

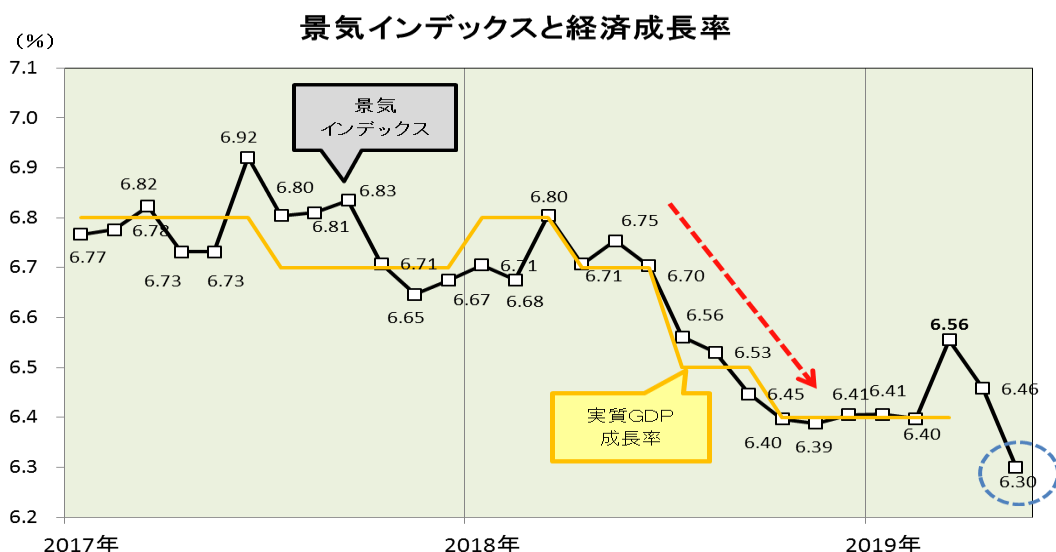
中国経済：景気指標の総点検 (2019年夏季号)

～5月の景気インデックスは6.30%と再び減速！

経済研究部 上席研究員 三尾 幸吉郎

(03)3512-1834 mio@nli-research.co.jp

1. 中国経済は昨年来の減速に歯止めが掛かった。19年1-3月期の経済成長率は実質で前年比6.4%増と前四半期(同6.4%増)と同率に留まり、1年ぶりに横ばいとなった。18年には債務圧縮(デレバレッジ)と米中対立により経済成長の勢いは鈍化したが、19年に入り景気対策が効果を発揮し始めたため、減速に歯止めが掛かった。但し、5月に米中貿易協議が暗礁に乗り上げ、先行き不透明感が強まったため、中国経済は再び減速する恐れがでてきた。
2. 景気10指標を点検すると、需要面では、消費と輸出は減速したあと底ばい状態にあり、投資に関しては製造業では前年割れに落ち込むなど失速状態だが、インフラ投資などの底支えにより全体の失速を免れている。供給面をみると、製造業では失速の恐れが依然くすぶるものの、非製造業は堅調を維持している。金融面をみると、社会融資総量が緩やかに伸びを高め、今後は金融面から実体経済を支援して、景気をテコ入れする可能性もある。
3. 「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、18年3月(6.80%)を直近ピークに減速し始め、18年10月に6.4%まで低下した後は横ばいで低迷することとなった。景気対策を背景に19年3月には一時6.56%まで上昇したものの長続きせず、5月には6.30%と18年11月の6.39%を下回り、再び減速し始めている(下図)。



(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

中国経済は昨年来の減速に歯止めが掛かった。19年1-3月期の成長率は実質で前年比6.4%増と前四半期（同6.4%増）と同率に留まり、1年ぶりに横ばいとなった（図表-1）。

