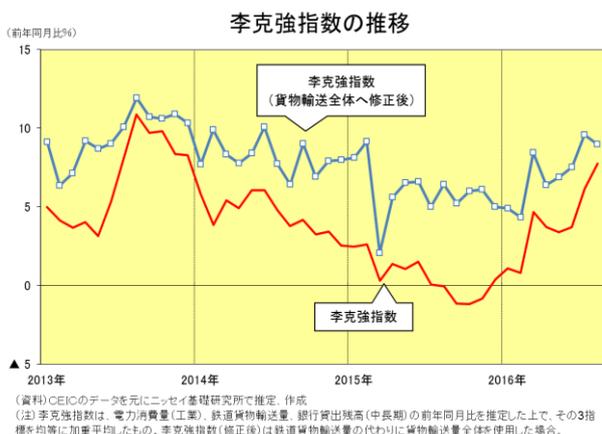


Weekly
エコノミスト・
レター中国経済：景気指標の総点検（2016
年秋季号）～李克強指数は急回復も、
総合判断としては小康状態

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点検すると、7-8月期の工業生産は前年同期比6.0%増と、4-6月期の同6.2%増をやや下回る水準で推移している。既に公表された統計を見る限り、第3四半期（7-9月期）の成長率は前四半期を小幅に下回る可能性がある。また、弱含みだった製造業PMIは8月に回復、非製造業PMIは引き続き堅調に推移している。
2. 需要面を点検すると、小売売上高は7-8月期に前年同期比10.3%増と4-6月期と同水準の伸びで推移、価格要因を除いた実質では上回っている。固定資産投資は7-8月期に同5.5%増と、4-6月期の同7.3%増を大きく下回る水準に鈍化した。輸出は8月に前年同月比2.8%減とマイナス幅が大幅に縮小したものの、トレンドとしての改善を見込める状況には至っていない。
3. その他の重要指標を点検すると、電力消費量が今年の伸びを大幅に上回っていること、鉄道貨物輸送量に底打ち感がでてきたこと、工業生産者出荷価格がマイナス幅を縮めてきたことなどがプラス材料である。但し、電子商取引（EC）など新たな消費活動の動きを反映する道路貨物が今年の伸びを下回ったこと、通貨供給量（M2）が政府見通しの「13%前後」を大きく下回って推移していることなどマイナス材料も少なくない。
4. 景気指標を複数組み合わせ合わせた総合指標を点検すると、「李克強指数」は景気の急回復を示しているものの（下左図）、「景気評価点」は分岐点となる5点を挟んで一進一退を繰り返しており、工業生産、製造業PMI、非製造業PMIを説明変数とする線形モデルで計算した「GDP推計値」は4-6月期の前年同期比6.7%増とほぼ同水準で推移している（下右図）。現在の景気に関する総合判断としては、失速懸念も加速期待も小さい小康状態だと考えている。



1. 供給面から点検すると

【工業生産】

景気指標の中でGDPへの影響が最も大きいのが工業生産（実質付加価値ベース、一定規模以上）である。ここもとのサービス化の進展で影響度が落ちたとはいえ、依然有効性は高い。7-8月期の工業生産は前年同期比6.0%増（推定¹⁾）と、4-6月期の同6.2%増（推定）をやや下回る水準で推移している。9月の動向に因るものの、既に公表された工業生産を見る限り、第3四半期（7-9月期）の成長率は前四半期を小幅に下回る可能性がある（図表-1）。

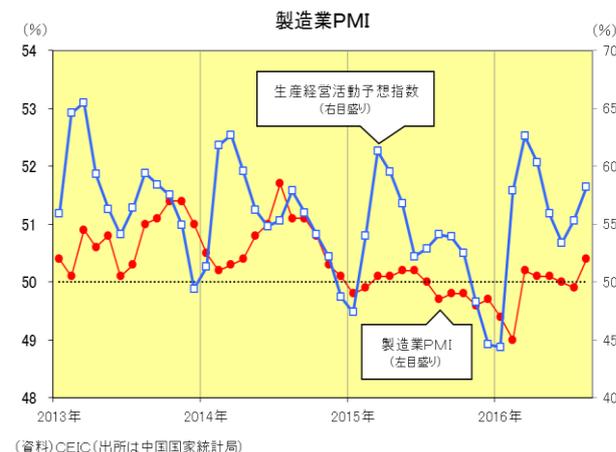
(図表-1)



【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%が拡張・収縮の分岐点とされる。8月の製造業PMIは50.4%と7月の49.9%を大きく上回った。生産経営活動予想指数（今後3ヵ月予想）も上昇してきており、製造業の景気は8月にやや回復したと見られる（図表-2）。

