

## —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69号 )

## 要 旨

4～6月期実質GDP（国内総生産）成長率は前年比+6.9%と、17年政府目標である「+6.5%前後」を上回る。6月経済指標は5月に比べ改善。全国金融工作会議は「経済のデレバレッジ（資産圧縮）」に言及。

1. 6月経済指標は5月から改善
  - ・ 4～6月期も+6.9%成長
  - ・ 生産、投資、消費共に加速
  - ・ 不動産価格上昇率は一、二線都市で引続き鈍化
  - ・ 輸出入共に改善
  - ・ CPI、PPI上昇率共に前月と同水準
  - ・ 新規貸出純増額、社会融資総量は拡大
  - ・ 対外直接投資は大幅減
  
2. トピックス～全国金融工作会議を開催
  - ・ 「経済のデレバレッジ（資産圧縮）」に言及

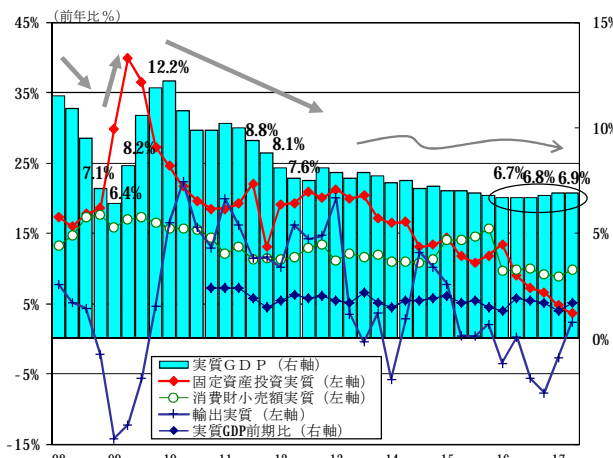
1. 6月経済指標は5月から改善

・4～6月期も+6.9%成長

7月17日、国家統計局は1～6月期、4～6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）+6.9%だったと発表<sup>1</sup>、1～3月期の+6.9%と同水準で、17年通年の政府目標である「+6.5%前後」を上回った。前期比は+1.7%である（図表1）。

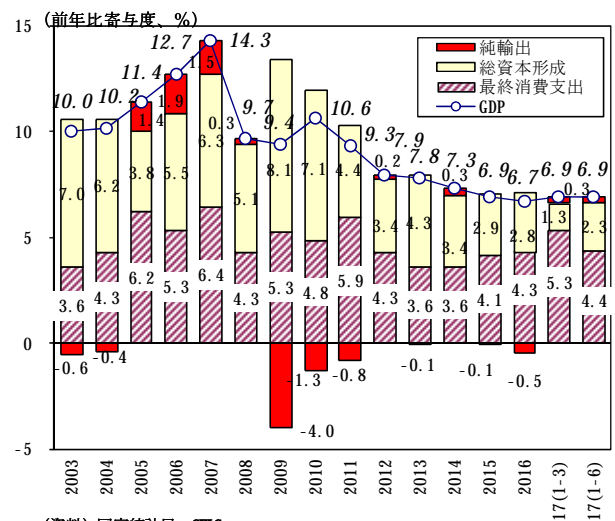
1～6月期のGDP需要項目別寄与度をみると、総固定資本形成は+2.3%PTと、1～3月期（+1.3%PT）までの水準から拡大、最終消費支出寄与度の縮小傾向（1～3月期+5.3%PT→1～6月期+4.4%PT）を補った形である。但し、1～6月の最終消費支出寄与度（+4.4%PT）は、16年通年の+4.3%PTからは拡大している。純輸出の寄与度は1～3月期と同様+0.3%PTであった（図表2）。

