

Economic Monitor

主席研究員 武田 淳 03-3497-3676 takeda-ats@itochu.co.jp
研究員 董 博 03-3497-3679 dong-b@itochu.co.jp

中国経済：好調さを持続するも在庫調整リスクや政策変更には留意（2018年4月主要経済指標）

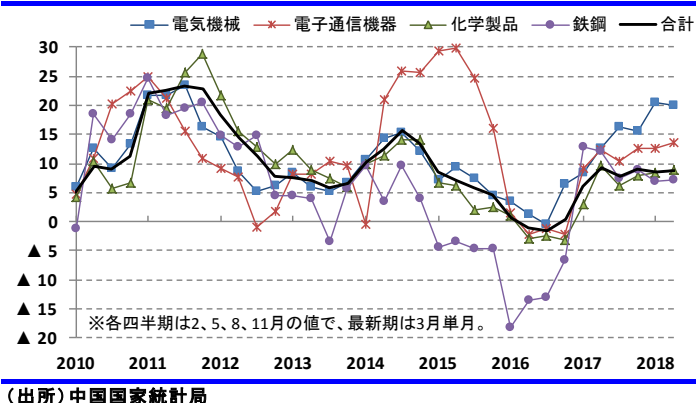
4月の中国経済は、引き続き輸出を牽引役として好調さを維持しているが、輸出のほか個人消費や固定資産投資も伸びが鈍化しており、勢いにやや陰りも。そうした中で、工業生産はむしろ伸びを高めており、両者の足並みが揃わなければ在庫調整のリスクが高まる恐れ。懸案だった米中貿易摩擦は一時休戦の様相ながら、経常収支の赤字転化が新たな政策変更につながる可能性。

景気は好調さを維持するも在庫調整リスクに注意

4月の中国経済は、引き続き輸出を牽引役として好調さを維持しているが、その勢いにはわずかに陰りが見られる。主な需要の動向を見ると（詳細後述）、輸出は春節期の大きな変動を均せば前年を大幅に上回る水準を維持しているが、前年比の伸びは4月に若干鈍化した。また、個人消費は小売販売を見る限り4月にかけてやや減速、固定資産投資も製造業では底堅い動きが見られる一方で、政策的な意図もあり不動産やインフラ関連の分野においては増勢が弱まっている。ただ、それでも小売販売の伸びは前年比で9%台（実質8%前後）、固定資産投資も過大投資の是正が求められる中で前年比6%台の増加であり、内需は堅調な拡大を続けていると評価すべきであろう。需要の減速は、あくまでも高速成長から中速成長へのシフトダウンの範囲内である。

このように、政府が目標とする6.5%前後の成長に向けて需要が減速する下、製造業企業の景況感を左右するのは、生産活動のスピード調整が需要の変化に応じて的確に行われるかどうかである。そうした観点から、需要の増勢がやや弱まった4月の時点で生産活動に減速の兆しがないことは、在庫の積み上がりを警戒すべき状況にあると言える。つまり、今後の需要が強気な生産活動に見合うまでに加速するか、生産活動を需要動向に見合った程度に抑制しなければ、在庫が積み上がり生産調整を強いられることになる。こうした需要と生産の微妙なバランスを示すように、製品在庫の前年比はこのところ概ね前年比8%台後半から9%程度の横ばい圏で推移しているが、在庫の伸びが経済成長のペースを大きく上回って高まるようであれば在庫循環の観点から景気が減速する可能性が高まる。当面は在庫動向を注視する必要がある。

在庫の推移（前年同期比、%）



対米貿易摩擦は一時休戦、経常赤字転化への対応に注目

懸案の米中貿易摩擦については、少なくとも一時の対立状態は和らぎつつある。米国商務省は4月16日、中国通信大手ZTE社を取引禁止処分の対象としたが、ロス商務長官は5月14日、別の制裁措置を検討しているとし制裁が緩和される可能性を示唆した。また、劉鶴副首相の訪米によって実現したロス商務長官との間の米中閣僚級協議（5月17～18日）では、中国が米国から農産物やエネルギーなどの輸入を拡大

