

中国の成長予測と景気指数を巡る試論

—早期予測と的確な景気把握手法の提案—



MITSUI & CO.
GLOBAL STRATEGIC
STUDIES INSTITUTE

三井物産戦略研究所
国際情報部 中国・東アジア室
花垣 貴司

Summary

- 中国は各経済指標の動きがまだら模様であり、ビジネスパーソン^{かいり}の景気実感との乖離も目立ち、総合的な評価が難しい。本稿は、①自前の時系列モデルにより成長率予測を早期に行う方法を示すとともに、②足元の景気をよりの確に捉えるため、景気実感との乖離の小さい景気動向指数を提案する。
- ②の一例である製造業PMIの加工指数の示唆によれば、過剰生産がGDPを押し上げているものの、内需停滞により受注が増えない中での過当競争・値下げ販売の継続が、企業の厳しい景況感につながっている。
- 主要月次指標（生産・輸出の加速、小売の減速、投資の大幅な減少）の合成指数は、2025年3月をピークに低下が続いており、中国経済は2025年後半に景気後退局面入りした可能性が高い。

1. GDP成長率予測：時系列モデルの活用による利便性の向上

1-1. 注目される中国の成長率と国際機関の予測

世界2位の経済大国である中国のGDP成長率は、発表前に多くの関心を集める。2026年1月19日の中国国家統計局の発表によれば、実質GDP成長率¹は3四半期連続で鈍化したものの、通年の成長率目標は達成された（1～3月前年同期比5.4%、4～6月5.2%、7～9月4.8%、10～12月4.5%、通年5.0%）。同日夜、IMFは世界経済見通しの改定値を発表し、中国の予測値は前回予測（2025年10月）から大幅な上方修正となった²。当然ながらこの予測値には同日に発表された国家統計局のデータは反映されていない³。このように、数カ月一度しか更新されない国際機関の予測値は、やや利便性に欠ける点は否めない。

本項では、自前のコンパクトな時系列モデルにより、一足早く月次ベースで成長率予測を更新する手法を紹介する。なお、本稿で扱う統計処理やモデル予測の手法は、他国の経済にも一般に適用/応用可能であり、中国以外の経済に関心の高い読者にも一定の示唆があることを期待する。

1-2. 月次指標を活用した時系列モデルによる予測

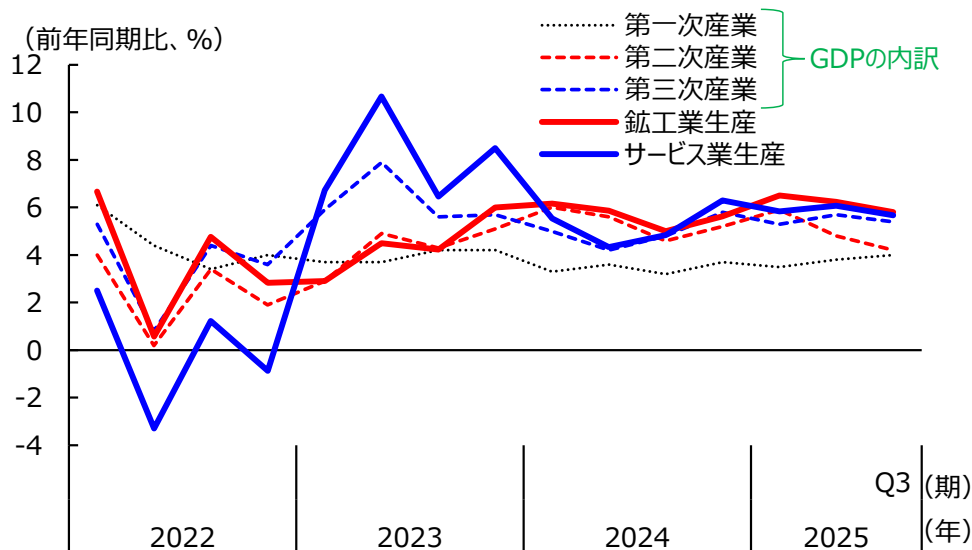
¹ 本稿では、名目値と断りのない限り、「GDP」、「成長率」、「GDP成長率」は実質値を指す。

