

## —マクロ経済関連—

**みずほ中国 ビジネス・エクスプレス**  
( 経済編 第55号 )

## 要 旨

1～3月期実質GDP（国内総生産）成長率は前年比+6.7%と、政府目標の+6.5～7.0%範囲内。3月経済指標は小幅改善。公表された統計が堅調だったのは、インフラ建設投資増と不動産市場回復に依るところも大きく、構造調整に伴う下押し圧力は今後も持続する見通し。

1. 3月経済指標は小幅改善
  - ・ 1～3月期は+6.7%成長
  - ・ 生産、投資、消費とも小幅改善
  - ・ 不動産価格は一線都市で急騰、抑制策に転換も
  - ・ 輸出入とも改善
  - ・ PP Iはマイナス幅が引続き縮小
  - ・ 貸出純増額、社会融資総量は拡大
  
2. トピックス～民間債務のGDP比急上昇も、政府債務の低さで対応可能
  - ・ 民間債務のGDP比は205%に拡大
  - ・ 欧米日に比べて低い政府部門の債務比率

## 1. 3月経済指標は小幅改善

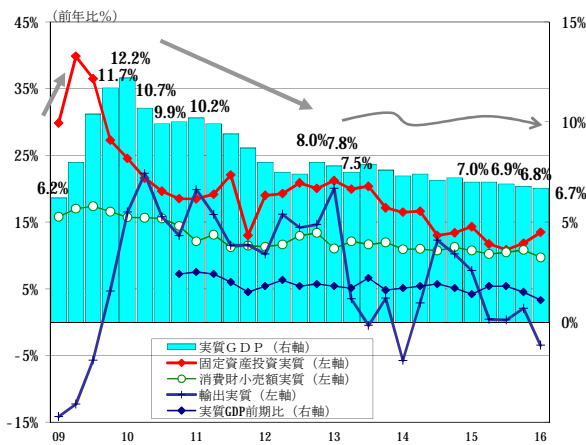
### ・1～3月期は+6.7%成長

4月15日、国家統計局は1～3月期の実質GDP（国内総生産）成長率が前年同期比（特記しない限り以下同）+6.7%だったと発表<sup>1</sup>、15年10～12月期の+6.8%から鈍化するも、政府目標の+6.5～7.0%の範囲内であった（図表1）。+6.7%は、09年1～3月期（+6.2%）以来、7年ぶりの低水準であった<sup>2</sup>。前期比は+1.1%である。15日記者会見した盛来運・国家統計局報道官は「幸先の良いスタートを切った（開局良好）」ことについて記者の問いに回答した際、経済の現状に対する評価を「①運行平穩、②結構優化、③亮点纷呈、④好於預期（安定運行、構造改善、明るい点が複数顕現、予想より良い）」との16文字で説明した<sup>3</sup>。

産業別にみると、引続き第三次産業は+7.6%増加し第二次産業の減速を補完したとみられるものの、15年中に記録した+8%台からは鈍化した。第二次産業の伸び率も15年中の+6%台から1～3月期は+5.8%へと鈍化した（図表2）。

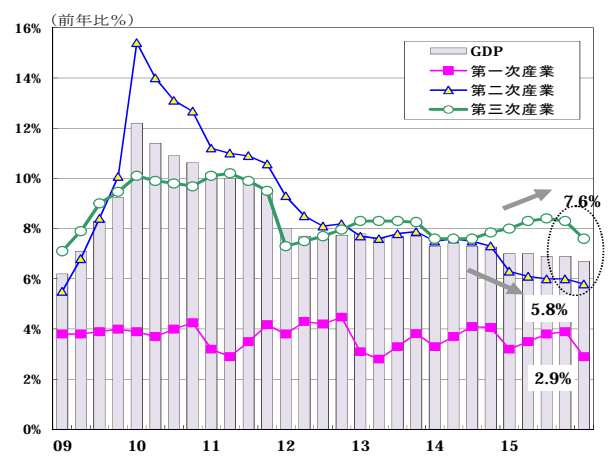
名目GDP構成比をみると第三次産業の比率は1～3月期に56.9%に上昇、12年に45.5%と第二次産業（同年45.0%）を上回って以降、第三次産業の比率はさらに高まった（図表3）。盛報道官は「消費需要高度化の側面から見ると、住居、教育、養老（介護）、保障、衛生、旅行など関連の消費支出は高めの伸びを維持している」と説明、「消費のミドル・ハイエンド化（向中高檔消費層次邁進）が加速している」と述べた。

