

—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57号)

要 旨

5月経済指標は総じて小幅鈍化。構造調整に伴う景気下押し圧力が続いていることを示唆する内容。

1. 5月経済指標は総じて小幅悪化
 - ・ 投資は小幅悪化
 - ・ 消費品小売額は小幅減速
 - ・ 不動産価格上昇率は一線都市で鈍化
 - ・ 輸出は減速、輸入は減少幅が縮小
 - ・ CPI上昇率鈍化は野菜価格安定が主因
 - ・ 貸出純増額は拡大、社会融資総量は縮小

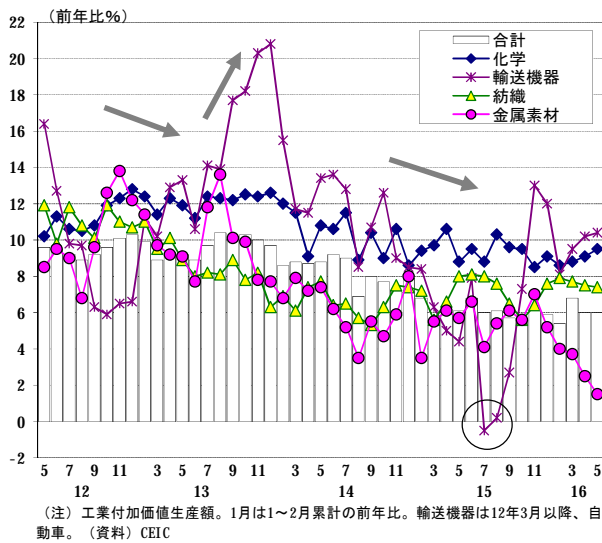
2. トピックス～ゾンビ企業、過剰生産能力、債務問題を巡る動き
 - ・ 「3年で345社のゾンビ企業を処理」(国有資産監督管理委員会)
 - ・ 「債務問題を一元管理する専門機関を設置」(李揚)

1. 5月経済指標は総じて小幅悪化

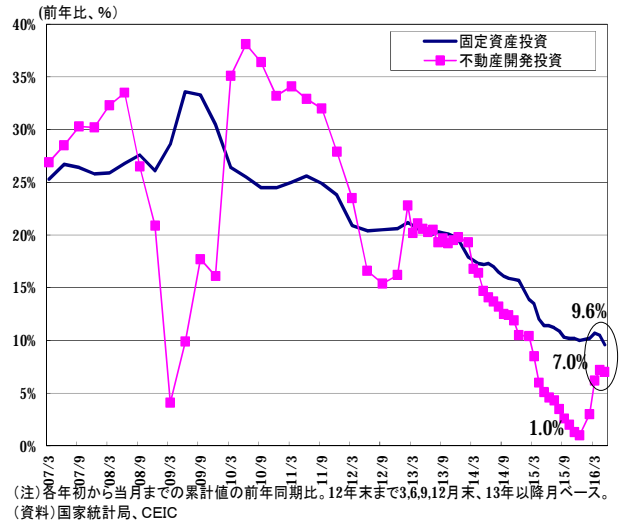
・投資は小幅悪化

5月の経済指標は小幅悪化した。5月の工業付加価値生産額は前年同月比（特記しない限り以下同）+6.0%と、4月（+6.0%）と同水準であった（前月比+0.5%）（図表1）。1~5月累計では+5.9%で15年通年（+6.9%）から減速している。国家統計局は、5月の生産統計に明らかな構造最適化、産業の二極化の特徴があるとして「①ハイテク産業の加速、②装備製造業の回復、③採掘・エネルギー消費型伝統産業が引続き減速」と述べている¹。