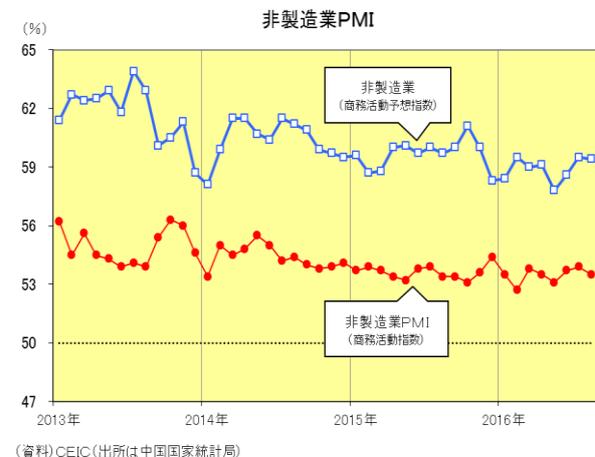
(図表-2)



【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、非製造業の動きが重要性を増している。非製造業に関する統計は少ないが、非製造業PMI（商務活動指数）が参考になる。製造業PMIと同様に50%が拡張・収縮の分岐点とされる。8月の非製造業PMIは53.5%と、50%を十分上回る水準で安定している。同予想指数も60%近い高位で推移しており、非製造業の景気は堅調である（図表-3）。

(図表-3)



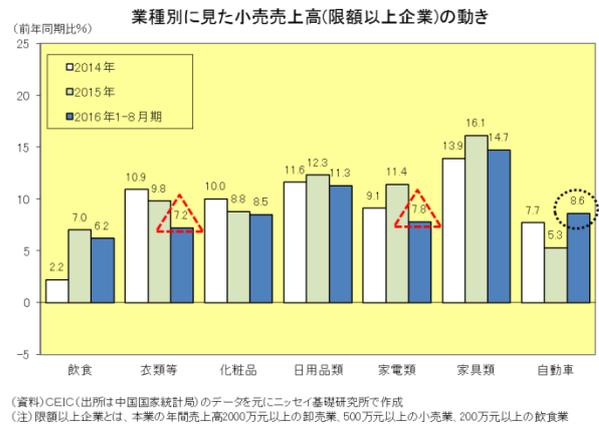
¹ 中国では、統計方法の改定時に新基準で計測した過去の数値を公表しない場合が多く、また1月からの年度累計で公表される統計も多い。本稿では、四半期毎の伸びを見るためなどの目的で、ニッセイ基礎研究所で中国国家統計局などが公表したデータを元に推定した数値を掲載している。またその場合には“(推定)”と付して公表された数値と区別している。

2. 一方、需要面を点検すると

【小売売上高】

個人消費の動きを示す代表的な指標となるのが小売売上高である。1-8月期の小売売上高は前年同期比 10.3%増と昨年通期の同 10.7%増をやや下回っている。内訳を見ると、自動車が高めたものの、衣類や家電が7%台に伸びが鈍化した(図表-4)。また、7-8月期の小売売上高は前年同期比 10.3%増(推定)と、4-6月期の同 10.3%増(推定)と同水準の伸びで推移、価格要因を除いた実質では7-8月期は前年同期比 10.1%増(推定)と4-6月期の同 9.7%増(推定)を上回った。インフレ率の低下が寄与したものと見られる。

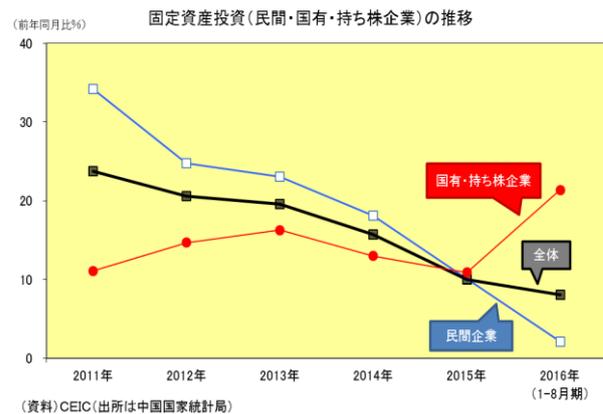
(図表-4)



【固定資産投資】

投資の動きを示す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。1-8月期の固定資産投資は前年同期比 8.1%増と昨年通期の同 10.0%増を大きく下回っている。内訳を見ると、民間企業が同 2.1%増と大きく鈍化する一方、国有・持ち株企業は同 21.4%増と大きく加速して下支えしている(図表-5)。なお、7-8月期の固定資産投資は前年同期比 5.5%増(推定)と、4-6月期の同 7.3%増(推定)を大きく下回る水準に伸びが鈍化した。