² 2025年10～12月期の予測値は4.4%（前回予測3.7%）、2025年は5.0%（同4.8%）、2026年は4.5%（同4.2%）。

³ 通常、国際機関の予測値のデータのカットオフは数週間前に行われる。

中国では、毎月中旬に、月次の生産統計（鉱工業、サービス業）の実質伸び率（前年同月比）が公表される。GDPの内訳のうち、第二次産業は鉱工業生産、第三次産業はサービス業生産と連動性が高い（図表1）。名目GDPに占めるシェアは第二次産業と第三次産業の合計で93%に達する（2024年）⁴。このため、月次の生産統計の伸び率を加重平均すれば、直近の過去の四半期⁵のGDP成長率はおおむね正確に予測できる。

（図表1）中国の生産とGDP内訳の連動性



（出所）中国国家統計局から三井物産戦略研究所作成

（備考）鉱工業生産とサービス業生産は、前年同月比を四半期化した値
第一次～第三次産業は、四半期GDPの内訳

さらに、生産統計と相関性が高く、かつ生産統計よりも早く発表される複数の指標を用いて、生産統計の伸び率の予測値を生成⁶できれば、これらに基づき第二次産業、第三次産業の伸び率を試算・統合することで、先々のGDP成長率の予測値の作成が可能になる。

一例として、2026年1月上旬時点で、鉱工業生産・サービス業生産に相関性の高い指標群⁷を用いて生産統計の予測値を作成し、これらを統合してGDPの予測値を作成すると、2025年10～12月期は4.6%、2025年は5.0%、2026年は4.6%となった（図表2）。これは、2026年1月上旬時点で利用可能であったIMF見通し（2025年10～12月期3.7%、2025年4.8%）よりも、後日発表された実績値（2025年10～12月期4.5%、2025年5.0%）に近く、またIMF改定見通し（2025年10～12月期4.4%、2025年5.0%、2026年4.5%）とほぼ同じ値となった。

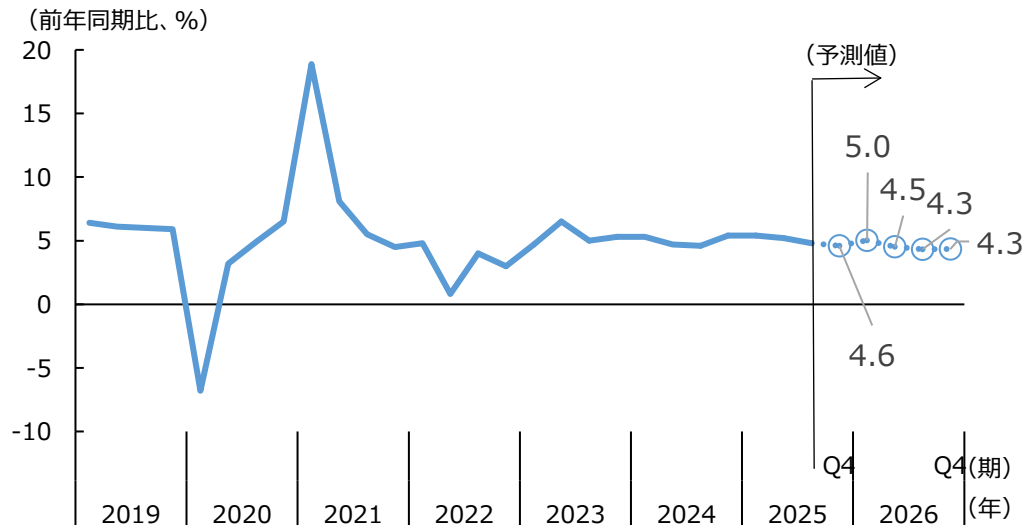
⁴ 残る第一次産業は、GDPに占める比率が低く、伸び率の変動も限定的である。

⁵ 例えば、2026年1月上旬時点における、2025年10～12月期。GDPは未発表だが、10、11月分の生産統計は公表済み。

⁶ こうした一連の指標群の関係性を一斉に活用し、予測値を機械的に生成する手法は、時系列モデルのうち「ベクトル自己回帰モデル」と呼ばれ、利便性が高い。

⁷ 鉱工業生産の予測に用いた指標は、自動車販売台数、新規輸出受注PMI、生産者物価、上海総合指数、人民元対ドルレート。サービス業生産の予測に用いた指標は、サービス業PMI、消費者物価、住宅価格。

