

—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56号)

要 旨

4月経済指標は総じて小幅鈍化。季節要因で減速した側面もあり、更なる悪化を示唆するものではないものの、構造調整に伴う景気下押し圧力は今後も持続する見通し。

1. 4月経済指標は総じて小幅悪化

- ・ 生産、投資、消費とも小幅悪化
- ・ 消費品小売額は小幅減速
- ・ 輸出入とも減速
- ・ PP Iはマイナス幅が引続き縮小
- ・ 貸出純増額、社会融資総量は縮小

2. トピックス～「L字成長段階」の持続を改めて確認

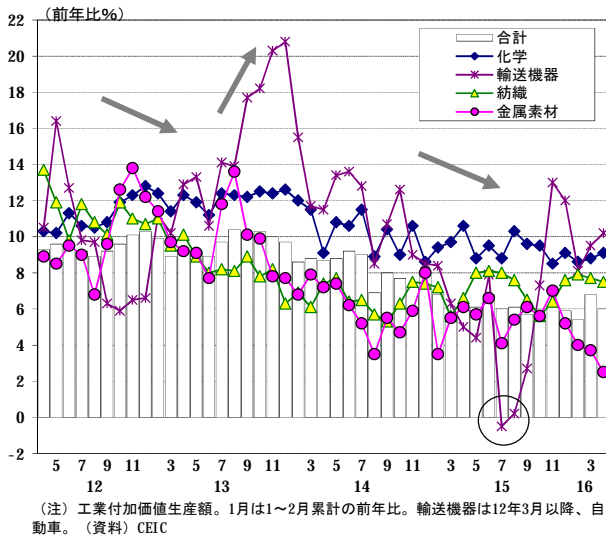
- ・ 「L字成長段階は一年や二年で終わるものではない」(権威人士)

1. 4月経済指標は小幅悪化

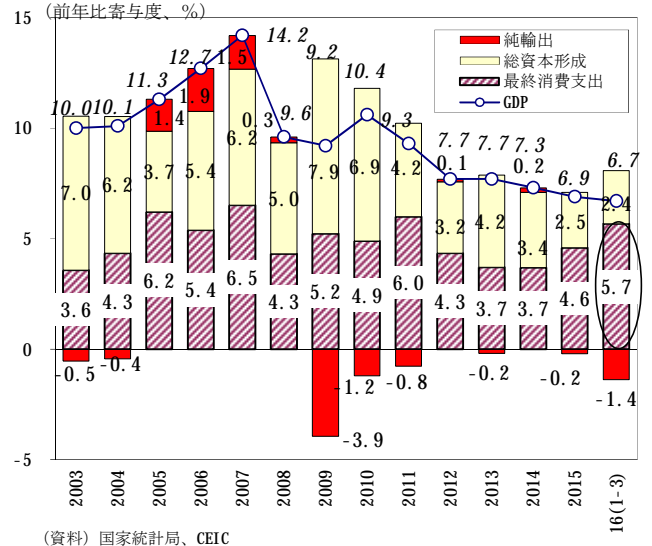
・生産、投資、消費は小幅悪化

4月の経済指標は小幅悪化した。4月の工業付加価値生産額は前年同月比+6.0%と、3月の+6.8%から減速した（前月比+0.5%）（図表1）。1~4月累計では+5.8%で15年通年（+6.9%）から減速している。国家統計局は、4月の生産減速の要因として「①脆弱な外需、②採掘業、エネルギー消費業種の減速、③商品価格上昇と季節要因に伴う3月の生産加速からの減速」を挙げている。

