

～海外情報～

2012年4月19日 全8頁

中国：PMI が示唆する生産・輸出の底打ち時期

経済調査部

齋藤尚登 新田堯之

工業生産は2012年1月～2月に、輸出は3月～5月に底打ちか

[要約]

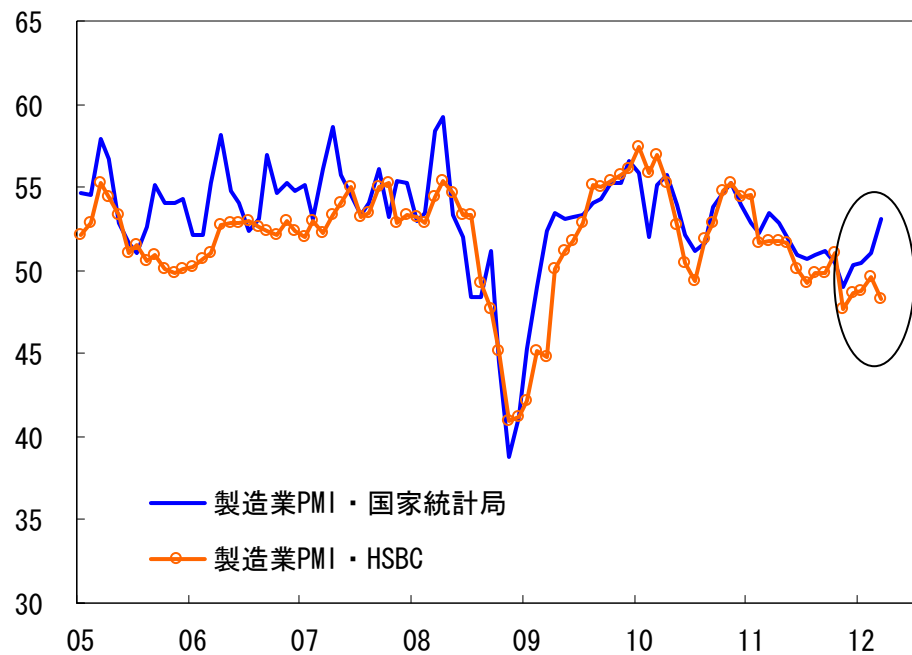
- 国家統計局の製造業 PMI は2月の51.0から3月には53.1へと大幅に改善した一方、HSBCの製造業 PMI は2月の49.6から3月は48.3に悪化した。PMI は50を超えると経済の拡大を、50未満だと収縮を表す。3月は方向性が真逆となっただけでなく、その差がさらに拡大した。
- 国家統計局の PMI、その季節調整済み PMI、そして HSBC の PMI と、工業生産との相関を調べると、国家統計局の季節調整済み PMI との相関が最も高い。これは、国家統計局の PMI と工業生産統計がともに、大企業中心であるためと考えられる。中小企業を含めた景気の実態を感じるには、HSBC の PMI が優れ、マクロ統計の先行きを占うのであれば、国家統計局の PMI に季節調整を施したものがより有効ということになる。
- 国家統計局の季節調整済み PMI は、工業生産と輸出に高い相関と先行性を有する。国家統計局の季節調整済み PMI と日米欧合成 PMI という先行指標は、工業生産は2012年1月～2月に、輸出は同3月～5月に底打ちし、その後は改善に向かうことを示唆している。

2つのPMI

方向性が真逆となった2つの製造業PMI

PMIは中国の月次経済指標で最も早く発表されるため、注目度が高い。広く認知されているのは、国家統計局とHSBCのPMIであるが、国家統計局の製造業PMIは2月の51.0から3月には53.1へと大幅に改善した一方、HSBCの製造業PMIは2月の49.6から3月は48.3に悪化した。PMIは50を超えると経済の拡大を、50未満だと収縮を表す。3月は方向性が真逆となっただけでなく、その差がさらに拡大したのである。

図表1 2つの製造業PMI



(出所) 国家統計局、HSBCより大和総研作成

季節変動が大きい国家統計局のPMI

両者の違いは、①国家統計局の調査対象は国有大型企業に偏っている一方、HSBCは融資先の中小企業もカバーしている、②国家統計局の方は季節性によるブレが大きくなっている、ことが指摘される。後者について、季節調整を行ってみると、確かに国家統計局のPMIの季節変動は大きい(図表2)。具体的には、2月と7月は低めとなる一方、3月、4月、そして9月は高めになるため、2月から3月にかけては数字が大きく改善する傾向が強くなること分かる。