(図表2) 中国のGDP成長率の予測値の一例



(出所) 中国国家統計局から三井物産戦略研究所作成、予測値は筆者推計

(備考1) 鉱工業生産の予測に用いた指標は、自動車販売台数、新規輸出受注PMI、生産者物価、上海総合指数、人民元対ドルレート

(備考2) サービス業生産の予測に用いた指標は、サービス業PMI、消費者物価、住宅価格

(備考3) 予測値の計算には、統計ソフトgretlを用いた。時系列モデルは、誤差修正型ベクトル自己回帰モデル (VECM) とし、ラグ次数は1次、回帰は定数項・季節変動を含む設定とした

1-3. 自前で成長率予測を作成することの意義

このように自前で成長率予測を作成することのメリットとしては、(1) 外部機関の予測値の発表タイミングを待たずに、新たな材料を踏まえて予測値を随時更新できること、(2) 外部機関の予測では説明が不足しがちな、どのような材料を踏まえた結果、どの程度予測値が変化するのかに関する理解がはかどること、等が挙げられる。

2. 中国のGDP成長率と景気実感の乖離は解消できるか：製造業PMIを加工した景気指数からの示唆

2-1. 中国のGDP成長率と景気実感との乖離

前述のとおり、中国の実質GDP成長率は、鈍化が続くものの4%台半ばの比較的高い水準を保っており、より景気実感に近いとされる名目成長率も4%弱と堅調を維持している⁸。それにもかかわらず、中国のビジネスパーソンの景気実感は、多少の地域差はありつつも総じて低調であり⁹、製造業の景況感指数 (PMI) も50弱が続き、堅調な成長率との乖離が続いている¹⁰。本項では、既存の景況感指数の加工により、景気実感に近い指数の作成を試みる¹¹。

⁸ 2025年の名目GDP成長率は、1～3月前年同期比4.6%、4～6月3.9%、7～9月3.7%、10～12月3.8%、通年4.0%。

⁹ 2025年9～10月に筆者が中国各地のビジネスパーソンに対して行ったヒアリングでは、「肌感覚の景況感は総じて厳しい」、「消費はコストパフォーマンス重視の傾向が強まっている」、といった声が多く聞かれた。

¹⁰ 中国より低成長で2025年の実質GDP成長率が2%だった米国の製造業PMIは約53、また同6%だったインドは約60。

¹¹ 中国にはサービス業・建築業を対象とする非製造業PMIもあるが、本項では製造業PMIを用いて過剰生産に焦点を当てる。

2-2. 製造業PMIの加工指数による景気実感の可視化

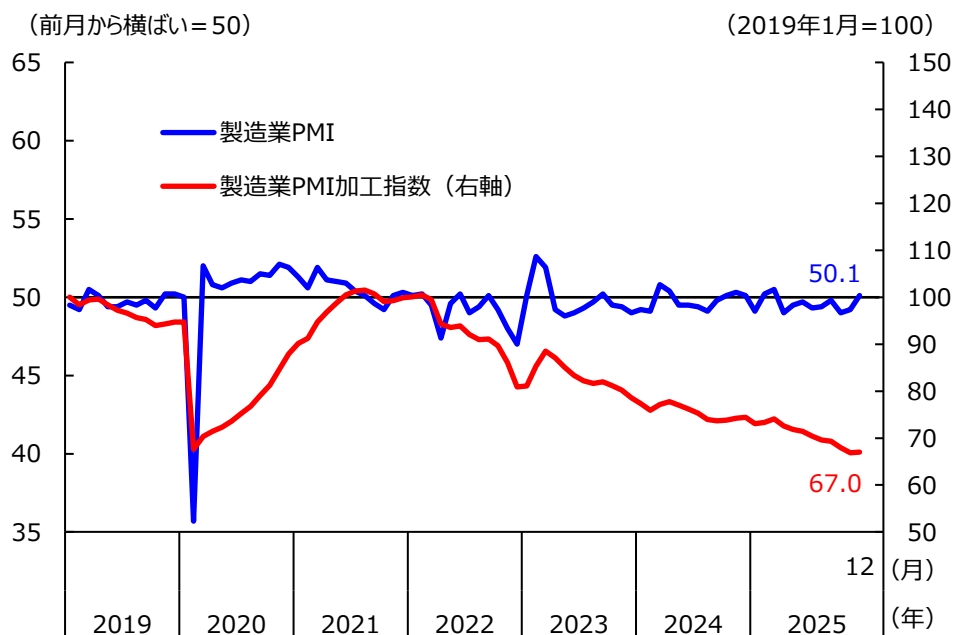
中国国家統計局の製造業PMIは、約3,200社を調査対象とし、生産や受注等の個別項目について、前月と比べ増加/横ばい/減少の三択のアンケート調査を行い、集計結果を毎月末に発表する。個別項目を加重平均したPMIは、50を分岐点として、上回れば景気の改善、下回れば悪化を示す。