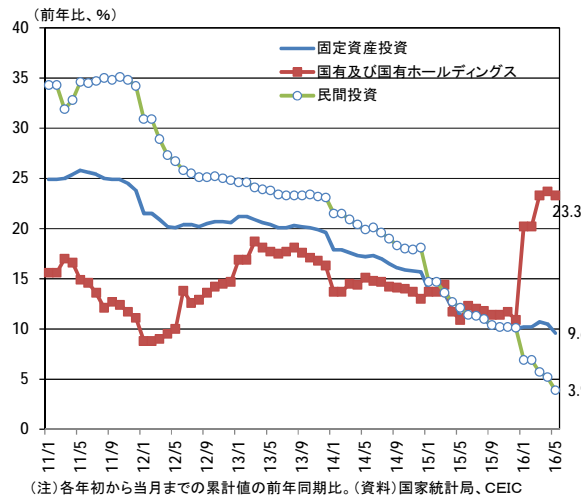
図表1 工業付加価値生産額



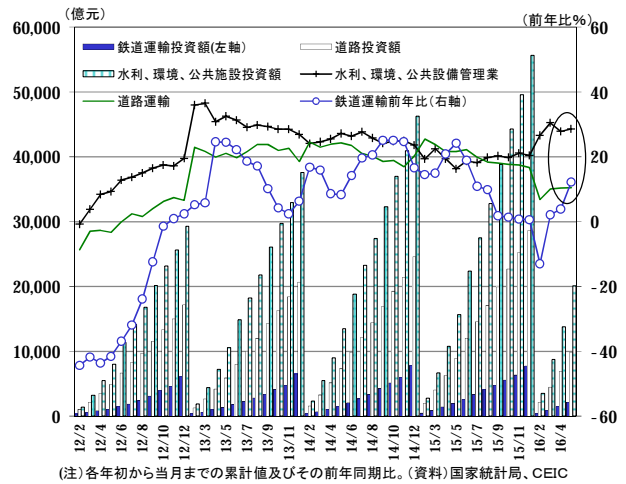
図表2 固定資産投資



図表3 固定資産投資（国有・民間投資）



図表4 鉄道・道路・水利・環境産業固定資産投資



名目固定資産投資は1~5月累計では+9.6%と、1~4月の+10.5%、15年通年の+10.0%から減速し

¹ 国家統計局 6月13日「国家統計局工業司高級統計師江源解説 5月份工业生产数据(国家統計局工業司江源統計師が5月工業生産データを解説)」 http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201606/t20160613_1366734.html ①ハイテク産業(+11.5%)。うち、医薬(+12.2%)、航空設備+28.3%、電子及び通信設備(+12.5%)、情報化学品(+27.5%)。②装備製造業+8.5%、4月から+0.6%PT加速。うち、計器製造(+3.2%PT)、コンピュータ及びその他電子設備(+1.7%PT)、電気機械器材(+0.9%PT)、専用設備(+0.7%PT)、汎用設備(+0.4%PT)の生産が4月比で加速。③採掘業▲3.2%。うち、石炭採掘洗鉱▲4.4%。石油天然ガス採掘、鉄金属採掘はプラスからマイナス転化。6大エネルギー消費業種+5.9%(4月比で0.4%PT鈍化)。うち石油化工・コークス製造・核燃料加工業+6%(4月比2.7%PT鈍化)、鉄金属製錬・圧延加工業▲2.1%、非金属鉱物製品の伸び率は▲1.0%PT鈍化。

た（5月単月前月比+0.5%）。5月単月でも+7.4%²と4月（+10.1%）から減速している。1～5月累計のうち不動産開発投資は+7.0%と1～4月（+7.2%）から減速した（図表2）。15年5月は前月末の中央政治局会議³を受け、当局によるインフラ建設投資強化など景気下支え色が強まり始めた時で、前年同月の基数が高く、16年5月の前年比が低くなったことも考えられる。また、国家統計局は「工業及び民間投資の下降が投資減速の主因」⁴としている（図表3）。

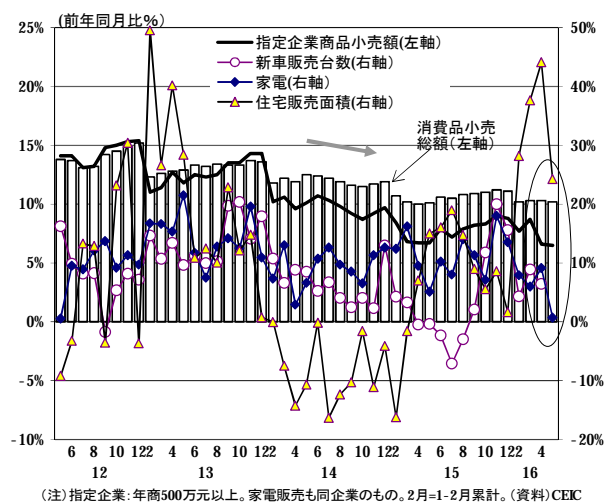
一方、水利、環境、公共設備管理業向け投資の伸びは1～5月に+28.6%と1～4月の+27.8%、15年通年の+20.4%から小幅加速している（図表4）。