工業生産との連動性が最も高い季節調整済みの国家統計局PMI

それでは、マクロ統計の先行指標として優れているのは、どちらか? 国家統計局のPMI、その季節調整済みPMI、そしてHSBCのPMIと、工業生産との相関を調べてみると(2006年1月~2012年3月)、国家統計局の季節調整済みPMIが最も相関が高いとの結果となった。これは、国家統計局のPMIと工業生産統計がともに、大企業中心であるためだと考えられる。2011年以降は、生産統計の集計対象がより規模の大きい企業に変更されており(従来の売上500万元⇒2,000万元)、この傾向はより強まっていよう。輸出との相関も国家統計局の季節調整済みPMIが最も高かった。

結局のところ、中小企業を含めた景気の実態を感じるには、HSBCのPMIが優

れ、マクロ統計の先行きを占うのであれば、国家統計局の PMI に季節調整を施したものがより有効ということになる。

図表 2 国家統計局と HSBC が発表する製造業 PMI と季節調整済み PMI との差

国家統計局									
	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	平均
1月	-0.3	-1.0	0.2	-1.2	-0.4	0.7	-0.3	-0.2	-0.3
2月	-0.7	-1.3	-1.5	-1.3	0.4	-1.9	-0.6	-0.3	-0.9
3月	1.7	0.4	0.3	1.8	1.2	0.5	0.5	0.9	0.9
4月	1.2	2.1	1.9	2.6	1.0	1.0	0.3		1.4
5月	-0.7	-0.2	0.0	-0.6	0.1	0.2	0.0		-0.2
6月	-0.8	-0.1	-0.3	0.1	0.0	-0.5	-0.4		-0.3
7月	-1.1	-1.1	-0.9	-1.3	-0.2	-0.9	-0.3		-0.8
8月	-0.3	-0.9	-0.4	-0.4	0.0	-0.7	0.0		-0.4
9月	1.1	1.7	1.2	2.8	-0.1	0.3	0.4		1.0
10月	0.1	-0.3	-1.1	-0.5	0.2	0.5	0.0		-0.2
11月	0.1	0.2	0.6	-3.5	-0.1	0.8	-0.9		-0.4
12月	0.5	-0.1	0.5	-1.9	0.9	0.1	0.0		0.0

HSBC									
	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	平均
1月	-0.6	-0.2	-0.4	-0.1	-0.9	0.9	0.8	-0.1	-0.1
2月	-0.3	-0.1	0.3	-0.6	0.3	-0.3	-0.8	0.5	-0.1
3月	1.1	-0.3	-0.5	0.3	-1.4	1.1	-0.2	-0.4	0.0
4月	0.6	0.5	0.0	0.8	1.1	0.5	0.1		0.5
5月	0.3	0.3	0.2	0.6	0.5	-0.2	0.4		0.3
6月	-0.8	0.1	0.8	0.2	0.0	-1.0	-0.3		-0.1
7月	0.1	0.2	-0.6	1.3	-0.2	-1.5	-0.6		-0.2
8月	-0.3	0.0	-0.5	-0.4	0.8	0.0	0.0		-0.1
9月	0.2	-0.1	0.6	0.2	0.1	-0.1	0.0		0.1
10月	-0.2	-0.3	0.8	0.0	0.1	0.7	1.1		0.3
11月	-0.3	0.4	-0.7	-1.9	0.0	0.8	-1.1		-0.4
12月	-0.1	-0.1	-0.1	-1.2	0.0	0.2	-0.1		-0.2

(出所) 国家統計局、HSBCより大和総研作成

国家統計局の製造業 PMI が示唆する生産・輸出の底打ち時期

工業生産と輸出に高い連動性と先行性

国家統計局の季節調整済み PMI は、生産と輸出の先行きにどのような示唆を与えるのであろうか。結論を先にいえば、季節調整済み PMI は、工業生産と輸出に高い連動性と先行性を有し、工業生産は 2012 年 1 月～2 月に、輸出は 5 月頃に底を打ち、上向いていく可能性が高いことを示している。