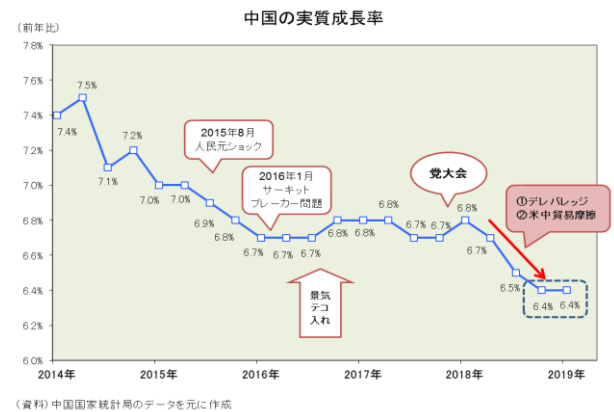
18年に中国経済が減速した要因のひとつに債務圧縮（デレバレッジ）がある。中国政府がデレバレッジに舵を切ったのは、17年の党大会後に開催された中央経済工作会議でのことで、2020年までの中期的な目標とされている。中国の非金融企業が抱える債務残高はGDP比約150%とG20諸国

で最大、このまま放置すれば将来に大きな禍根を残すと考えたからだ。債務が拡大した発端はリーマンショック後の4兆元の景気対策にあるが、15年に株価が急落した時の景気対策でも債務が上乘せされた。そして、中国政府がデレバレッジを推進した18年、インフラ投資は急減速し、15年10月に導入された小型車減税が17年末で期限切れとなったことも自動車販売の足かせとなった。しかし、19年に入ると、18年12月の中央経済工作会議で打ち出された景気対策が徐々に効果を発揮し始め、インフラ投資はボトムアウトすることとなった。

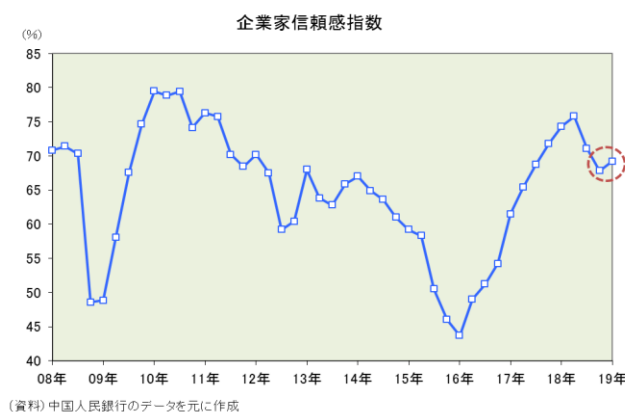
景気を悪化させたもうひとつの要因に米中対立がある。中国の将来を担う「中国製造2025」関連産業で不透明感が強まり、製造業の投資がピークアウトした。また、「産業のコメ」と言われる集積回路（IC）にも悪影響を及ぼし、データセンター建設ラッシュは沈静化、中国における仮想通貨バブル崩壊でマイニング需要の落ち込みや次世代通信規格（5G）への移行期に差し掛かったスマホの買い控えも重なり、ITサイクルはピークアウトした。19年に入り米中合意の期待が高まったため、一旦は企業マインドが改善した（図表-2）。但し、5月になると関税引き上げが再開、米商務省がファーウェイを「エンティティ・リスト」に加えるなど、再び先行き不透明感が強まってきた。

一方、19年1-5月期の消費者物価は前年比+2.2%、食品・エネルギーを除くコア部分では同+1.8%となり、抑制目標「3%前後」を下回っている。5月には家畜伝染病「アフリカ豚コレラ」の蔓延で、豚肉価格が前年比で18.2%上昇したが、食品以外は今のところ安定している（図表-3）。

(図表-1)



(図表-2)



(図表-3)