・消費品小売額は小幅減速

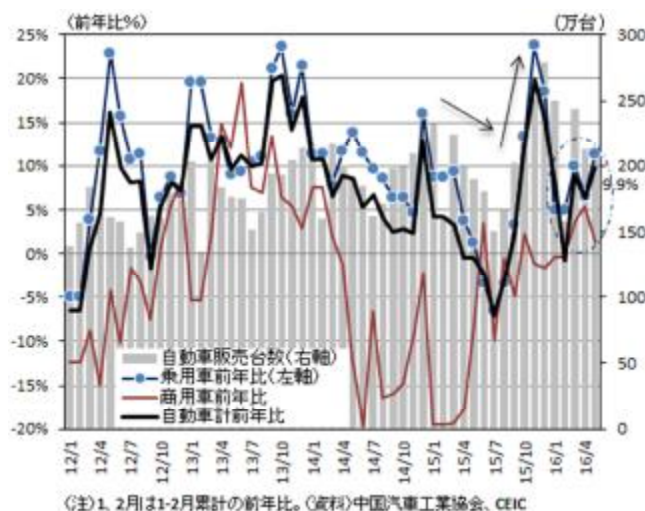
個人消費は名目消費品小売額が5月に+10.0%と、4月（+10.1%）から小幅減速した。物価上昇要因を除いた実質では+9.7%と、4月（+9.3%）から小幅加速した（前月比+0.8%）（図表5）。1～5月累計では+10.2%と15年通年の+10.7%を下回っている。このうち、ネット・ショッピングによる小売額は1兆8,089億元（うち商品1兆1,463億元、+25.9%）と消費品小売額合計の14.0%を占め、伸び率は+27.7%であった。

国家統計局は5月の小売統計の分析として「①休日要因（休祝日が昨年5月より1日少なかった）と食品・衣類小売額の減速（2品目計で▲0.1%PT押し下げ）、②新業態、新製品、消費高度化関連の好調（ネット販売、SUV販売45.9万台・+43.9%、自動車販売の伸び上昇による小売統計押し上げ分：+0.4%PT）、③消費高度化関連のレジャー・娯楽商品の伸び（体育娯楽用品+12.9%）」などの特徴を挙げている⁵。

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5月に+24.2%（1億1,942万㎡）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、13か月連続で拡大、1～5月累計で4億7,954万㎡、+33.2%となっ

² 月次値とその前年比変動率は1～5月累計値から筆者算出。

³ 新華社ウェブサイト15年4月30日「习近平主持政治局会议 分析研究当前经济形势和经济工作（习近平が政治局会議を主宰、当面の経済情勢と経済工作を分析研究）」。「中国共産党は中央政治局会議を開き「経済の下振れ圧力への対応を高度に重視する」として、景気対策を進める方針を確認した。」http://news.xinhuanet.com/politics/2015-04/30/c_1115148648.htm

⁴ 国家統計局6月13日「国家统计局投资司高级统计师王宝滨解读2016年1-5月份投资数据（国家统计局貿易投資司王宝濱高級統計師が2016年1-5月投資データを解説）」http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201606/t20160613_1366735.html

⁵ 国家統計局6月13日「国家统计局貿易外経司高级统计师蔣涛解读社会消费品零售总额数据（国家统计局貿易外経司蔣涛高級統計師が社会消費品小売総額データを解説）」http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201606/t20160613_1366743.html

たが、5月単月の伸び率（+24.2%）は4月の+44.1%からは鈍化した。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。15年3月30日）、1軒目の住宅購入時の頭金比率引き下げ（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、住宅販売回復の背景にある。