図表1 GDP、主要経済指標（四半期）



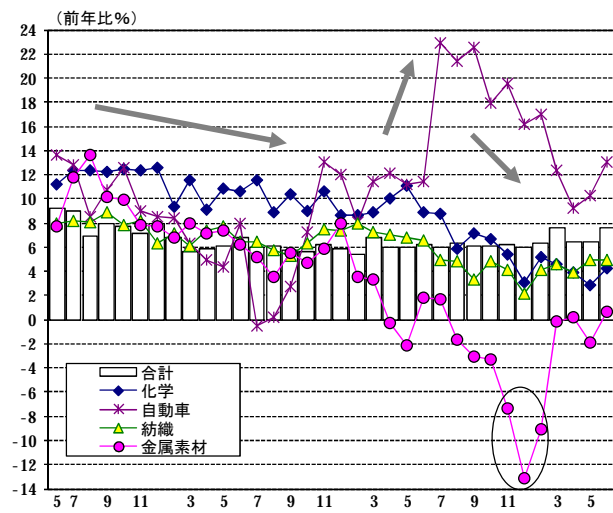
(注) 輸出は人民元建価格をPPI（生産者物価）、固定資産投資は固定資産投資価格指数、消費財小売はRPI（小売物価）で実質化。（資料）中国国家統計局、CEIC

図表2 GDP需要項目別内訳



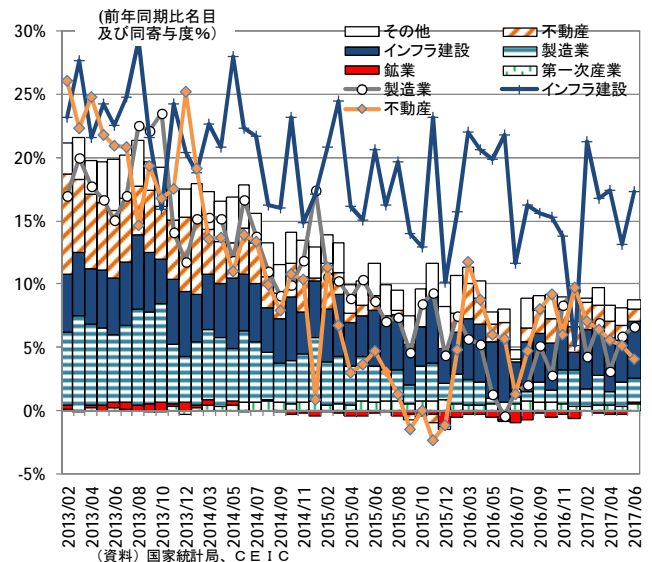
(資料) 国家統計局、CEIC

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。（資料）CEIC

図表4 産業別固定資産投資



(資料) 国家統計局、CEIC

・生産、投資、消費共に加速

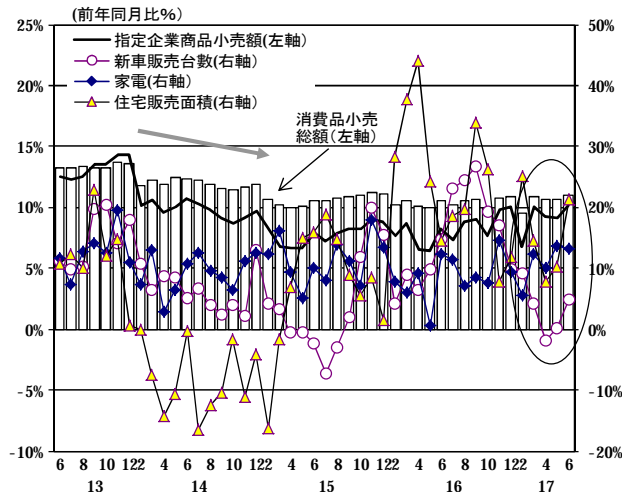
6月経済指標は5月に比べ加速した。6月の工業付加価値生産額は前年同期比（特記しない限り以下同）