ただし、この発表形態では、前月からの改善/悪化の方向感の示唆にとどまり、景況感の長期的な変化が見えない。仮にPMIが49であると、景況感のわずかな悪化という印象であるが、50を下回る値が長期間続いている場合には、既に低水準であった前月からのさらなる悪化であるため、より深刻に捉える必要がある。

こうした景況感の継続的な変化を捉えるための加工法を提案する。仮に100社を対象とするPMIが、1月に50（景況感の改善50社、悪化50社）、2月に49（改善49社、悪化51社）となったとする。景況感が改善した企業は、1月から2月にかけて2%減少しているため、1月の加工指数を100と設定すれば、2月の加工指数は98となる。12月までPMIが49であると、2%ずつの減少が11カ月続き、12月の加工指数は80.1となる。

上記手法を実際の値に適用すると、2025年の中国の製造業PMIは、50を下回る状況が長期化しているため、加工指数は大きく低下している（図表3）。

（図表3）中国の製造業PMIと加工指数



（出所）中国国家統計局から三井物産戦略研究所作成

（備考1）PMIは、調査対象企業の景況感について、「前月から改善」と回答した企業の比率を表す。「前月から横ばい」との回答は、半数を「改善」、半数を「悪化」とみなして計算される。50を上回れば改善、下回れば悪化と評価される

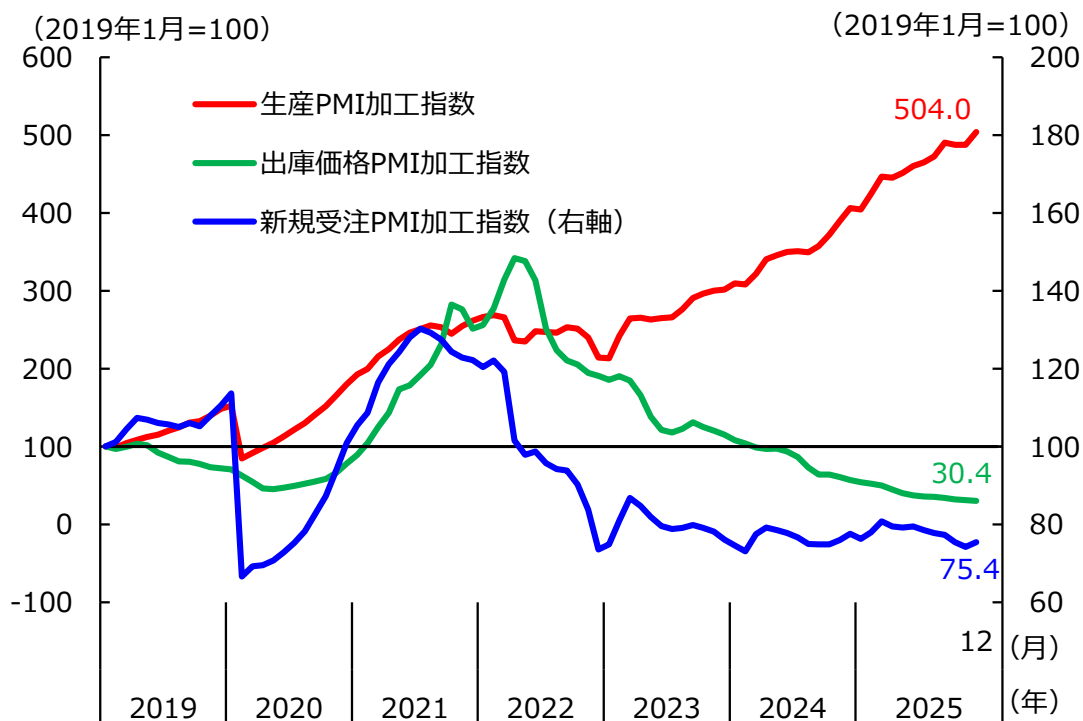
（備考2）PMI加工指数は、2019年1月を起点（100）として、次月以降のPMIの、「前月から改善」との回答の減少率を乗じたもの

