

—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61号)

要 旨

9月経済指標は内需関連指標を中心に8月比で小幅改善。良好な雇用所得環境を背景に、政策に下支えされた不動産と自動車国内消費を牽引しているものの、住宅政策は価格上昇の顕著な都市で引締め方向にあるなど、政策要因による消費好調の持続性には疑問も。

1. 9月経済指標は内需関連指標を中心に小幅改善
 - ・ 7～9月期も+6.7%成長
 - ・ 生産は減速
 - ・ 消費品小売額は加速
 - ・ 輸出入共に悪化
 - ・ CPIは上昇。PPIはプラス転化
 - ・ 貸出純増額、社会融資規模は拡大

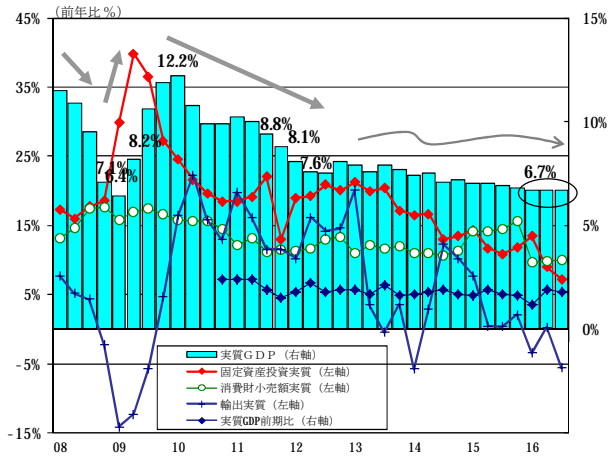
2. トピックス～企業のレバレッジ比率引き下げ、債務の株式化方策の公表
 - ・ 「今次債務の株式化は銀行不良債権でなく、企業のレバレッジ比率引き下げが焦点」(王兆星銀監会副主席)

1. 9月経済指標は内需関連指標を中心に小幅改善

・7～9月期も+6.7%成長

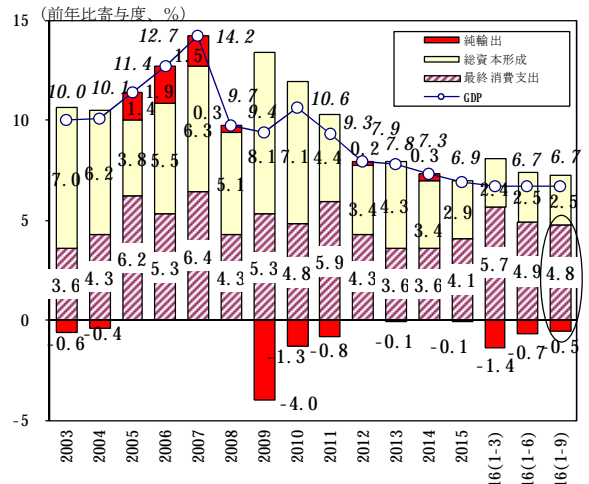
10月19日、国家統計局は1～9月期及び7～9月期の実質GDP（国内総生産）成長率が共に前年同期比（特記しない限り以下同）+6.7%だったと発表¹、09年1～3月期（+6.2%）以来、7年ぶりの低水準であった1～3月期（+6.7%）、4～6月期（+6.7%）と同水準で、政府目標の+6.5～7.0%の範囲内であった（図表1、2）。前期比は+1.8%である。