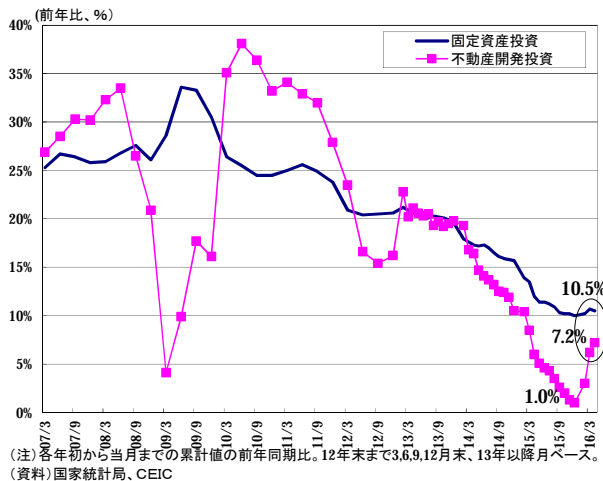
図表1 工業付加価値生産額



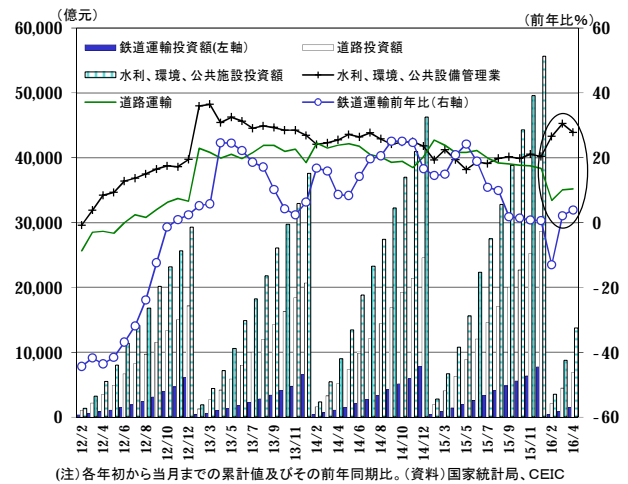
図表2 GDP需要項目別内訳



図表3 固定資産投資



図表4 鉄道・道路・水利・環境産業固定資産投資



一方、プラスの構造調整が引続き進展しているとして「①技術製造業の加速:ハイテク産業(+9.7%)、医薬(+10.7%)、通信その他電子設備(+8.3%)が工業計の伸びを上回った、②ハイエンド細分化業種の好調維持:レーダー+118.4%、航空設備+28.6%、都市軌道交通設備+25.3%、③消費高度化に符合した新興製品の伸び:新エネルギー車2.4倍、都市軌道交通車両+38%、SUV+33.9%、炭素繊維強化複合材料+32.9%、太陽電池+17.7%、工業用ロボット+16.5%、光ファイバー+16.4%、光電子デバイス+16.3%、高速鉄道車両+15.4%」を挙げた¹。

¹ 国家統計局「国家統計局工業司高級統計師江源解説4月份工业生产数据（国家統計局工業司江源高級統計師が4月工業生産データを

なお、5月になって公表された、1～3月期実質GDP成長率の需要項目別内訳をみると、総資本形成の寄与度が+2.4%に縮小、純輸出は▲1.4%とマイナス幅が拡大する中、最終消費支出の寄与度が+5.7%へと高まっている（図表2）。

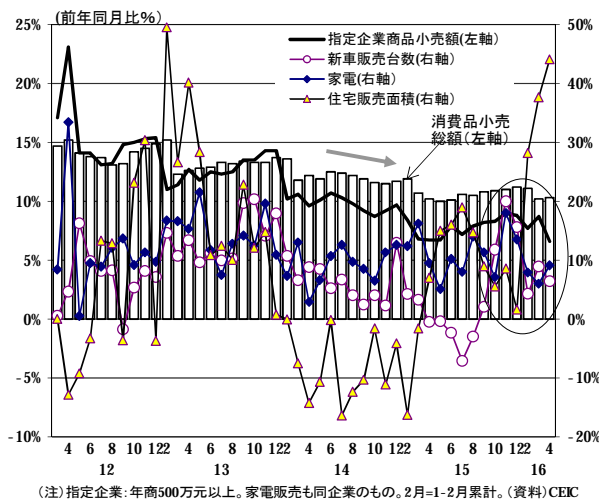
名目固定資産投資は1～4月累計では+10.5%と、1～3月の+10.7%から減速したものの、15年通年の+10.0%は上回っている（前月比+0.7%）。4月単月でも+10.1%²と3月（+11.2%）からは減速している。1～4月累計のうち不動産開発投資は+7.2%と1～3月（+6.2%）に引続き加速した。