(図表-5)



【輸出】

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。1-8月期の輸出額(ドルベース)は前年同期比 7.1%減と昨年通期の同 2.9%減に続いて2年連続の前年割れとなっている。内訳を見ると、米国向けが同 7.8%減、欧州EU向けも同 3.6%減と軒並み減少している。一方、8月単月では前年同月比 2.8%減とマイナス幅が大幅に縮小した。しかし、先行指標となる新規輸出受注指数は引き続き拡張・収縮の境界線となる50%を下回っており、トレンドとしての改善が見込める状況には至っていない(図表-6)。

(図表-6)

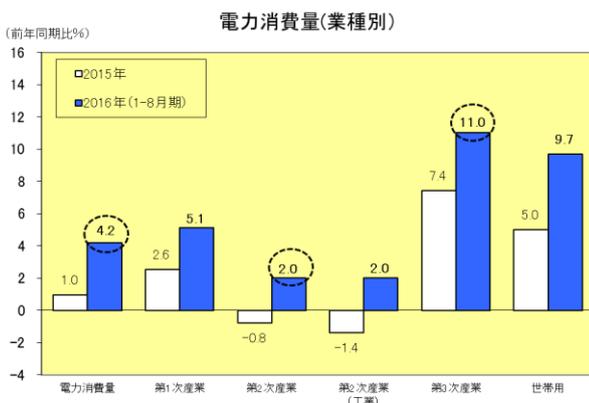


3. その他の景気指標を点検すると

【電力消費量】

その他の指標では電力消費量が注目される。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。1-8月期の電力消費量は前年同期比4.2%増と昨年通期の同1.0%増を上回っている。産業別に見ると、第2次産業は前年同期比2.0%増と昨年通期のマイナスから小幅なプラスに転じており、第3次産業も同11.0%増と昨年通期を上回る伸びを示した(図表-7)。但し、7-8月は広範囲で高気温に見舞われたという要因があることから、9月統計を確認する必要は残る(図表-8)。

(図表-7)



(資料) CEIC (出所は中国電力企業連合会) のデータを元にニッセイ基礎研究所で作成

(図表-8)

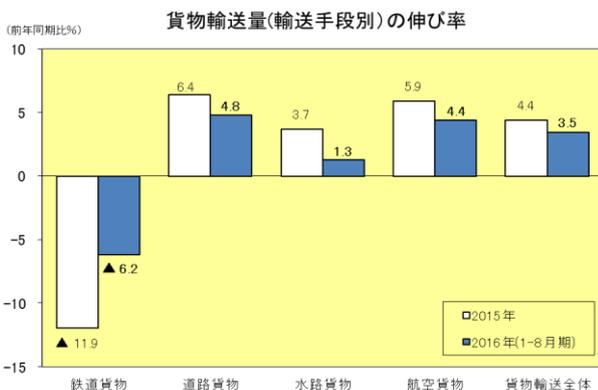


(資料) CEIC (出所は中国電力企業連合会)
 (注1) 例年1-2月は春節の影響でふれるため、1-2月は共(2月時点累計(前年同期比))を表示
 (注2) 前年同期比が公表されなかった月は年度累計をもとにニッセイ基礎研究所で推定

【貨物輸送量】

貨物輸送量も重要な指標である。鉄道貨物輸送量は李克強首相が重視していた指標である。1-8月期の貨物輸送量を見ると、前年同期比3.5%増と昨年通期の同4.4%増を下回る伸びに留まった(図表-9)。内訳を見ると、石炭利用の低迷を受けて急減していた鉄道貨物に底打ちの兆しがでてきたことは好材料だが、電子商取引(EC)など新たな消費活動の動きを反映する道路貨物が1-8月期に前年同期比4.8%増と昨年通期の伸びを下回ったことが懸念材料となっている(図表-10)。

(図表-9)



(資料) CEIC (出所は中国国家统计局、中国交通運輸部など) のデータを元にニッセイ基礎研究所で作成

(図表-10)