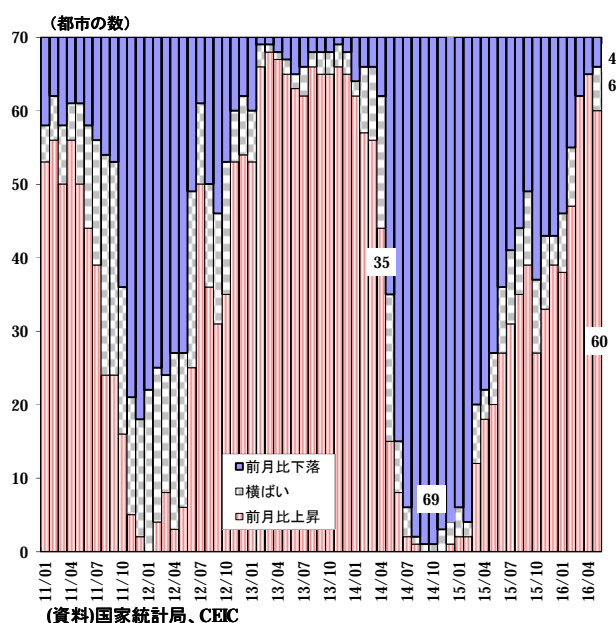
自動車販売は5月に209.17万台、+9.9%と、4月（212.24万台、+6.4%）から台数は減少したものの伸びは加速した（図表6）。15年10月から実施した小型乗用車向けの減税措置⁶の効果による回復傾向が続いている。1～5月累計では1073.54万台、+6.8%（15年+4.6%。14年+6.8%）となった（図表6）。

・不動産価格上昇率は一線都市で鈍化

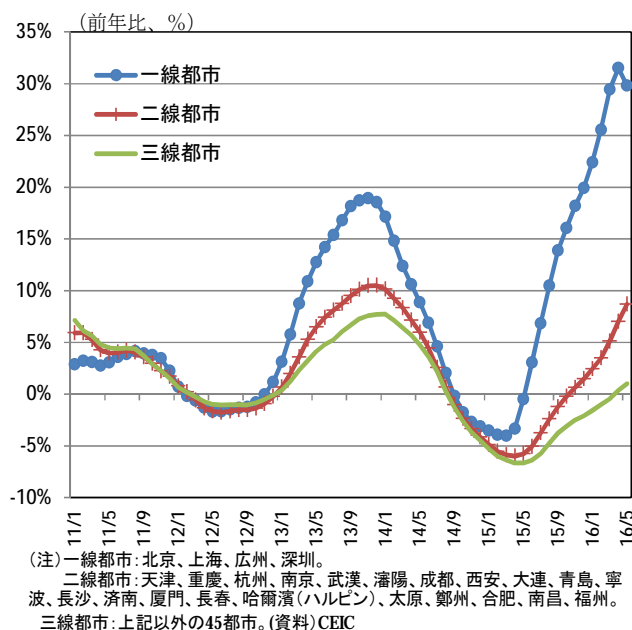
5月の新築住宅価格は、主要70都市のうち60都市で前月比上昇した。上昇した都市の数は4月より5都市減った。前月比で下落した都市は4都市で4月の5都市から1都市減、前月比で横ばいであった都市の数は4月の0から5月は6都市になった（図表7）。前年比で上昇した都市の数は50都市と、4月から4都市増え、前年比で下落した都市の数は18都市と4月の23都市から5都市減った。

地域別に見ると、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た⁷上海、深圳（5月上昇率それぞれ+27.7%、+53.2%）で4月のピーク（+28.0%、+62.4%）から鈍化する一方、二線都市、三線都市では上昇率が高まった⁸（図表8）。

図表7 住宅販売価格前月比変動都市数



図表8 新築住宅販売価格（前年比）



・輸出は減速、輸入は減少幅が縮小

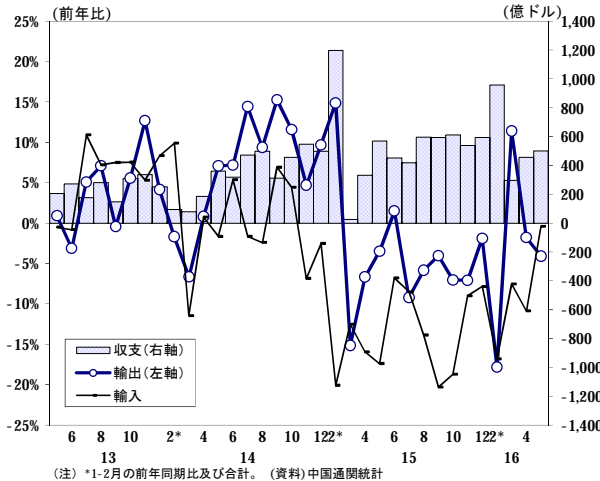
⁶ 「财政部 国家税务总局关于减征1.6升及以下排量乘用车车辆购置税的通知(排气量1,600cc以下の乗用車購入税引き下げに関する財政部、国家税務総局通達)」財税[2015]104号(9月29日付)は、10月1日から16年末まで、排气量1,600cc以下の乗用車を対象に、自動車取得税の税率を従来の10%から5%に引き下げる措置を公表。<http://www.chinatax.gov.cn/n810341/n810755/c1827947/content.html>