図表1 GDP、主要経済指標（四半期）



(注) 輸出は人民幣建価格をPPI（生産者物価）、固定資産投資は固定資産投資価格指数、消費財小売はRPI（小売物価）で実質化。（資料）中国国家統計局、CEIC

図表2 産業別GDP



(注) 数字は最新期値。（資料）中国国家統計局、CEIC

### ・生産、投資、消費は小幅改善

3月の経済指標は小幅改善した。3月の工業付加価値生産額は前年同月比+6.8%と、1～2月の+5.4%から加速した（前月比+0.6%）（図表4）。1～3月累計では+5.8%で15年通年（+6.9%）から減速している。盛報道官は、過剰生産能力解消、デレバレッジ（去産能、去杠杆）など構造改革推進に伴う景気下押し圧力に関する記者の質問に答え、「1～3月期に粗鋼生産は▲3.2%、原炭は▲5.3%減産。こ

<sup>1</sup> 中国国家統計局 4月15日「一季度国民经济开局良好（1-3月期は国民経済の幸先が良好）」

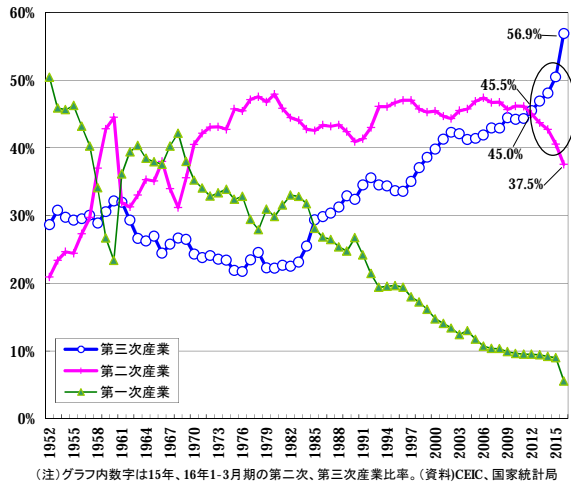
[http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/201604/t20160415\\_1343962.html](http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/201604/t20160415_1343962.html)

<sup>2</sup> なお、名目GDP規模は09年1-3月期の7兆3,284元に対し、16年1-3月期は15兆8,526元と、過去7年間で2.2倍に増加した。

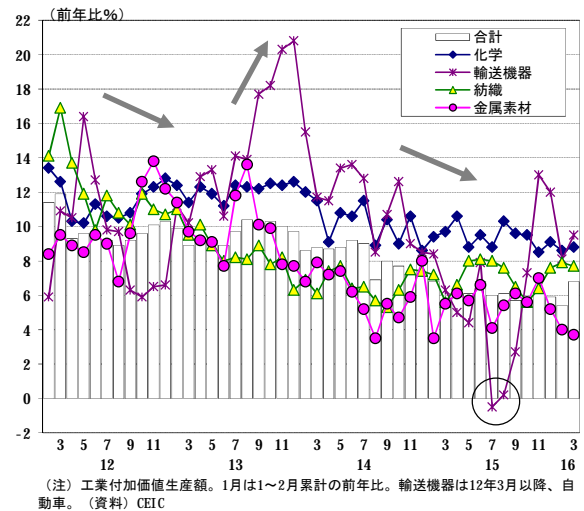
<sup>3</sup> 中国国家統計局 4月15日「国务院新闻办发布会介绍2016年一季度国民经济运行情况（國務院記者会見で16年1～3月期經濟運行情况进行紹介）」[http://www.gov.cn/xinwen/zhibo2/20160415fbh7/xwb2\\_wzgd.htm](http://www.gov.cn/xinwen/zhibo2/20160415fbh7/xwb2_wzgd.htm)

