

2017年7月20日 全10頁

中国：4月～6月は高水準の成長率を維持

リード役は消費。2017年は6.8%程度の実質成長へ

経済調査部
主席研究員 齋藤 尚登

[要約]

- 国家統計局によると、2017年4月～6月の実質GDP成長率は前年同期比6.9%（以下、変化率は断わりのない限り、前年比、前年同期比、前年同月比）であった。1月～3月の6.9%成長に続き、4月～6月も高水準の成長率を維持した。
- リード役は消費である。小売売上は2017年1月～3月の10.0%増から4月～6月は10.8%増に伸び率を高め、足元で消費は加速している。鉄鋼・石炭など川上産業から始まった企業業績の回復もあり、国民一人当たり可処分所得は2016年の8.4%増から2017年1月～3月は8.5%増、4月～6月は9.1%増となった。さらに、雇用の改善が消費センチメントを大きく改善させていることもある。
- 固定資産投資は2016年の8.1%増から2017年1月～3月は9.2%増に加速したが、1月～6月には8.6%増に減速した。今後は、引き締め気味の金融政策の影響が、不動産開発投資やインフラ投資などでより強く出てくることで、固定資産投資は緩やかな減速が続く可能性が高い。
- 輸出入は2016年の前年割れから大きく改善している。人民元建て輸出入の増減率を価格と数量に分けて見ると、2017年以降は原油価格上昇を背景とした「価格」のみならず、「数量」がコンスタントに増加するようになったことが特徴的である。輸出数量の増加は米国を中心とした主要先進国の景気拡大がその背景であり、輸入数量の増加は消費を牽引役とした内需の堅調が寄与していよう。
- 今後の中国経済は、インフラ投資と不動産開発投資の減速による固定資産投資の鈍化が想定されるが、消費が景気を下支えすることで、減速をしても緩やかなものにとどまろう。年前半の景気が想定以上に強かったことを踏まえ、2017年の実質GDP成長率の見通しを6.8%（従来は6.6%）に上方修正する。

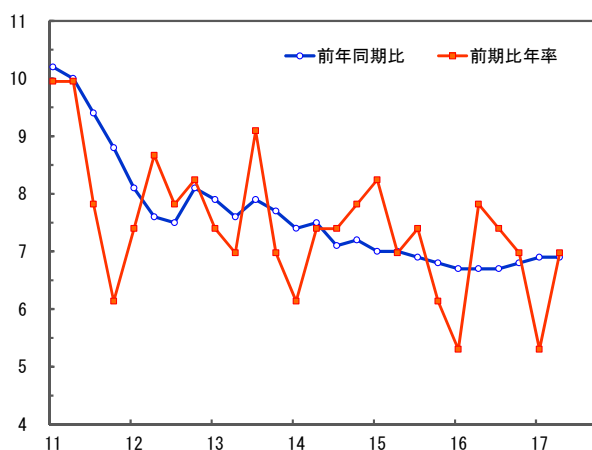
2017年4月～6月の実質 GDP 成長率は前年同期比 6.9%

国家統計局によると、2017年4月～6月の実質 GDP 成長率は前年同期比 6.9%（以下、変化率は断わりのない限り、前年比、前年同期比、前年同月比）であった。四半期ベースでは、2016年1月～3月以降、3四半期連続で6.7%成長となった後、10月～12月は6.8%、2017年1月～3月は6.9%へと成長率が加速。4月～6月も高水準の伸び率を維持した。4月～6月の前期比は1.7%、年率換算は7.0%と、1月～3月の前期比1.3%、年率換算5.3%から上向いた。

1月～6月の需要項目別寄与度は、最終消費支出が4.4%ポイント（2016年は4.3%ポイント）、総資本形成は2.3%ポイント（同2.8%ポイント）、純輸出は0.3%ポイント（同▲0.5%ポイント）であった。引き続き牽引役は最終消費支出であり、2016年との比較では、純輸出の寄与度がプラスに転換したことが、総資本形成の寄与度低下を補って余りある形となった。