<sup>1</sup> 中国国家統計局7月17日「上半年国民经济稳中向好态势更趋明显(上半期の国民経済は安定の中で好転に向かう態勢がさらに顕著に)」  
[http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/201707/t20170717\\_1513520.html](http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/201707/t20170717_1513520.html)

+7.6%と、5月(+6.5%)から加速した(前月比+0.8%) (図表3)。1~6月累計では+6.9%で16年通年(+6.0%)から加速している。

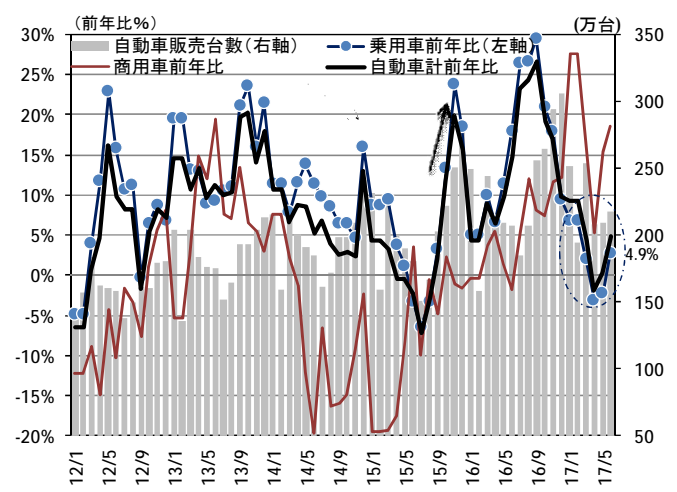
生産動向の特徴について国家統計局は、①装備製造業の伸びが2%PT加速し+11.5%で、うち電子、自動車、計器、専用設備、一般設備が二桁の伸びを維持、②消費品製造が+7.1%と16年通年の伸び率を2.3%PT上回ったこと、③(一般機械、セメント、プラスチック加工、食品など)伝統産業の伸びが回復したことを挙げている<sup>2</sup>。

図表5 消費品小売額、品目別小売売上、住宅販売面積



(注) 指定企業：年商500万元以上。家電販売も同企業のもの。2月=1-2月累計。(資料) CEIC

図表6 自動車販売台数(乗用車・商用車別)



(注) 1、2月は1-2月累計の前年比。(資料) 中国汽车工业协会、CEIC

名目固定資産投資は6月単月で+8.8%<sup>3</sup>(1~6月+8.6%)と、5月の+7.8%から加速した(前月比+0.7%)。このうち不動産開発投資の伸び率は6月までの累計で+8.5%と5月までの+8.8%から鈍化した(図表4)。一方、インフラ建設投資は1~6月に+16.8%と16年通年の+15.8%から加速、製造業向けの投資も1~6月に+5.5%と16年通年の+4.1%から加速している。このうち、技術改造製造業(+11.8%)、装備製造業(+9.4%)の伸びが高かった一方、エネルギー消耗型製造業は▲1.0%と引き続き減速した<sup>4</sup>。

個人消費は名目消費品小売額が6月に+11.0%と、5月(+10.7%)から伸びを高め、物価上昇要因を除いた実質でも+10.0%と、5月(+9.5%)から加速した(前月比+0.9%) (図表5)。1~6月累計では+10.4%と16年通年の+10.4%と同水準となった。このうち、ネット・ショッピングによる商品・サービス小売額は1~6月に3兆1,073億元(うち商品2兆3,747億元、サービス7,326億元)と消費品小売額合計(17兆2,369億元)の18.0%を占め、伸び率は+33.4%であった。品目別では、体育娯楽用品(+17.1%)、文化事務用品(+11.8%)、通信器材(+10.1%)、など「消費の高度化」関連商品の伸びが高く且つ前年同期の伸びを上回った<sup>5</sup>。

