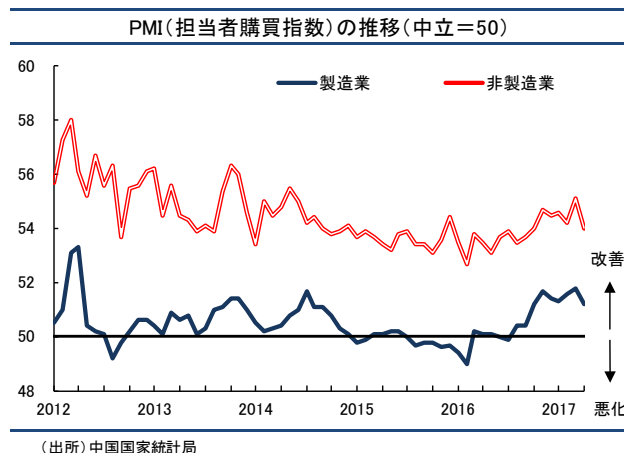


中国経済：成長ペース鈍化の兆し（2017年4月主要経済指標）

4月の中国経済指標は景気減速の可能性を示唆するものが散見された。需要面では固定資産投資が減速、個人消費は自動車販売台数の落ち込みが続いた。しかしながら、小売販売全体では堅調な拡大を維持、輸出は底堅く推移した。今後は、過剰生産業種での改革継続や住宅価格抑制策の影響が見込まれるため、成長ペースの鈍化は不可避であるが、秋に共産党大会前を控えてインフラ投資の大幅拡大が維持され、今年の成長率は政府目標の6.5%程度への減速にとどまろう。

4月の経済指標は景気減速の兆しを示すものが散見

企業の景況感を示す PMI（担当購買者指数） は、製造業 で3月の51.8から4月は51.2へ低下、改善と悪化の境目である50を上回ったものの、景況感改善の勢いは弱まった。内訳を見ると、全体の新規受注（3月53.3→4月52.3）の低下が新規輸出受注（51.0→50.6）よりも大きく、主に内需向け受注の弱さが景況感の悪化につながった模様である。なお、非製造業のPMI指数も4月は55.1（3月54.0）へ低下したが、依然として水準は高く好調を維持していると評価すべきであろう。

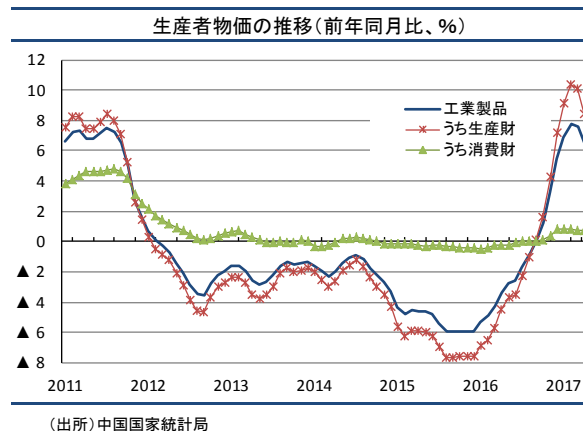


景気に敏感な工業生産も、4月は前年同月比+6.5%となり3月の+7.6%から減速した。1～3月期の前年同月比の平均（+6.8%）と比べても伸びは鈍化しており、工業生産もやや弱含んでいる。業種別には、減税規模縮小により販売が減少（詳細後述）している自動車（+15.4%→+9.2%）が大幅に減速したほか、コンピューター・通信機器（+14.9%→+13.0%）、特殊機器（+12.3%→+12.0%）の伸びが鈍化した。

在庫循環の回復局面は折り返し地点に到達した可能性

こうした動きを在庫循環の観点から見ると、最新データとなる3月の製品在庫は成長率や工業生産を上回る前年同月比+8.2%まで伸びが高まり（2月+6.1%）、これまでの在庫補充の積み増しから、需要増への対応を意図した在庫積み増しへ局面が変化した可能性を示唆した。仮にこの評価が正しいとすれば、在庫調整の終了を起点とする今回の景気回復局面は少なくとも在庫循環の観点では折り返し地点に到達したことになる。

