

Weekly  
エコノミスト・  
レター中国経済：景気指標の総点検  
(2019年春季号)

～景気の悪化は一旦止まった模様、経済成長の勢いは横ばいへ！

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

- 2018年の中国経済は、債務圧縮（デレバレッジ）による景気下押し圧力と、米中貿易摩擦による先行き不透明感の強まりを背景に、経済成長の勢いが鈍化することとなった。これを受けて、株価が下落し消費者マインドを冷やしたため、自動車販売は前年割れに落ち込んだ。しかし、19年に入り米中貿易協議が進展し始めると、株価は反発し逆資産効果が薄れるとともに、増値税引き下げなどで販売価格が下がり、自動車販売は持ち直す可能性が浮上した。
- 景気10指標を点検すると、需要面に関しては、固定資産投資が3ヵ月連続で“×”、輸出も4ヵ月連続で“×”と減速傾向が続いた一方、小売売上高は5ヵ月連続で“○”となり加速し始めている。供給面に関しては、工業生産は“○”と“×”が交互に生じ一進一退だが、製造業PMIは9ヵ月連続で“×”と減速が続いた一方、非製造業PMIは2ヵ月連続で“○”と加速の兆しがある。その他の4指標に関しては、電力消費量と道路貨物輸送量が“×”で、工業生産者出荷価格と通貨供給量が“○”と、加速・減速のいりまじった状況となっている。以上を“○=1点”、“×=0点”として集計した景気評価点は5点と、景気は“やや減速”から“横ばい”に戻ったに過ぎないが、景気の悪化は一旦止まった模様である（下左図）。
- 一方、「景気インデックス（工業生産、サービス業生産、製造業PMIの3つを合成加工したもので、月次の景気指標の動きを成長率に換算するとどの程度かを表示）」の推移をみると、17年前半まで概ね6%台後半で推移していた「景気インデックス」は、18年5月（6.83%）を直近ピークに低下し始め、11月には6.38%まで低下した。しかし、その後は6.3%台後半で推移しており、経済成長の勢いは「減速」から「横ばい」に移行している（下右図）。

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

景気インデックスの推移



(注) 景気インデックスは、工業生産、サービス業生産、製造業PMIを用いて筆者が合成加工した指数

# 1. 中国経済の概況

2018年の中国経済は、党大会後の債務圧縮（デレバレッジ）による景気下押し圧力と、米中貿易摩擦による先行き不透明感の強まりを背景に、経済成長の勢いが鈍化することとなった。

党大会を控えた2015年、中国は輸出の減少と株価の相次ぐ急落で、景気が失速しそうになっていた。そこで、中国政府はインフラ投資の加速や小型車減税の導入で景気テコ入れを図った。そして、16年後半には景気が持ち直し17年に開催された党大会を無事に迎えた。しかし、インフラ投資を加速させた背後では、債務が膨張

することとなった。そこで党大会後の17年冬、中国政府は「金融リスクの確実な防止・解消」に舵を切り、デレバレッジを進めたため、18年に入るとインフラ投資が急減速することとなった。それに追い打ちをかけたのが米中貿易摩擦だった。米中対立が激しさを増す中で、それまで好調だった「中国製造2025」関連の投資にも先行き不透明感が強まり、陰りが見え始めた。そして、1月21日に中国国家统计局が公表した18年第4四半期（10-12月期）の経済成長率は実質で前年比6.4%増と、第3四半期（7-9月期）の同6.5%増を下回り、3四半期連続の減速となった。なお、消費者物価は2%台前半で推移、18年の抑制目標「3%前後」を下回った（図表-1）。