図表1 GDP、主要経済指標（四半期）



（注）輸出は人民元建価格を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）中国国家统计局、CEIC

図表2 GDP需要項目別内訳

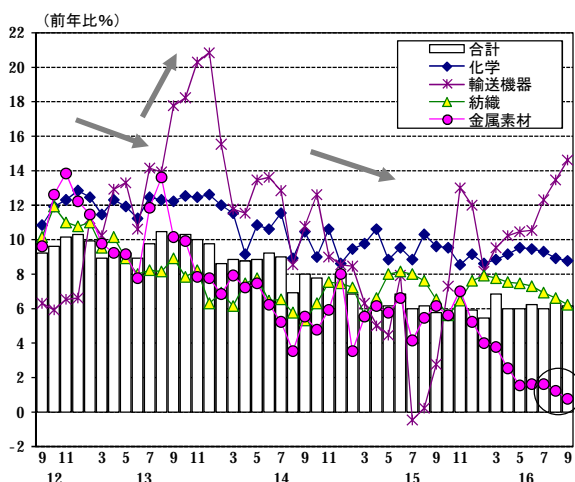


（資料）国家统计局、CEIC

・生産は減速

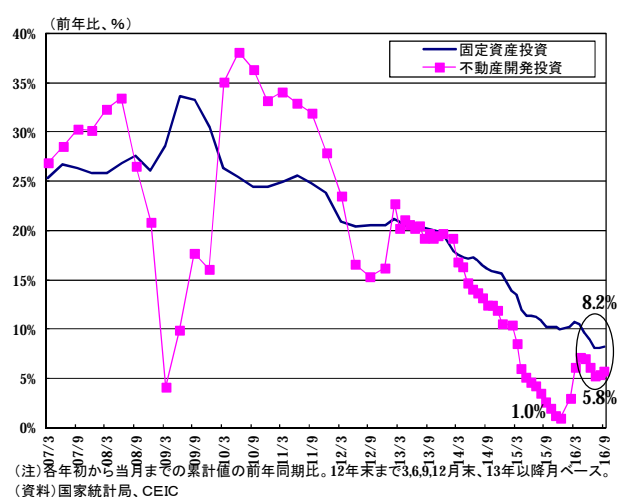
9月の経済指標は内需関連指標を中心に8月比で小幅改善した。9月の工業付加価値生産額は前年同月比+6.1%と、8月（+6.3%）から減速した（前月比+0.5%）（図表3）。1～9月累計では+6.0%と15年通年（+6.9%）からは減速している。内訳をみると、金属素材（鉄金属製錬及び圧延加工）が8月に続き減速²しており、過剰生産能力解消との関連が窺われる。

図表3 工業付加価値生産額



（注）工業付加価値生産額。1月は1～2月累計の前年比。輸送機器は12年3月以降、自動車。（資料）CEIC

図表4 固定資産投資

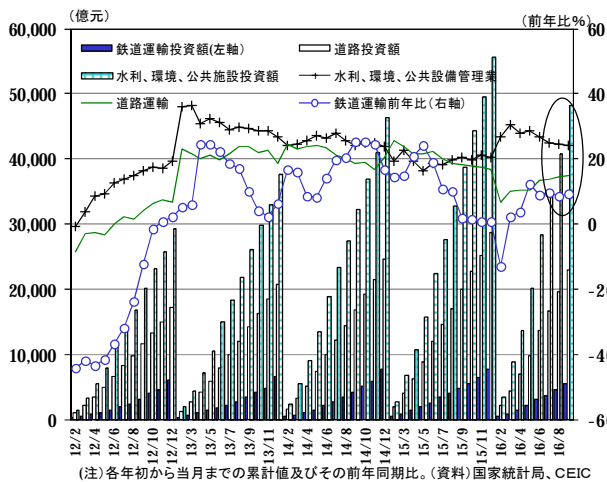


（注）各年初から当月までの累計値の前年同期比。12年末まで3,6,9,12月末、13年以降月ベース。（資料）国家统计局、CEIC

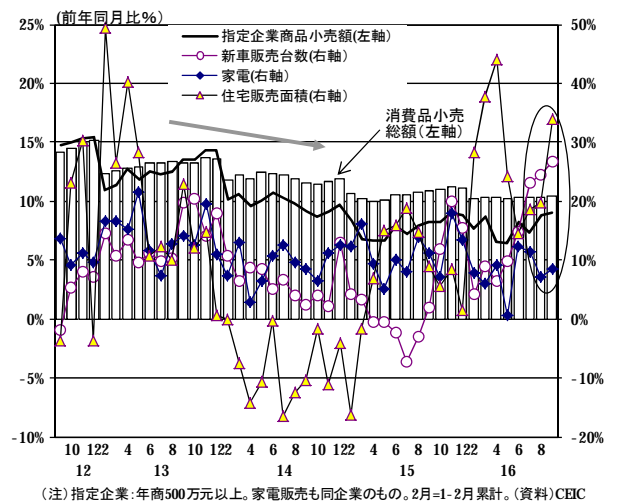
¹ 中国国家统计局10月19日「前三季度国民经济运行稳中有进、稳中提质（1-9月期の国民経済運行は平穩の中で進む、安定の中で質が高まる）」http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/201610/t20161019_1411224.html