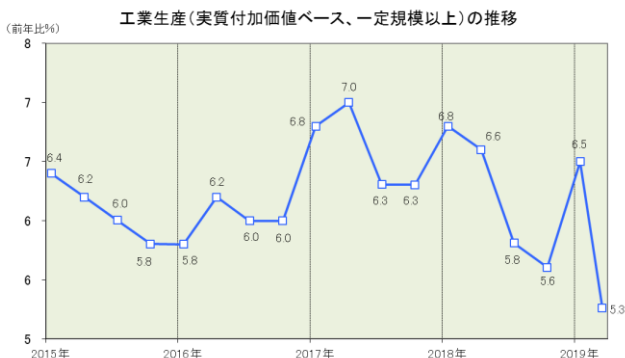
2. 景気 10 指標の点検

【供給面の 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4-5月期は前年比5.3%増（推定¹）と、1-3月期の同6.5%増を1.2ポイント下回った（図表-4）。業種別に見ると、製造業が1-3月期の前年比7.2%増から4-5月期には同5.2%増（推定）へ鈍化している。鉄精錬加工やコンピュータ・通信・その他電子設備は伸びを高めたものの、自動車や紡績がマイナスに落ち込み、化学原料・化学製品、電気機械・器材、鉄道・船舶・航空宇宙・他運輸設備も減速した。なお、鉱業と電力エネルギー生産供給はやや伸びを高めている（図表-5）。

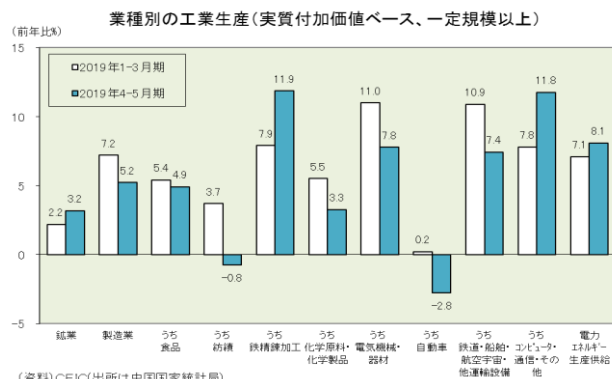
一方、PMIの動きを確認すると、製造業PMI（製造業購買担当者景気指数、中国国家統計局）は（図表-6）、3月には50.5%に回復したものの、その後は4月が50.1%、5月が49.4%と2ヵ月連続で低下し、5月には新規受注が50%割れとなり、予想指数も54.5%へ低下したため、製造業の先行きは楽観できない。他方、非製造業PMI（非製造業商務活動指数、中国国家統計局）は（図表-7）、5月も54.3%と拡張・収縮の境界線となる50%を大幅に上回る水準を維持しており、5月の予想指数も60.2%と高水準を維持したため、非製造業の堅調はしばらく続くと思われる。

（図表-4）



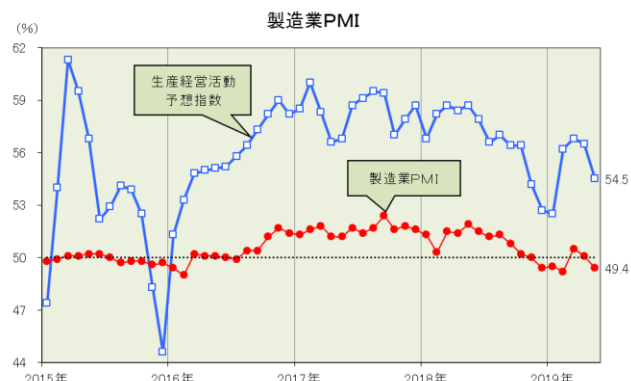
（資料）CEIC（出所は中国国家統計局）
 （注1）一定規模以上とは本業の年間売上高2000万元以上の工業企業
 （注2）年度累計で公表されるデータを元にニッセイ基礎研究所で一部推計。19年第2四半期の値は4-5月期

（図表-5）



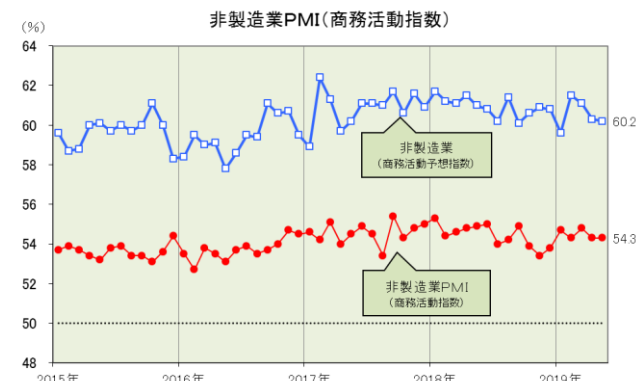
（資料）CEIC（出所は中国国家統計局）
 （注1）一定規模以上とは本業の年間売上高2000万元以上の工業企業
 （注2）累計で公表されるデータを元にニッセイ基礎研究所で一部推計