⁷ 3月25日、上海市は2軒目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軒目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。

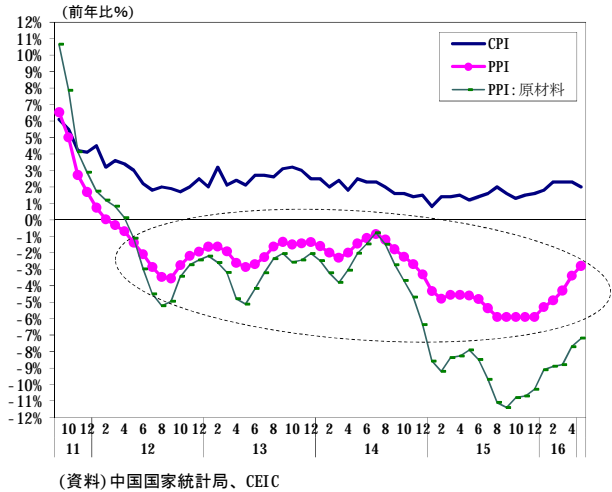
⁸ 二線都市の住宅価格上昇例: 廈門+28.0%、南京+25.6%、合肥+23.2%、杭州+16.9%など。5月の全国不動産価格変動率は+5.0%(各地域変動率を筆者が単純平均して算出)。

5月輸出は▲4.1%(1,727.6億ドル)、輸入▲0.4%(1,272.0億ドル)、貿易黒字は499.8億ドルと、4月(輸出▲1.8%、輸入▲10.9%)に比べ輸出は悪化、輸入は改善した。1~5月累計では輸出▲7.3%(8,138.1億ドル)、輸入▲10.3%(5,963.1億ドル)、貿易収支+2,175.0億ドルの黒字であった。貿易総額は▲8.6%と、1~4月の▲9.9%からは改善した(図表9、11、12)。