一方、水利、環境、公共設備管理業向け投資の伸びは1～4月に+27.8%と1～3月の+30.5%、15年通年の+20.4%から小幅減速している（図表3、4）。

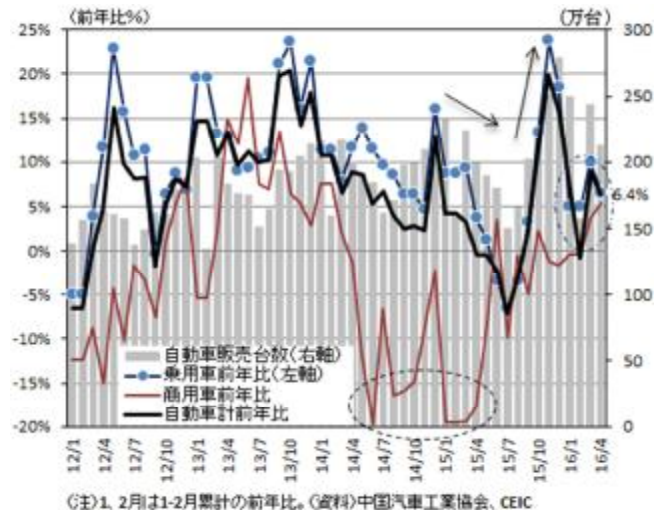
・消費品小売額は小幅減速

個人消費は名目消費品小売額が4月に+10.1%と、3月（+10.5%）から小幅減速した。物価上昇要因を除いた実質でも+9.3%と、3月（+9.7%）から小幅減速した（前月比+0.8%）（図表5）。1～4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1兆4,140億元（うち商品1兆1,419億元・+25.6%）と消費品小売額合計の13.8%を占め、伸び率は+27.5%であった。国家統計局は、4月の小売統計の分析として「①外食収入の加速、②基本生活品の伸び加速（食品+12.1%、履物+7.3%など）、③消費高度化関連の好調（体育娯楽要因+19.7%、文化・オフィス用品+13%）、④住宅関連消費の加速（家電+9.1%、家具+17.1%、建築内装関連+17.3%）」などの加速要因を挙げている³。一方、「自動車販売の伸び鈍化による小売統計押し下げ分は▲0.7%PTであった」（統計局）。

図表5 消費品小売額、品目別小売売上、住宅販売面積



図表6 自動車販売台数（乗用車・商用車別）



住宅販売面積は4月に+44.1%（1億1,712万8,000㎡）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、12か月連続で拡大、1～4月累計で3億6,012万㎡、+36.5%となった。人民銀行による預貸金利引き下げ（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。15年3月30日）、1軒目の住宅購入時の頭金比率引き下げ

