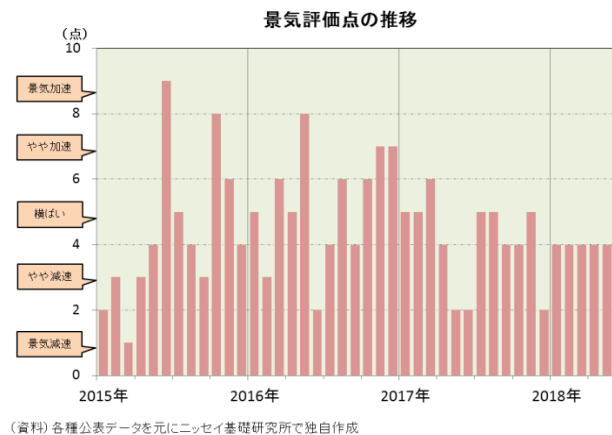
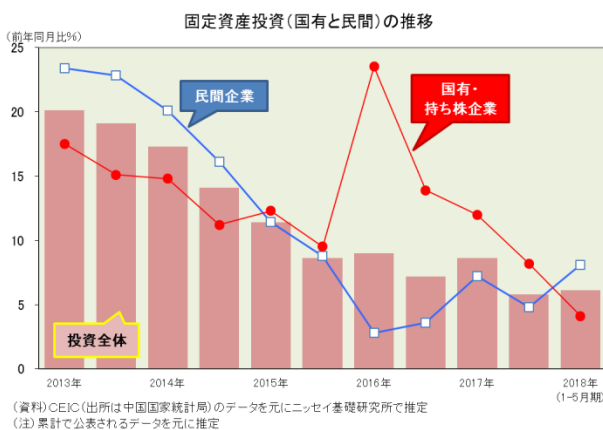


Weekly  
エコノミスト・  
レター中国経済：景気指標の総点検  
(2018年夏季号)

～GDPではなく景気10指標でみた実態

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

1. 供給面の景気指標を点検すると、4-5月期の工業生産が1-3月期の伸びを上回ったのに加えて、4-5月期の製造業PMIは1-3月期の平均を上回っており、非製造業PMIは製造業PMIより高い水準で推移、サービス業生産指数も4月は前年比8.0%増、5月は同8.1%増と、1-3月期と同水準（同8.0%増）で推移しており、供給面の景気指標は概ね良好である。
2. 他方、需要面の景気指標を点検すると、輸出は好調ながら前年比12.6%増と1-3月期の同13.9%増をやや下回り、個人消費は小売売上高が4月は前年比9.4%増、5月は同8.5%増と1-3月期の同9.8%増を大きく下回り、投資は4-5月期の固定資産投資が前年比4.0%増と1-3月期の同7.5%増を大きく下回ってきたため、需要面の景気指標は概ね悪化した。
3. 個人消費の悪化に関しては、消費者信頼感指数が堅調で、7月の輸入関税引き下げ前の買い控えとの見方もある。また、投資の悪化に関しては金融リスク管理強化によるインフラ投資の鈍化が主因であり、米中貿易摩擦の不透明感が増した割に民間企業の投資は底堅い（下左図）。不透明感が晴れば改善する可能性がある一方、晴れなければ失速する恐れが高まるだろう。
4. また、その他の景気指標を点検すると、この4-5月期は電力消費量と通貨供給量（M2）が1-3月期の伸びを下回ったものの、道路貨物輸送量は上回り、原油価格上昇や鋼材価格底打ちを受けて工業生産者出荷価格は上昇に転じており、強弱が入り混じる複雑な状況にある。
5. 景気10指標を集計した景気評価点をみると、17年12月以降6ヵ月連続で5点を下回っており、中国経済は緩やかな減速過程にあると見られる（下右図）。米中貿易摩擦が深刻化すれば、減速が「緩やか」でなくなる恐れもあるだけに、今後の動きを注視する必要がある。