（図表-6）



（資料）中国国家統計局のデータを元に作成

（図表-7）



（資料）中国国家統計局のデータを元に作成

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、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。

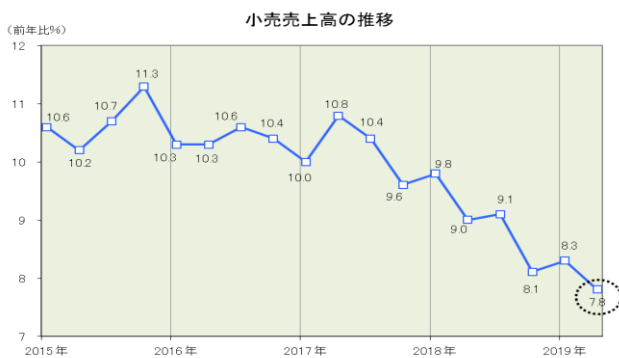
【需要面の3指標】

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、4-5月期は前年比7.8%増（推定）と1-3月期の同8.3%増を0.5ポイント下回った（図表-8）。一定規模以上の統計で内訳を見ると、化粧品は伸びを高めたものの、飲食、衣類、日用品、家電などの伸びが鈍化した。なお、1-5月期の電子商取引（EC、商品とサービス）は、前年比17.8%増とその勢いはやや鈍ってきたものの、BAT（百度、阿里巴巴、騰訊）などプラットフォーマーが新たな消費を生み出す流れを背景に、全体を上回る高い伸びを維持している。今後は、調査失業率の上昇や株価反落が足かせとなるため、多くは期待できないものの、消費者信頼感指数や住宅価格が堅調なため失速する恐れは小さい。

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、4-5月期は前年比4.6%増（推定）と1-3月期の同6.3%増を1.7ポイント下回った（図表-9）。投資の3大セクター別に見ると（図表-10）、製造業の投資は前年比0.1%減（推定）と失速しており、米中対立の悪影響が顕在化してきている。他方で、不動産開発投資は同10.3%増（推定）と1-3月期に続き高い伸びを維持、インフラ投資も同3.4%増（推定）と債務圧縮（デレバレッジ）で前年割れとなった18年7-9月期をボトムに持ち直しつつある。今後も米中対立の悪影響が続くと見込まれるため、製造業の投資の先行きは楽観できないものの、1-3月期に地方政府債を増発した影響でインフラ投資が増えると見込まれるため、投資全体の底割れは回避できると見ている。

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（図表-11）、4-5月期は前年比0.8%減と1-3月期の同1.3%増からマイナスに転じた。先行指標となる新規輸出受注は12ヵ月連続で50%を割り込んでおり、輸出の先行きは引き続き楽観できない状況にある。