解説）」http://www.stats.gov.cn/tjsj/sj/d/201605/t20160514_1356336.html

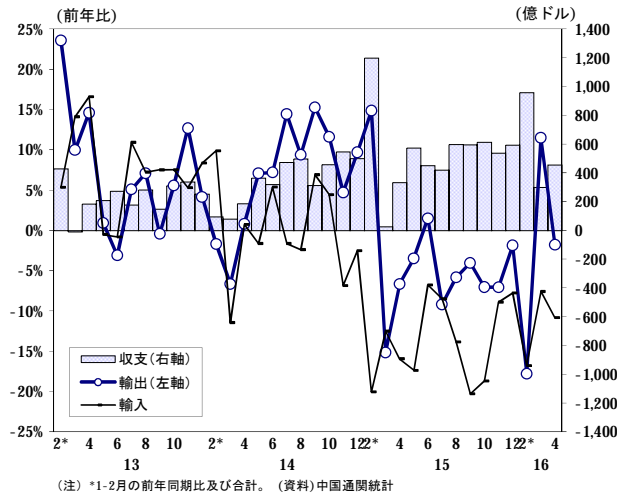
² 月次値とその前年比変動率は1～4月累計値から筆者算出。

³ 国家統計局「国家統計局貿易外経司高級統計師蘭濤解读社会消费品零售总额数据（国家統計局貿易外経司蘭濤高級統計師が社会消费品小売総額データを解説）」http://www.stats.gov.cn/tjsj/sj/d/201605/t20160514_1356339.html

(25%に。同年9月30日)など当局の不動産市場テコ入れ方針の効果や、15年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。

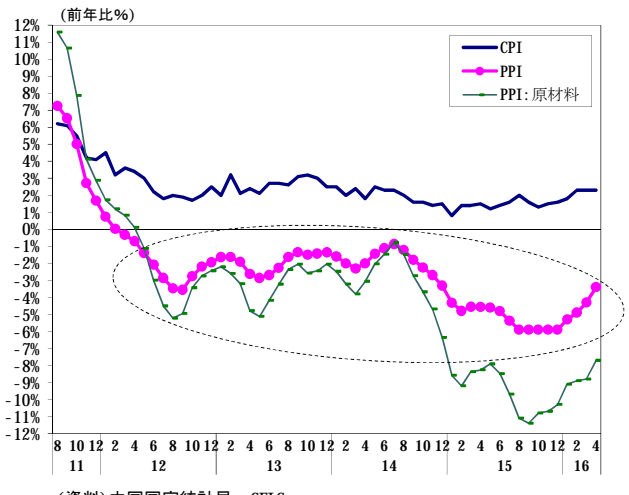
自動車販売は4月に212.24万台、+6.4%と、3月(243.97万台、+8.9%)から伸びが鈍化した(図表8)。15年10月から実施した小型乗用車向けの減税措置⁴の効果による回復傾向が続いている。1~4月累計では864.36万台、+6.1%(15年+4.6%。14年+6.8%)となった(図表6)。