# 1. 供給面の景気3指標

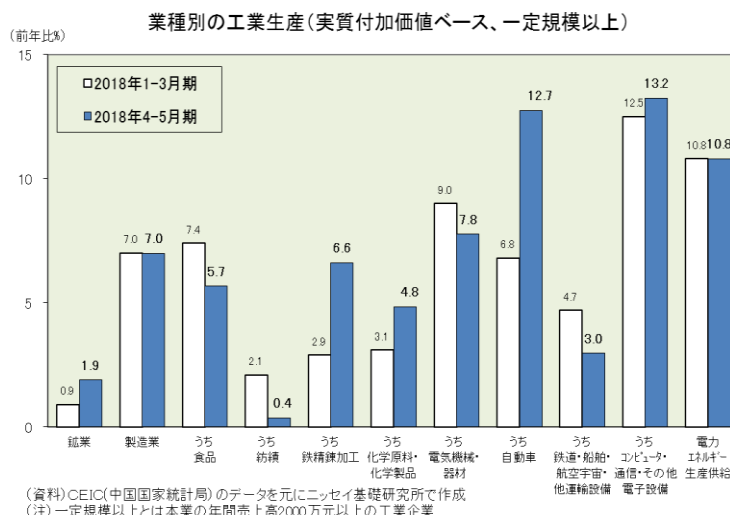
## 【工業生産】

まず、国内総生産（GDP）に大きく影響する工業生産（実質付加価値ベース）の動きを確認すると、4-5月期は前年比7.0%増（推定<sup>1</sup>）と1-3月期の同6.8%増をやや上回った（図表-1）。内訳を見ると、過剰生産能力を調整中の鉱業（石炭等）が同1.9%増（推定）と1-3月期の同0.9%増から低位ながらも伸びを高めた。製造業は同7.0%増（推定）で横ばいだったが、食品や紡績の伸びが鈍化する一方、自動車や鉄精錬加工は伸びを高めた（図表-2）。

（図表-1）



（図表-2）



## 【製造業PMI】

次に、製造業PMI（製造業購買担当者景気指数、中国国家统计局）の動きを確認すると、4月は51.4%、5月は51.9%と拡張・収縮の分岐点となる50%を上回り、1-3月期の平均（51.0%）も上回った。また、将来3ヵ月の見通しを示す予想指数も50%台後半の高水準を維持しており、製造業の堅調はしばらく続きそうである（図表-3）。

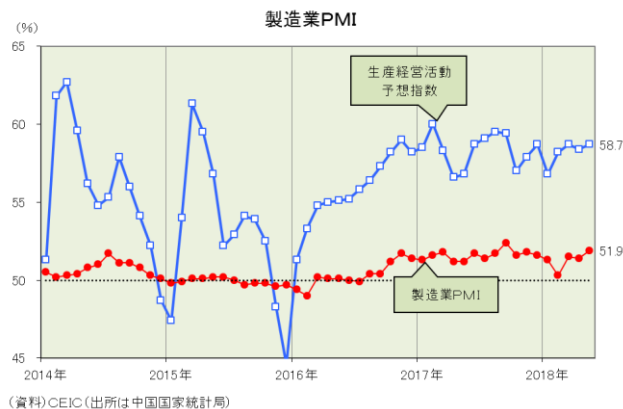
## 【非製造業PMI】

また、非製造業PMI（非製造業商務活動指数、中国国家统计局）の動きを確認すると、4月は

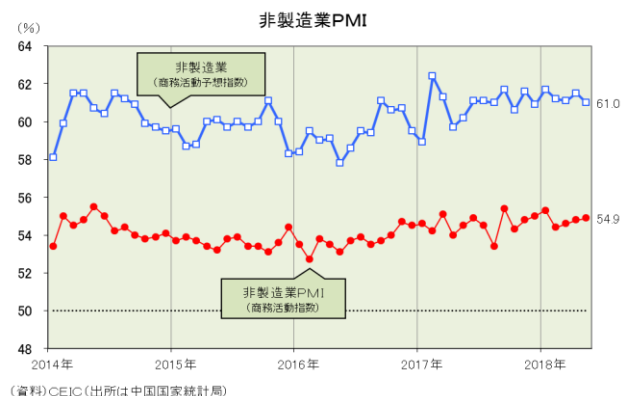
<sup>1</sup> 中国では、統計方法の改定時に新基準で計測した過去の数値を公表しない場合が多く、また1月からの年度累計で公表される統計も多い。本稿では、四半期毎の伸びを見るためなどの目的で、ニッセイ基礎研究所で中国国家统计局などが公表したデータを元に推定した数値を掲載している。またその場合には“(推定)”と付して公表された数値と区別している。

54.8%、5月は54.9%と、1-3月期の平均（54.8%）と同水準だが、製造業PMIよりも高い水準にある。将来3ヵ月の見通しを示す予想指数も60%台を維持、非製造業は好調といえるだろう（図表-4）。また、サービス業生産指数（価格要因調整後）を見ても、4月は前年比8.0%増、5月は同8.1%増と、1-3月期と同水準（同8.0%増）で推移しておりサービス業は全般的に堅調である。

(図表-3)



(図表-4)