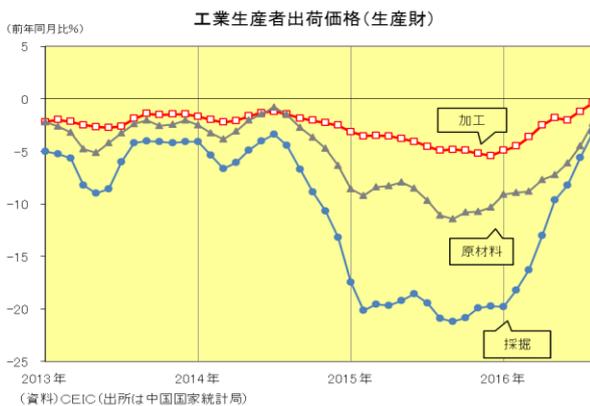


(資料) CEIC (出所は中国交通運輸部、中国国家鉄道局)
 (注) 単月(前年同期比)のデータが取得できなかった月はニッセイ基礎研究所で年度累計から推定

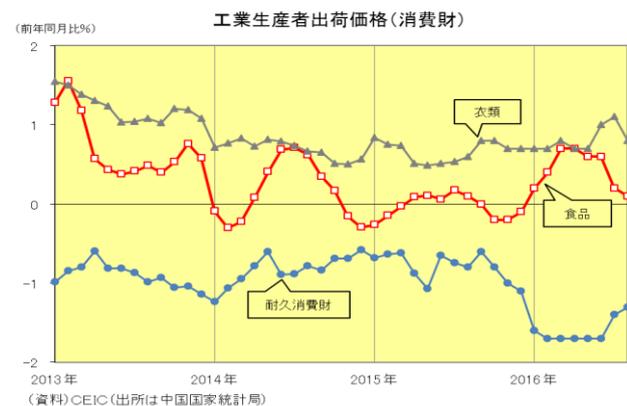
【工業生産者出荷価格】

物価も景気と密接な関係がある。モノに対する需要が強ければ値段は上がり、需要が弱ければ下がるからである。足元の動きを見ると、8月の工業生産者出荷価格は前年同月比0.8%下落と直近最低値（同5.9%下落、昨年8-12月）に比べるとマイナス幅を縮小してきている。生産財は原油価格などの反転を受けて前年同月比1.0%下落とマイナス幅を大きく縮小、川上に位置する産業ほどマイナス幅の縮小傾向が鮮明となっている（図表-11）。また、消費財は前年同月比0.0%と横ばいで推移している。今春に値上がりが見られた食品は前月比0.1%下落と2ヵ月連続で小幅に下落したものの、恒常的に下落してきた耐久消費財はマイナス幅をやや縮めた（図表-12）。

（図表-11）



（図表-12）



【通貨供給量 (M2)】

金融面から景気動向を見る指標としては通貨供給量(M2)が挙げられる。足元の動きを見ると、8月は前年同月比11.4%増と、「13%前後」とされた2016年の政府見通しを大きく下回っている（図表-13）。一方、M1は8月に前年同月比25.3%増と急速に伸びを高めている。これに関して、中国人民銀行の盛調査統計局長は、企業は資金を投資に回さず貯め込んでいるとして「流動性の罍」の可能性を指摘した。民間企業の投資意欲を回復させるには金融政策だけでは手詰まり感があることを示唆したものと見られる。但し、融資サイドから見ると、投資に結び付くことの多い中長期融資が8月も同16.9%増と伸びを高めたことから、国有・持ち株企業の投資は健在と見ている（図表-14）。

（図表-13）



（図表-14）

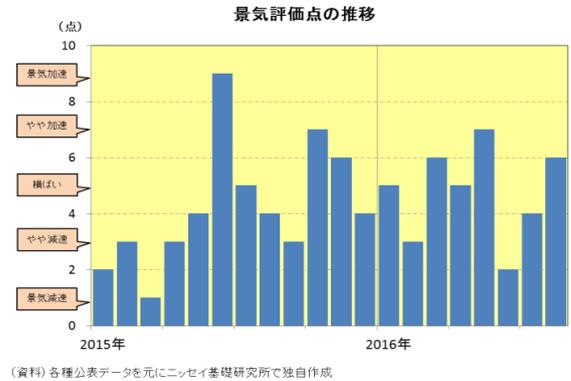


4. 総合指標を点検すると

1 | 景気評価点

以上で概観してきた景気 10 指標に関して、それぞれ 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と呼んでいる。景気指標は全部で 10 個あるので、上向き下向きの分岐点は 5 点となる。ここもとの景気評価点の動きを見ると、2 月には 3 点と「やや減速」の領域に落ち込んだものの、5 月には 7 点と「やや加速」の領域まで回復した。また 6 月に 2 点と「やや減速」の領域に再び落ち込むと、7 月以降は「横ばい」の領域に戻すといった具合に、ここもとの景気は一進一退を繰り返している（図表-15、16）。

(図表-15)



(図表-16)