するにより対米貿易黒字の縮小を目指す方針で合意、報復合戦の様相を呈していた米中間の貿易摩擦問題は一時休戦となった。

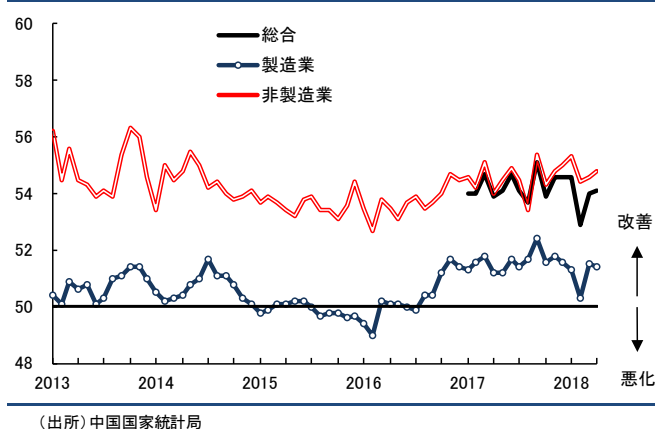
また、貿易摩擦の根源の一つとして経常収支の大幅な黒字があったが、2018年1～3月期に経常収支が赤字に転じたことには留意しておきたい。例年、1～3月期は春節の影響で輸出量が少ないため、貿易収支の黒字幅が大きく縮小する傾向にあるが、2018年に関しては貿易黒字が534億ドル（前年同期は823億ドル）まで縮小、一方でサービス収支の赤字幅がそれを上回る762億ドル（前年同期は634億ドル）まで拡大したことから、経常収支は赤字に転じた。

春節要因が解消する4～6月期には、貿易黒字が拡大してサービス収支の赤字幅を上回り、経常収支は再び黒字に戻ると考えるのが自然であるが、サービス収支の赤字幅は海外旅行の普及に伴って拡大傾向にあるため、将来的には米中貿易交渉の結果として貿易黒字が縮小し、経常収支の赤字が定着する可能性は否定できない。

経常収支の悪化は、資本規制の強化によって下落に歯止めを掛けた人民元相場に再び下押し圧力をもたらすことになる。この場合、中国政策当局の選択肢としては、人民元安による輸出増を期待しないのであれば、資本規制の再強化や金融引き締めによる人民元下落圧力の緩和が挙げられる。そのほか、サービス収支の赤字抑制のため海外旅行に対する規制を強化する可能性や、対米貿易赤字縮小のツケを輸出ドライブや輸入規制などの形で他国・地域との貿易に回すことも考えられるため、今後の動向を注視したい。

主な指標の動き（2018年4月）

PMI（担当者購買指数）の推移（中立＝50）



PMI（購買担当者指数）

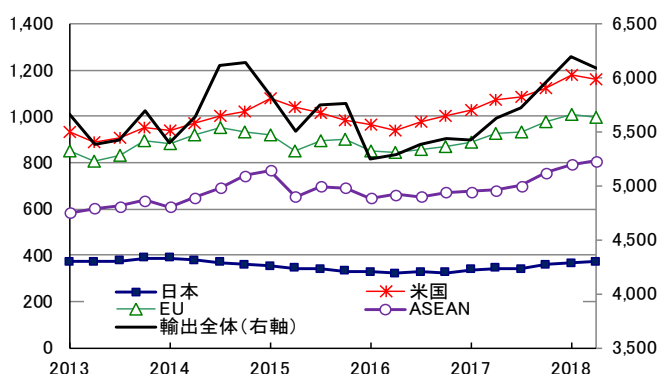
4月のPMI指数は、製造業で3月の51.5から51.4へ僅かに下落したが、好不調の分かれ目である50を21ヶ月連続で上回り、景気の拡大が続いている。

構成指数を見ると、新規受注（3月53.3→4月52.9）は高水準ながら若干低下、3月に3ヵ月ぶりの50超となった新規輸出受注（51.3→50.7）の低下が主因とみられる。一方で、生産（53.1→53.1）は高い水準を維持した。そうした中で、原材料在庫（49.6→49.5）、完成品在庫（47.3→47.2）とも小幅低下したが、2016

年以降では高い水準にあり、需要に比べ強すぎる生産により在庫積み上がりが懸念される状況。

なお、非製造PMI（3月54.6→4月54.8）は上昇、企業の景況感は一時的に良好。

仕向地別の通関輸出の推移(季節調整値、百万ドル)