3月の全国人民代表大会（全人代）では、2017年の実質 GDP 成長率の政府目標は6.5%前後に設定された。ただし、李克強首相の政府活動報告では、「実際の取り組みにおいて、よりよい結果を得るように努める」と6.5%前後の「後」だけに言及するなど、実質的には6.5%「以上」が政府目標となっている。年後半の実質 GDP 成長率が6.0%程度に減速する可能性は極めて低く、目標の達成はほぼ確実であろう。

中国の実質 GDP 成長率（四半期）の推移（単位：%）



需要項目別実質 GDP 成長率寄与度（単位：%、%ポイント）

| | 実質 GDP 成長率 | 最終消費支出 | 総資本形成 | 純輸出 |
|-----------|------------|--------|-------|------|
| 2011 | 9.5 | 5.9 | 4.4 | -0.8 |
| 2012 | 7.9 | 4.3 | 3.4 | 0.2 |
| 2013 | 7.8 | 3.6 | 4.3 | -0.1 |
| 2014 | 7.3 | 3.6 | 3.4 | 0.3 |
| 2015 | 6.9 | 4.1 | 2.9 | -0.1 |
| 2016 | 6.7 | 4.3 | 2.8 | -0.5 |
| 2017. 1-6 | 6.9 | 4.4 | 2.3 | 0.3 |

（出所）CEIC、中国国家統計局より大和総研作成

消費は足元で加速

小売売上は2016年の10.4%増から2017年1月～3月は10.0%増へと鈍化したが、4月～6月は10.8%増に伸び率が高まった。消費は足元で加速している。

排気量1.6L以下の乗用車にかかる車両購入税の半減措置が2016年末に終了したことを受け、1月～6月の乗用車販売は1.6%増と、2016年の14.9%増から急減速した。その一方で、体育・娯楽用品や文化・事務用品のほか、建築・内装、家具など住宅関連の伸び率が高い。

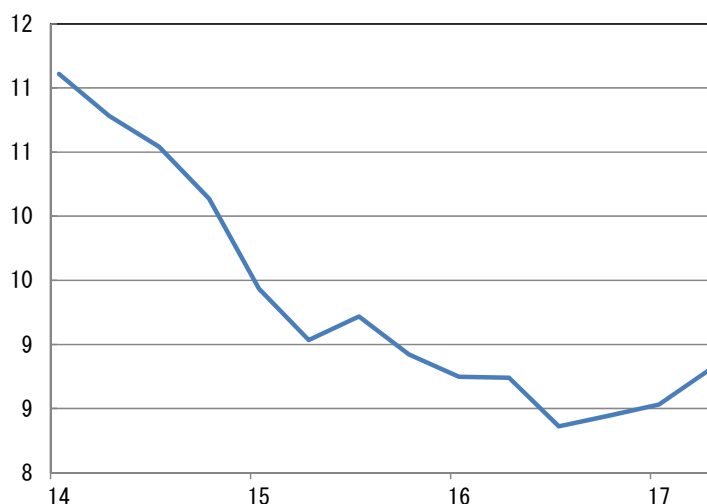
ネット販売は好調を維持している。1月～6月のモノのネット販売は28.6%増、サービスのネット販売は73.4%増となった。モノ、サービスともに2016年や2017年1月～3月から伸び率が加速しているが、とりわけサービスの伸長が著しい。これは、小売統計に含まれない、旅行、教育、文化、娯楽（ゲームなど）といったサービス消費の好調を示唆している。

堅調な消費を支える要因のひとつは、所得の改善である。国民一人当たり可処分所得の増加率は2012年を直近のピークに低下が続いたが、鉄鋼・石炭など川上産業から始まった企業業績の回復もあり、2017年に入ると加速に転じた。国民一人当たり可処分所得は2016年の8.4%増から2017年1月～3月は8.5%増、4月～6月は9.1%増となった。