図表7 輸出入、貿易収支



(注) *1-2月の前年同期比及び合計。(資料)中国通関統計

図表8 CPI、PPI

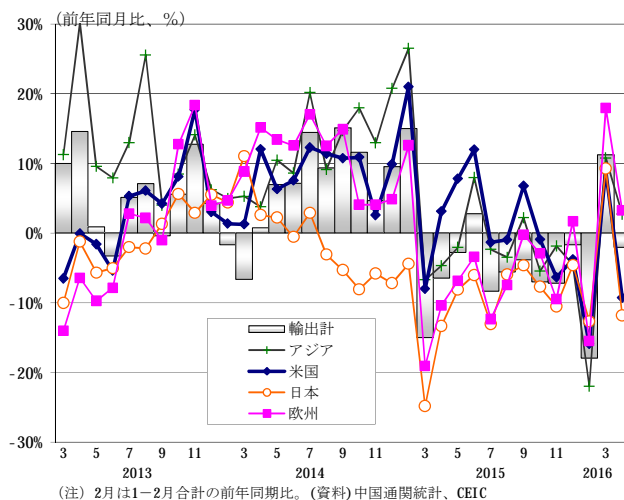


(資料)中国国家統計局、CEIC

・輸出入とも減速

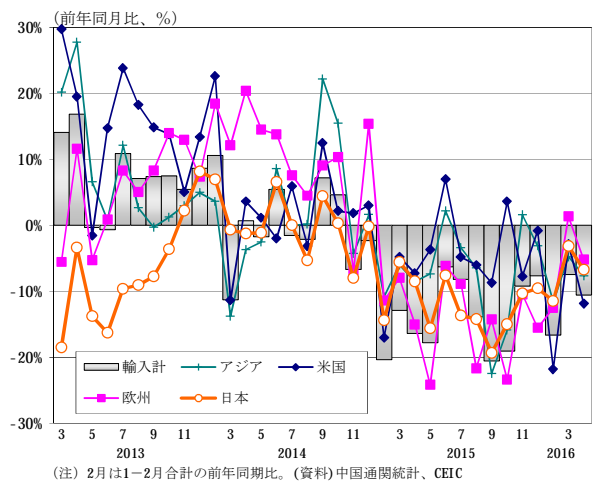
4月輸出は▲1.8%(1,727.6億ドル)、輸入▲10.9%(1,272.0億ドル)、貿易黒字は455.6億ドルと、3月(輸出+11.5%、輸入▲7.6%)に比べ悪化した(図表11、13、14)。1~4月累計では輸出▲7.6%(6,366.3億ドル)、輸入▲12.8%(4,654.3億ドル)、貿易収支+1,712.0億ドルの黒字であった。貿易総額は▲9.9%と、1~3月の▲11.3%からは改善した(図表7、9、10)。

図表9 主要地域別輸出



(注) 2月は1-2月合計の前年同期比。(資料)中国通関統計、CEIC

図表10 主要地域別輸入



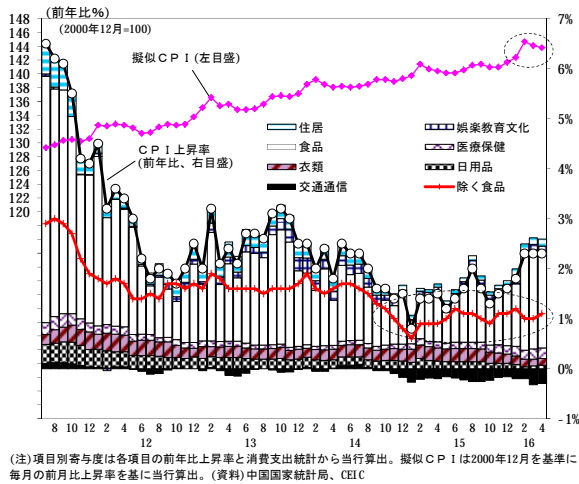
(注) 2月は1-2月合計の前年同期比。(資料)中国通関統計、CEIC

⁴「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>

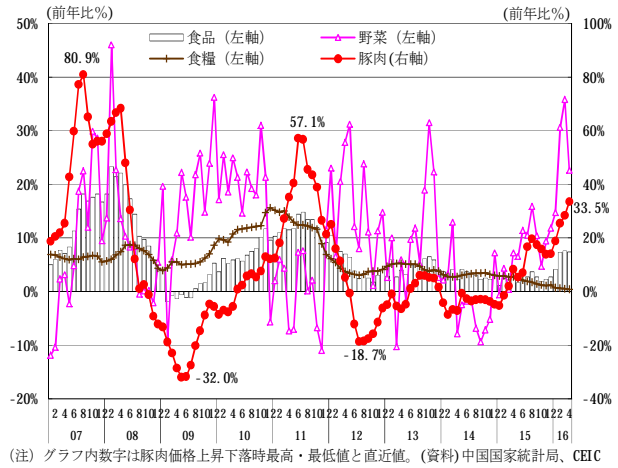
・PPIはマイナス幅が引続き縮小

4月のCPI（消費者物価指数）上昇率は+2.3%と、3月（+2.3%）と同水準であった。前月比では▲0.2%と3月の▲0.4%に続きマイナスであった（図表8）。1～4月平均では+2.2%と、+3.0%の政府目標を下回っている。