仮に2019年1月のPMIが50、2月が49であった場合、「前月から改善」との回答比率は2%減であることから、PMI加工指数は1月100、2月98となる

（備考3）加工指数は、景況感の累積的な変化を表しており、景気の水準そのものとは必ずしも一致しない点に留意が必要

個別項目にも同様の手法を適用すると、生産は大幅に増加しているが、新規受注は低水準で停滞し、在庫価格は大幅に下落している（図表4）。これらの値からは、以下を読み取ることができる：（1）中国では過剰生産が続いており、生産実態を表すGDP成長率の堅調な推移と整合的である。（2）一方で、内需停滞により受注が増えない中での過当競争・値下げ販売（内巻式競争）にまだ改善がみられていないことが、GDP成長率と乖離した企業の厳しい景況感につながっている。

(図表4) 中国の製造業PMIの個別項目の加工指数



(出所) 中国国家统计局から三井物産戦略研究所作成

(備考1) PMI加工指数は、2019年1月を起点（100）として、次月以降のPMIの、「前月から改善」との回答の減少率を乗じたもの

仮に2019年1月のPMIが50、2月が49であった場合、「前月から改善」との回答比率は2%減であることから、PMI加工指数は1月100、2月98となる

(備考2) 加工指数は、景況感の累積的な変化を表しており、景気の水準そのものとは必ずしも一致しない点に留意が必要

2-3. 対中ビジネスへの対応

以上の分析の示唆として、中国市場では当面、外資・中国企業とも、景況感と一致しないGDP成長率を基準に売上・利益の増加を追求することは難しく、当面は値下げ競争が継続することを前提とした上で必要な対応を講じていくことが求められる。

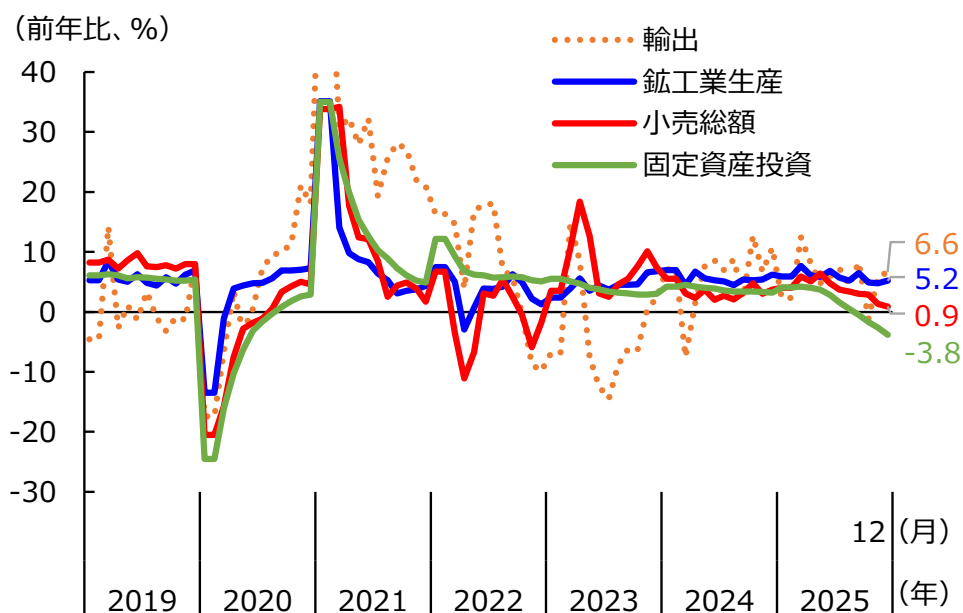
3. 合成指数からの示唆

3-1. 中国経済の減速はいかに評価すべきか

中国経済は、GDP成長率がプラスであるが減速しており、景気の評価が難しい局面である。本項では、月次指標の活用により、足元の景気をより適切に判断するための指数の作成を試みる。

中国の主要経済指標には、毎月中旬発表の鉱工業生産、小売総額、固定資産投資、輸出がある。2025年はこれらの指標がおおむね前年比プラスで推移し、年後半に固定資産投資のみマイナスが続いた（図表5）。