² 一方、金属製品業は+9.8%と、工業生産全体を上回る伸びが続いている。

図表 5 鉄道・道路・水利・環境産業固定資産投資



図表 6 消費品小売額、品目別小売上、住宅販売面積



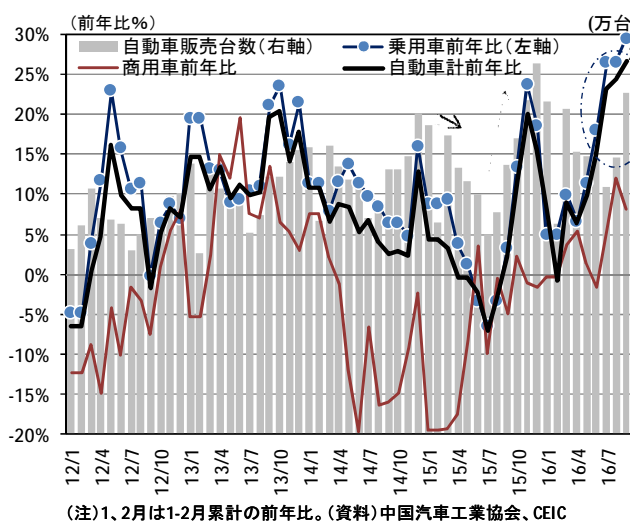
名目固定資産投資は1~9月累計で+8.2%と、1~8月の+8.1%から小幅加速したが、15年通年の+10.0%からは減速した(9月単月前月比+0.5%)。9月単月では+9.0%³と8月(+8.2%)から加速している。1~9月累計のうち不動産開発投資は+5.8%と、1~8月(+5.4%)から加速した(図表4)。

一方、水利、環境、公共設備管理業向け投資の伸びは1~9月に+24.0%と、15年通年の+20.4%から小幅加速したものの、1~8月の+24.5%からは小幅減速している(図表5)。

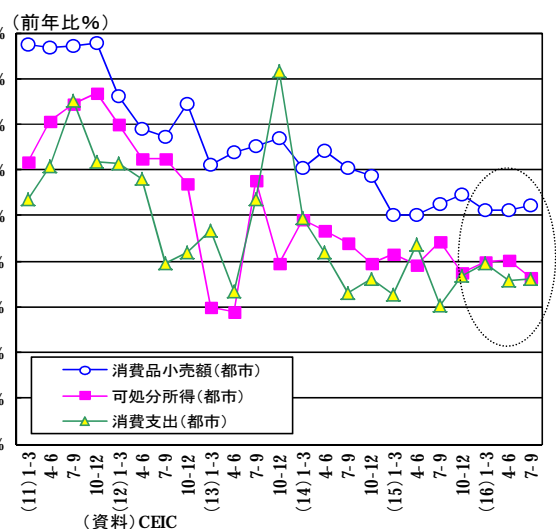
・消費品小売額は加速

個人消費は名目消費品小売額が9月に+10.7%と、8月(+10.6%)から加速した。物価上昇要因を除いた実質では+9.6%と、8月(+10.2%)からは減速した(前月比+0.9%) (図表6)。1~9月累計では+10.4%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3兆4,651億円(うち商品2兆7,950億円、+25.1%)と消費品小売額合計の11.7%を占め、伸び率は+26.1%であった。

図表 7 自動車販売台数(乗用車・商用車別)



図表 8 小売と所得統計の比較(都市部)



住宅販売面積は9月に+34.0%(1億7,734万㎡)と、13年12月以来の単月プラスとなった15年4

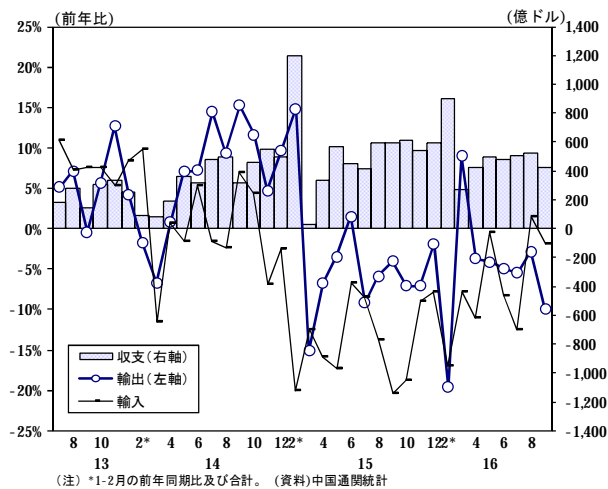
³ 月次値とその前年比変動率は1~9月累計値から筆者算出。

月以来、17か月連続で拡大、1~9月累計で10億5,185万㎡、+26.9%となった。9月単月の伸び率(+34.0%)は8月の+19.8%から急拡大した。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(25%に。同年9月30日)など当局の不動産市場テコ入れ方針に伴い、住宅販売は回復傾向をたどってきた。その後、上海や深圳⁴を皮切りに採られた購入制限は、価格上昇が顕著な他の都市においても拡大中で⁵、今後これら都市における住宅販売に影響する可能性がある。