図表 11 CPI、同品目別伸び率寄与度

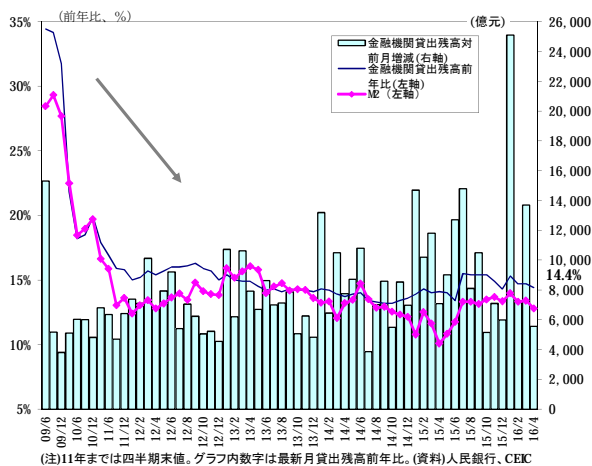


図表 12 食品価格

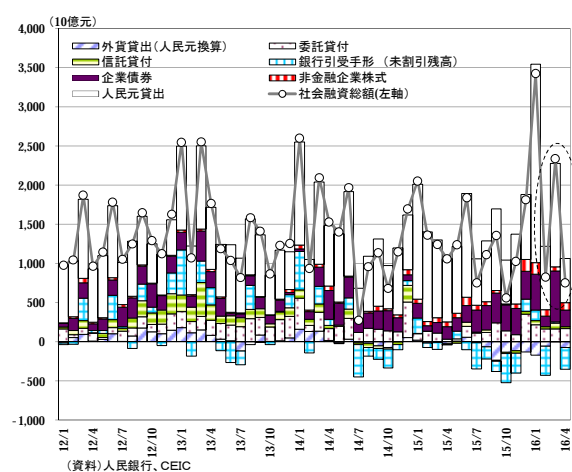


CPIの内訳を見ると、食品価格は4月に+7.4%と3月（+7.6%）から鈍化した（図表11）。野菜価格上昇幅は低温により生産に影響が出た3月の+35.8%から4月は+22.6%へと鈍化した一方、豚肉価格は4月に+33.5%と、3月の+28.4%から伸びを高めた（図表12）。豚肉は生産量が15年に5,487万トンと前年比▲3.3%減少、07、11年に続き減少、豚周期（ピッグ・サイクル）⁵の上昇傾向が続いている。食品以外の価格は4月に+1.1%と、3月（+1.0%）から僅かに伸びを高めた。

図表 13 金融機関貸出、マネーサプライ



図表 14 社会融資規模



・貸出純増額、社会融資総量は縮小

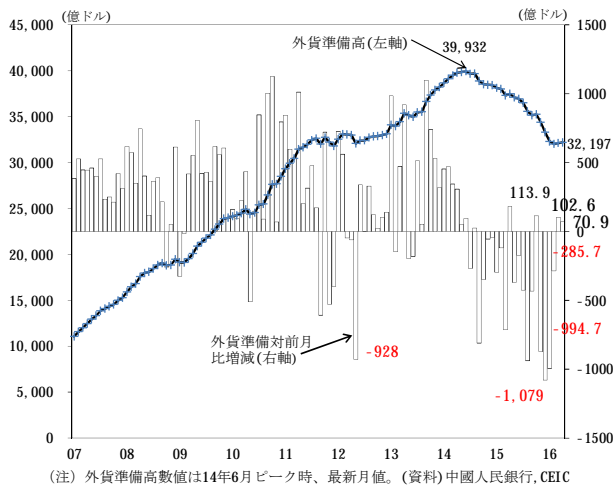
人民銀行が公表した4月のマネーサプライM2は+12.8%と、3月（+13.4%）から減速、政府目標（+13%）を下回った（図表13）。また、同月の社会融資規模純増額は7,510億元と、3月の2兆3,336億元から大きく縮小した。内訳をみると、委託貸付、非金融企業株式は拡大、人民元貸出、信託貸付、企業