(出所) 中国海関総署

(注) 当研究所試算の季節調整値。最新期は4月単月。

輸出(通関統計、米ドルベース)

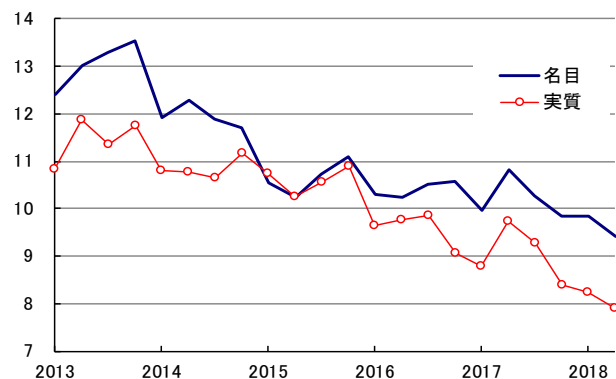
4月の輸出は前年同月比+12.9%となり、春節の影響を受けて減少した3月(▲2.7%)からは大幅プラスに転じたが、1~3月期(同+14.1%)と比べ鈍化。高い伸びを維持してはいるが、勢いはやや弱まる。

仕向地別に見ると、日本向けは1~3月期に比べ4月の水準が2.4%、ASEAN向けは1.9%高かったが、EU向けは1.5%、米国向けは1.8%下回った。

財別では、IC(1~3月期前年同期比+31.9%→4月前年同月比+25.7%)のほか、アルミ材(+29.1%→+

16.4%)、家具(+7.2%→+0.4%)などで伸びが鈍化した一方、鋼材(▲0.6%→+15.4%)、自動車及びシャシ(+17.7%→+46.4%)、精練油(+38.0%→+72.1%)などが伸びを高めた。

社会消費品販売総額の推移(前年同期比、%)



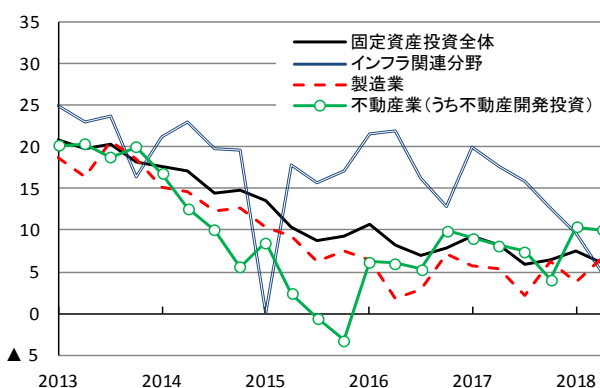
(出所) 中国国家统计局

(注) 最新期は4月単月。

社会消費品販売総額(小売販売)

4月の小売販売は、3月の前年同月比+10.1%から+9.4%へ鈍化、物価の影響を除いた実質ベースでも伸びは鈍化(3月+8.6%→4月+7.9%)した。原油高を受け石油製品(+9.1%→+13.3%)の伸びは拡大したが、シェアが最も高い自動車(+3.5%→+3.5%)は横ばい、飲食料品(+10.7%→+8.6%)や衣料品(+14.8%→+9.2%)など大半の品目で鈍化。EC(電子商取引)売上高(+35.4%→+32.4%)も伸びは鈍化したが小売全体を大きく上回る高い伸びを維持。

固定資産投資の推移(前年同期比、%)



(出所) 中国国家统计局

(注) 1. 固定資産投資の対象は、建物、機械、輸送機器などで、無形資産は含まない。
2. 固定資産投資全体のうち、製造業は30.9%、不動産業(うち不動産開発投資)は17.1%、インフラ関連分野は23.7%を占める(2017年)。
3. インフラ関連分野は、水利・環境・公的施設管理、道路、鉄道、電気・ガス・水道の合計。
4. 最新期は4月単月。

固定資産投資(都市部)

4月の固定資産投資は、3月の前年同月比+7.2%から6.1%へ鈍化。1~3月の前年同期比+7.5%と比べても減速。

内訳を見ると、製造業(1~3月+3.8%→4月+6.6%)は伸びを高めたが、不動産開発投資(+10.4%→10.1%)とインフラ関連(+9.6%→+5.1%)の伸び幅が鈍化。各地方政府は財務の健全化を求められており、資金調達難から今後もインフラ投資の抑制傾向が続く見通し。