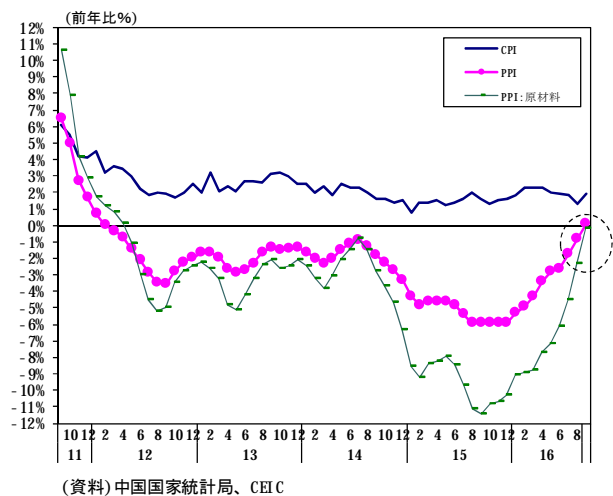
自動車販売は9月に256.4万台、+26.6%と、8月(207.1万台、+24.4%)から台数、伸び共に加速した(図表7)。15年10月から実施した小型乗用車向けの減税措置⁶の効果による回復傾向が続いている。1~9月累計では1,929.3万台、+13.2%(15年+4.6%。14年+6.8%)となった。

小売統計の堅調について盛来運・国家統計局報道官は10月19日の記者会見⁷で、「雇用情勢が比較的良く、住民収入の伸びも安定しており、消費マインドも安定している」と説明している⁸。都市部可処分所得は4~6月期の+8.1%を下回ったものの、7~9月期に+7.3%と堅調を維持している(図表8)。盛報道官はまた、消費好調の構造要因として、①小型車税制優遇期限(16年末)を前にした自動車消費の堅調、②住宅販売増に伴う内装、家庭用品、家電など関連消費の好調、③消費の高度化(消費結構昇級)に伴い文化、教育、介護(養老)、健康、保健などの分野における消費が引続き伸びていることを挙げた。これらのうち、①と②は政策効果によるものであり、その持続性には疑問も残る。

図表9 輸出入、貿易収支



図表10 CPI、PPI



・輸出入共に悪化

9月の輸出は▲10.0%(1,845.1億ドル)、輸入▲1.9%(1,425.2億ドル)、貿易黒字は419.9億ドルと、

⁴ 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。

⁵ 人民日報10月11日「限购、限貸、近期已有20城市推出新举措 楼市调控 因城施策(購入制限、貸出制限 最近20都市で新規措置 住宅抑制 都市に合った施策)」によれば、同記事執筆時点で20都市において住宅購入制限を実施。

<http://www.fangchan.com/news/6/2016-10-11/6191397283909931925.html>

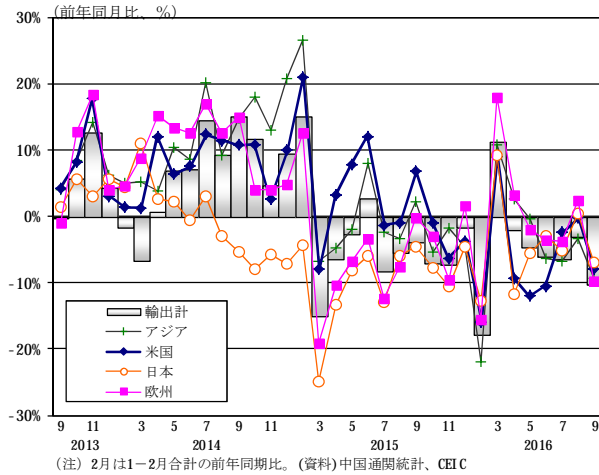
⁶ 「财政部 国家税务总局关于减征1.6升及以下排量乘用车车辆购置税的通知(排气量1,600cc以下の乗用車購入税引き下げに関する財政部、国家税務総局通達)」财税[2015]104号(9月29日付)は、15年10月1日から16年末まで、排气量1,600cc以下の乗用車を対象に、自動車取得税の税率を従来の10%から5%に引き下げる措置を公表。<http://www.chinatax.gov.cn/n810341/n810755/c1827947/content.html>

⁷ 中国国家统计局10月19日「国家统计局新闻发言人就2016年前三季度国民经济运行情况答记者问(国家统计局報道官が1-9月国民経済運行状況について記者の問いに答える)」http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201610/t20161019_1411444.html