米中貿易摩擦が激しさを増し、景気が悪化する中で、株価は18年1月をピークに下落に転じ、18年秋にはチャイナショック後の安値（2655.66）を割り込んだ。そして、株価の下落は消費者マインドを冷やし、自動車販売は前年割れに落ち込んだ。しかし、18年12月の米中首脳会談を経て、次官級協議から閣僚級協議へと貿易協議が進み始めると株価は反発、足元では3000ポイントの大台を回復した。自動車販売低迷の背景には、株価下落に伴う逆資産効果があっただけに好材料である。また、4月1日からの増値税（付加価値税）引き下げに加えて、米中貿易協議の進展で追加関税が取り消されれば、自動車の販売価格が下がり、販売量は持ち直す可能性がある（図表-2、3）

（図表-1）



（図表-2）



（図表-3）



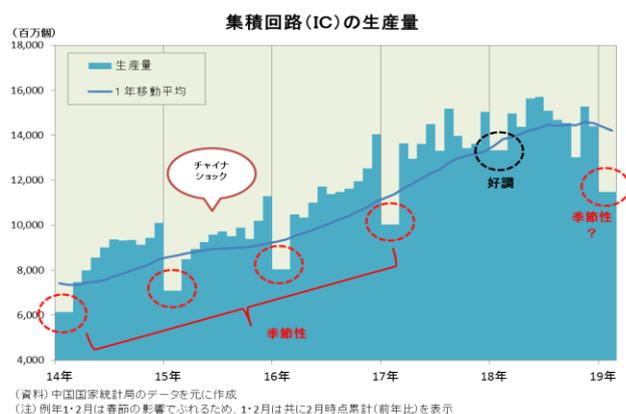
## 2. 景気 10 指標の点検

### 【生産面の 3 指標】

工業生産（実質付加価値ベース）の動きを確認すると、19年1-2月期は前年比5.3%増と18年10-12月期の同5.6%増（推定<sup>1</sup>）を0.3ポイント下回った。業種別に見ると、米中貿易戦争の激化により「中国製造2025」の先行きに不透明感が浮上し、戦略的新興産業の隆盛に水を差した一方、景気悪化を受けた中国政府の景気対策で、構造不況産業は持ち直した。構造不況業種では粗鋼が前年比9.2%増と高い伸びを示し、セメントも同0.5%増と2年連続の前年割れからプラスに転じた。一方、中国経済の新たな牽引役と期待される業種では、集積回路が前年比15.9%減、工業ロボットが同11.0%減、携帯電話が同12.3%減、自動車と同15.1%減と前年を大きく下回る生産に留まった。但し、例年1-2月期は春節連休の影響で落ち込むため（18年は好調で落ち込みは小さかった）、半導体（シリコン）サイクルの動きを見極めるには、3月の統計を待つ必要がある（図表-4）。

他方、PMIの動きを確認すると、製造業PMI（製造業購買担当者景気指数、中国国家统计局）は、1-2月期平均で49.35%と10-12月期平均（49.87%）を下回った一方、非製造業PMI（非製造業商務活動指数、中国国家统计局）は1-2月期平均で54.5%と10-12月期平均（53.7%）を上回った。したがって、製造業は不振だが、非製造業は堅調と見られる。なお、製造業PMIの詳細をみると、19年2月には同予想指数が56.2%へ上昇（1月は52.5%）したのに加え、新規受注も50.6%と3ヵ月ぶりに50%を上回っており、製造業は底打ちしたのかも知れない（図表-5）。

（図表-4）



（図表-5）



### 【需要面の 3 指標】

個人消費の代表指標である小売売上高の動きを確認すると、1-2月期は前年比8.2%増と18年10-12月期の同8.1%増（推定）からほぼ横ばいだった。内訳を見ると、日用品や化粧品は伸びを高めたものの、家電や家具の伸びが鈍化した。なお、米中貿易協議の進展を受けて株価は反転上昇したものの、自動車販売の不振は続いている（図表-3）。また、1-2月期の電子商取引（EC、商品とサービス）は、前年比13.6%増とその勢いは鈍ったものの、BAT（百度、阿里巴巴、騰訊）な