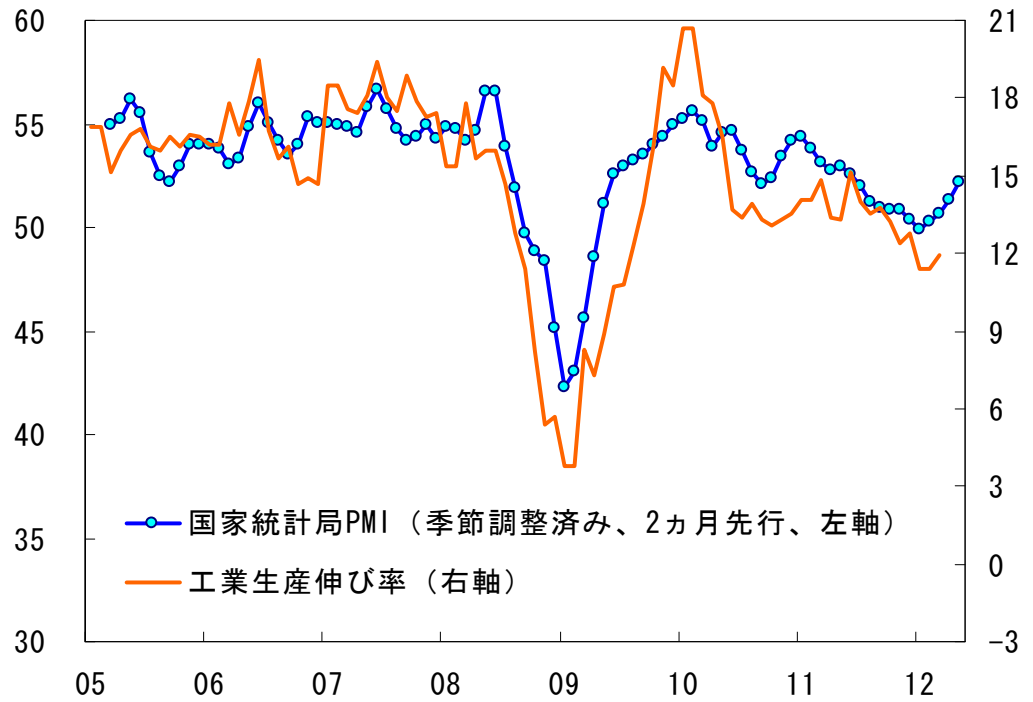
工業生産は 2012 年 1 月～2 月に底打ちした可能性

まず、図表 3 で示したように、季節調整済み PMI は工業生産の伸びに 2 ヶ月先行させると、連動性が極めて高くなる (2006 年 1 月～2012 年 3 月の相関係数は 0.88)。ここからは、工業生産は 2012 年 1 月～2 月に底打ちし、その後は改善に向かう可能性が高いことが示される。実際、2012 年 3 月の工業生産は前年同月比 11.9% 増と 1～2 月の前年同期比 11.4% 増から、若干の改善をみせた。当然ながら回復の基調は脆弱であり、さらなる預金準備率の引き下げなどの内需刺激策が待たれるところである。

製造業 PMI は輸出に 6 ヶ月先行

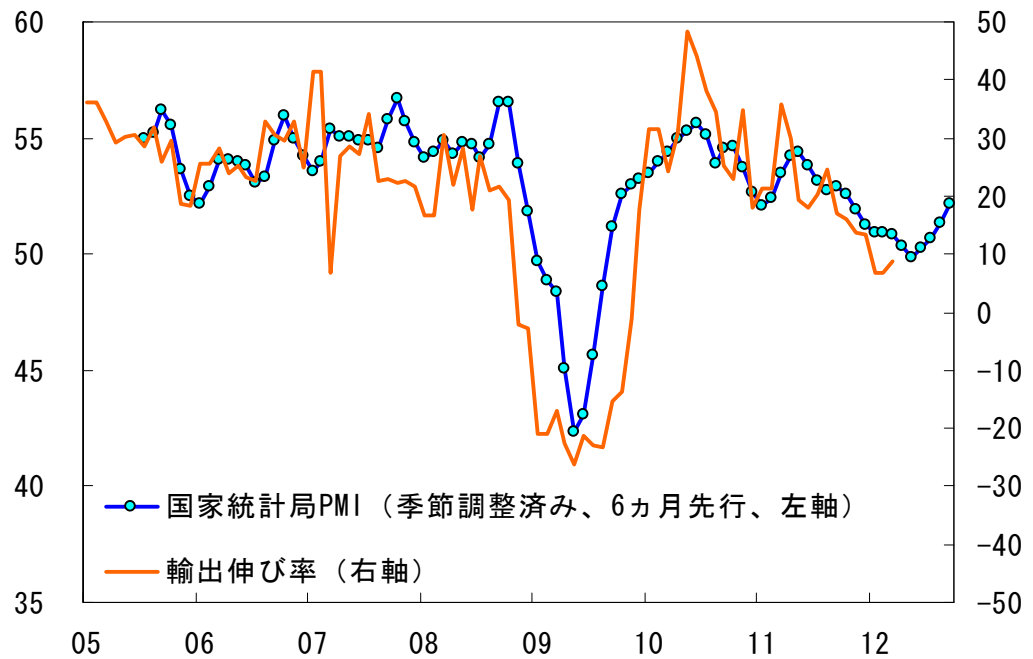
輸出は、季節調整済み PMI を 6 ヶ月先行させた時に、両者の相関が最も高くなる (図表 4)。2006 年 1 月～2012 年 3 月の相関係数は 0.79 だった。PMI が 6 ヶ月の先行性を有するのは、受注から生産、輸出までのタイムラグが反映されていよう。輸出は 2012 年 5 月頃に底入れし、その後回復していくことが想定される。