景気評価総括表(○×表)

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 (季調値)	前月比 (季調値)	前年同月比 (季調値)	前月比 (季調値)	原数値	原数値	前年同月比	前年同月比	前月比	前年同月比	
2015年1月	×	×	×	○	×	×	×	○	×	×	2
2015年2月	×	×	×	○	×	—	×	○	×	○	3
2015年3月	×	×	×	×	—	×	×	×	○	×	3
2015年4月	×	×	×	○	○	×	×	×	○	×	1
2015年5月	×	○	×	○	○	×	×	×	○	×	4
2015年6月	○	○	○	○	○	○	○	○	×	○	9
2015年7月	○	○	×	×	×	○	×	○	×	○	5
2015年8月	○	×	×	×	×	○	×	×	×	○	4
2015年9月	×	×	×	×	×	×	×	○	○	○	3
2015年10月	○	—	○	○	×	×	○	○	○	○	7
2015年11月	○	×	×	○	×	○	×	○	○	○	6
2015年12月	×	×	×	×	×	○	○	○	×	○	4
2016年1月	○	×	×	○	×	○	○	×	×	○	5
2016年2月	×	×	○	×	×	×	○	×	○	×	3
2016年3月	○	×	×	○	○	×	○	×	○	○	6
2016年4月	○	×	○	—	○	—	×	○	○	×	5
2016年5月	○	×	×	○	○	○	○	○	○	×	7
2016年6月	○	×	○	×	×	×	×	×	×	×	2
2016年7月	×	×	×	○	×	○	○	○	×	×	4
2016年8月	○	×	×	○	○	○	○	○	×	×	6

(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

(注) 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。

2 | 李克強指数とGDP推計値

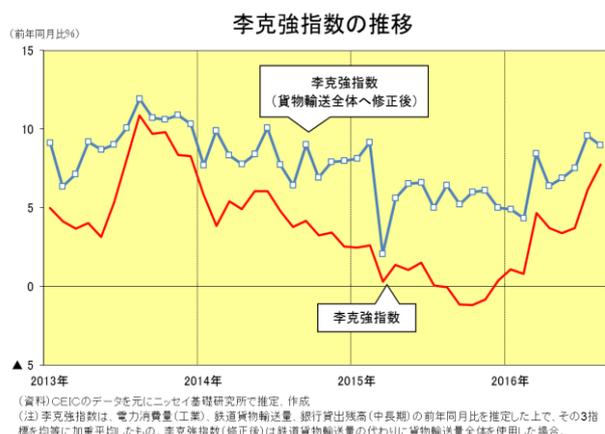
景気 10 指標のうち、電力消費量（工業）、鉄道貨物輸送量、銀行貸出残高（中長期）の 3 つの指標を用いた李克強指数²を計算して見ると、電力消費量（工業）の持ち直しと鉄道貨物輸送量の底打ちを受けて、昨年秋をボトムに急回復してきている。貨物輸送手段が多様化していることを勘案し

² 李克強指数は、李克強首相が遼寧省党委員会書記だった 2007 年、景気実態を表す統計として、電力消費量（工業）、鉄道貨物輸送量、銀行貸出残高（中長期）の 3 つを重視したこと由来する。加重割合は様々あるが、ここでは 3 指標を均等に加重している。

て、道路や水路などを含む貨物輸送全体に入れ替えた李克強指数（修正後）を計算して見ても、今年2月をボトムに回復してきている（図表-17）。

一方、工業生産、製造業PMI、非製造業PMIの3つを説明変数として、当研究所で開発した線形モデルで計算した「GDP（月次）推計値」を見ると、7月は前年同月比6.6%増、8月は同6.7%増と4-6月期の前年同期比6.7%増とほぼ同水準で推移している（図表-18）。

（図表-17）



（図表-18）



3 | 総合判断

以上の分析を総括すると、工業部門については、工業生産こそ低迷しているものの、電力消費量は持ち直し、李克強指数が修正前・修正後ともに上昇してきたことから、回復基調にあると考えている。一方、非製造業に関しては、非製造業PMIが高水準ながら横ばいに留まっており、道路貨物輸送量の伸びも昨年通期の伸びを下回っていることから、成長の勢いはやや鈍化した可能性が高いと思われる。また、景気評価点とGDP推計値の動きを総合的に見ると、今年2月には景気が一旦失速しそうになったものの、国有企業がインフラ投資を加速させたことで3月には急回復した。その後、4月以降の景気は一進一退の動きを示しており、現在の景気に関する総合判断としては、失速懸念も加速期待も小さい小康状態にあると考えている。

（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。