これは過剰生産能力解消の成果である」としている。

図表 3 GDP 産業別構成比

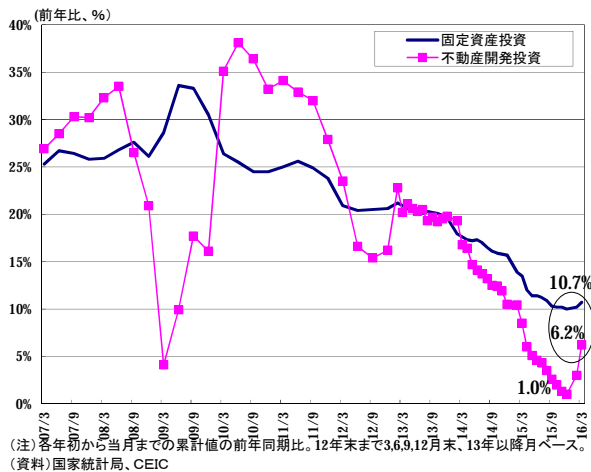


図表 4 工業付加価値生産額

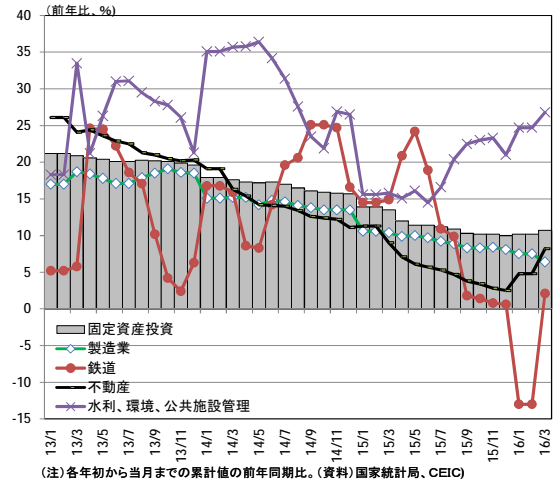


名目固定資産投資は1~3月累計では+10.7%と、1~2月の+10.2%、15年通年の+10.0%から加速した(前月比+0.7%)。3月単月でも+11.2%<sup>4</sup>と加速している。1~3月累計のうち不動産開発投資は+6.2%と1~2月(+3.0%)に引続き加速した。一方、水利、環境、公共設備管理業向け投資の伸びは1~3月に+26.8%と1~2月の+24.7%、15年通年の+21.0%から小幅加速している(図表5、6)。

図表 5 固定資産投資



図表 6 主要産業別固定資産投資



・消費小売額は小幅減速。自動車販売は4カ月連続プラス

個人消費は名目消費小売額が3月に+10.5%と、1~2月(+10.2%)から小幅加速した。物価上昇要因を除いた実質でも+9.7%と、1~2月(+9.6%)から小幅加速した(前月比+0.9%) (図表7)。1~3月累計では+10.3%と15年通年の+10.7%を下回っている。このうち、ネット・ショッピングによる小売額は1兆251億円(うち商品8,241億円・+25.9%)と消費小売額合計の13.1%を占め、伸び率は+27.8%であった。

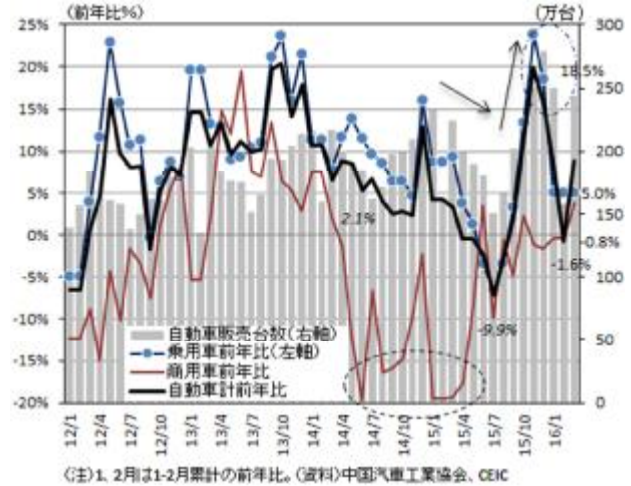
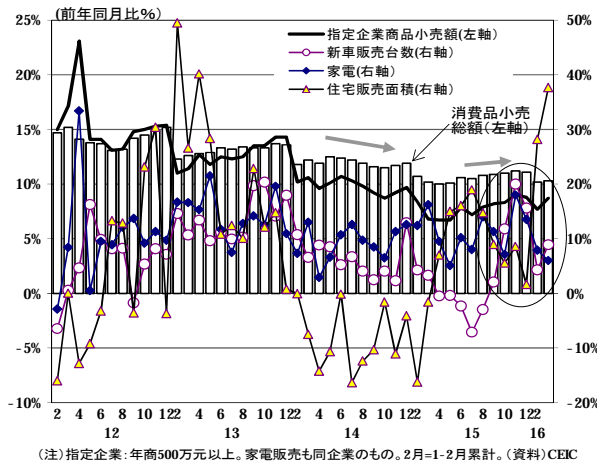
住宅販売面積は3月に+37.7%(1億3,064万6,000㎡)と、13年12月以来の単月プラスとなった15年4月(+7.0%、81,301千㎡)以来、11か月連続で拡大、1~3月累計で2億4,299万2,100㎡、+

<sup>4</sup> 月次値とその前年比変動率は1~11月累計値から筆者算出。

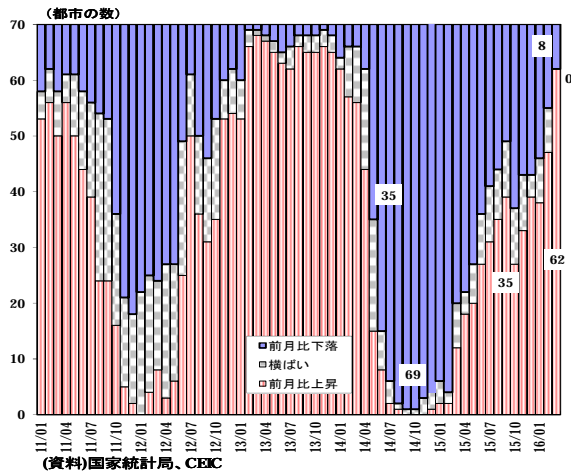
33.1%となった。人民銀行による預貸金引き下げ（14年11月以降計6回実施）、2軒目の住宅購入時の頭金比率（下限）引き下げ（60%から40%に。3月30日）、1軒目の住宅購入時の頭金比率引き下げ（25%に。9月30日）など当局の不動産市場テコ入れ方針の効果や、4月以降、6月下旬に下落するまでの間の株高による資産効果及びその後の株価下落を受けた株式市場から不動産市場への資本流入も、住宅販売持ち直しの背景にある。