## 2. 需要面の景気3指標

### 【小売売上高】

個人消費の代表指標である小売売上高の動きを見ると、4月は前年比9.4%増、5月は同8.5%増と1-3月期の同9.8%増を大きく下回った(図表-5)。価格要因を除いた実質でも4月は同7.9%増、5月は同6.8%増と1-3月期の同8.1%増を大きく下回った。また、ネット販売(商品とサービス)は同23.8%増とBAT(百度、阿里巴巴、騰訊)などIT企業が牽引して依然として好調だが、1-3月期の同35.4%増に比べるとやや鈍化、これまでの爆発的な伸びには陰りも見られる。但し、7月1日から自動車や日用品の輸入関税が引き下げられるのを前に買い控えの動きがあったのに加えて、消費者信頼感指数が堅調に推移していることから、このまま失速するとは考え難い(図表-6)。個人消費の評価は、輸入関税引き下げ後(7月)の動きを見た上で判断するのが妥当だろう。

(図表-5)



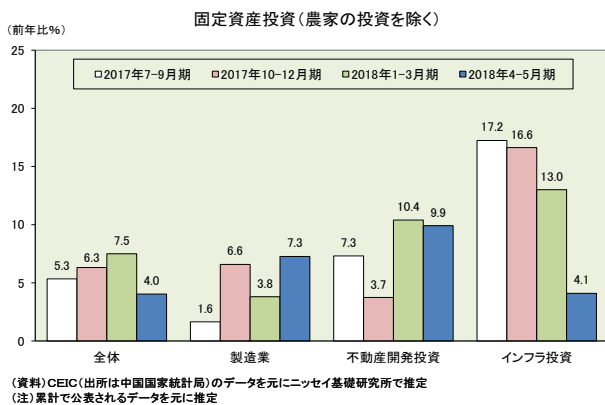
(図表-6)



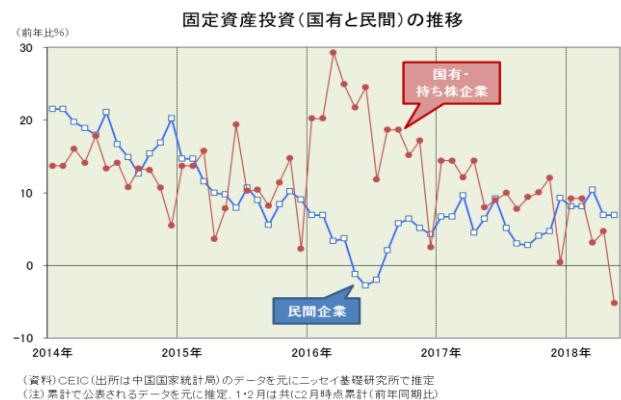
## 【固定資産投資】

投資の代表指標である固定資産投資（除く農家の投資）の動きを見ると、1-5月期は前年比6.1%増と1-3月期の同7.5%増を下回った。中国国家统计局の公表データを元に4-5月期の伸びを推計すると同4.0%増となり、大きく減速したことが分かる。内訳を見ると、製造業は同7.3%増（推定）と加速し、不動産開発投資も同9.9%増（推定）と高い伸びを維持したものの、インフラ投資が同4.1%増（推定）と急減速している（図表-7）。中国政府（含む中国人民銀行）がマクロプルーデンス管理を強化した影響でインフラ投資が鈍化したと見られる。但し、米中貿易摩擦で不透明感が増した割に民間企業の投資は底堅い（図表-8）。米中貿易摩擦の不透明感が晴れば改善する可能性がある一方、さらに深刻化すれば民間企業の投資は失速する恐れもある。投資は正念場だ。