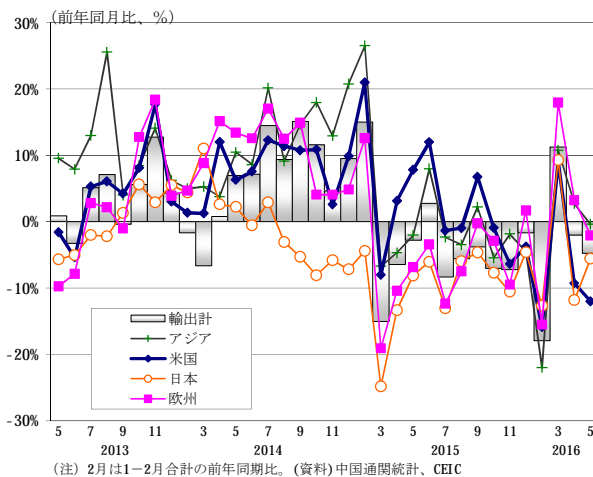
図表9 輸出、貿易収支



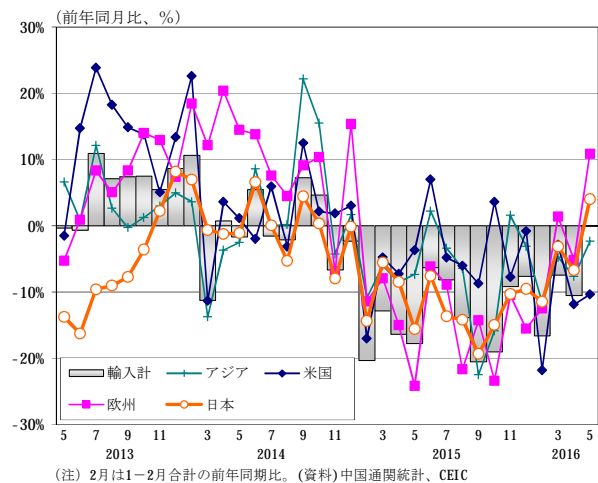
図表10 CPI、PPI



図表11 主要地域別輸出



図表12 主要地域別輸入



・CPI上昇率鈍化は野菜価格安定が主因

5月のCPI(消費者物価指数)上昇率は+2.0%と、4月(+2.3%)から鈍化した。前月比では▲0.5%と4月の▲0.2%からマイナス幅が拡大した(図表13)。1~5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5月に+5.9%と4月(+7.4%)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4月の+22.6%から5月は+6.4%へと大幅鈍化、「野菜価格のCPI上昇率への寄与度は4月の+0.56%PTから5月は+0.14%PTへと鈍化」⁹した一方、豚肉価格は5月に+33.6%と、4月の+33.5%から伸びを高めた(図表14)。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)¹⁰の

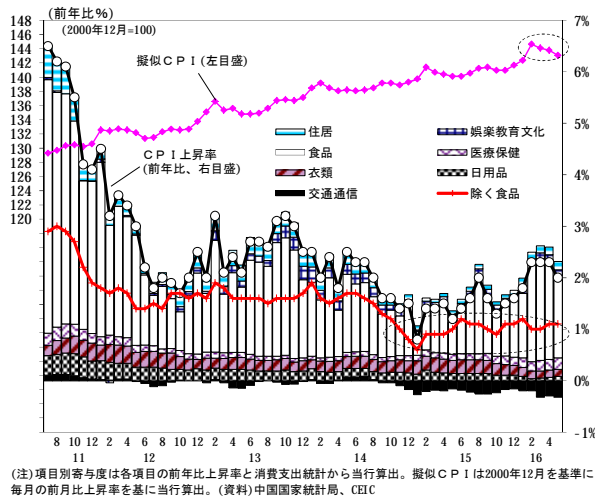
⁹ 国家統計局6月9日「国家统计局城市司高级统计师余秋梅解读2016年5月份CPI、PPI数据(国家统计局都市司高级统计师余秋梅が16年5月のCPI、PPIデータを解説) http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201606/t20160609_1365944.html

¹⁰ 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。中国証券報6月15日「全年猪价将维持高位 供求矛盾没有根本改变(豚肉価格は高位を通常維持 需給矛

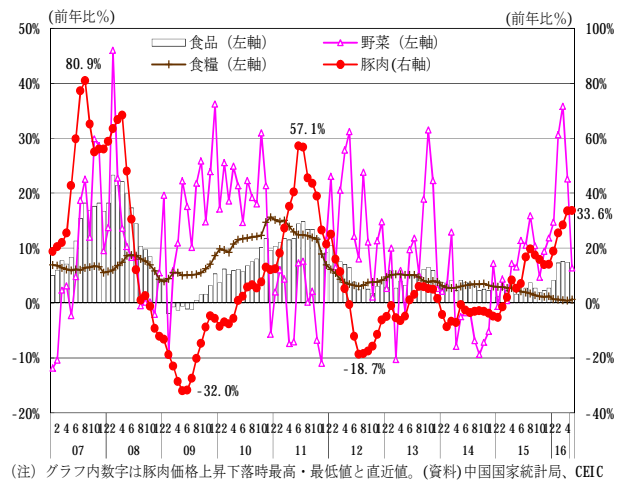
上昇傾向が続いている。食品以外の価格は5月に+1.1%と、4月(+1.1%)と同水準であった。

5月のPPI(工業製品出荷価格)は▲2.8%と51カ月連続マイナスであったが、4月の▲3.4%からはマイナス幅が縮小した(図表10)。前月比では▲0.5%と4月の▲0.7%からマイナス幅が縮小した。「石油・天然ガス採掘(▲21.5%)、石油化工(▲15.6%)、石炭採掘と洗鉱(▲10.2%)、非鉄金属冶金製錬と圧延加工(▲7.7%)、化学原料と同製品製造(▲5.4%)の五項目のPPI計への寄与度は計▲1.7%PT、寄与率は60%前後¹¹⁾(国家統計局)であった。