自動車販売は3月に243.97万台、+8.9%と、1~2月（408.1万台、+4.3%）に続き増加した（図表8）。15年10月から実施した小型乗用車向けの減税措置<sup>5</sup>の効果による回復傾向が続いている。1~3月累計では652.12万台、+6.0%（15年+4.6%。14年+6.8%）となった。

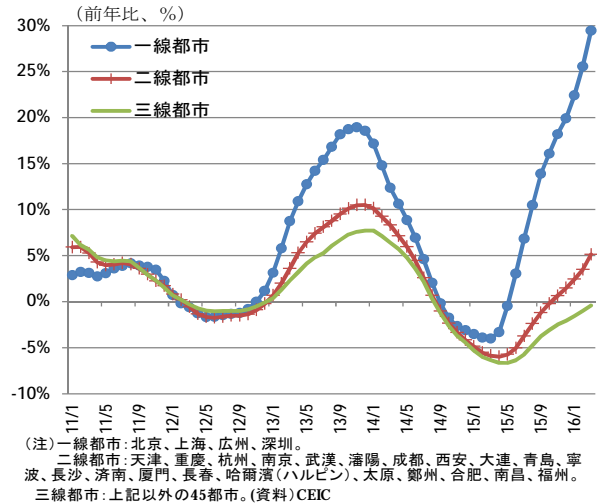
図表7 消費品小売額、品目別小売売上、住宅販売面積 図表8 自動車販売台数（乗用車・商用車別）



図表9 住宅販売価格前月比変動都市数



図表10 新築住宅販売価格（前年比）



・不動産価格は一線都市で急騰、抑制策に転換も

3月の新築住宅価格は、主要70都市のうち62都市で前月上昇した。上昇した都市の数は2月より15都市増えた。前月比で下落した都市は8都市で都市の数は2月の15都市から7都市減、前月比で横

<sup>5</sup>「財政部 国家税务总局关于减征1.6升及以下排量乘用车车辆购置税的通知（排气量1,600cc以下の乗用車購入税引き下げに関する財政部、国家税務総局通達）」財税〔2015〕104号（9月29日付）は、10月1日から16年末まで、排气量1,600cc以下の乗用車を対象に、自動車取得税の税率を従来の10%から5%に引き下げる措置を公表。  
<http://www.chinatax.gov.cn/n810341/n810755/c1827947/content.html>

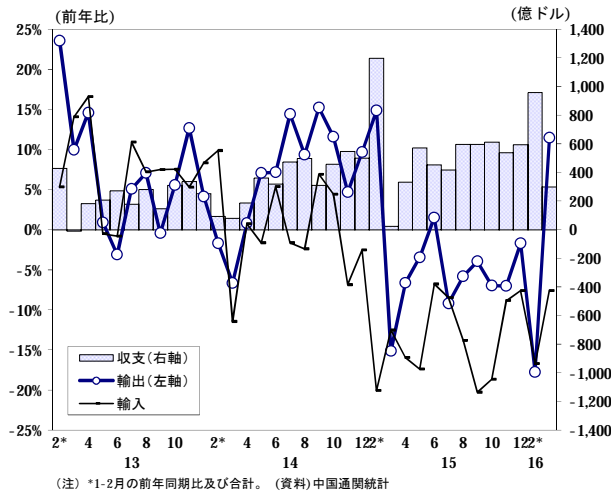
ばいであった都市の数は2月の8都市から3月は0になった(図表9)。前年比で上昇した都市の数は40都市と、2月から8都市増え、前年比で下落した都市の数は29都市と2月の37都市から減少した。

地域別に見ると、上海、深圳(3月上昇率それぞれ+25.0%、+61.6%)をはじめとする一線都市の急騰傾向が、二線都市にも広がりつつある一方、三・四線都市では在庫解消圧力を背景に価格下落が続くという、地域毎に異なる状況が同時発生する姿となっている<sup>6</sup>(図表10)。価格上昇の著しい深圳、上海では、これまでの購入刺激策から制限策へと政策転換が図られており<sup>7</sup>、価格上昇の顕著な二線都市にもこうした購入制限の動きが出てくるものと考えられる。