さらに、雇用の改善が消費センチメントを大きく改善させていることもある。

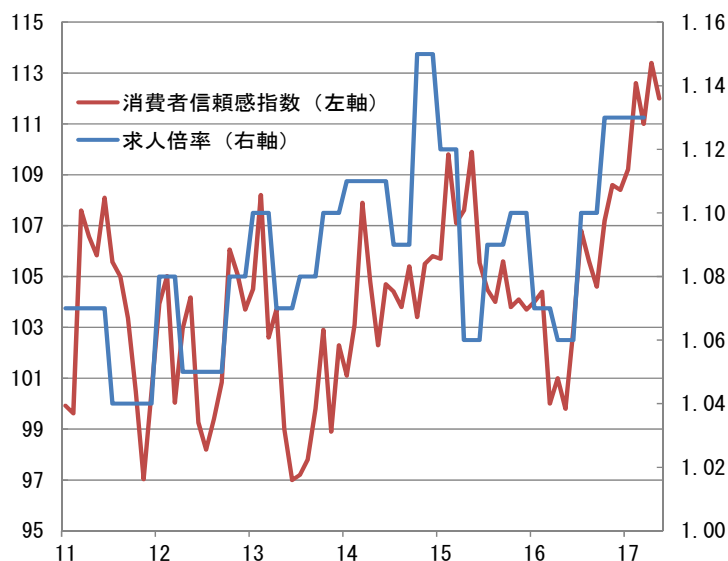
中国人力資源・社会保障部によると、2017年1月～3月の求人数は13.5%増と3年ぶりに増加に転じ、求人倍率も1.13倍と過去最高に近い水準となった。分野別には、情報・コンピューターサービス・ソフト、リース・商業サービス、製造業などの求人数が大きく増加している。次頁の求人倍率と消費者信頼感指数の推移からは、雇用環境が消費者のセンチメントを大きく左右していることが見て取れる。

国民一人当たり可処分所得伸び率の推移（1月から累計の前年同期比）（単位：％）



（出所）国家統計局より大和総研作成

消費者信頼感指数と求人倍率（単位：ポイント、倍）



(出所) 国家統計局、人力資源・社会保障部資料より大和総研作成

固定資産投資はやや減速

固定資産投資は2016年の8.1%増から2017年1月～3月には9.2%増へ加速したが、1月～6月は8.6%増に減速した。

1月～6月の製造業投資は5.5%増と低空飛行が続くが、それでも2016年1月～8月の2.8%増をボトムに緩やかな改善傾向となっている。国家統計局によると、高技術製造業の投資は21.5%増、設備製造業が9.4%増と高い伸び率となった一方で、鉄鋼・非鉄などエネルギーを多く消費する製造業の投資は前年割れとなるなど、投資構造の改善が進んでいるとしている。ちなみに過剰生産能力の削減が進められている鉄鋼の固定資産投資は11.9%減に抑制された。

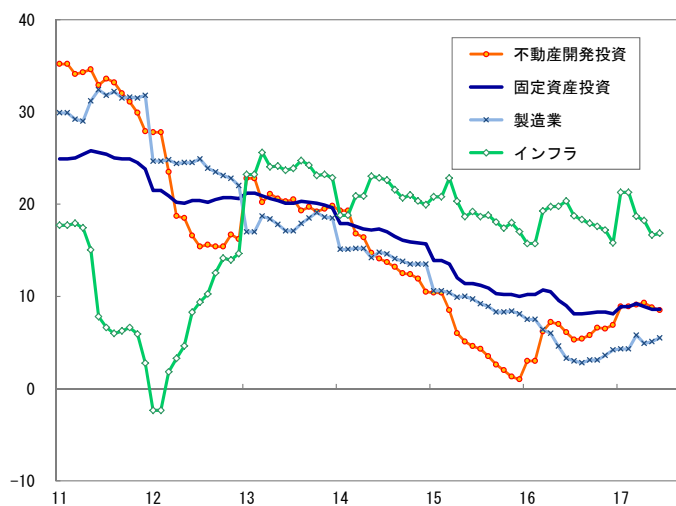
不動産開発投資は直近のピークである1月～4月の9.3%増から1月～6月は8.5%増に減速した。全国70都市平均の新築住宅価格は2016年11月と12月に+10.8%のピークを付けた後に、2017年6月には+9.6%に上昇ペースが鈍化した。こうした住宅価格の変動が、時間差を経て不動産開発投資に影響している可能性が高い。2017年3月に住宅価格抑制策を発表・強化した都市が相次いだことから、住宅価格上昇ペースの鈍化は続く見通しであり、不動産開発投資は減速傾向が続こう。