自動車販売台数は6月の新車販売台数が217.2万台、+4.9%と、5月の209.6万台(+0.2%)から

<sup>2</sup> 国家統計局7月18日「趙雲城：上半年新动能助推工业经济稳定向好(趙雲城：上半期に新たな動力が工業経済の安定好転を推進)」。趙雲城氏は国家統計局工業司長。[http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201707/t20170718\\_1514071.html](http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201707/t20170718_1514071.html)

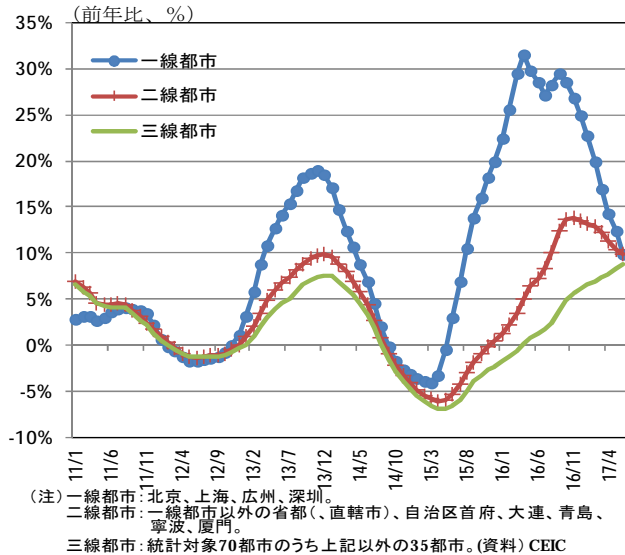
<sup>3</sup> 累計値から筆者算出。

<sup>4</sup> 国家統計局7月18日「趙培亜：上半年固定资产投资平稳增长 结构更趋优化(趙培亜：上半期固定資産投資は安定的に成長 構造がさらに改善)」。趙培亜氏は国家統計局投資司巡視員。[http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201707/t20170718\\_1514074.html](http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201707/t20170718_1514074.html)

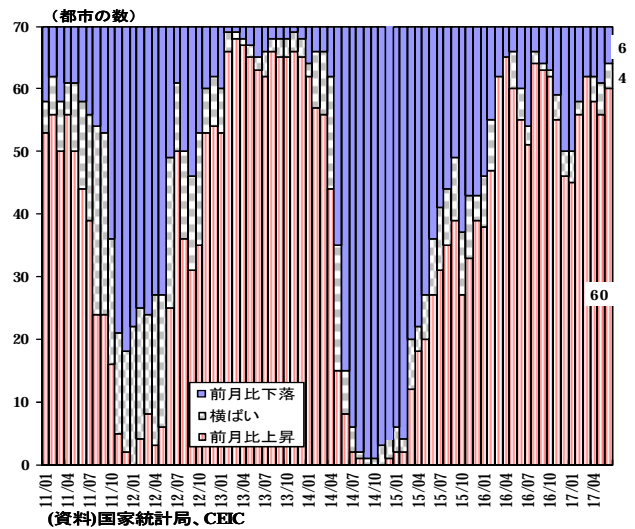
<sup>5</sup> 国家統計局7月18日「孟慶欣：上半年消费品市场稳健发展(孟慶欣：上半期消费品市場は落ち着いた発展)」。孟慶欣氏は国家統計局貿易外経司長。[http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201707/t20170718\\_1514078.html](http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201707/t20170718_1514078.html)

伸びを高めた（図表6）。1～6月累計では1,335.4万台、+4.3%と、16年通年の拡大ペース（2,793.9万台、+13.7%）を下回っている。15年10月から実施していた小型乗用車向けの減税措置の延長<sup>6</sup>が16年12月15日に公表される前に起きた、駆け込み購入の反動によるものである。