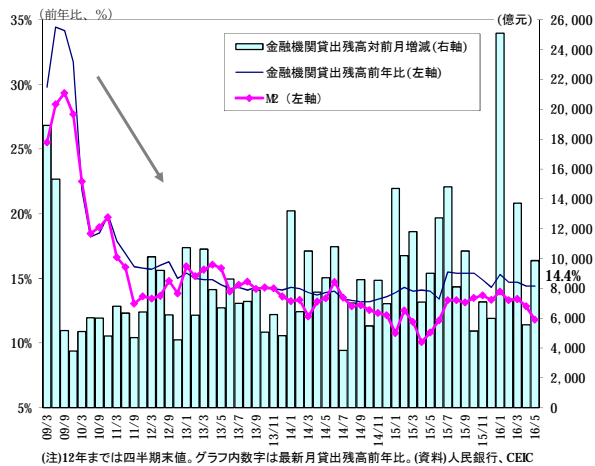
図表13 CPI、同品目別伸び率寄与度



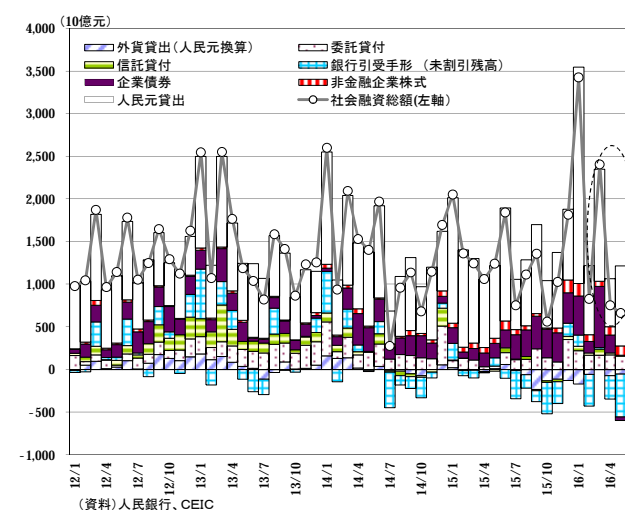
図表14 食品価格



図表15 金融機関貸出、マネーサプライ



図表16 社会融資規模



・貸出純増額は拡大、社会融資総量は縮小

人民銀行が公表した5月のマネーサプライM2は+11.8%と、4月(+12.8%)から2カ月連続で減速、政府目標(+13%)を下回った(図表15)。人民銀行は「昨年年初の株式市場の異常な変動がM2を大幅に引き上げたため、今後数カ月のM2前年比は比較的明らかに下降する可能性がある」としている¹²⁾。ま

盾は根本的に変化せず)は、湖北、河南、河北、山東、遼寧、福建では、疫病と寒冷気候で子豚の死亡率が過去3年来最悪の30%以上に上昇しており、豚肉価格の上昇傾向は17年末前まで高値が続く可能性が比較的大きいと指摘。

<http://finance.sina.com.cn/china/gncj/2016-06-15/doc-ifxszkzy5290780.shtml>

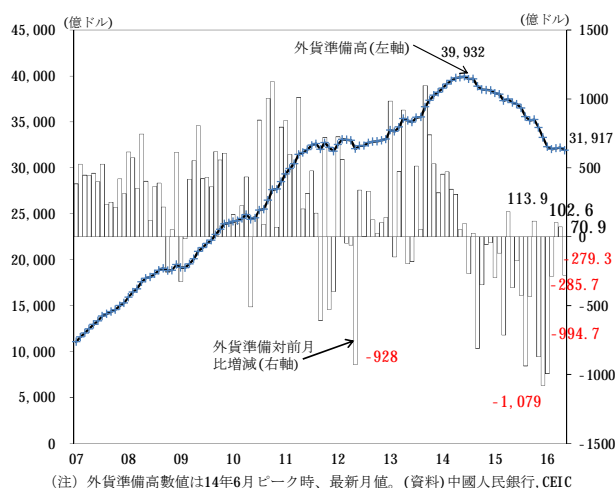
¹¹⁾ 脚注9に同じ。

¹²⁾ 金融時報6月17日「基数効果致M2増速放缓 货币政策维持稳健基调(基数効果でM2の伸び鈍化 通貨政策は穏健(中立)の基調維持)」が引用した人民銀行貨幣政策分析小組の文章による。http://www.financialnews.com.cn/yw/gd/201606/t20160617_98773.html