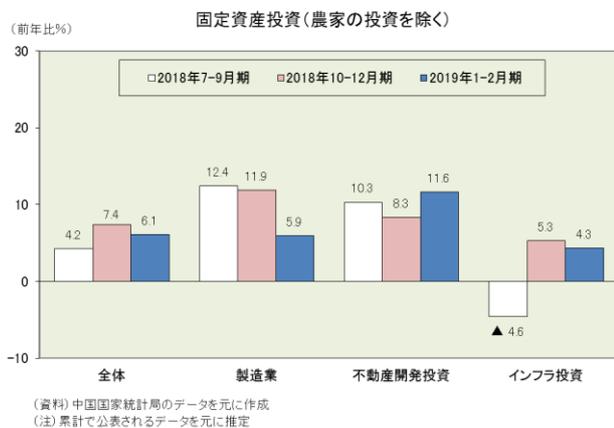
<sup>1</sup> 中国では、統計方法の改定時に新基準で計測した過去の数値を公表しない場合が多く、また1月からの年度累計で公表される統計も多い。本稿では、四半期毎の伸びを見るためなどの目的で、中国国家统计局などが公表したデータを元に推定した数値を掲載している。またその場合には“(推定)”と付して公表された数値と区別している。

ドプラットフォームが新たな消費を生み出す流れを背景に、全体を上回る2桁増を維持した。

次に、投資の代表指標である固定資産投資（除く農家の投資）の動きを確認すると、1-2月期は前年比6.1%増と前期（10-12月期）の同7.4%増（推定）を下回った。内訳を見ると、不動産開発投資は前年比11.6%増と前期の同8.3%増（推定）を上回ったものの、製造業が同5.9%増と前期の同11.9%増（推定）を下回り、インフラ投資も同4.3%増と前期の伸びをやや下回った（図表-6）。

一方、もうひとつの経済の柱である輸出（ドルベース）の動きを確認すると、1-2月期は前年比4.6%減と18年10-12月期の同3.9%増からマイナスに転じた。輸出先行指標となる新規輸出受注は9ヵ月連続で50%を割り込んでおり、また昨年は米国が中国製品に制裁関税を課したことを背景に、関税引き上げ前の駆け込み需要が中国の輸出を押し上げていた面があり、19年はその反動減も加わってくるだろう。輸出の先行きは楽観できない状況となっている（図表-7）。

（図表-6）



（図表-7）



### 【その他の重要な4指標】

電力消費量の動きをみると、1-2月期は前年比4.5%増と10-12月期の同7.3%増（推定）を2.8ポイント下回った。特に工業部門が同1.0%増と低い伸びに留まった。また、貨物輸送量は前年比4.6%増と10-12月期の同7.4%増（推定）を下回った。輸送手段別にみると、水路貨物は同7.8%増と高い伸びを示したものの、鉄道貨物、道路貨物、航空貨物が前期の伸びを下回った。また、工業生産者出荷価格の動きをみると、ここもと18年6月の前年比4.7%上昇をピークに低下傾向が続いており、19年2月は前年比0.1%上昇に留まった。内訳をみると、生産財は同0.1%下落となったが、消費財は同0.8%上昇と小幅ながら上昇している。他方、金融面の代表指標である通貨供給量（M2）を見ると、19年2月は前年比8.0%増と低い伸びが続いた。但し、中国人民銀行が預金準備率を引き下げるなど金融を緩和気味に調整したことを受けて、社会融資総量は18年12月の前年比9.8%増をボトムにやや伸びを高め、19年2月は同10.1%増となった（図表-8）。