図表7 新築住宅販売価格（前年比）



図表8 住宅販売価格前月比変動都市数



### ・不動産価格上昇率は一、二線都市で引続き鈍化

住宅販売面積は1～6月に+16.1%（7億4,662万㎡）と、16年通年の+22.5%を下回ったが、1～5月の+14.3%からは拡大した。住宅販売は、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軒め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軒め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、15年4月を底に回復傾向をたどってきた。その後の価格急騰を受け、上海や深圳<sup>7</sup>を皮切りに採られた購入制限が価格上昇の顕著な他の都市においても拡大<sup>8</sup>、こうした住宅購入制限は更に強化されている<sup>9</sup>。

6月の新築住宅価格を前年比で見ると、70都市で上昇しており5月の69都市から1都市増えた。但し、その変動率を地域別に見ると、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上海、深圳で16年4月（+28.0%、+62.4%）をピークに鈍化に転じており、6月はそれぞれ+8.6%、+2.7%となった。二線都市でも上昇率は16年11月のピーク（+13.8%）から6月に+9.9%へと鈍化傾向が続いて

<sup>6</sup> 財政部と国家税務総局は16年12月15日、小排気量の新車購入を支援する減税措置の期限を17年末まで1年間延長すると発表。但し、税率は7.5%と現行の5%からは引き上げられ、通常税率の10%に対する減税幅は半分（2.5%分）となる。

財政部「关于减征1.6升及以下排量乘用车车辆购置税的通知（排気量1,600cc以下の乗用車購入税引き下げに関する通達）」

[http://szs.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefabu/201612/t20161215\\_2483048.html](http://szs.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefabu/201612/t20161215_2483048.html)

財税〔2015〕104号（15年9月29日付）は、15年10月1日から16年末まで、排気量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%に引き下げると公表。国家税務総局 <http://www.chinatax.gov.cn/n810341/n810755/c1827947/content.html>

<sup>7</sup> 16年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。

<sup>8</sup> 厦門、南京、合肥でも16年4月末から7月半ばまでにかけ住宅価格抑制策が打ち出されるなど、住宅購入制限策は価格上昇の顕著な都市に広がっている。参考：経済参考報16年7月14日「房地产現严重分化 因城施策将是下半年楼市政策主线（不動産の分化深刻 地域毎の政策が下期不動産政策の主線に）」など。 [http://www.china.com.cn/shehui/2016-07/14/content\\_38877726.htm](http://www.china.com.cn/shehui/2016-07/14/content_38877726.htm)

人民日報16年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。

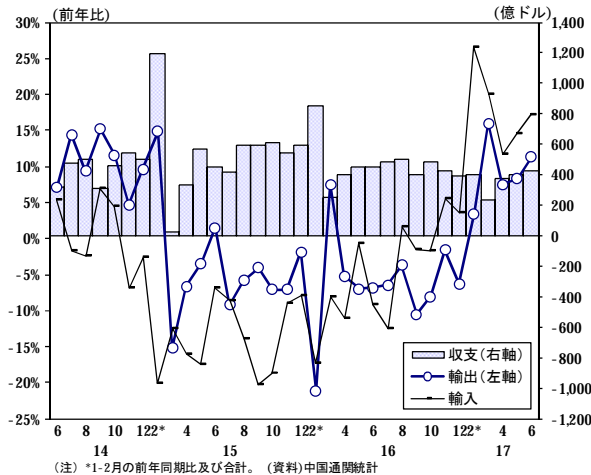
<http://www.fangchan.com/news/6/2016-10-11/6191397283909931925.html>

<sup>9</sup> 21世紀経済報道3月20日「北京最严楼市调控“认房又认贷” 下半年全国楼市降温可期（北京で最も厳しい不動産抑制「認房又認貸」下期の全国不動産は冷え込みへ）」によると、北京市は3月17日、頭金の比率を6割以上に引き上げるほか、購入者が入居しない不動産の場合は頭金の比率を8割以上とする、期限25年以上の個人向け住宅ローン暫定停止、企業の購入した住宅の再取引には満3年以上必要とするなどの「史上最も厳しい抑制策」を公表。 [http://epaper.21jingji.com/html/2017-03/20/content\\_58356.htm](http://epaper.21jingji.com/html/2017-03/20/content_58356.htm)