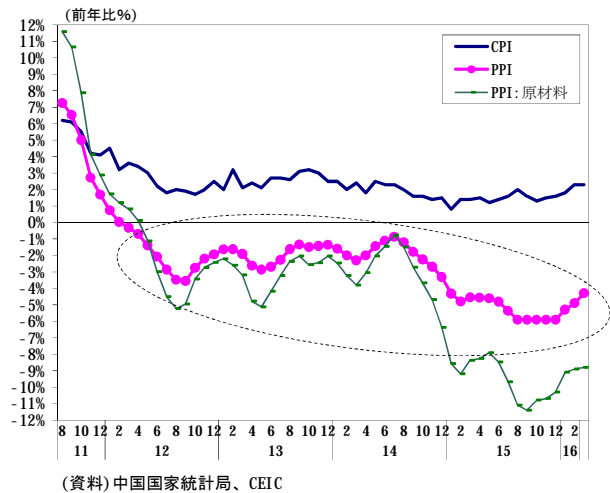
**・輸出入とも改善**

3月輸出は+11.5%(1,608.1億ドル)、輸入▲7.6%(1,309.6億ドル)、貿易黒字298.6億ドルと、1~2月(輸出▲17.8%、輸入▲16.7%)に比べ改善した(図表11、13、14)。1~3月累計では輸出▲9.6%(4,639.3億ドル)、輸入▲13.5%(3,382.1億ドル)、貿易収支+1,257.3億ドルの黒字であった。貿易総額は▲11.3%と、1~2月の▲17.4%からは改善した。

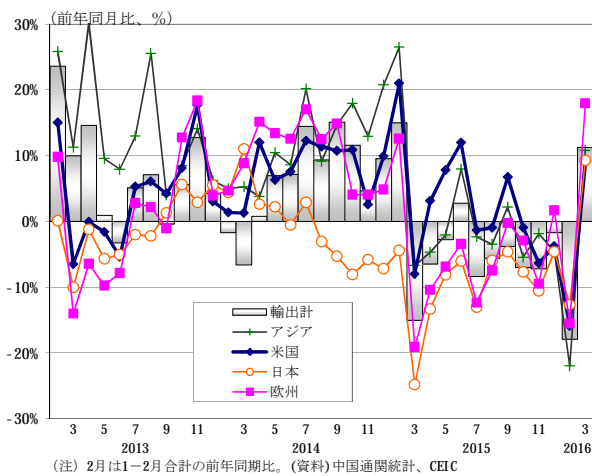
図表 11 輸出入、貿易収支



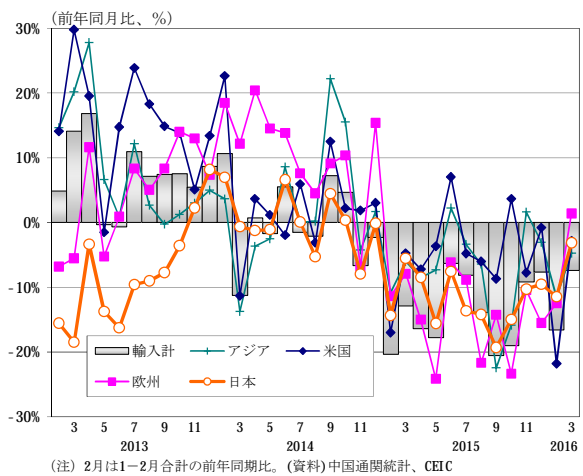
図表 12 CPI、PPI



図表 13 主要地域別輸出



図表 14 主要地域別輸入



<sup>6</sup> 二線都市の住宅価格上昇例：南京+16.8%、厦門+15.7%、杭州+11.8%、合肥+11.2%など。3月の全国不動産価格変動率は+2.9%(各地域変動率を筆者が単純平均して算出)。

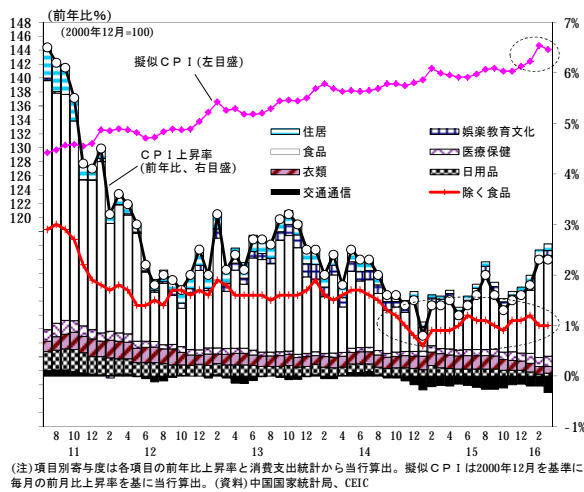
<sup>7</sup> 3月25日、上海市は2軒め住宅購入時の頭金比率をこれまでの40%から50~70%に引き上げ。深圳市は2軒めの住宅購入時の頭金比率をこれまでの30%から40%に引き上げ。いずれも、非居住者の取得条件を厳格化。