⁵ 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→畜産家が飼育を少なくするといった循環を繰り返す。

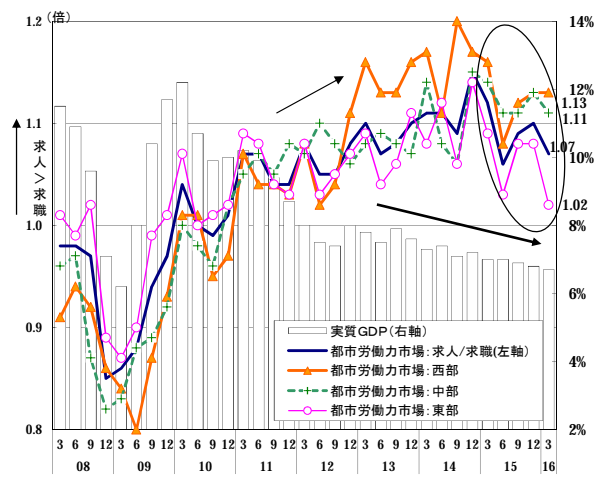
債券は縮小、外貨貸出（人民元換算）、銀行引受手形（未割引残高）は純増から純減へと転換している（図表 14）。また、4月の外貨準備高は3兆2,197億ドルと3月比で70.9億ドル増加、3月に続いて前月比増加となった（図表 15）。

4月の金融統計について人民銀行は「貸出急減は季節的、技術的な要因によるもの」と説明した。背景として、①地方政府融資平台⁶による債務を債券に置き換えた分（4月に3,500億元）が数字に含まれていない、②1～3月期に貸出が集中する季節要因の反動、③リスク管理抑制の圧力や不良債権償却による影響があるとした。そのうえで「全体的に見て、実体経済への現在の金融面での支援はなお力強い」とし「穏健（中立的）な金融政策に変わりはない」としている⁷。

図表 15 外貨準備高



図表 16 求人倍率と実質 GDP 成長率



2. トピックス～「L字成長段階」の持続を改めて確認

・「L字成長段階は一年や二年で終わるものではない」(権威人士)

人民日報は5月9日、「権威人士（権威筋）」の新たなインタビュー記事を再度掲載した⁸。経済の先行きに厳しい見方を示しつつ、供給サイド構造改革の徹底を主張している（図表 17）。権威人士は1月のインタビューでも示した「L字成長段階」について再度言及、「一年や二年で終わるものではない」とした。但し、ここで言及されている「L字」の示す実質GDP成長率の水準は、一けた台前半といった低水準ではなく、十三次五カ年計画で示されている「+6.5%以上」であることを指摘しておきたい。

ここで、人力資源社会保障部が公表する求人倍率統計をみると、14年末過去最高の1.15倍となった後、15年末は1.10倍、16年3月末に1.07倍へと低下したものの、都市部では11年以降、求人数が求職数を上回る状況は持続している。金融危機後の08年末に0.85倍まで下がった時から雇用を巡る情勢は一変している（図表 16）。生産年齢人口が15年に487万人減と4年連続で減少するなど人口構成変

⁶ インフラ建設や不動産向け貸出の受け皿となる地方政府関連会社。

⁷ 人民銀行「央行有关负责人就4月份货币信贷数据答记者问（中央銀行責任者が4月通貨貸出データについて記者の問いに回答）」
<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3062843/index.html>

⁸ 人民日報「开局首季问大势——权威人士谈当前中国经济（1-3月期の大勢を問う—権威人士が当面の経済を語る）」

<http://paper.people.com.cn/rmrb/html/2016-05/09/nw.D110000renmrb.20160509.6-01.htm>