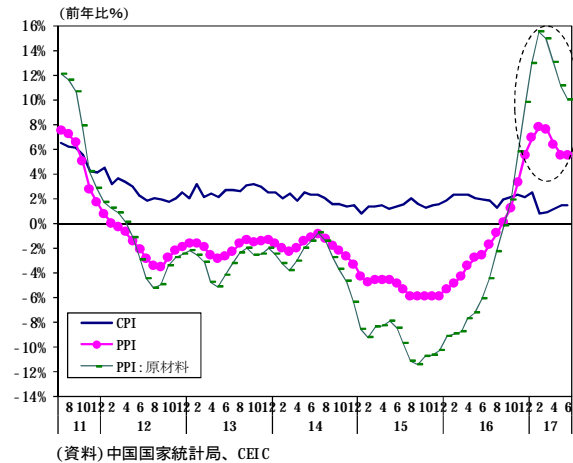
いるが、三線都市では5月の+8.3%から6月は+8.8%へと上昇率が高まった<sup>10</sup>。購入制限が強化された一、二線都市における価格上昇率はピークアウトしており、在庫が多い三線都市では依然として価格上昇率が高まっている（図表7）。

これを前月比で見ると、主要70都市のうち60都市で前月比上昇、上昇した都市の数は5月の56都市から4都市増えた。前月比で横ばいであった都市の数は6月に4都市と5月の5都市から1都市減り、前月比で下落した都市は6都市と5月の9都市から3都市減った（図表8）<sup>11</sup>。

図表 9 輸出、貿易収支



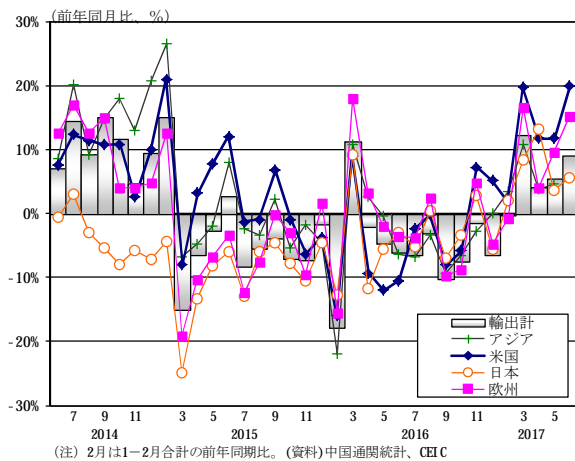
図表 10 CPI、PPI



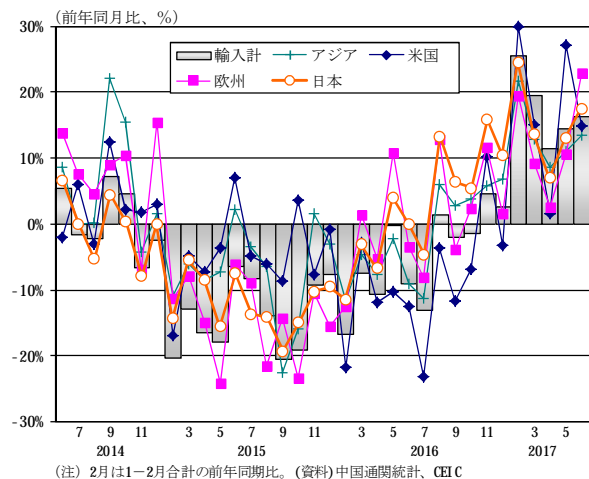
・輸出入共に改善

6月の輸出は+11.3%(1,965.9億ドル)、輸入+17.2%(1,538.3億ドル)、貿易収支は427.6億ドルの黒字であった（図表9、11、12）。1~6月累計では輸出+8.5%、輸入+18.9%（貿易黒字1,850.6億ドル）、貿易総額は19,094.8億ドルで+13.0%と、1~5月（+13.0%）と同水準となった。欧米需要の堅調に加えて、商品市況回復に伴う輸出入価格上昇も貿易好調の背景にあると指摘されている<sup>12</sup>。