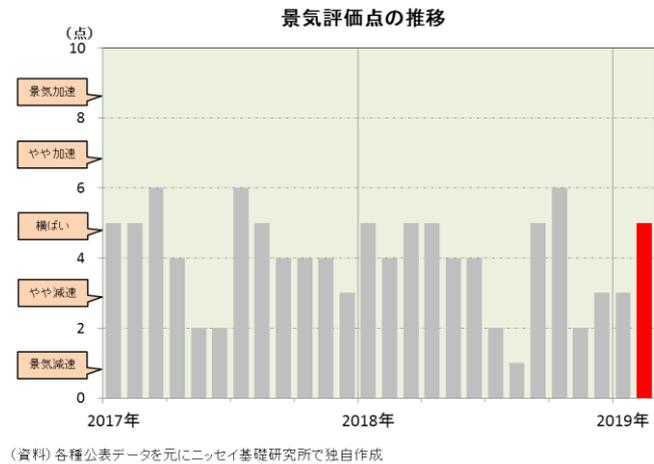
（図表-8）



**【景気評価点は 景気悪化が一旦止まったことを示唆】**

以上で概観した景気 10 指標を、それぞれ 3 ヶ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-10 である。需要面をみると、固定資産投資が 3 ヶ月連続で“×”、輸出も 4 ヶ月連続で“×”と、減速傾向が続いた一方、小売売上高は 5 ヶ月連続で“○”となり加速し始めている。供給面をみると、工業生産は“○”と“×”が交互に生じ一進一退だが、製造業 PMI は 9 ヶ月連続で“×”と減速が続いた一方、非製造業 PMI は 2 ヶ月連続で“○”となり加速し始めた可能性がある。その他の景気指標をみると、電力消費量と道路貨物輸送量が“×”で、工業生産者出荷価格と通貨供給量が“○”と、加速・減速のいりまじった状況となっている。

以上を“○=1 点”、“×=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。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。19 年 2 月はその景気評価点が 5 点となり、景気の悪化が一旦止まったことを示唆している (図表-9)。但し、“やや減速”から“横ばい”に戻ったに過ぎず、今後“加速”領域に入るか、それとも“減速”領域に戻るかを示唆するものではない。



(図表-10)

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	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	○	×	×	×	○	○	○	○	○	×	6
2017年8月	○	×	×	×	○	×	○	○	○	×	5
2017年9月	×	×	×	×	○	○	○	×	○	×	4
2017年10月	○	×	×	○	○	×	×	×	○	×	4
2017年11月	×	×	×	×	○	○	×	×	×	○	4
2017年12月	×	○	○	×	×	×	○	×	×	×	3
2018年1月	×	○	×	○	×	○	○	○	×	×	5
2018年2月	×	○	○	○	×	×	○	×	×	×	4
2018年3月	○	○	○	×	×	×	×	○	×	○	5
2018年4月	○	○	○	○	○	×	×	×	×	×	5
2018年5月	×	×	×	×	○	○	×	×	×	×	4
2018年6月	×	×	×	○	×	○	○	×	○	×	4
2018年7月	×	×	×	×	×	×	×	×	○	○	2
2018年8月	○	×	×	×	×	×	×	×	×	×	1
2018年9月	×	×	○	○	×	×	×	○	○	○	5
2018年10月	○	○	○	○	×	×	×	○	○	×	6
2018年11月	○	○	×	×	×	×	×	×	×	×	2
2018年12月	○	×	×	×	×	×	○	×	×	×	3
2019年1月	○	×	×	×	×	○	×	×	×	○	3
2019年2月	○	×	×	○	×	○	×	×	○	○	5