なお、権威人士によるインタビューは15年5月25日、16年1月4日に続き3度め。

人民日報15年5月25日「五問中国経済—権威人士談当前经济形势（中国経済五問—権威筋が語る当面の経済情勢）」

http://news.xinhuanet.com/fortune/2015-05/25/c_1115402529.htm

1月4日「七問供給側结构性改革—权威人士谈当前经济怎么看怎么干（サプライサイド構造改革7つの問—権威人士が当面の経済をどうみてどうするかを語る）」
<http://theory.people.com.cn/n1/2016/0104/c40531-28007575.html>

化もあり、マクロ的な需給関係からみれば、新たな職場は以前よりも探しやすくなっている。都市部登録失業率も16年3月末に4.04%と、13年末4.05%、14年末4.09%、15年末4.05%に比べて安定を維持している。サービス業の好調、行政権限の簡素化・自由化に伴う新業態増加も雇用安定に寄与していると考えられる。今後も当局は雇用所得環境の変化に注意しつつ、構造調整を続けていくことが想定される。

図表 17 「1-3月期の大勢を問う一権威人士が当面の経済を語る」（人民日報5月9日）

1. 経済情勢をどのように見るか？

- 経済情勢は予想通りで、予想より良いものも。固有の矛盾は解決しておらず、新たな問題も
- 総合的に判断して、経済の運行はU字型ではあり得ず、V字型でもなく、L字型の趨勢となる。1年や2年では終わらない
- 「一步退く」のは「二歩前進」のため。経済の潜在力は十分
- ある経済指標の上昇で喜んだり、他の経済指標の下降で慌てたりする必要もない
- 分化は経済発展の必然。新たな行先を見つけイノベーションが発生。元の場所で我慢し「いつ風向きが良くなるか」当てにする者も

2. マクロコントロールをどのように行えばよいか？

- 供給サイドは主要な矛盾であり、供給サイド構造改革は必ず強化し、主要な攻撃方向としなければならない。
- 需要側は主要な矛盾解決のための環境作りの役割を發揮し、投資の拡張は適度であればよく、過度であってはならない
- 株式、為替、不動産政策の方向は各自の効能、役割に回帰。単なる成長維持の手段にしてはならない

3. 供給サイド構造改革の難点はどこにあるか？

- 供給サイド構造改革の推進は、現在及び今後一定期間における我が国の経済工作のメインストリームであり、長い目で見れば、我々が中所得の罅を超えるための“生命線”でもあり、負けられない戦い
- 「五大任務」*は系統だった設計で、それぞれが重要。具体的な操作は「一口一口ご飯を食べるように、道は一步一步進む」・過剰生産能力解消、ゾンビ企業処理など「引き算」の色彩が濃く、雇用と債務の問題に及ぶことは不可避で難度と要求は高い

4. 期待管理をどのようにすればよいか？

- うまく政策を伝え、見通しの誘導を強め、透明度を高め、政策の目的と意義をきちんと説明し、誤読の余地を減らし、速やかに偏向を正す
- 親しく清い政商関係を確立し、企業家に権利、機会、規則の平等を実感させ、創業者に安心感をもたせる

5. 経済リスクをどのように防げばよいか？

- 今年起きた株式・為替市場の動揺は一定の脆弱性を反映。投機による短期的変動とみなさず、金融市場全体の弱さに原因を見つけるべき
- 金融緩和を通じて経済成長を加速させたり、分母を大きくしてレバレッジを下げるという幻想を徹底して捨てなければならない
- 救済できない企業に対し、閉鎖すべきは断固として閉鎖し、倒産すべきは法に基づき倒産させ、むやみに「債務の株式化」を行ってはならず、“無理矢理に引き合わせる”式で再編させてはならない
- インフレ、デフレ双方の認識を持つ人がいるが、急いで結論を出すことはできない

*「生産能力の解消、在庫の解消、デレバレッジ、コスト削減、弱い部分の補完（去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板）」

（資料）人民日報16年5月9日「开局首季问大势——权威人士谈当前中国经济」（1-3月期の大勢を問う一権威人士が当面の経済を語る）

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】

【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。