1月～6月のインフラ投資¹は16.8%増と高水準の伸び率が続いている。固定資産投資の増加額に占めるインフラ投資増加額の割合は48.3%と、固定資産投資はかつてないほどインフラ投資への依存度を高めている。懸念されるのは、このインフラ投資にやや息切れの兆しが見えることである。足元では、PPP（官民連携投資）を通じた民間資本によるインフラ投資増加が、同

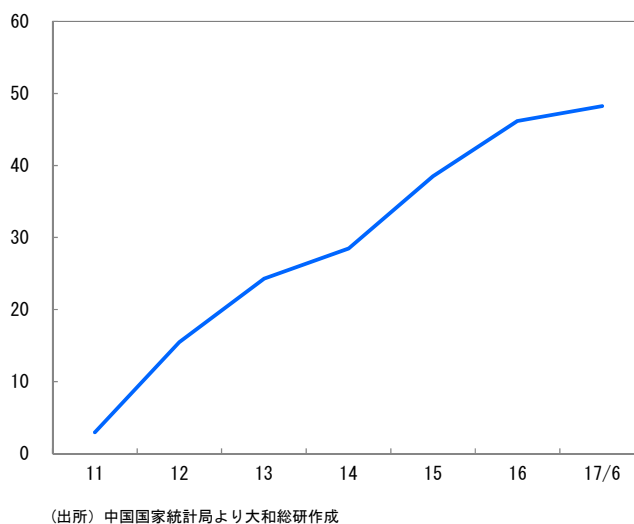
¹ 電気、水道、ガスを含むベース。

投資の高水準の伸び率に一役買っているが、後述する民間部門の資金調達難の深刻化が暗い影を落とす可能性がある。

分野別固定資産投資の伸び率の推移（単位：％）



固定資産投資の増加額に占めるインフラ投資増加額の割合（単位：％）



市場金利の高止まり

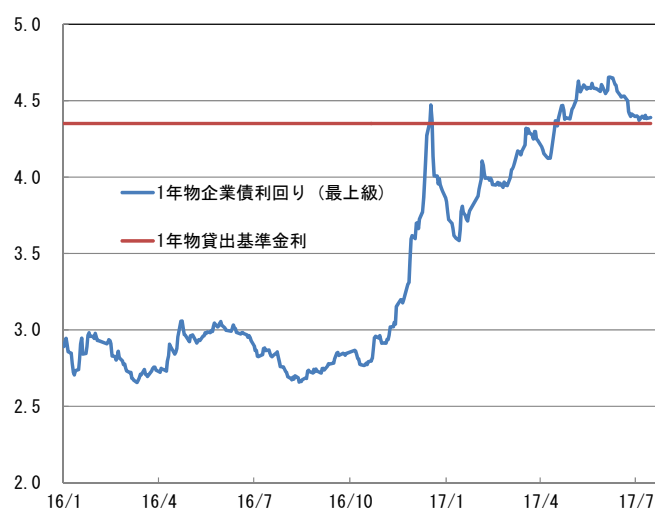
中国では 2016 年 11 月以降、住宅バブルの防止を目的に、引き締め気味の金融政策が実施されている。さらに、2017 年 3 月以降は、金融当局が銀行に対して金融リスクの防止を目的にデレバレッジを指示したことから、銀行間市場での資金供給が縮小し、市場金利は大きく上昇し

た。4月下旬の中央政治局会議に引き続き、7月14日～15日に開催された全国金融工作会議²でも、金融による実体経済（実物投資）への寄与、金融リスクの防止、金融改革の深化、が三大任務であることが強調された。これは、金融資金の相当部分が非実体経済（金融投資）に向かい、過度なリスクテイクをしていた状況を是正する方針が改めて示されたということであろう。