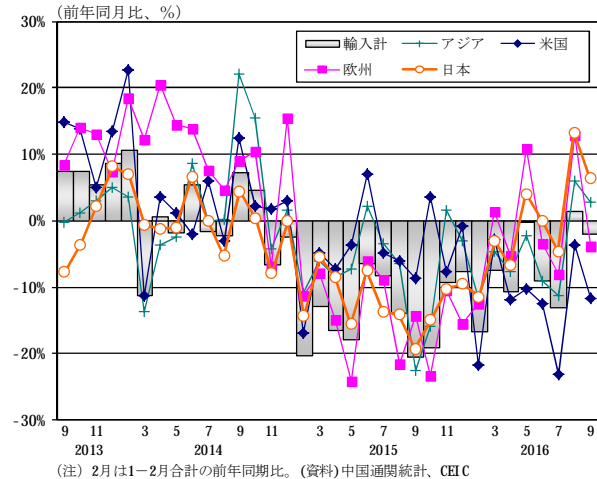
⁸ 脚注7に同じ。

輸出入共に8月(輸出▲2.8%、輸入+1.5%)から悪化した。1~9月累計では輸出▲7.5%(1兆5,370.1億ドル)、輸入▲8.2%(1兆1,406.6億ドル)、貿易収支は+3,963.6億ドルの黒字であった。貿易総額は▲7.8%と、1~8月の▲7.9%からマイナス幅が縮小した(図表9、11、12)。15年の貿易総額が▲8.0%減であったことから、今年目標である「回穩向好(安定、好転させる)=貿易総額の減少幅縮小」を達成しつつある状況にある。

図表 11 主要地域別輸出



図表 12 主要地域別輸入



・CPIは上昇。PPIはプラス転化

9月のCPI(消費者物価指数)上昇率は+1.9%と、8月(+1.3%)から上昇した。前月比では+0.1%と8月の+0.2%から鈍化した(図表10)。1~9月平均では+2.0%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9月に+3.2%と8月(+1.3%)から伸びを高めた(図表13)。豚肉は生産量が15年に5,487万トンと前年比▲3.3%減少し07、11年に続き減少、豚周期(ピッグ・サイクル)⁹の上昇傾向が続いてきたが、9月は+5.8%へと鈍化した¹⁰(図表14)。食品以外の価格は9月に+1.6%と、8月(+1.4%)から上昇した。

9月PPI(工業製品出荷価格)は+0.1%と、12年2月(+0.03%)以来のプラスとなった(図表10)。前月比では+0.5%と8月(+0.2%)から上昇した。国家統計局は「鉄金属冶金製錬と圧延加工が+10.1%、非鉄金属冶金製錬と圧延加工が+1.2%と拡大。石炭採掘と洗鉱は+4.1%と12年7月以来のプラス転化。これら3業種のPPI上昇率への寄与度は0.8%PTで、PPIプラス転化の主因¹¹と説明した。

鉄鋼・石炭産業における過剰生産能力解消に関連して15年後半にこれら産業で生産が鈍化または減産傾向となったことに、国際商品市況の回復傾向、さらに足元の1、2線都市を中心とした地域における住宅販売増が両産業の需給関係に影響し、PPIのプラス転化に至ったことが考えられる。これは「構造改革の最も直接的な効果である(国家統計局盛報道官¹²)」。但し、こうした市況回復の動きを受けて、

⁹ 豚肉価格が下がってくると畜産家が飼育頭数を少なくする→供給が減少、価格上昇→畜産家が生産増→供給増、価格が安定→畜産家が飼育を減らす→供給減、豚肉価格上昇といった循環を繰り返す。

¹⁰ 中国証券報10月17日「猪周期未破“进口猪”来袭 生猪缘何难脱价格怪圈(豚肉サイクルが割れる前に「輸入豚」が来襲 なぜ豚は価格の悪循環を脱せないのか)」によると、足元の豚肉価格上昇率鈍化は、①3、4月の子豚生存率上昇に伴う9~11月の市場供給量増、②1~8月の豚肉輸入量が昨年同年の2倍以上。米国内の豚肉生産過剰もあり、中国国内に雪崩を打って入ってきていることが背景。

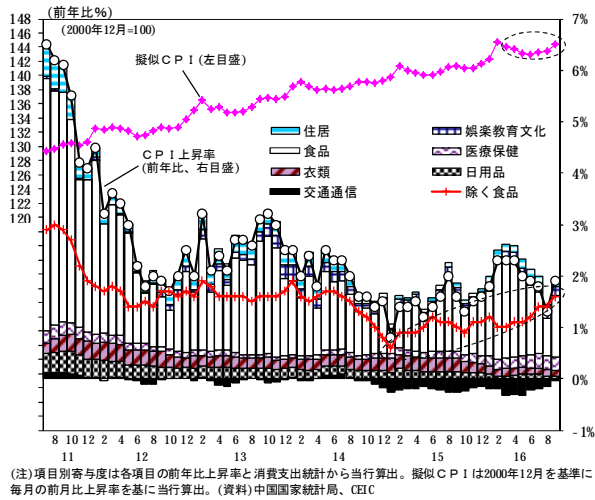
http://news.xinhuanet.com/info/2016-10/17/c_135759902.htm