図表 11 主要地域別輸出



図表 12 主要地域別輸入



<sup>10</sup> 二線都市の住宅価格上昇例：鄭州+19.9%、長沙+18.1%、済南+15.9%(6月)。なお、今号より二線、三線都市の内訳を、以下記述を参考にに変更(図表7の注参照)。国家統計局15年1月13日「問：請問“一二三線城市的定義”及“划分范围”？(一二三線都市の定義及び区分範囲とは?)」[http://www.stats.gov.cn/tjzs/cjwtd/201308/t20130829\\_74324.html](http://www.stats.gov.cn/tjzs/cjwtd/201308/t20130829_74324.html)

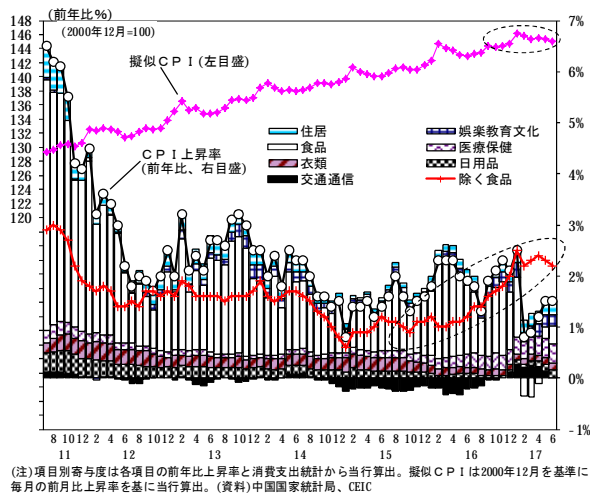
<sup>11</sup> 国家統計局7月18日「2017年6月份70个大中城市住宅销售价格变动情况(2017年6月70都市の住宅販売価格変動状況)」[http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/201707/t20170718\\_1513941.html](http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/201707/t20170718_1513941.html)

<sup>12</sup> 中国政府網7月13日「新聞办就2017年上半年进出口情况举行发布会(新聞弁公室が17年上半年期輸出入情況について会見を举行)」[http://www.gov.cn/xinwen/2017-07/13/content\\_5210128.htm#allContent](http://www.gov.cn/xinwen/2017-07/13/content_5210128.htm#allContent)

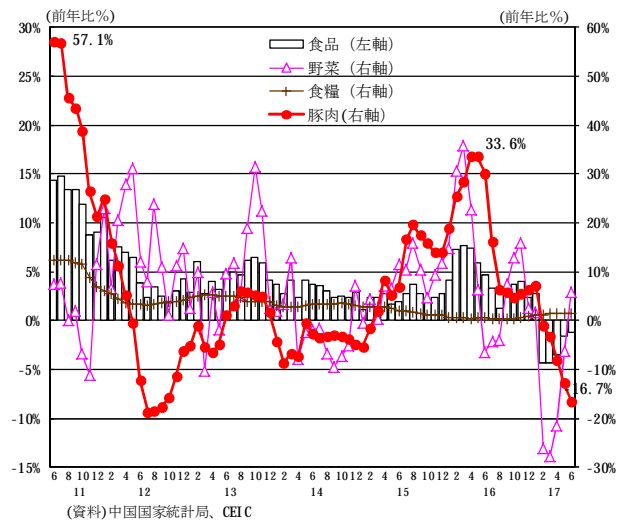
## ・CPI、PPI上昇率共に前月と同水準

6月のCPI（消費者物価指数）上昇率は+1.5%と、5月（+1.5%）と同水準であった（図表10）。前月比では6月に▲0.2%と5月の▲0.1%に続きマイナスとなった。1～6月平均では+1.4%と、政府目標の+3.0%を大きく下回っている。