こうした中で、大型国有企業や国家プロジェクトなど格付け最上級の企業が発行する1年物企業債利回りも大きく上昇しており、4月中旬以降は政策金利である1年物貸出基準金利を上回る状況が続いている。こうした企業、プロジェクトの資金調達が社債発行よりも利息の低い銀行貸出に一段とシフトし、このあおりを受ける形で民間の中小企業の資金調達が一層困難になっている可能性は高い。

こうした引き締め気味の金融政策の影響が、不動産開発投資やインフラ投資などで出てくることで、固定資産投資は緩やかな減速が続く可能性が高い。

1年物企業債（最上級）利回りと1年物貸出基準金利の推移（単位：％）



（出所）中国人民銀行、中国中央国債登記決済有限责任公司より大和総研作成

輸入数量の増加が示唆する内需の堅調

中国通関統計によると、2017年1月～6月の輸出（米ドル建て）は8.5%増、輸入は18.9%増、貿易収支は22.9%減の1,851億米ドルであった。輸出入は2016年の前年割れから大きく改善している。

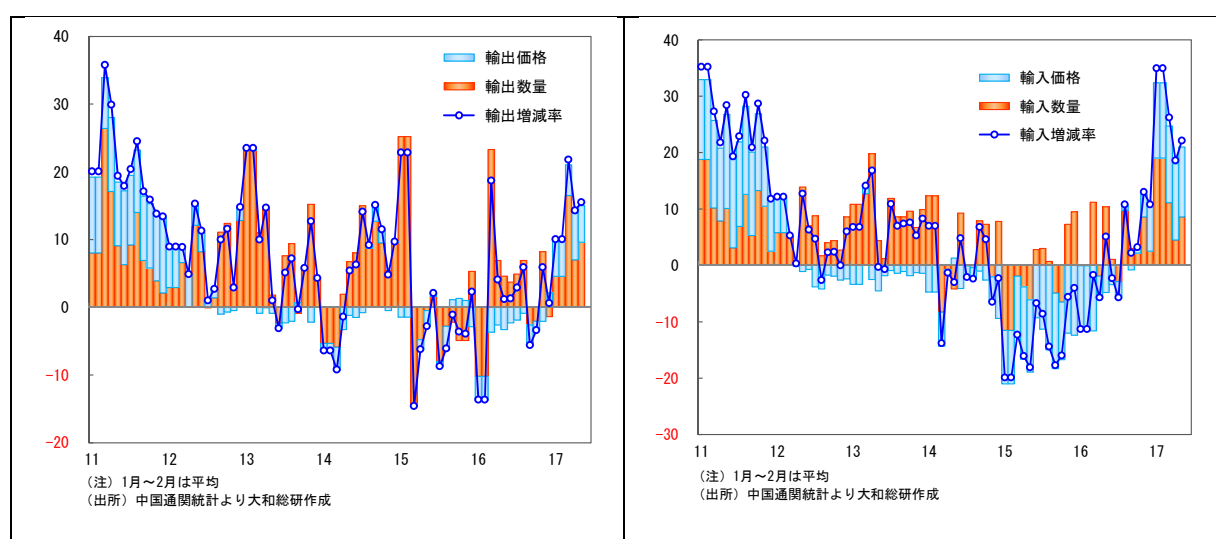
輸入の急増は1月～2月の前年比で見た原油価格の急騰によるところが大きく、四半期毎には、1月～3月は輸出7.8%増、輸入24.0%増、4月～6月は同様に9.1%増、14.5%増と、4月～6

² アジア通貨危機発生後の1997年11月に第1回全国金融工作会議が開催され、以降、5年に1回開催されている。今回は、金融監督体制全体の調整役を担う「金融安定発展委員会」の設立が決定された。

月は輸出が加速した一方で、輸入は減速している。この結果、貿易黒字は1月～3月の41.5%減（643億米ドル）から4月～6月には7.1%減（1,208億米ドル）へと減少幅は大きく縮小した。

下図は、人民元建ての輸出入増減率を価格と数量に分けたものである（直近は2017年5月）。2017年に入ると原油価格上昇を背景とした「価格」のみならず、「数量」がコンスタントに増加するようになったことが特徴的である。輸出数量の増加は米国を中心とした主要先進国の景気拡大がその背景であり、輸入数量の増加は消費を牽引役とした内需の堅調が寄与していよう。