・PPIはマイナス幅が引続き縮小

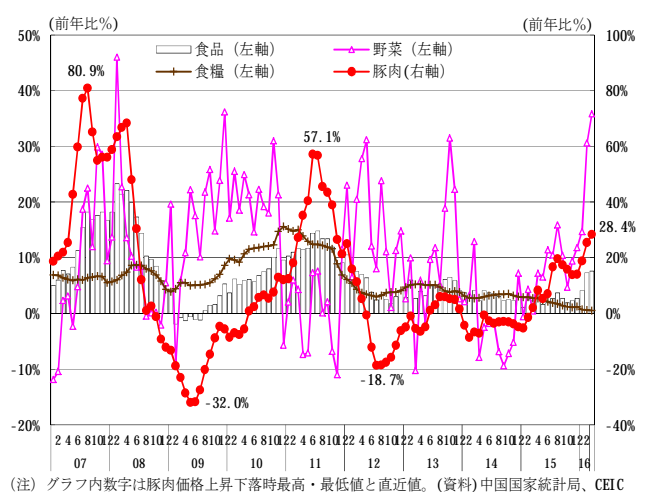
3月のCPI（消費者物価指数）上昇率は+2.3%と、2月（+2.3%）と同水準であった。前月比では▲0.4%と2月の+1.6%からマイナス転化した（図表6）。1~3月平均では+2.1%と、+3.0%の政府目標を下回っている。

CPIの内訳を見ると、食品価格は3月に+7.6%と2月（+5.8%）から上昇した（図表15）。低温により生産に影響が出た野菜価格は上昇幅が2月の+30.6%から3月は+35.8%へと拡大、豚肉価格も3月に+28.4%と、2月の+25.4%から伸びを高めた（図表16）。豚肉は生産量が15年に5,487万トンと前年比▲3.3%減少、07、11年に続き減少、豚周期（ピッグ・サイクル）<sup>8</sup>の上昇傾向が続いている。食品以外の価格は3月に+1.0%と、2月（+1.0%）と同水準であった。

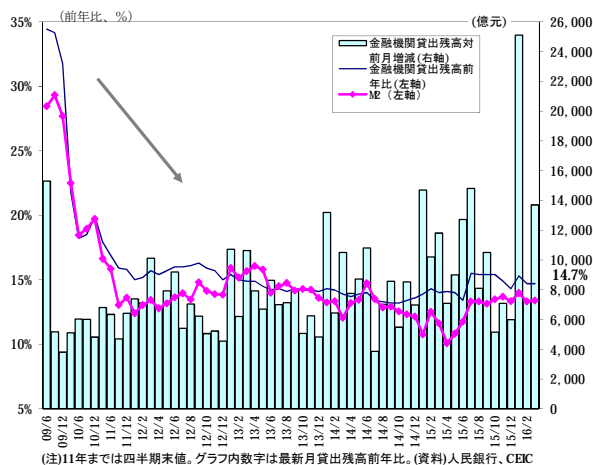
図表 15 CPI、同品目別伸び率寄与度



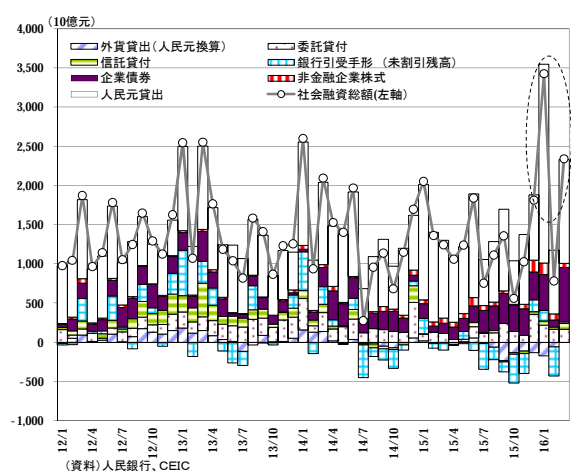
図表 16 食品価格



図表 17 金融機関貸出、マネーサプライ



図表 18 社会融資規模



PPI（工業製品出荷価格）は3月に▲4.3%と、12年3月以降、49カ月連続のマイナスとなったものの、2月の▲4.9%（1~2月平均▲5.1%）に引続きマイナス幅が縮小した（図表6）。足元、鋼材価格は上昇が報道されており<sup>9</sup>、昨年来の減産と、今年に入ってからの当局による過剰生産能力削減方針な

<sup>8</sup> 豚肉価格が下がってくると畜産家が飼育を少なくする→供給が減少、価格上昇→畜産家が生産増→供給増、価格が安定→畜産課が飼育を少なくするといった循環を繰り返す。