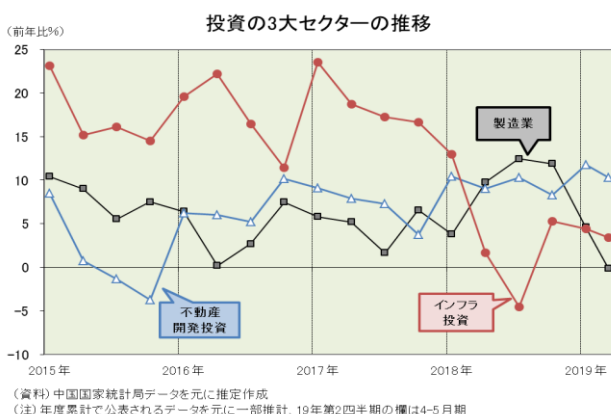
（図表-8）



（図表-9）



（図表-10）



（図表-11）

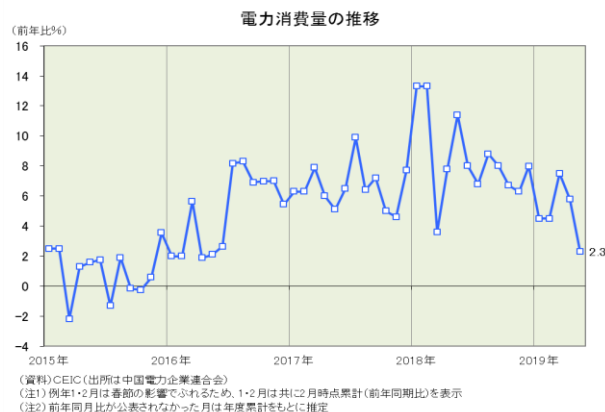


【その他の4指標と景気の総括】

以上で概観した供給面3指標と需要面3指標に、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)を加えた景気10指標を、それぞれ3ヵ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-12である。

需要面をみると、小売売上高は“○”と“×” (図表-13)

が入り混じり底ばい、輸出は2月までは減速感が強かったものの、3月には“○”に転じその後は底ばい、固定資産投資は3月に一時的に“○”となったものの減速に歯止めが掛かっていない。供給面をみると、工業生産は3月までは持ち直し基調だったが再び陰りが見え始めており、3ヵ月連続で“○”となった製造業PMIも、6月には比較対象となる3月の水準が高いため“×”に転じる可能性が高い。電力消費量を見ても5月は前年比2.3%増と2月(3ヵ月前)の同4.5%増を下回



り“×”となった(図表-13)。製造業を中心とする工業部門の不振を裏付けている。但し、工業生産者出荷価格は5月に前月比0.2%上昇と2月(3ヵ月前)の同0.1%下落を上回っており、今のところデフレ圧力は大きくない。他方、非製造業PMIは2ヵ月連続の“×”となったものの、前述の通り50%を大きく上回る水準にあり、予想指数も好調なため、しばらくは堅調を維持できそうだ。

一方、金融面の代表指標である通貨供給量(M2)をみると、5月は前年比8.5%増と2月(3ヵ月前)の同8.0%増を上回る“○”で、5ヵ月連続の“○”となった。融資面から見ても、社会融資総量残高は5月に前年比10.6%増と、18年12月の同9.8%増をボトムに緩やかに伸びを高めているため、今後は金融面から実体経済を支援して、景気をテコ入れする可能性がでてきている。

(図表-12)

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	○	×	○	×	×	×	×	×	×	○	4
2018年4月	○	×	○	×	×	×	×	×	×	×	4
2018年5月	×	×	×	×	○	○	×	○	○	×	4
2018年6月	×	×	×	×	×	○	○	×	○	×	4
2018年7月	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	4
2018年8月	○	×	×	×	×	×	×	×	×	×	2
2018年9月	×	○	○	○	×	×	×	○	○	×	2
2018年10月	○	○	○	○	×	×	×	○	○	○	6
2018年11月	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	6
2018年12月	×	×	×	○	×	×	×	×	×	×	0
2019年1月	×	×	×	○	×	○	×	×	×	○	1
2019年2月	×	×	×	○	×	○	×	×	○	○	4
2019年3月	○	○	○	○	○	○	×	○	○	○	4
2019年4月	×	×	×	×	×	×	×	×	○	○	9
2019年5月	○	×	○	×	○	×	×	?	○	○	4
2019年5月	○	×	○	×	○	×	×	?	○	○	?