人民元建て輸出入増減率（価格、数量）の推移（前年同月比、%）



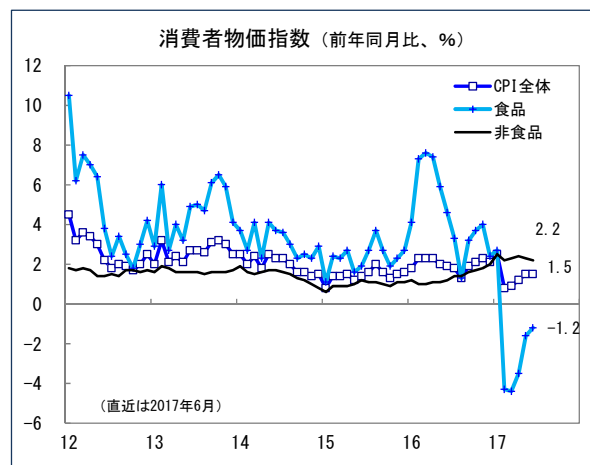
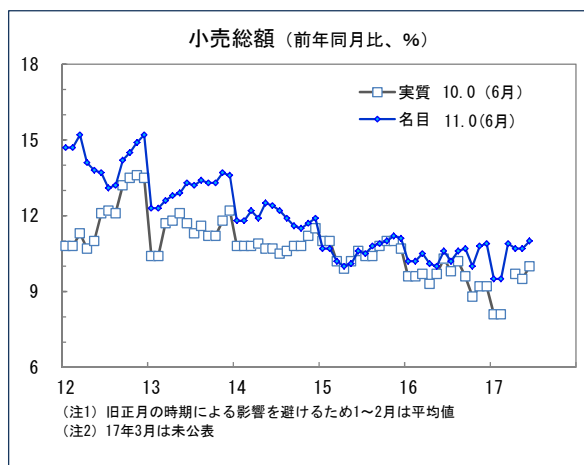
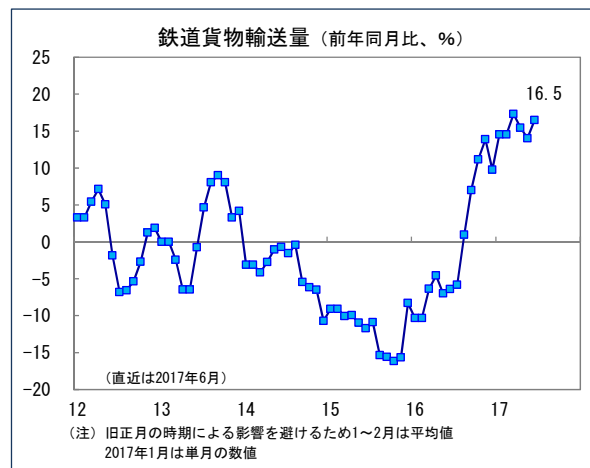
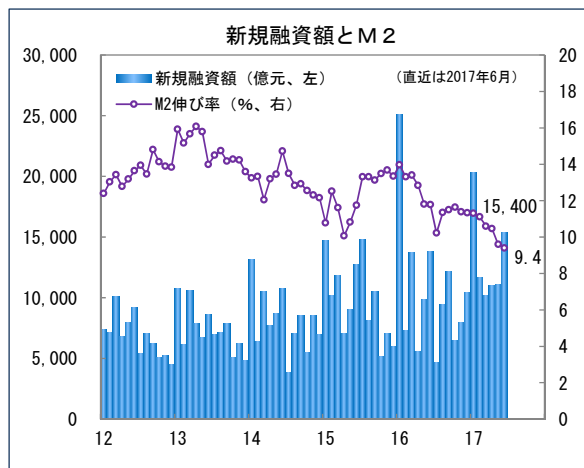
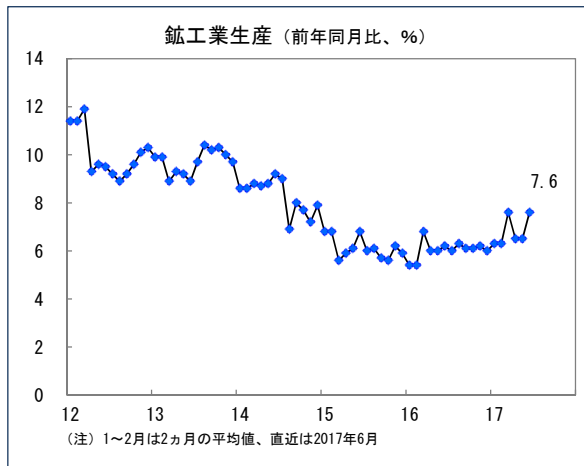
このように、足元の景気は、固定資産投資が若干減速している一方で、消費の加速がこれを相殺し、4月～6月の実質GDP成長率は6.9%という高水準を維持した。今後の中国経済は、インフラ投資と不動産開発投資の減速による固定資産投資の鈍化が想定されるが、消費が景気を下支えすることで、減速をしても緩やかなものにとどまろう。年前半の景気が想定以上に強かったことを踏まえ、2017年の実質GDP成長率の見通しを6.8%（従来は6.6%）に上方修正する。