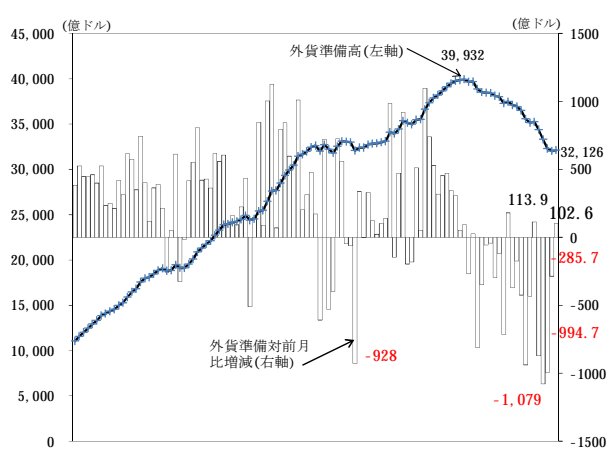
<sup>9</sup> 21世紀経済報道4月15日「鋼价上涨部分高炉复工（鋼材価格上昇 一部高炉が生産復活）」など。

ど供給面の変化に、インフラ建設投資拡大傾向など需要面の変化という需給双方の要因が、鋼材価格情勢に影響を与えていると見られる。

### ・貸出純増額、社会融資総量は拡大

人民銀行が公表した3月のマネーサプライ M2 は+13.4%と、2月(+13.3%)から加速、政府目標(+13%)を上回っている(図表17)。また、同月の社会融資規模純増額は2兆3,400億元と、2月の7,802億元から拡大した。内訳をみると、人民元貸出、委託貸付、信託貸付、企業債券、非金融企業株式は拡大、外貨貸出(人民元換算)、銀行引受手形(未割引残高)は純減から純増へと転換している(図表18)。また、3月の外貨準備高は3兆2,126億ドルと2月比で102.6億ドル増加、15年10月以来の前月比増加となった(図表19)。

図表19 外貨準備高



(注) 外貨準備高数値は14年6月ピーク時、最新月値。(資料) 中国人民銀行、CEIC

## 2. トピックス～民間債務のGDP比急上昇も、政府債務の低さで対応可能

### ・民間債務のGDP比は205%に拡大

中国の民間債務がGDPの200%を上回る水準に上っており、「日本のバブル期に匹敵」するとして、警戒されている。国際決済銀行(BIS)によると、中国の金融機関を除いた民間債務(非金融部門債務)残高のGDP比は2015年9月時点で企業が166.3%、家計が38.8%で計205.1%となっている。この水準は日本のバブル経済の時期(89年9月末に200%を超え、95年末221%とピーク)と同水準で、中国もバブル経済後の日本と同様の状況だと懸念されている。

中国では08年9月のリーマン・ショックを契機とする景気減速をうけて同年11月から10年いっぱいまで採られた、約68兆円規模のいわゆる「4兆元景気対策」実施以降、債務が急拡大している(図表20)。非金融部門債務残高のGDP比は、08年末までの100%前後の水準から、「4兆元景気対策」実施に伴い、設備や不動産に対する投資が拡大したことから09年以降急拡大し、15年9月末に205.1%まで上昇した。

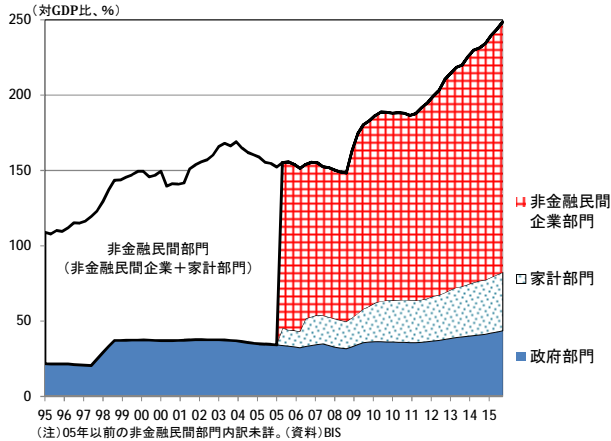
### ・欧米日に比べて低い政府部門の債務比率

BISの統計には、企業と家計を合わせた民間債務の他に、政府部門の債務の統計もある。これを中国、日本、米国、欧州とで比較すると、それぞれ43.5%、219.5%、94%、105%で、政府部門の債務は中国が最も低い(15年9月末)(図表21)。

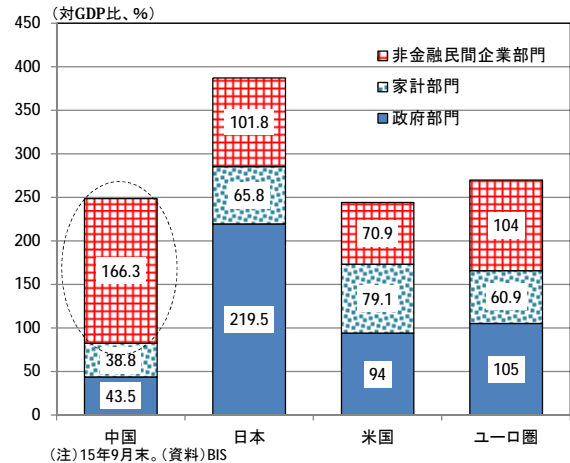
ここで、民間債務と政府部門の債務のGDP比を合わせてみると、中国の債務比率は248.6%に高ま