(図表5) 中国の主要経済指標（一般的な前年比ベース）



(出所) 中国国家统计局、中国海関総署から三井物産戦略研究所作成

(備考) 鉱工業生産は、物価変動が除去された実質伸び率

小売総額は、物価変動が除去されていない名目伸び率

固定資産投資は、年初来累計値の、名目伸び率

輸出は、ドル建ての、名目伸び率

ただし、一般的に用いられている「前年比」には、前年にコロナ禍などの特殊要因があった場合に数字が大きく振れるなどの問題がある¹²ため、的確に景気を評価するには、物価変動の影響を除く「実質値」、年初来累計ではない「単月値」、季節変動の影響を除く「季節調整値」の「前月比¹³」、にそろえて各指標を比較することが望ましい。

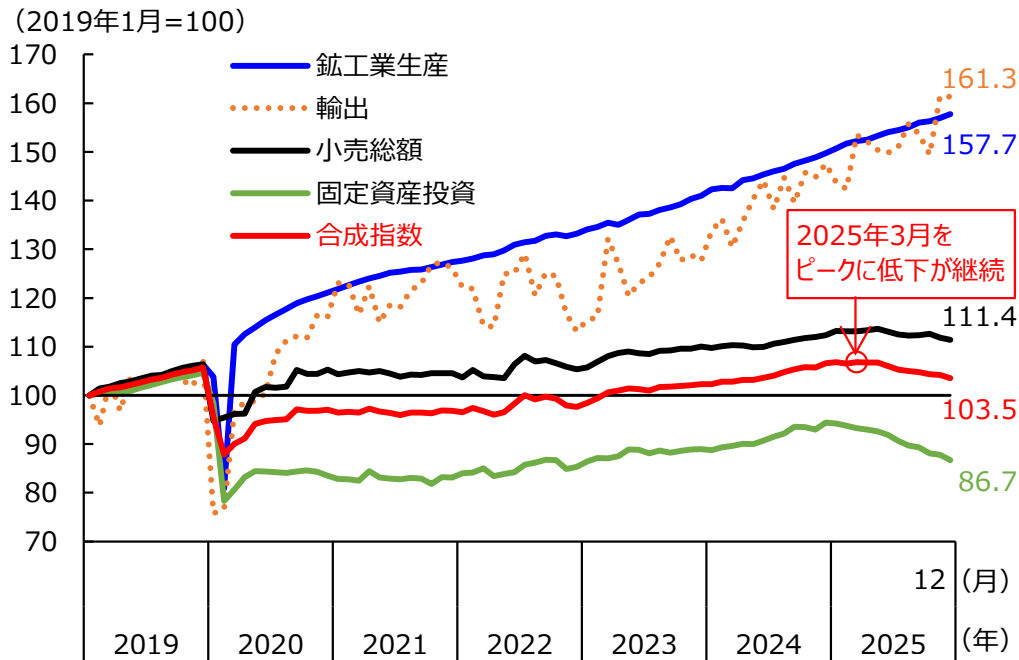
¹²ほかにも、2年以上前から続くトレンドが見えない、指標によって名目か/実質か、単月の値か/年初来累計値か、といった統計上の違いがあって同等には評価できない、などの問題がある。

¹³ 中国の季節調整値は、国際的に広く使用されている季節調整ソフトウェア（米国センサス局のX-12/13-ARIMA）をベースにしつつ、春節など中国特有の移動祝日要因に対応した、国家统计局版の季節調整ソフトウェア（NBS-SA）で作成されている。毎月中旬発表の主要経済指標のプレスリリースでは、鉱工業生産・小売総額・固定資産投資の季節調整済み前月比が、直近月に加え、過去1年分の遡及改定値とともに発表される。本項では執筆時点（2026年2月）における直近の改定値を用いている。

3-2. 月次指標の合成指数が示す2025年後半の景気後退の可能性

上記4指標について扱いをそろえ、2019年1月を起点（100）に前月比で延伸した指数とすると、生産・輸出の加速、小売の減速、投資の大幅な減少、というトレンドが明確に表れている（図表6）。鉱工業生産の前月比で延伸した指数が堅調に増加していることは、GDPの前期比成長率が年率4～5%弱を維持していることと整合的である¹⁴。一方で図表6は、過剰生産¹⁵とデフレ輸出により、企業所得・家計所得が伸び悩んでいることが、支出（投資・消費）の停滞が反転せずに長期化している一因となっている状況も表している¹⁶。