なお、製品需給のバロメーターである生産者物価は、4月に前年同月比+6.4%（3月+7.6%）となり、2ヶ月連続で伸びが鈍化した。ただ、石油や原油、ガスなど鉱物資源（3月+33.7%→4月+28.3%）の伸びが大きく鈍化したことが主因であり、衣料品・日用品など消費財（+0.7%→+0.7%）は同じ伸びを維持している。すなわち、生産者物価の鈍化は資源価格の上昇一服という外生



的要因によるもので国内の製品需給が悪化したわけではない。物価動向が示す通り景気拡大のモメンタムが未だ維持されていることも事実であろう。

固定資産投資は製造業とインフラが減速

需要サイドの指標を確認すると、4月の固定資産投資（設備投資、公共投資、住宅投資の合計）は前年同月比+8.1%となり、1～3月期の前年同期比+9.2%から減速した。内訳を見ると、不動産開発投資（1～3月期前年同期比+9.1%→4月+9.6%）は伸びを高め堅調さを維持したが、製造業（+5.8%→+3.2%）とインフラ関連業種（+20.6%→+18.4%）の伸びが鈍化した。

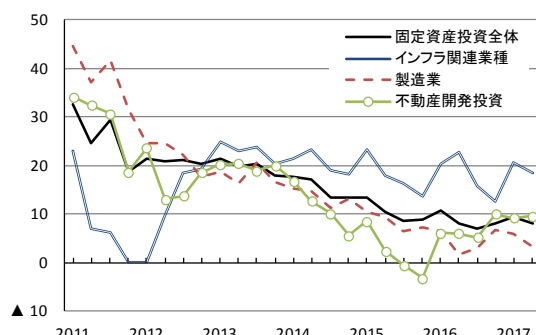
これらのうち製造業では鉄鋼（▲10.1%→▲16.3%）、銅やアルミなどの非鉄金属（▲3.5%→▲16.4%）、汎用機械（+2.0%→▲6.6%）の落ち込みが目立った¹。鉄鋼や非鉄金属業における投資額の減速は、過剰設備削減の動きが強まっていることが背景にあるとみられる。また、インフラ投資については、月毎の振れが大きい鉄道（+10.8%→▲5.9%）の減速が大きかった。ただ、約5割を占める水利・環境・公的施設管理（+26.9%→+28.6%）は大幅な増加が続いており、基調としては堅調な拡大を維持しているということであろう。

個人消費は自動車の反動減あるも堅調拡大

個人消費の代表的な指標である小売販売総額の4月の伸びは前年同月比+10.7%と1～3月期の前年同期比+10.0%を上回り、1～3月期の減速から持ち直した。物価上昇を除いた実質販売額でも4月は+9.7%（1～3月期+8.6%²）へ伸びが高まり、堅調な拡大を見せた。また、小売販売総額（名目）の品目別内訳³を見ると、自動車（1～3月期+2.3%→+6.8%）や衣料品（+6.2%→+10.0%）、家電音響機器（+8.0%→+10.2%）で伸びを高めた。

ただ、台数ベースでは自動車（乗用車）販売は4月に前年同月比でマイナスに転じ（1～3月期前年同期比+5.1%→4月▲3.2%）、4月の水準（当研究所試算の季節調整値、年率）は2,170万台と1～3月期（2,309万台）を大幅に下回っている。2017年1月からの減税規模縮小の影響が続いている

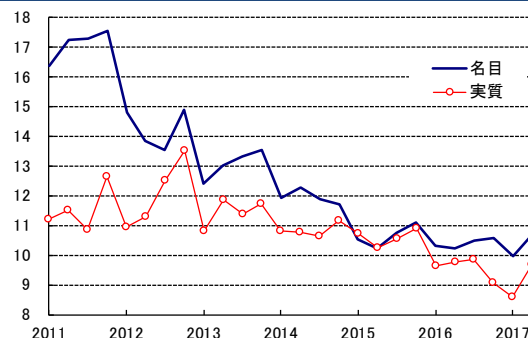
固定資産投資の推移（前年同期比、%）



（出所）中国国家統計局

（注）1. 固定資産投資全体のうち、製造業は31.5%、インフラ関連業種は23.3%、不動産開発投資は17.2%を占める（2016年）。
2. インフラ関連業種は、水利・環境・公的施設管理、道路、鉄道、電気・ガス・水道の合計。
3. 最新期は4月単月。