図表3 統計局 PMI (2ヵ月先行) と工業生産伸び率 (前年同月比、%) の関係



(注) 1~2月の工業生産の伸び率は1~2月の平均
 (出所) 国家統計局より大和総研作成

図表4 統計局 PMI (6ヵ月先行) と輸出伸び率 (前年同月比、%) の関係



(注) 1~2月の輸出伸び率は平均
 (出所) 国家統計局、通関統計より大和総研作成

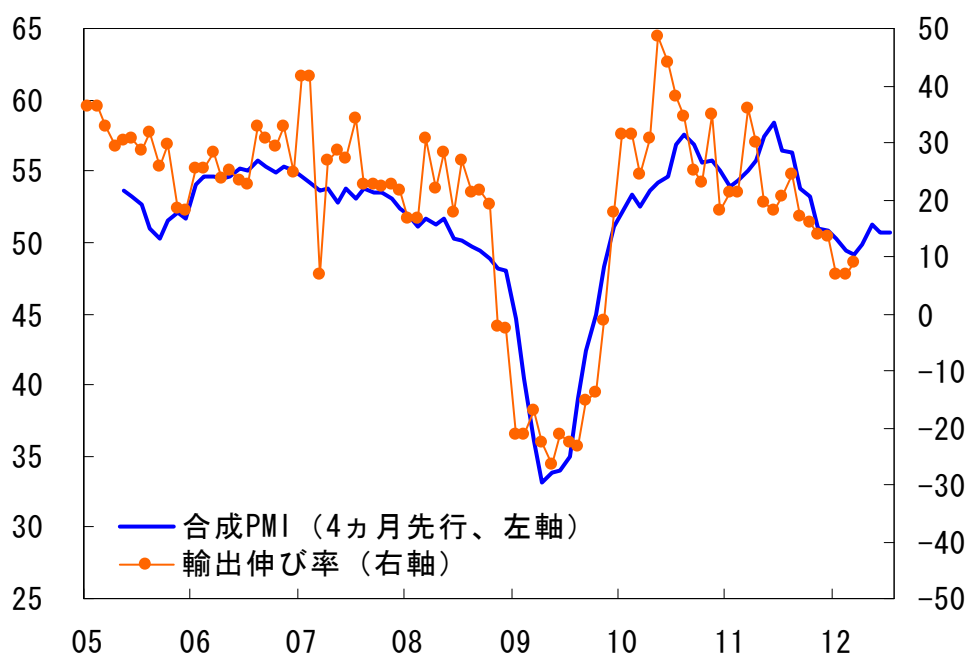
輸出先の製造業PMI改善は中国の輸出にもプラス材料

輸出については、輸出先の景気動向も重要な要素である。この点で、中国の主な輸出相手国・地域の PMI が回復しつつあることも、中国の輸出の先行きに対してプラス材料となろう。図表 5 では、中国の主な輸出相手国・地域である米国・ユーロ圏・日本・英国の製造業 PMI を中国からの輸出額でウェイト付けすることで求められる合成 PMI と、中国の輸出伸び率とを比較している。日米欧の合成 PMI は中国の輸出に 4 ヶ月程度の先行性があり（2006 年 1 月～2012 年 3 月の相関係数は、0.87）、ここからは、中国の輸出は 2012 年 3 月で底打ちし、その後は伸びが徐々に高まっていくことが示唆される。