(図表6) 中国の主要経済指標（指数ベース）



(出所) 中国国家统计局、オランダ経済政策分析局 (CPB) から三井物産戦略研究所作成

(備考1) 生産・輸出・小売・投資は、物価変動が除去された実質値の、季節調整値、単月値
輸出はCPB発表の季節調整済み輸出数量指数

(備考2) 合成指数は、GDPの構成比を参考に加重平均した値（小売：投資：輸出
=0.56：0.40：0.04）

さらに、これらの月次指標の加工指数を総合的に評価するために、日本の景気動向指数を参考に、小売・投資・輸出を加重平均した合成指数を作成した。図表6が示す通り、同指数は2025年3月をピークに低

¹⁴ 2025年の実質GDPの前期比成長率は、1～3月1.2%、4～6月1.0%、7～9月1.1%、10～12月1.2%。これらを年率化（約4倍）した前期比成長率は、通年目標の5%をやや下回っている。これは、2024年末にかけて成長率が高まったために、2025年1～3月のスタート地点が高かった（いわゆる「成長のゲタ」を履いた状態であった）ことから、2025年には実質4%台の成長率であっても、年平均では24年比で5%成長を達成することが可能であったことを示している。

¹⁵ 内需が不足する中で過剰競争・値下げ販売（内巻式競争）の是正に向けて、2025年より「反内巻政策」が打ち出されており、2026年の政府活動報告では（1）独占禁止・不正競争防止を強化、（2）公正競争審査の拘束力を強化、（3）生産能力調整・標準設定・価格法執行・品質監督などの手段を総合的に活用、すると列挙された。こうした改革が進展すれば、所得の増加を伴う好循環が始まることが期待されるが、実際の進捗については、地方政府、企業の足並みがそろわない可能性もあり、動向を注視する必要がある。

¹⁶ このほか、停滞の要因としては、不動産不況、地方財政のひっ迫等が挙げられる。

下が続けている。日本の景気動向指数の基調判断の基準（3カ月移動平均値が3カ月以上連続して低下した場合は景気後退の可能性が高い）を機械的に適用すれば、中国経済は2025年後半に景気後退局面入りした可能性が高いと言える。

これまで中国では、リーマンショック後の4兆元¹⁷対策（2009～10年）、コロナ禍からのV字回復（2020～21年）をはじめとして、経済対策により、少なくとも表面的には景気減速期間を極めて短期間に抑え込むことが続いてきたために、他国ではたびたび観測される、半年以上続く景気後退局面を経験していない¹⁸。一方で、経済対策においては、自動車・家具の購入補助金や、各種消費クーポン券など、需要の先食いになる施策も多く見られた。こうした状況が蓄積された中で、不動産不況による逆資産効果¹⁹が顕在化した現在においては、生産面の成長は維持できても、支出面の反転は困難となっている。4%台半ば～後半との推計が多い潜在成長率の低下傾向とも相まって、内需の底打ちには時間を要する見込みである。

3-3. 中国の景気動向を的確に捉えることの意義

中国経済は、各種の指標の動きのばらつきが大きく、また各指標に独特の特徴があることも相まって、総合的に評価することが難しい。本項で論じた合成指数は一例であるが、このような指数を利用すれば、当局発表の値のみを参照する場合に比べ、足元の景気を的確に捉えることが可能となる。こうした主体的な取り組みは、中国向けビジネスにおけるセクター別の見通しをより頻繁にアップデートしたり、ビジネスの守勢・攻勢の切り替えのタイミングに関する関係者の共通認識を醸成したりすることへの一助になるだろう。

¹⁷ 当時のレートで約57兆円相当。

¹⁸ 一般的には、実質GDPの前期比マイナスが2四半期以上続く場合に、景気後退と認定される可能性が高い。中国では、実質GDPの前期比がマイナスとなったのは、同統計の公表が開始された2011年以降で、2020年1～3月（-10.5%）、2022年4～6月（-0.8%）のみ。

¹⁹ 資産価格の下落が、マインドの悪化を通じて、消費・投資を停滞させる効果。

当レポートに掲載されているあらゆる内容は無断転載・複製を禁じます。当レポートは信頼できるとされる情報ソースから入手した情報・データに基づき作成していますが、当社はその正確性、完全性、信頼性等を保証するものではありません。当レポートは執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社および三井物産グループの統一的な見解を示すものではありません。また、当レポートのご利用により、直接的あるいは間接的な不利益・損害が発生したとしても、当社および三井物産グループは一切責任を負いません。レポートに掲載された内容は予告なしに変更することがあります。