る。しかし、同様に民間と政府部門の債務比率を合わせると、日本 387.1%、米国 244.0%、欧州 269.9%（15年9月）となり、四者の中では政府部門債務のGDPが200%を超えている日本の債務比率が最も高くなる。

図表 20 中国の債務残高GDP比（非金融部門）



図表 21 債務残高（非金融部門）GDP比の比較



中国の民間部門の債務比率は日米欧に比べれば、確かにその高さが目立つものの、政府部門の債務比率は43.5%と低く、民間債務問題への政府の対応余地は大きい。

中国では現在、債務に苦しむ「ゾンビ企業」の整理を含む「三去（去産能、去在庫、去杠杆）」、つまり、過剰生産能力解消、不動産在庫の解消、デレバレッジ（金融リスクの防止・解消）の過程にある。今後、経済成長率はさらに減速する可能性がある。一方、所得向上、市場規模拡大に伴うビジネス・チャンスは健在で、家計の債務比率が40%以下と、70%近い日米欧に比べ低いことも、消費拡大にはプラスとなる。

バブル経済とその後の停滞を経験した当時の日本経済の発展段階とは異なり、中国ではこれから所得が向上し中間層となりうる階層が大多数を占めており、都市化の過程で生じる潜在的な需要も大きい。

産業構造を見ても、鉄鋼、石炭など過剰生産能力業種に代表される「旧経済」が構造調整の影響を受けることが予想されるのに対して、全国人民代表大会（全人代）政府活動報告で提起された「新経済（ニュー・エコノミー）<sup>10</sup>」発展の余地は大きい。

昨年来の株式、人民元、不動産市場の変動を受け、中国経済をバブル崩壊後の日本経済になぞらえる見方がある。しかし、発展段階や産業構造の違いを踏まえれば、日中経済には共通点もあれば相違点もあり、債務問題を見る際も、より幅広い視点での観察が求められる。中国経済全体を見る上でも、構造調整と新たな分野の発展が同時進行する中、関連する業界、分野でプラス、マイナス双方の影響が発生する可能性があることを想定しておきたい。

以上

【みずほ銀行（中国）有限公司 中国業務部主任研究員 細川美穂子】

<sup>10</sup>中国政府網 3月16日「李克強総理回答中外記者質問（李克強総理が記者の質問に回答）」  
[http://www.gov.cn/guowuyuan/2016-03/16/content\\_5054308.htm](http://www.gov.cn/guowuyuan/2016-03/16/content_5054308.htm)李克強首相は新経済の具体例として、第三次産業のインターネット・プラス、物聯網（IoT、モノのインターネット）、クラウド・コンピューティング、Eコマースなどの新興産業や業態などを挙げた。また、工業におけるインテリジェント製造、マス・カスタマイゼーション生産、第一次産業における規模経営に資する家庭農場、株式合作制、農村における第1、2、3次産業の融合的発展なども例示。



**【ご注意】**

1. **法律上、会計上の助言:**本資料記載の情報は、法律上、会計上、税務上の助言を含むものではありません。法律上、会計上、税務上の助言を必要とされる場合は、それぞれの専門家にご相談ください。
2. **秘密保持:**本資料記載の情報の貴社への開示は貴社の守秘義務を前提とするものです。当該情報については貴社内部の利用に限定され、その内容の第三者への開示は禁止されています。
3. **著作権:**本資料記載の情報の著作権は原則として弊行に帰属します。いかなる目的であれ本資料の一部または全部について無断で、いかなる方法においても複写、複製、引用、転載、翻訳、貸与等を行うことを禁止します。
4. **免責:**
  - (1) 本資料記載の情報は、弊行が信頼できると考える各方面から取得しておりますが、その内容の正確性、信頼性、完全性を保証するものではありません。弊行は当該情報に起因して発生した損害については、その内容如何にかかわらずいっさい責任を負いません。また、本資料における分析は仮定に基づくものであり、その結果の確実性或いは完結性を表明するものではありません。
  - (2) 今後開示いただく情報、鑑定評価、格付機関の見解、制度・金融環境の変化等によっては、その過程やスキームを大幅に変更する必要がある可能性があり、その場合には本資料で分析した効果が得られない可能性がありますので、予めご了承下さい。また、本資料は貴社のリスクを網羅的に示唆するものではありません。
5. 本資料は金融資産の売買に関する助言、勧誘、推奨を行うものではありません。