¹¹ 国家統計局10月14日「国家统计局城市司高级统计师余秋梅解读2016年9月份CPI、PPI数据(余秋梅国家统计局都市司高级统计师が9月のCPI、PPIデータを解説)。http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201610/t20161014_1409508.html

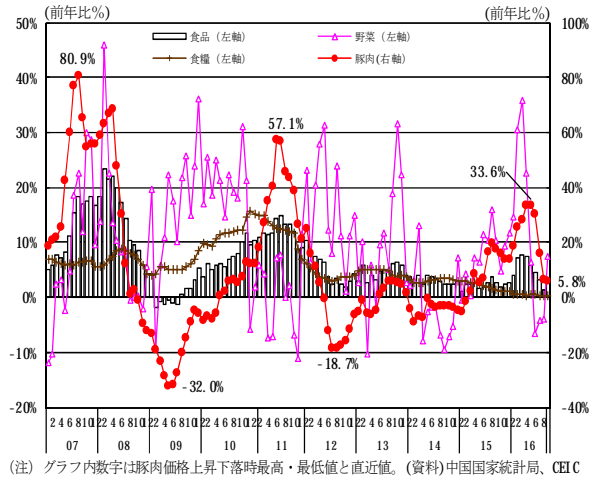
¹² 脚注7に同じ。

これら産業には生産回復、増産の動きもあり、今後の需給関係次第でPPIがプラスを維持できるか未確定な側面もある。

図表 13 CPI、同品目別伸び率寄与度



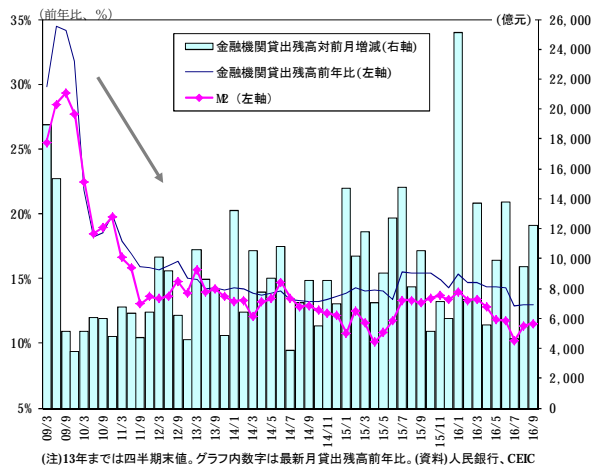
図表 14 食品価格



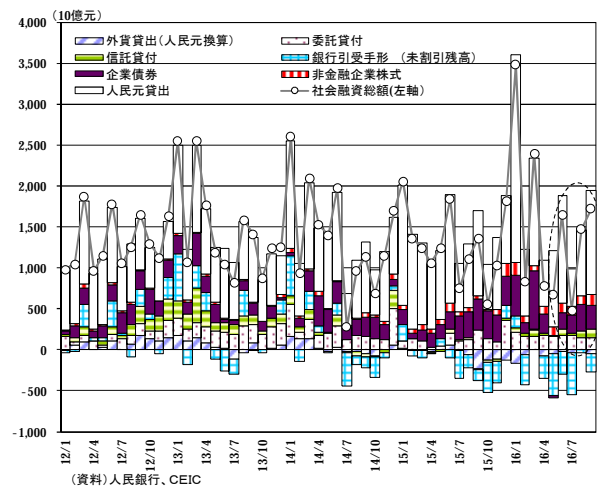
・貸出純増額、社会融資規模は拡大

人民銀行が公表した9月のマネーサプライM2は+11.5%と、8月(+11.4%)から引続き拡大したが、政府目標(+13%)を下回った(図表15)。9月の新規銀行貸出純増額は1兆2,200億元と、8月の9,487億元から拡大した。このうち、個人向け住宅ローンは4,759億元と当月新規貸出の39.0%を占め、前年同月より2,055億元多く増えた¹³。

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



同月の社会融資規模純増額も1兆7,200億元と、8月の1兆4,697億元から拡大した。内訳をみると、人民币貸出、信託貸付、非金融企業株式は拡大、委託貸付、企業債券は縮小、外貨貸出(人民币換算)、銀行引受手形(未割引残高)は減少幅が拡大している(図表16)。