以上をまとめると、国家統計局の季節調整済み PMI と日米欧合成 PMI という先行指標は、工業生産は 2012 年 1 月～2 月に、輸出は 3 月～5 月に底打ちし、その後は改善に向かうことを示唆している。2012 年 4 月 17 日付け大和総研海外情報「中国：交易条件改善が業績改善を後押し」では、工業企業の業績に先行性を有する M2 と交易条件は、年央までの業績底打ちとその後の改善を示していることを指摘したが、これとほぼ見合いの結果となった。中国の景気は、4 月～6 月は底這いもしくは若干回復し、年後半以降は緩やかに回復していくと想定している。

以上

図表 5 合成 PMI（4 ヶ月先行）と輸出伸び率（前年同月比、%）の関係



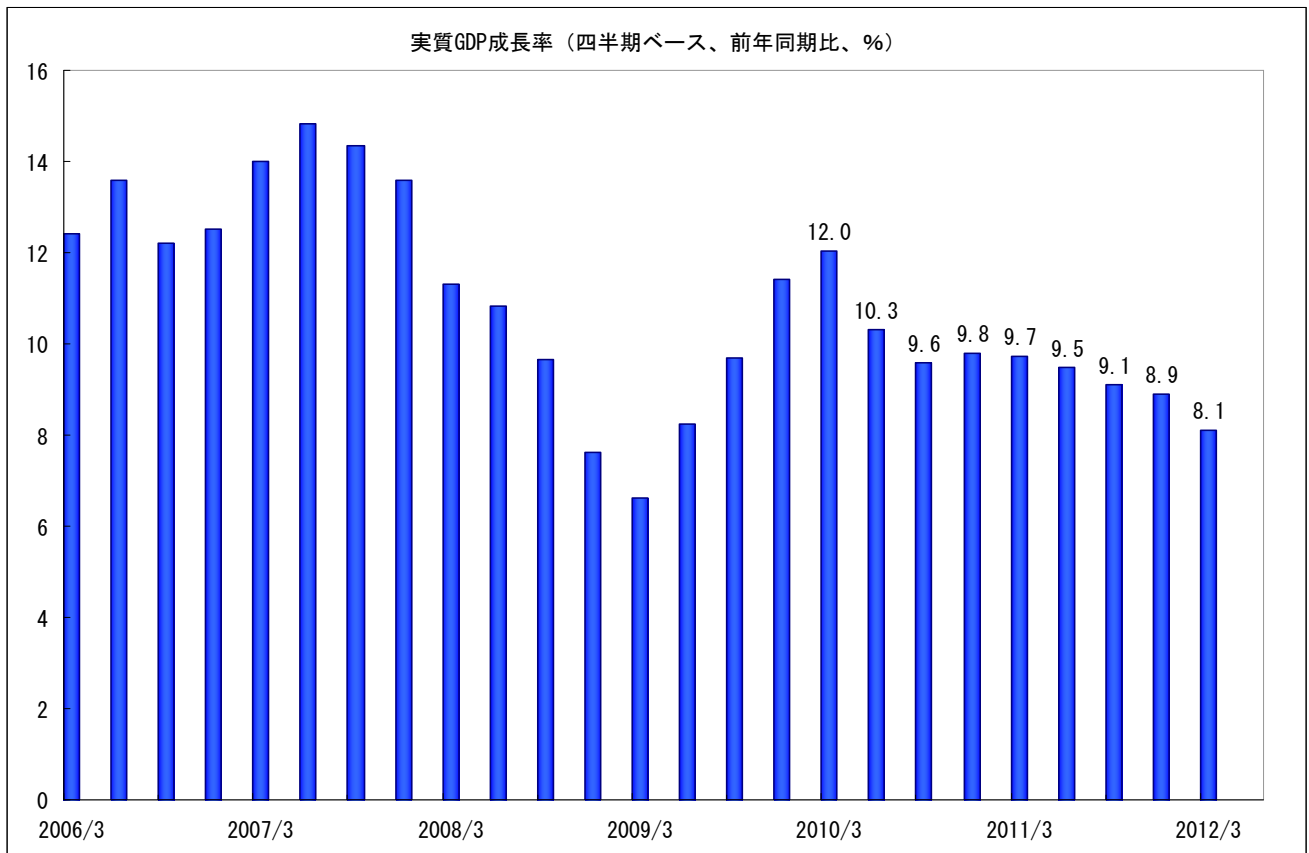