工業生産の推移(実質、前年同期比、%)



(出所) 中国国家统计局

(注1) 前年同月比からの試算値。最新期は4月。

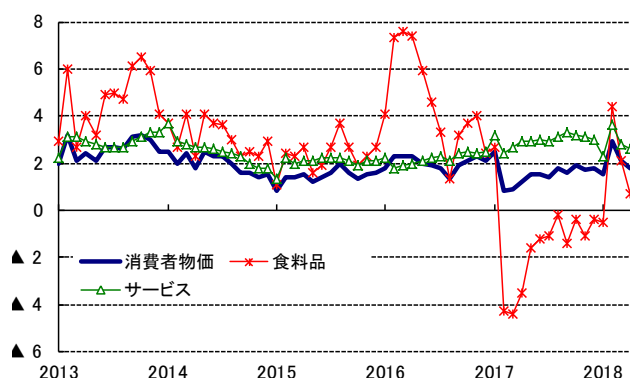
(注2) 製造業は2014年7-9月期以前のデータは未公表。

工業生産

4月の工業生産は、3月の前年同月比+6.0%から+7.0%へ加速、1~3月期の前年同月比+6.8%と比べても高い伸び。

業種別に見ると、採掘業(1~3月期+0.9%→4月▲0.2%)やエネルギー業(+10.8%→+8.8%)が減速したが、製造業(+7.0%→+7.4%)が伸びを高めた。製造業のうち、特に特殊機器(+10.7%→+13.2%)や自動車(+6.8%→+11.9%)、コンピューター・通信機器(+9.0%→+12.4%)が一段の伸びを高め、全体を牽引。

消費者物価の推移(前年同月比、%)



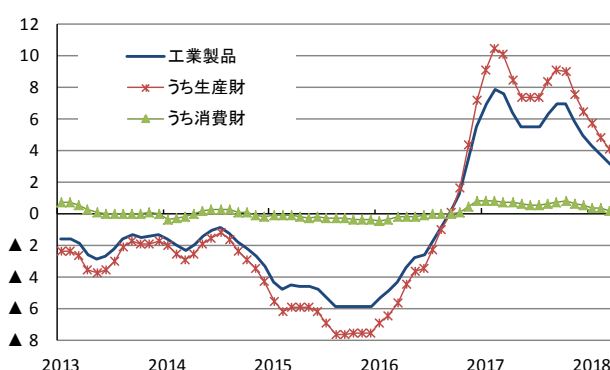
(出所) 中国国家统计局

消費者物価

4月の消費者物価は、3月の前年同月比+2.1%から+1.8%へ上昇幅を縮小、政府目標の水準(3%程度)を下回る低インフレ状況が続いている。

内訳を見ると、食品(3月+2.1%→4月+0.7%)の伸びが大幅に低下。肉類(▲6.1%→▲8.8%)が供給過剰により低下幅を拡大させたことが主因で、生鮮果物(+7.4%→+4.2%)も伸びが鈍化。

生産者物価の推移(前年同月比、%)



(出所) 中国国家统计局

生産者物価

4月の生産者物価は、3月の前年同月比+3.1%から+3.4%へ、7ヵ月ぶりに伸びを高めた。

ただ、内訳をみると鉱物資源(+5.0%→+6.1%)や原材料(+5.1%→+5.7%)、加工品(+3.7%→+3.9%)といった生産財(+4.1%→+4.5%)で伸びを高めた一方、川下の消費財(+0.2%→+0.1%)は伸びが鈍化、特に耐久消費財(▲0.3%→▲0.6%)で顕著であり、川上は原材料価格の上昇を、川下では最終製品の需給軟化を反映した動きとなっている。

人民元相場の推移(元／米ドル)



(出所) 中国銀行

人民元対ドル相場

人民元の対ドル相場は、2018 年初はドル安を背景に 1 ドル＝6.2 元台まで元高が進んだが、2 月には元高が一服し概ね横ばい圏で推移。4 月下旬以降はドル高を受けて元安地合いに転じ、足元では 6.3 元台後半まで下落。