なお、今後の金融政策について周小川人民銀行行長は10月6日、G20財務相・中央銀行総裁会議において、不動産市場動向への態度表明と合わせて、貸出の伸びが抑制されていく方向感を示す発言¹⁴を

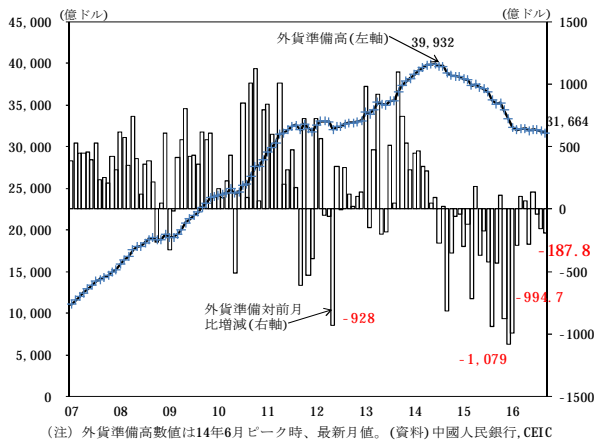
¹³ 経済日報 10月19日「金融机构加大力度支持企业贷款融资」(金融機関が企業貸出支持を強める)
http://www.bj.xinhuanet.com/hbpd/jrpd/jrpd/2016-10/19/c_1119747793.htm

¹⁴ 人民銀行 10月8日「2016年第四次二十国集团财长和央行行长会议在华盛顿举行(16年第四回20力国・地域(G20)財務相・中央銀行総

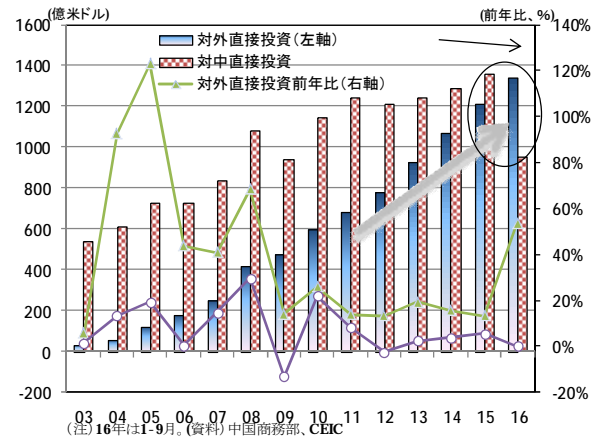
しており、足元の物価情勢や米利上げ観測と併せて、金融政策がこれ以上の緩和方向に動きにくい状況にあることを示唆する発言として注目される。

9月の外貨準備高は3兆1,664億ドルと8月比で▲187.8億ドル減少した(図表17)。1~9月期の対外直接投資(金融を除く)は前年同期比+53.7%、1,342.2億ドル¹⁵と急増しており、対外直接投資の拡大も資金流出ひいては外貨準備減少の一因となっている。中国企業は海外企業のM&A(合併・買収)を活発化させており、1~9月の時点で15年通年の対外直接投資額である1,214.2億ドル及び、同時期の対中直接投資額(950.9億ドル、+0.2%)を上回った(図表18)。

図表 17 外貨準備高



図表 18 対内外直接投資



2. トピックス～企業のレバレッジ比率引き下げ、債務の株式化方策の公表

・「今次債務の株式化は銀行不良債権でなく、企業のレバレッジ比率引き下げが焦点」(王兆星銀監会副主席)

国務院は10月10日、「企業のレバレッジ比率を積極的かつ適切に引き下げることにに関する意見」及び「市場化による銀行の債券株式化に関する指導意見」¹⁶を発表、企業の債務水準引き下げに関する指針を示した。企業のレバレッジ引き下げ策として、企業の合併・再編、コーポレート・ガバナンス強化、企業のストック資産活用、債務構成の最適化、債務の株式化等の方策を提示した(図表19)。

このうち、企業破産に関して、「①黒字転換の見込みがなく、生存発展の見込みのないゾンビ企業は、司法手続きにより破産清算。債務弁済、法人資格取消、人員配置」する一方、「②破産条件に符合していても発展の見込みがある企業は、裁判所での破産手続きまたは債務再編を自主的に協議」としている。

債務の株式化に関して、「市場化による銀行債権の株式化に関する指導意見」では、発展の見通しはあるものの、一時的に財務状況が悪化している優良企業を支援するため、企業債務の株式化(デット・エクイティ・スワップ=DES)を推進することを示した。DESの実施に当たり、対象企業の選定や価格、資金調達等については市場メカニズムにより決定させるとともに、「ゾンビ企業」や過剰生産能力を助