(注1) 1～2月の輸出伸び率は平均

(注2) 合成PMIは米国・ユーロ圏・日本・英国の製造業PMIを2011年の中国からの輸出額で加重平均

(出所) ブルームバーグ、通関統計より大和総研作成

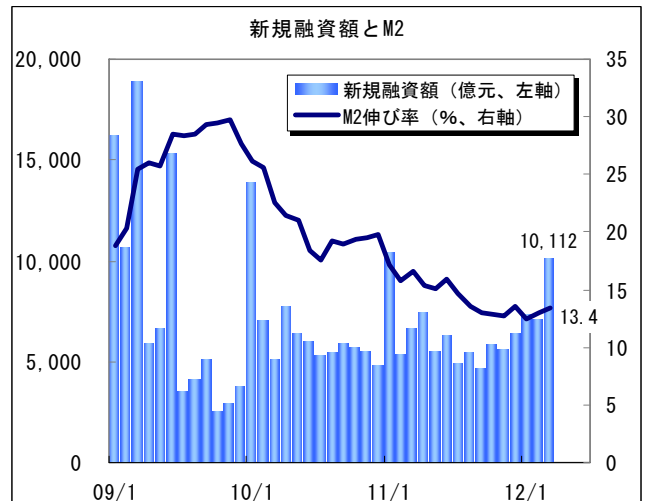
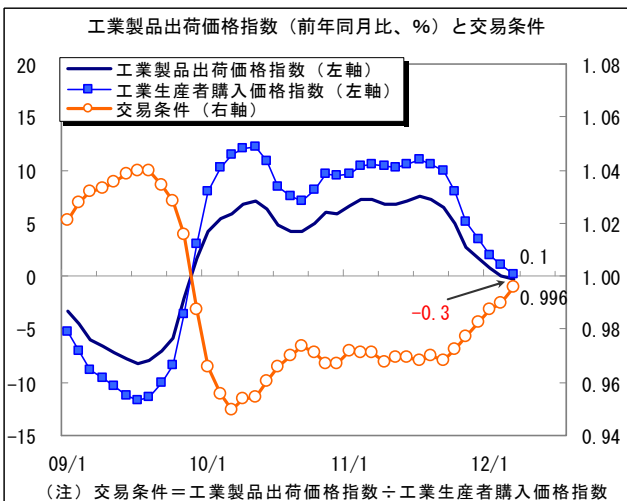
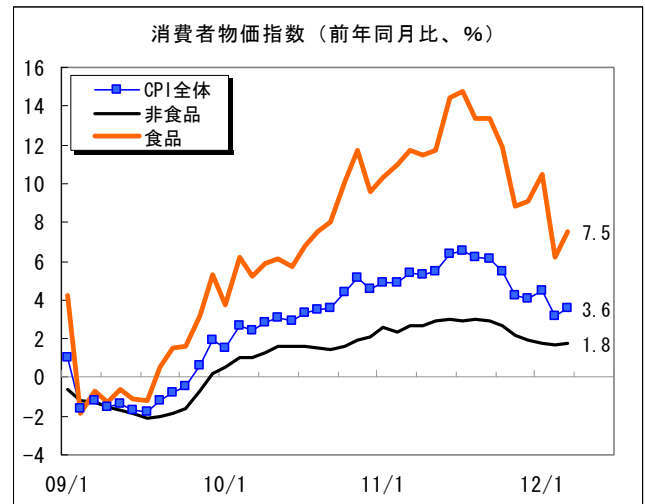
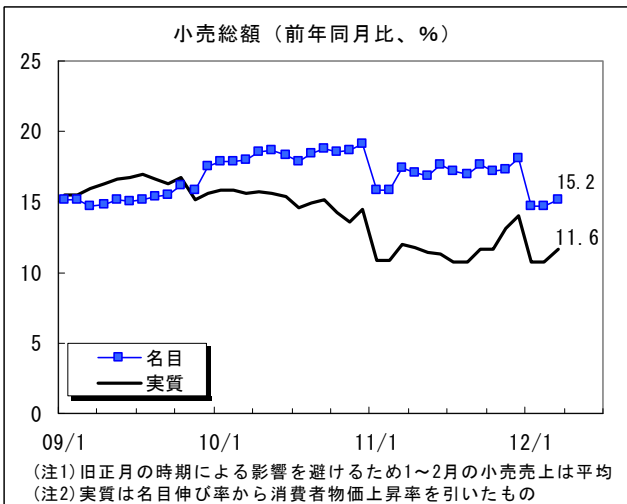
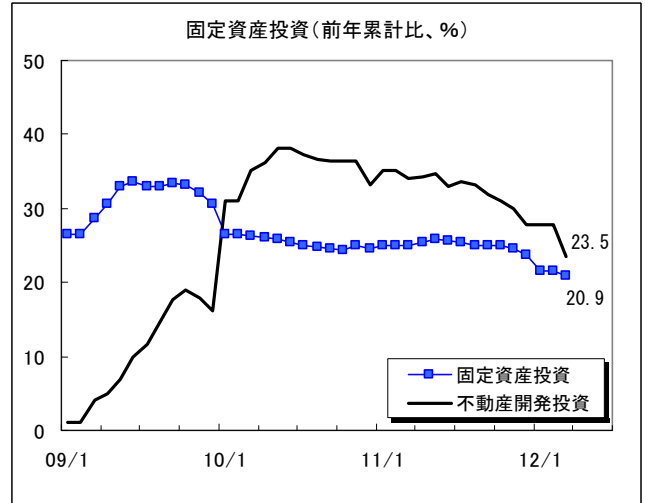
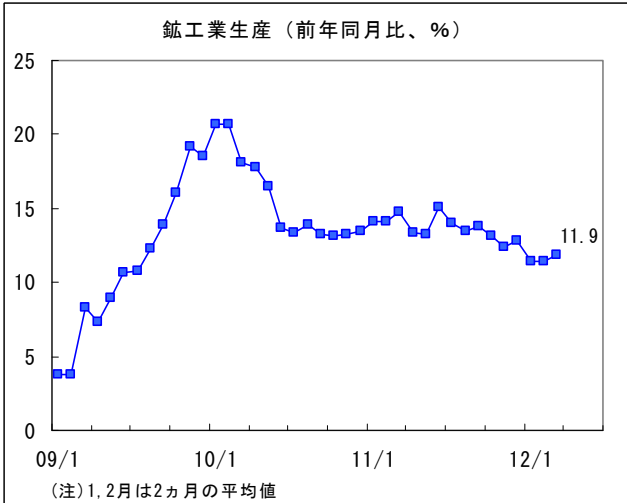
主要経済指標一覧

