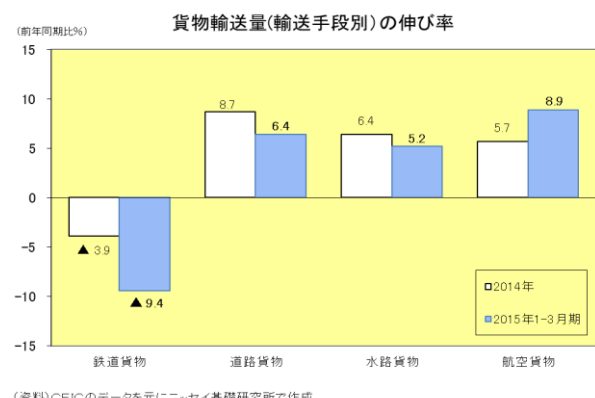
【貨物輸送量】

景気が良くなるとモノの動きも増えることから貨物輸送量も重要な指標となる。貨物輸送量の4分の3を占めるのが「道路」である。前回（2月）の道路貨物輸送量は前年同月比17.2%増と高い伸びを示したため、景気回復の兆候かもしれないと思われた（図表-9）。しかし、今回発表された3月は同2.2%減と大幅な減少となっており、2月の高い伸びは景気回復の兆候ではなく、“外れ値”だった可能性が高くなった。また、1-3月期で見ると前年同期比6.4%増と14年の同8.7%増を下回っており、モノの動きは緩やかな減速傾向にあると見るのが妥当と思われる（図表-10）。

（図表-9）



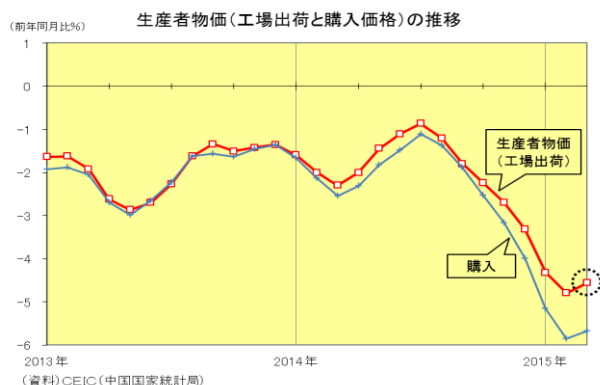
（図表-10）



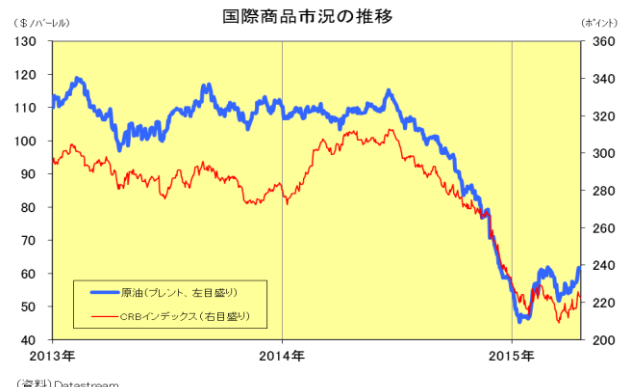
【生産者物価】

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からである。直近の生産者物価（工場出荷）の動きを見ると、3月は前年同月比▲4.6%と2月の同▲4.8%よりも下落ピッチがやや緩和した（図表-11）。特に原材料が前月比+0.4%と8ヵ月ぶりに上昇に転じている。その背景には国際商品市況の底打ちがあると思われる（図表-12）。但し、世界経済を見ると需要が盛り上がる気配は見られないことから、これでモノの値段が上昇に転じたと判断するのは時期尚早で、もう少しの間見極める必要があるだろう。