(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

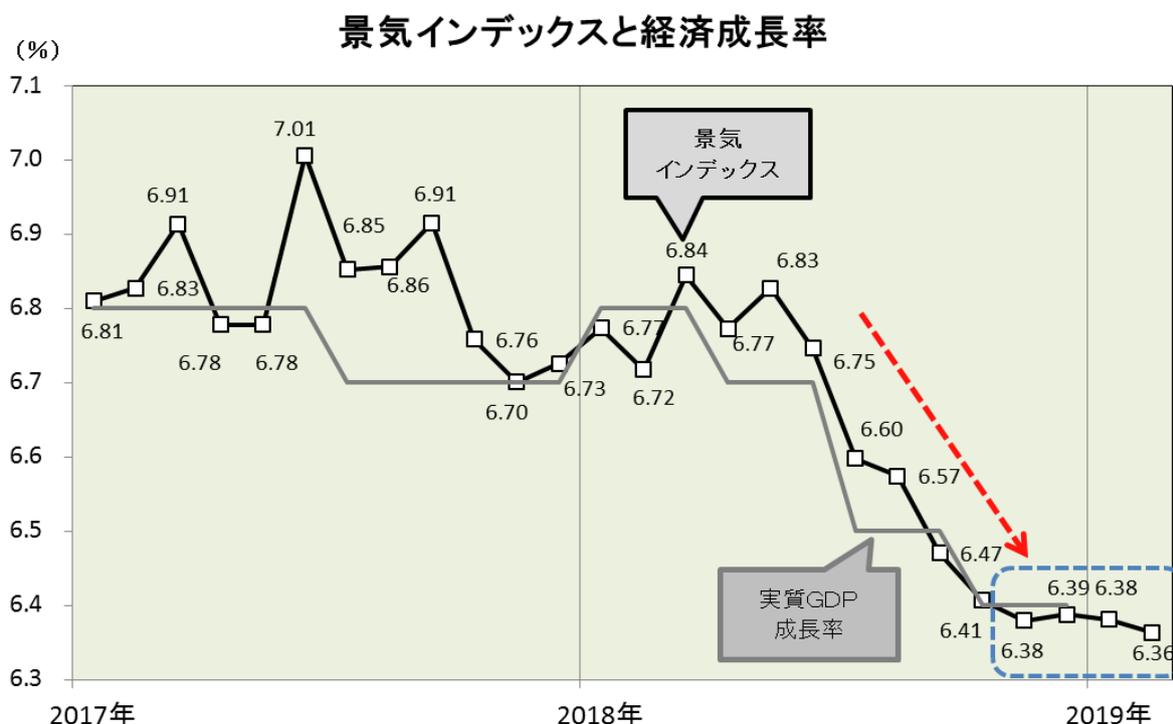
(注) 景気評価点の計算方法については2015年3月に以下2点を改定した。第1点目は輸出金額で、改定前は「前月比(季節調整後)」を使用していたが、データ公表時期が不安定になってきたことから「前年同月比(季節調整後)」に変更した。第2点目は貨物輸送量で、改定前は「鉄道」を使用していたが、データ公表時期が不安定になってきたことやエネルギー改革の影響が大き過ぎると判断したことなどから「道路」に変更した。以上の変更は過去に遡って実施している。

### 3. 「景気インデックス」は 4 ヶ月連続で横ばい！

最後に、中国経済に関する「景気インデックス」を紹介したいと思う。かねがね読者の皆様からは、「中国経済の動向をひと目で分かるような指標は無いのか？」とのご質問を受けることが多かった。しかし、それに自信を持って紹介できるような指標はなかなか見出せなかった。そこで、そうしたご要望に少しでもお応えしようと微力ながらも開発したのが、この「景気インデックス」である。「景気インデックス」は、工業生産、サービス業生産、製造業PMIの3つを合成加工したもので、「月次の景気指標の動きを経済成長率に換算するとどの程度か」を表示する形式を採用している。

ちなみに、その推計結果と経済成長率の関係をみると（図表-11）、17年前半まで概ね6%台後半で推移していた「景気インデックス」が、18年5月の6.83%を直近ピークとして低下し始め、11月には6.38%まで低下した。しかし、その後は6.3%台後半で小動きとなっており、ここもと中国の景気悪化には歯止めがかかり、経済成長の勢いは「減速」から「横ばい」に移行したと見られる。なお、「景気インデックス」をアトリビューション分析すると、工業生産と製造業PMIは依然として低下傾向を続けているものの、サービス業生産が持ち直したことで、経済成長の勢いが「減速」から「横ばい」に移行することとなった。

（図表-11）



（注）景気インデックスは、工業生産、サービス業生産、製造業PMIを用いて筆者が合成加工した指数

（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はありません。