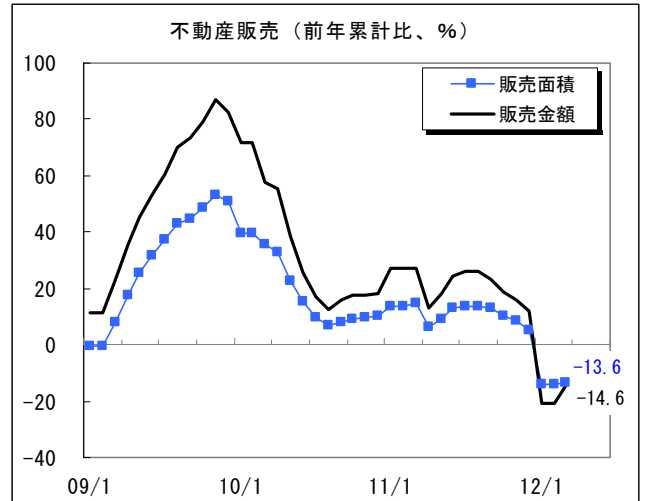
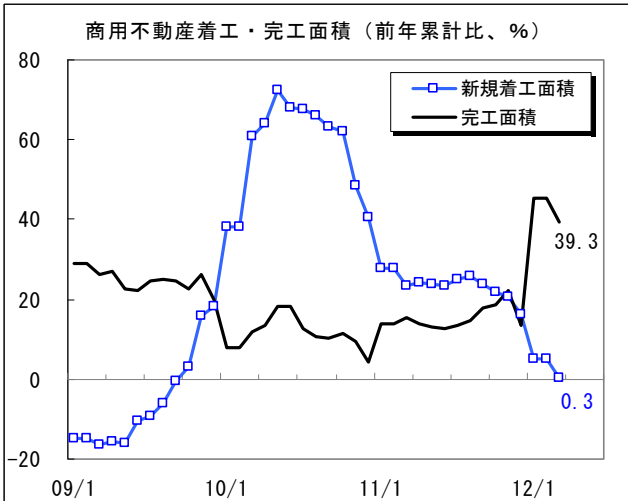
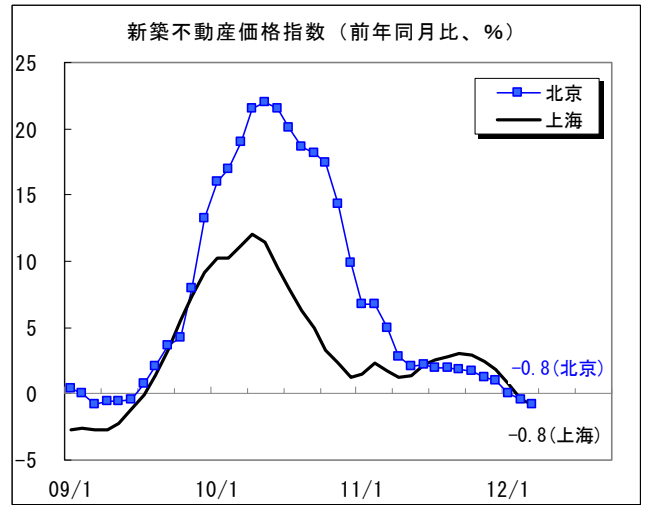
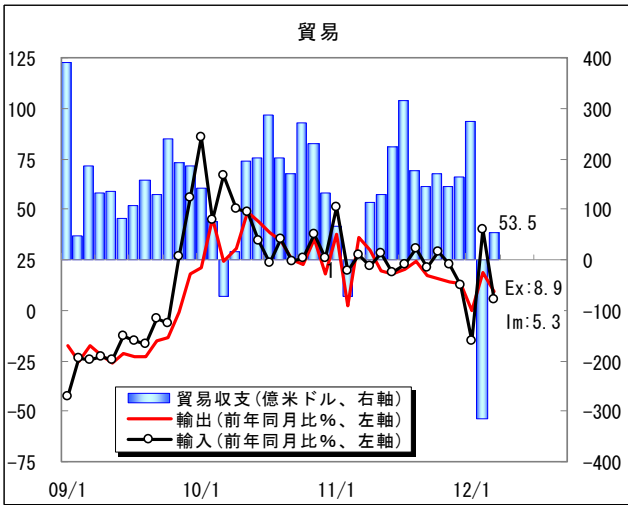
	2011年10月	11月	12月	2012年1月	2月	3月
実質GDP成長率(四半期、前年同期比、%)	-	-	8.9	-	-	8.1
鉱工業生産(前年同月比、%)	13.2	12.4	12.8	11.4		11.9
固定資産投資(前年累計比、%)	24.9	24.5	23.8	21.5		20.9
不動産開発投資(前年累計比、%)	31.1	29.9	27.9	27.8		23.5
小売総額 名目(前年同月比、%)	17.2	17.3	18.1	14.7		15.2
実質(前年同月比、%)	11.7	13.1	14.0	10.8		11.6
消費者物価指数 全体(前年同月比、%)	5.5	4.2	4.1	4.5	3.2	3.6
食品(前年同月比、%)	11.9	8.8	9.1	10.5	6.2	7.5
非食品(前年同月比、%)	2.7	2.2	1.9	1.8	1.7	1.8
工業製品出荷価格指数(前年同月比、%)	5.0	2.7	1.7	0.7	0.0	-0.3