主要経済指標一覧

| | 2017年1月 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 |
|------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%） | - | - | 6.9 | - | - | 6.9 |
| 鉱工業生産（前年同月比、%） | 6.3 | | 7.6 | 6.5 | 6.5 | 7.6 |
| 電力消費量（前年累計比、%） | 6.3 | | 6.9 | 6.7 | 6.4 | 6.3 |
| 鉄道貨物輸送量（前年同月比、%） | 10.4 | 19.4 | 17.3 | 15.5 | 14.0 | 16.5 |
| 固定資産投資（前年累計比、%） | 8.9 | | 9.2 | 8.9 | 8.6 | 8.6 |
| 不動産開発投資（前年累計比、%） | 8.9 | | 9.1 | 9.3 | 8.8 | 8.5 |
| 小売総額 名目（前年同月比、%） | 9.5 | | 10.9 | 10.7 | 10.7 | 11.0 |
| 実質（前年同月比、%） | 8.1 | | - | 9.7 | 9.5 | 10.0 |
| 消費者物価指数 全体（前年同月比、%） | 2.5 | 0.8 | 0.9 | 1.2 | 1.5 | 1.5 |
| 食品（前年同月比、%） | 2.7 | -4.3 | -4.4 | -3.5 | -1.6 | -1.2 |
| 非食品（前年同月比、%） | 2.5 | 2.2 | 2.3 | 2.4 | 2.3 | 2.2 |
| 工業製品出荷価格指数（前年同月比、%） | 6.9 | 7.8 | 7.6 | 6.4 | 5.5 | 5.5 |
| 工業生産者購入価格指数（前年同月比、%） | 8.4 | 9.9 | 10.0 | 9.0 | 8.0 | 7.3 |
| 新規融資額（億元） | 20,300 | 11,700 | 10,200 | 11,000 | 11,100 | 15,400 |
| M2伸び率（%） | 11.3 | 11.1 | 10.6 | 10.5 | 9.6 | 9.4 |
| 輸出（前年同月比、%） | 7.6 | -1.5 | 16.4 | 8.0 | 8.7 | 11.3 |
| 輸入（前年同月比、%） | 16.8 | 38.0 | 20.3 | 11.9 | 14.8 | 17.2 |
| 貿易収支（億米ドル） | 509.1 | -92.5 | 239.2 | 380.5 | 408.1 | 427.6 |
| 新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%） | 27.0 | 24.1 | 20.6 | 17.4 | 14.6 | 11.5 |
| 上海（前年同月比、%） | 28.3 | 25.0 | 19.8 | 15.4 | 12.9 | 10.0 |
| 商用不動産 着工面積（前年累計比、%） | 10.4 | | 11.6 | 11.1 | 9.5 | 10.6 |
| 完工面積（前年累計比、%） | 15.8 | | 15.1 | 10.6 | 5.9 | 5.0 |
| 不動産販売 面積（前年累計比、%） | 25.1 | | 19.5 | 15.7 | 14.3 | 16.1 |
| 金額（前年累計比、%） | 26.0 | | 25.1 | 20.1 | 18.6 | 21.5 |