（図表-7）



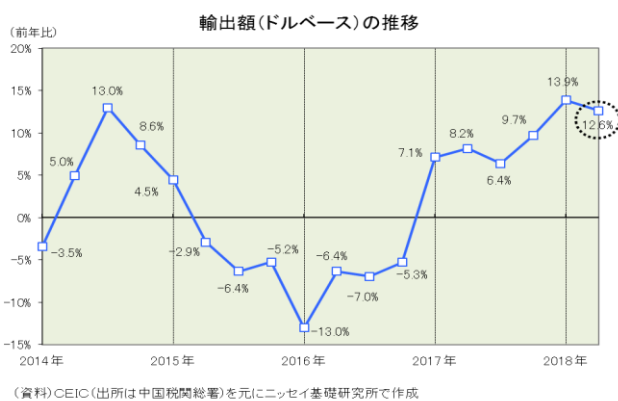
（図表-8）



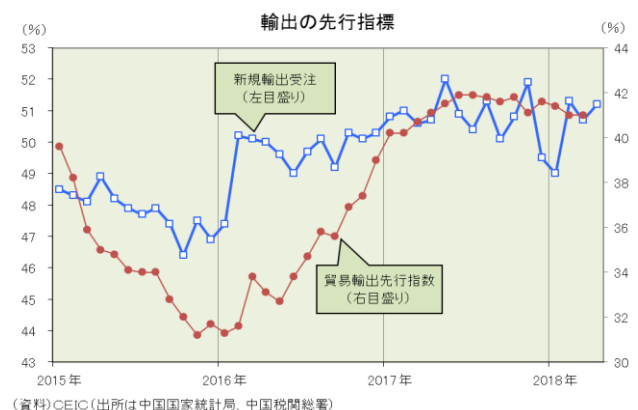
## 【輸出】

一方、もうひとつの柱である輸出は好調である。4-5月期の輸出額（ドルベース）は前年比12.6%増と1-3月期の同13.9%増をやや下回ったが2桁増を維持した（図表-9）。先行指標の貿易輸出先行指数や新規輸出受注は高水準を維持しており、輸出の好調は当面続きそうである（図表-10）。しかし、米中貿易摩擦が深刻化すれば状況が一変する恐れもある。トランプ米政権が6月15日に対中制裁措置を発表したため（発動されるとは限らないが）、関税引き上げ前に駆け込み的な輸出増があるかもしれない（但し、その後の反動減は避け難い）。輸出環境が悪化すれば生産面に悪影響するのは必至なだけに、今後の行方から目が離せない。輸出の先行きは不確実性の高い状況だ。

（図表-9）



（図表-10）



### 3. その他の景気4指標

#### 【電力消費量】

電力消費量の動きをみると、15年にゼロ成長へ落ち込んだあと、16年には前年比5.0%増、17年には同6.6%増、18年1-5月期は同9.8%増と加速してきた(図表-11)。なお、4月は前年比7.8%増、5月は11.4%増と、振れは大きいものの1-3月期の同9.8%増とほぼ同水準で推移している。

#### 【道路貨物輸送量】

道路貨物輸送量の動きをみると、1-5月期は前年比8.0%増と1-3月期の同7.4%増を上回った。中国交通運輸部の公表データを元に4-5月期の伸びを推計すると同8.9%増となり加速したことが分かる(図表-12)。なお、鉄道貨物輸送量も5月は前年比11.8%増と高い伸びを示した。

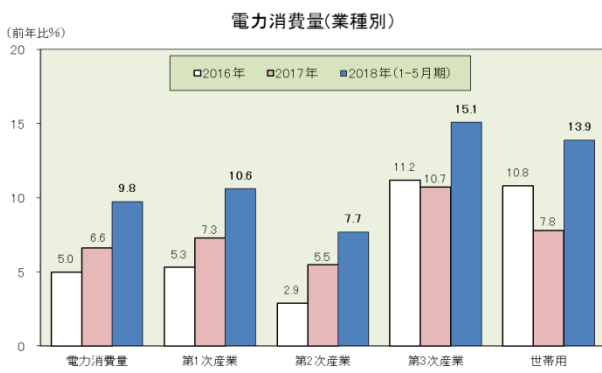
#### 【工業生産者出荷価格】

工業生産者出荷価格の動きをみると、3月の前年比3.1%上昇を底に、4月は同3.4%上昇、5月は同4.1%上昇と再び上昇率を高めた(図表-13)。原油の国際市況が上昇したのに加えて、鋼材価格も3月に底打ちし、生産財は上昇に転じている。なお、今のところ消費財は落ち着いている。

#### 【通貨供給量(M2)】

金融面の代表指標である通貨供給量(M2)の動きを見ると、4月・5月ともに前年比8.3%増と低い伸びが継続、1-3月期の平均(同8.5%増)を下回った。また、社会融資総量の動きを見ると、人民元建て融資の伸びは緩やかな鈍化に留まったものの、シャドバンキング(委託融資等)の伸びは急減速、マクロプルーデンス政策による引き締め効果がでてきた(図表-14)。

(図表-11)



(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-13)



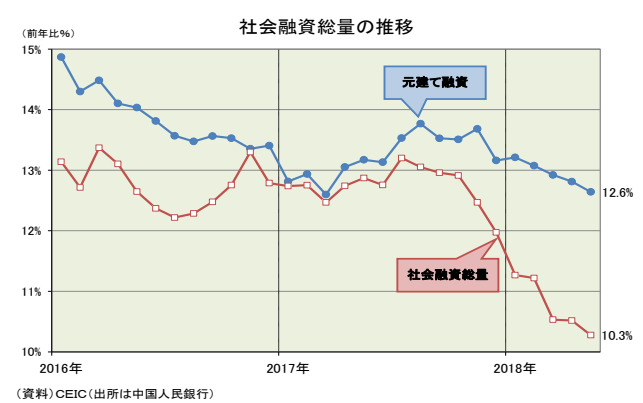
(資料) CEIC(出所は中国国家统计局)