工業生産者購入価格指数(前年同月比、%)	8.0	5.1	3.5	2.0	1.0	0.1
新規融資額(億元)	5,868	5,622	6,405	7,381	7,107	10,112
M2伸び率(%)	12.9	12.7	13.6	12.4	13.0	13.4
輸出(前年同月比、%)	15.8	13.8	13.3	-0.5	18.3	8.9
輸入(前年同月比、%)	29.1	22.6	12.1	-15.0	40.3	5.3
貿易収支(億米ドル)	170.3	145.3	165.2	272.8	-314.8	53.5
新築不動産価格指数 北京(前年同月比、%)	1.7	1.3	1.0	0.1	-0.4	-0.8
上海(前年同月比、%)	2.9	2.4	1.8	0.7	-0.4	-0.8
商用不動産 着工面積(前年累計比、%)	21.7	20.5	16.2	5.1		0.3
完工面積(前年累計比、%)	18.5	22.3	13.3	45.2		39.3
不動産販売 面積(前年累計比、%)	10.0	8.5	4.9	-14.0		-13.6
金額(前年累計比、%)	18.5	16.0	12.1	-20.9		-14.6



(出所) 国家統計局、中国人民銀行、通関統計より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）





(出所) 国家統計局、中国人民銀行、通関統計より大和総研作成