た、同月の社会融資規模純増額は6,599億元と、4月の7,510億元から縮小した。内訳をみると、人民元貸出、非金融企業株式は拡大した一方、信託貸付、委託貸付は縮小、外貨貸出（人民元換算）は減少幅が縮小、銀行引受手形（未割引残高）は減少幅が拡大、企業債券は純増から純減へと転化している（図表16）。

5月の外貨準備高は3兆1,917億ドルと4月比で▲279.3億ドル減少した（図表17）。商務部の沈丹陽報道官は6月17日の定例記者会見で、1～5月期の対外直接投資が732.5億ドル（前年同期比+61.9%）と対中直接投資の541.9億ドル（同+0.7%。米ドル建て前年比）を大きく上回ったことに関して、「個別の、短期的な対外投資がもたらす外貨購入需要の激増が、外貨準備や国際収支の均衡に圧力となる可能性を心配する人もいる。短期的にもたらすリスクについて研究しており、リスクを抑えるための措置が必要か検討中である」と述べた¹³。「これらは現状、主要な問題となっていない」（沈氏）としながらも、将来的な対外投資の規制強化の可能性を示唆する発言として注目される。

図表 17 外貨準備高



2. トピックス～ゾンビ企業、過剰生産能力、債務問題を巡る動き

・「3年で345社のゾンビ企業を処理」(国有資産監督管理委員会)

5月20日の国務院政策定例ブリーフィングにおいて、「『ゾンビ企業』処理における中央企業の目標と時間表、生産能力削減に関する計画」について尋ねられた張春武・国有資産監督管理委員会副主任は「さしあたっての考えとして、3年の時間をかけ345社の『ゾンビ企業』を処理する任務を完成することを考えている。石炭と鉄鋼の生産量は2年をかけ10%の生産能力を圧縮することに自信を持っており、達成する決心がある」¹⁴と述べた。

2月1日付で公表された、鉄鋼と石炭産業の「過剰生産能力解消に関する国務院意見」（意見）¹⁵では、鉄鋼は16年から5年間で1億～1.5億トンの生産能力を削減することを決定したが、中央企業に対しては生産能力削減にかかる時間を「2年」に区切っていることが注目される。

¹³ 商務部ウェブサイト6月17日「商務部召开例行新闻发布会(商務部が定例記者会見を招集開会)」
<http://www.mofcom.gov.cn/article/ae/ah/diaocd/201606/20160601340927.shtml>

¹⁴ 中国政府網5月20日「国務院政策例行吹风会(国務院政策定例ブリーフィング)」
<http://www.gov.cn/xinwen/2016zccfh/14/index.htm>

¹⁵ 中国政府網2月4日「国務院关于钢铁行业化解过剩产能 实现脱困发展的意见 国发〔2016〕6号」

http://www.gov.cn/zhengce/content/2016-02/04/content_5039353.htm

みずほ中国政策ブリーフィング(2016/3/15)『鉄鋼業の過剰生産能力解消・苦境脱出・発展実現に関する意見』アジア調査部中国室 研究員 劉家敏 <http://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/china-bri/cb160315.pdf?ad=ml>

・「債務問題を一元管理する専門機関を設置」(李揚)

ゾンビ企業の処理に伴い生じる債務問題に関して、中国社会科学院の李揚学部委員は6月15日のブリーフィング¹⁶において、「財政部は政府債務のみしか語れない。(財政部は)中央企業、融資平台の債務も考慮することはできる。(しかし、)広大な企業債務は管理できない。中国の『一行三会¹⁷』も中国の金融部門の問題を全面的に掌握できない」とし、中国が抱える債務問題を一元管理する専門機関を将来的に設置する方針について、党中央・国務院(政府)との討論を通じて共通認識ができていたことを明らかにした。

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。

¹⁶ 中国政府網6月15日「新闻办就中国债务水平等相关情况举行吹风会(国務院新聞弁公室が中国債務水準など関連情況についてブリーフィングを举行)」http://www.gov.cn/xinwen/2016-06/15/content_5082500.htm

¹⁷ 人民銀行(一行)、銀行業、証券業、保険業の監督管理委員会(三会)。