小売販売総額の推移（前年同期比、%）

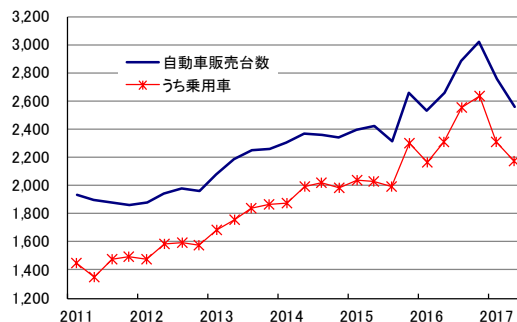


（出所）中国国家統計局

（注1）2017年3月の実質値は試算値

（注2）最新期は4月単月

自動車販売台数の推移（季節調整値、年率、万台）



（出所）中国汽车工业协会

（注）当社試算の季節調整値。最新期は4月単月。

¹ 寄与度は、鉄鋼▲0.4%、非鉄金属▲0.6%、汎用機械▲0.5%。

² 3月の実質値は公表されていないため、試算値。

³ 小売販売総額は品目別内訳を明らかにしていないが、総額の約4割に相当する規模の「小売販売総額（売上高2,000万元以上の卸売業、500万元以上の小売業）」統計は品目別内訳を公表しており、同統計において自動車が全体に占める割合は12.1%（2016年）。

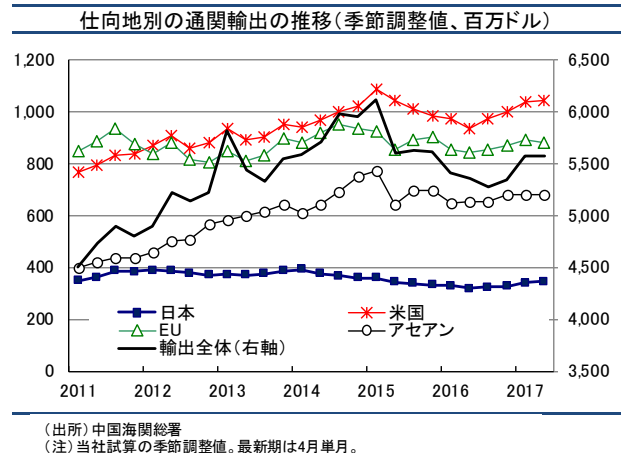
と見られる。

なお、小売販売総額では自動車の伸びが高まっていたが、自動車を除いた小売販売額を見ても 1～3 月期の前年同期比+9.5%から 4 月も前年同月比+9.2%と高い伸びを維持しており、個人消費は自動車販売の反動減はあるものの堅調な拡大を続けていると評価できよう。

輸出は底堅く推移

4 月の輸出金額(ドルベース)は前年同月比+8.0%となり、1～3 月期(前年同期比+8.2%)と同程度の伸びを維持した。当研究所試算の季節調整値で見れば、4 月の水準は 1～3 月期を 0.1%下回り増勢一服の感はあるが、前年水準を上回って底堅く推移している。

主な仕向地別の動向を見ると、EU 向けは 4 月の水準が 1～3 月期を 0.7%下回ったものの、米国向けは 0.9%、日本向けは 1.8%、ASEAN 向けは 0.7%上回っており、総じて堅調な動きを見せた。



成長鈍化は不可避ながら下支え要因も

以上のように、昨年後半以降、景気の回復が続いていた中国経済は、4 月に固定資産投資の減速などから企業景況感が悪化するなど、改善に陰りが見られた。固定資産投資については、特にインフラ関連分野と製造業の投資が減速しているが、インフラ投資は既に前年比で 2 割近い増加が続いており一層の加速は期待できず、製造業についても今後は在庫積み上げペースが鈍化し設備投資の増勢が弱まる可能性が出始めている。加えて、鉄鋼・石炭など過剰生産分野での設備削減が続けられるほか、政府の住宅価格抑制策の影響が本格化するため、今後は成長ペースの鈍化が避けられないと見込まれる。

ただし、個人消費は自動車販売の落ち込みにもかかわらず堅調、輸出も良好な海外景気や人民元安によって拡大持続が予想されることに加え、秋の共産党大会を控えて大幅な景気の減速を回避したい政府・共産党は、景気を下支えするためインフラ投資の大幅拡大傾向を維持するとみられる。そのため、2017 年通年の実質 GDP 成長率は政府が目標とする前年比+6.5%程度への小幅な減速にとどまろう。