（図表-11）



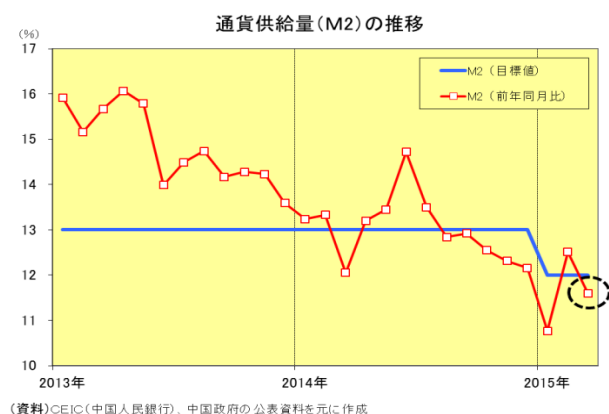
（図表-12）



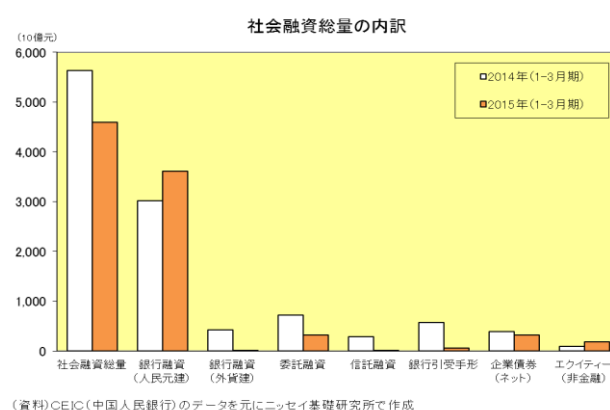
【通貨供給量（M2）】

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、3月は前年同月比11.6%増と2月の同12.5%増から減速して、15年の目標値である「12%前後」を再び下回ってきた（図表-13）。このように、おカネの動きは目標値の「12%前後」を挟んで一進一退となっている。なお、社会全体の資金調達規模を表す「社会融資総量」の動きを見ると、1-3月期は4.6兆元と前年同期を約1兆元下回った。伝統的な銀行融資（人民元建）は前年より増加したものの、信託融資はほぼゼロで、委託融資も前年同期比で半減と、シャドーバンキングの減少が目立っている（図表-14）。

（図表-13）



（図表-14）



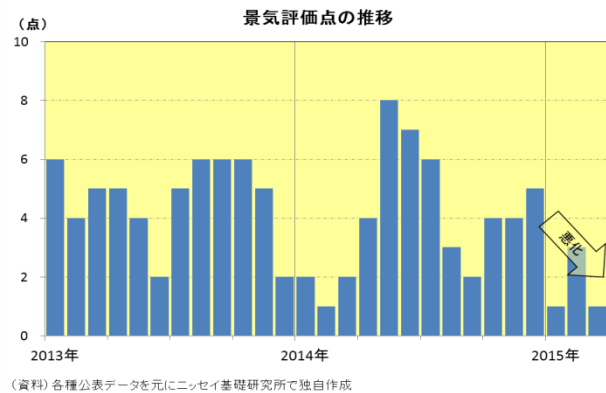
4. 15 年 3 月の景気評価点

以上でご説明してきた景気 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。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、良い指標もあれば悪い指標もあるという交錯した状態だった。しかし、15 年 1-3 月期は良い指標が殆どない状態が続き、3 月には再び 1 点に落ち込み、景気失速リスクの高まりを示唆する結果となった（図表-15）。

3 月は工業生産が大幅減速したのに加えて、第 3 次産業にも陰りが見え、需要面を見る 3 指標（個人消費、投資、輸出）も揃って鈍化しており、3 月のような状態がこれからも続くようだと、4-6 月期の成長率は 6%台後半に落ちると思われる³。従って、今年 3 月に全国人民代表大会で掲げた「7%前後」という成長率目標を達成するためには、中国政府はインフラ整備の前倒しや追加利下げの実施などで景気をテコ入れする必要がある状況だと思われる。

（図表-15）



（図表-16）

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 (季節調整後)	固定資産 投資 前月比 (季節調整後)	輸出金額 前年同月比 (季節調整後)	工業生産 前月比 (季節調整後)	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	○	×	○	○	○	○	○	×	○	○	8
2014年6月	×	○	○	×	○	○	×	×	○	○	7
2014年7月	○	×	○	×	○	×	×	○	○	○	6
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
2015年3月	×	×	×	×	—	×	×	×	○	×	1

（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。

³ ニッセイ基礎研究所で開発した線形モデルを用いて推計した

（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。