(資料) 各種公表データを用いて筆者作成

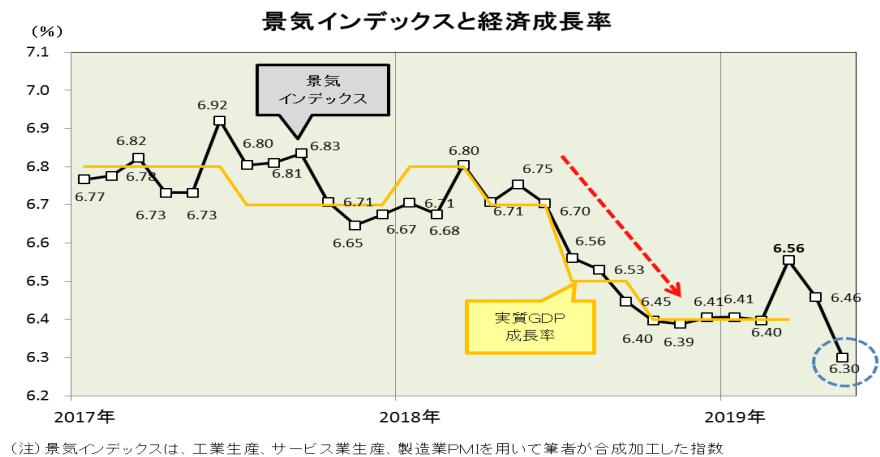
(注) 景気評価点の計算方法については2015年3月に以下2点を改定した。第1点目は輸出金額で、改定前は「前月比(季節調整後)」を使用していたが、データ公表時期が不安定になってきたことから「前年同月比(季節調整後)」に変更した。第2点目は貨物輸送量で、改定前は「鉄道」を使用していたが、データ公表時期が不安定になってきたことやエネルギー改革の影響が大き過ぎると判断したことなどから「道路」に変更した。以上の変更は過去に遡って実施している。

3. 5月の景気インデックスは6.30%と再び減速！

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。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。

その推移をみると（図表（図表-14）

-14)、18年3月の6.80%を直近ピークに減速し始め、18年10月に6.4%まで低下した後は横ばいで低迷することとなった。景気対策を背景に19年3月には一時6.56%まで上昇したものの長続きせず、5月には6.30%と18年11月の6.39%を下回り、再び減速し始めた。

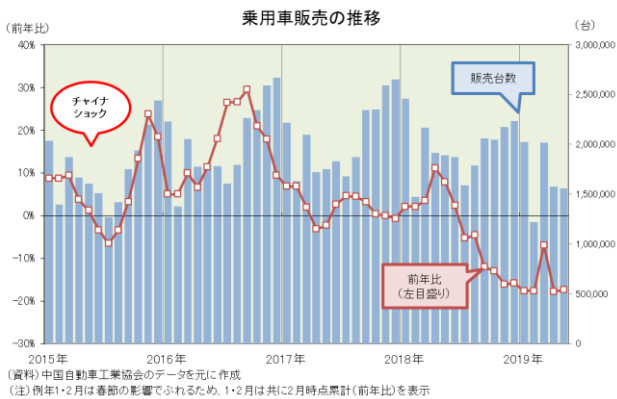


(注) 景気インデックスは、工業生産、サービス業生産、製造業PMIを用いて筆者が合成加工した指数

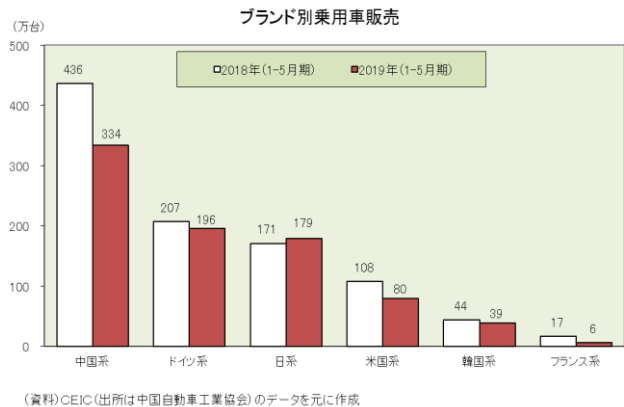
【コラム】中国の乗用車販売不振と日系自動車

中国では乗用車販売の不振が続いている（図表-15）。19年1-5月期は約840万台で前年比15.2%減に留まった。但し、ブランド別に見ると（図表-16）、日系ブランドは約179万台で前年比4.4%増と好調である。19年7月から導入される環境規制（国6）の影響や日中関係の改善が背景にあると見られる。日系自動車メーカーへの悪影響は、今のところ相対的に小さいといえそうだ。

(図表-15)



(図表-16)



(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。