裁会議をワシントンで挙行)。周氏は不動産について「一部都市での不動産価格上昇を注視、中国政府は不動産市場の健全な発展を促すための措置を積極的に採る」と発言。また銀行貸出について「貸出対GDP比の長期的上昇は、世界経済の回復力不足への中国の対応努力を反映。中国の貯蓄率は高く、投資の伸びを保証。まだ中所得レベルにあり、成長余力がある。過剰生産能力が存在する中国経済において、貸出の適度な伸びには逆周期の調節作用がある。昨年の株安で見られた銀行貸出依存は、市場安定後は抑制。世界経済回復につれ、中国の貸出の伸びも抑制されよう」と発言。<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3154553/index.html>

¹⁵ 商務部「商務部召开例行新闻发布会(商務部定例会見)」(10月18日)<http://www.mofcom.gov.cn/xwfbh/20161018.shtml> なお、6月17日の同会見で沈丹陽報道官は、「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。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」と発言していた。その後、対外投資規制強化の明らかな動きは見られていない。<http://www.mofcom.gov.cn/article/ae/ah/diaocd/201606/20160601340927.shtml>

¹⁶ 中国政府網10月10日「国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见(企業のレバレッジ比率を積極的かつ適切に引き下げることにに関する国務院意見)国发〔2016〕54号」http://www.gov.cn/zhengce/content/2016-10/10/content_5116835.htm

長する企業は対象から排除するとした。

王兆星銀行業監督管理委員会(銀監会)副主席は10月10日の会見で、「90年代の債務の株式転換(DES)が、銀行不良債権処理を目的としていたのと異なり、今次DESは企業のレバレッジ比率や財務負担を引き下げることが目的。対象となる債権には不良債権だけでなく、正常貸出も含まれる。銀行債権人と企業債務者が双方の意思により、平等に協議し、市場化、法治化原則に基づき実施する」と強調、今次DESが90年代のそれと背景、環境、目的が異なることを指摘した¹⁷。

図表 19 企業のレバレッジ比率引き下げの道筋

1 合併再編	<ul style="list-style-type: none"> ・地域、所有制を跨る合併再編の奨励 ・重点業種の合併再編を推進 ・企業の業務構造再編を誘導 ・企業の合併再編に対する金融面の支援拡大
2 企業制度	<ul style="list-style-type: none"> ・近代的な企業制度の確立、改善 ・企業のレバレッジ率引き下げの主体責任を明確化 ・国有企業レバレッジ率引き下げの考課メカニズム強化
3 ストック資産	<ul style="list-style-type: none"> ・企業のストック資産を分類 ・有休資産の活用 ・ストック資産の統合 ・企業資産の証券化
4 企業債務 構成最適化	<ul style="list-style-type: none"> ・債務の清算と統合推進 ・企業の財務負担引き下げ
5 銀行の債券 株式化	<ul style="list-style-type: none"> ・市場化され法治に則った債務の株式化 ・優勝劣敗を目的とする市場化した債務の株式化 ・市場化した債務の株式化へ多くの機関の参入を奨励
6 企業破産	<ul style="list-style-type: none"> ・法に則った破産体制メカニズムの確立 ・企業の状況に応じた破産清算、再編、和解 ・企業の破産関連制度健全化
7 株式による 資金調達	<ul style="list-style-type: none"> ・多層に亘る株式市場健全化加速 ・取引所市場の健全な発展推進 ・株式資金調達ツールの革新 ・株式資金調達資金源の開拓

○良好な市場政策環境づくり

- ・付帯の租税優遇政策
- ・不良資産償却、処理能力引き上げ
- ・市場主体の信用制約強化
- ・金融機関与信制約の強化
- ・投資者の適正な管理制度
- ・企業の社会負担軽減
- ・再編企業従業員の配置
- ・産業高度化政策
- ・厳格なモニタリング
- ・ルール化された手続き履行
- ・政府の役割発揮

(資料) 中国政府網10月10日「国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见
国发〔2016〕54号 http://www.gov.cn/zhengce/content/2016-10/10/content_5116835.htm

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】

- 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。
- 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。
- 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製、複製、引用、転載、翻訳、貸与等を行うことを禁止します。
- 免責:**
 - 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。
 - 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。
- 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。

¹⁷ 中国政府網 10月10日「新闻办就积极稳妥降低企业杠杆率有关政策情况举行发布会(新聞弁公室が企業のレバレッジ比率を積極的かつ適切に引き下げる関連政策について公表会を举行)」 http://www.gov.cn/xinwen/2016-10/10/content_5116893.htm