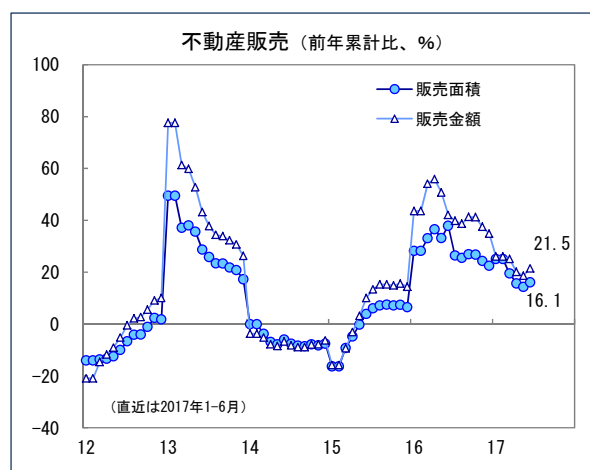
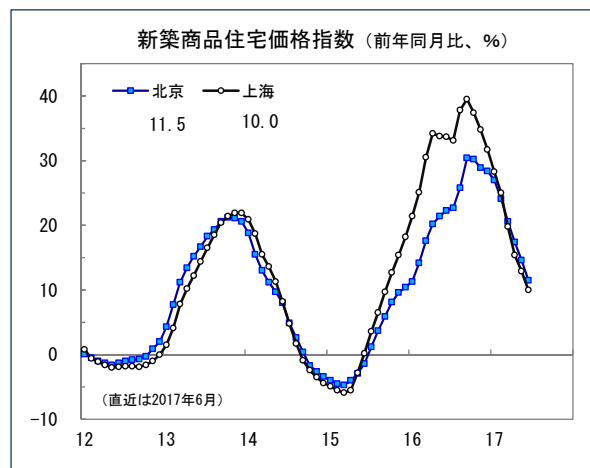
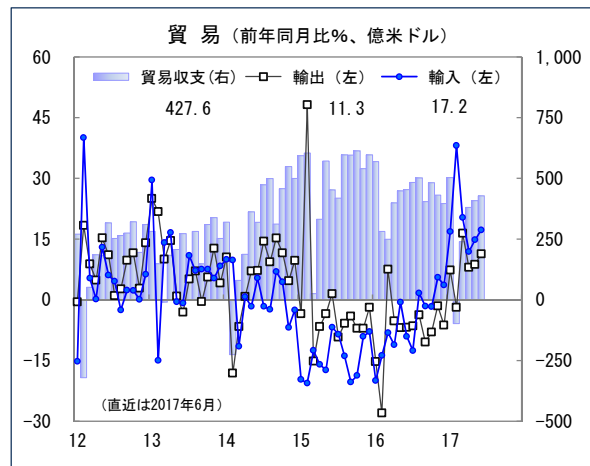
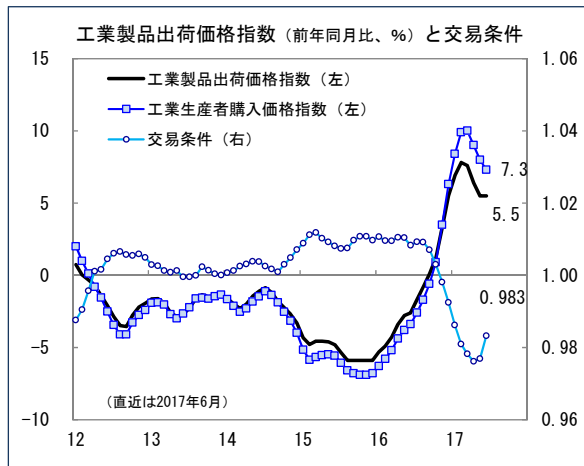
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー一局、中国鉄路総公司、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄路総公司、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）中国国家统计局、中国人民银行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄路総公司、CEIC より大和総研作成