(図表-12)



(資料) CEIC(出所は中国交通運輸部)  
 (注1) 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  
 (注2) 毎月(前年同月比)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

(図表-14)



(資料) CEIC(出所は中国人民銀行)



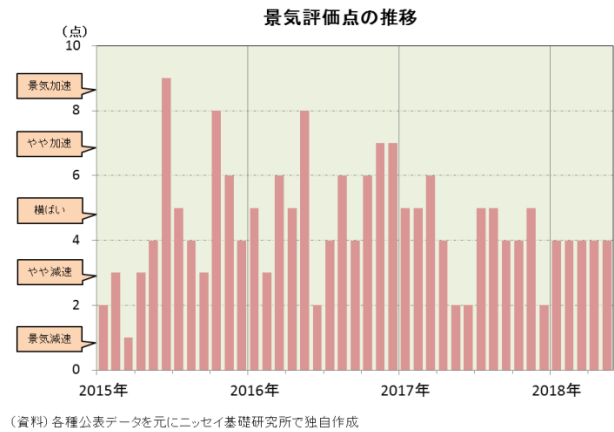
## 4. 総合指標

### 1 | 景気評価点

以上で概観した景気 10 指標を、それぞれ 3 カ月前と比べて上向きであれば“○”、下向きであれば“×”として一覧表にしたのが図表-16 である。需要面をみると、小売売上高が 3 カ月ぶりに“×”、固定資産投資は 3 カ月連続で“×”、輸出金額は 4 カ月ぶり“×”に転じており、需要面の景気指標は悪化した。一方、供給面をみると、工業生産は“○”と“×”が交互に訪れる一進一退だが、製造業 PMI が 2 カ月連続で“○”、非製造業 PMI は 4 カ月ぶりに“○”に転じ、供給面の景気指標は概ね良好である。また、電力消費量は“×”、道路貨物輸送量は“○”、工業生産者出荷価格“○”、通貨供給量は“×”と、強弱が入り混じるまちまちな状況にある。

以上を“○=1 点”、“×=0 点”として集計したものを筆者はこれを景気評価点と呼んでいる。評価に用いた景気指標は全部で 10 種あるので、景気が上向きか下向きかの分岐点は 5 点となる。この 5 月は 4 点で「横ばい」と「やや減速」の境目にある。図表-15 に示したように、景気評価点はここ 1 年「横ばい」と「減速」の間で推移しており、景気は一進一退を繰り返しながらも緩やかな減速過程にあると見られる。但し、米中貿易摩擦がさらに深刻化すれば、景気減速が「緩やか」でなくなる恐れもあるだけに、今後の動きを注視する必要がある。

(図表-15)



(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-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	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	工業生産者出荷価格		通貨供給量(M2)
	前月比 (季節値)	前月比 (季節値)	前年同月比 (季節値)	前月比 (季節値)	原数値	原数値	前年同月比	前年同月比	前月比		前年同月比
2017年1月	×	×	○	○	○	○	×	×	○	×	5
2017年2月	○	○	○	○	×	×	×	○	×	×	5
2017年3月	×	○	○	○	○	○	○	×	×	×	6
2017年4月	○	○	○	×	×	×	×	○	×	×	4
2017年5月	×	×	○	×	×	○	×	×	×	×	2
2017年6月	○	×	×	×	×	×	×	○	×	×	2
2017年7月	×	×	×	×	○	○	○	○	○	×	5
2017年8月	○	×	×	×	○	×	○	○	○	×	5
2017年9月	×	×	×	×	○	○	○	×	○	×	4
2017年10月	○	×	×	○	○	×	×	×	○	×	4
2017年11月	×	×	○	○	○	○	×	×	×	○	5
2017年12月	×	×	○	×	×	×	○	×	×	×	2
2018年1月	×	×	×	○	×	○	○	○	×	×	4
2018年2月	×	○	○	○	×	×	○	×	×	×	4
2018年3月	○	×	○	×	×	×	×	○	×	○	4
2018年4月	○	×	○	○	○	×	×	×	×	×	4
2018年5月	×	×	×	×	○	○	×	○	○	×	4

(資料) 各種公表データを用いてニッセイ基礎研究所で作成

(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通って実施している。

(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。