図表13 CPI、同品目別伸び率寄与度



図表14 食品価格



CPIの内訳を見ると、食品価格は6月に▲1.2%と5月（▲1.6%）に続きマイナスであった（図表13）。このうち豚肉価格は6月に▲16.7%と、5月の▲12.8%からマイナス幅が拡大した（図表14）。豚肉の生産量は16年に5,299万トンと前年比▲3.4%減少、07、11、15年に続く減少となったが、豚肉周期（ピッグ・サイクル）<sup>13</sup>は16年5月をピークに下降が続いている。野菜価格は+5.8%と5月（▲6.3%）のマイナスからプラス転化した。食品以外の価格は6月に+2.2%と5月（+2.3%）から小幅鈍化した。

6月のPPI（工業製品出荷価格）は+5.5%と、5月の上昇率と同水準であった（図表10）。6月のPPI前年比をみると、「石炭採掘と洗鉱+33.2%、石油加工+14.9%、石油・天然ガス採掘+13.8%、黑色金属冶金製錬と圧延加工+24.5%、非鉄金属冶金製錬と圧延加工+13.9%、非金属鉱物製品+7.7%。これら6項目のPPI上昇率への寄与度は+4.4%PT」（国家統計局）<sup>14</sup>であった。このうち、黑色金属冶金製錬と圧延加工、非鉄金属冶金製錬と圧延加工、非金属鉱物製品の上昇率は前月から高まっている。

## ・新規貸出純増額、社会融資総量は拡大

人民銀行が公表した6月の新規銀行貸出純増額は1兆5,400億元と、5月（1兆1,100億元）から拡大したが、マネーサプライは6月M2が+9.4%と5月（+9.6%）に続き低下、政府目標（17年+12.0%）を下回った（図表13）。M2の伸び鈍化について、阮健弘・人民銀行調査統計局長は「穏健中立（原文：穏健中性）な通貨政策の着実な実行と金融監督管理の効果顕現に伴い、商業銀行の一部バランスシート外金融商品関連の資金運用が鈍化、これにより派生する預金及びM2の伸びも相応に下降。これは金融体系における内部デレバレッジ（資産圧縮。去槓桿）の客観的な結果である」と説明している<sup>15</sup>。

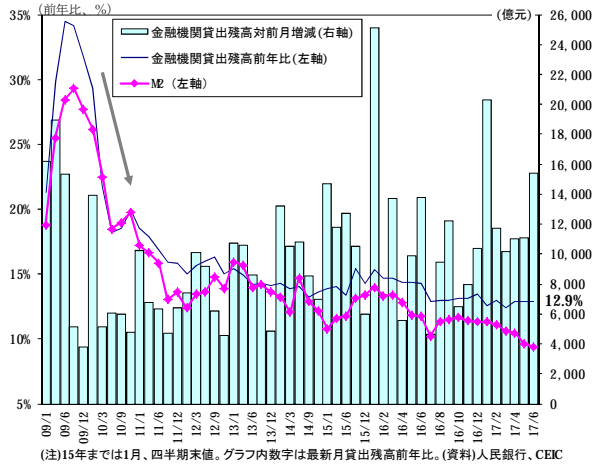
<sup>13</sup> 豚肉価格が下がってくると畜産家が飼育を少なくする→供給が減少、価格上昇→畜産家が生産増→供給増、価格が安定→畜産課が飼育を少なくするといった循環を繰り返す。

<sup>14</sup> 国家統計局7月10日「国家统计局城市司高级统计师绳国庆解读2017年6月份CPI、PPI数据（国家统计局都市司高级统计师绳国慶が17年6月のCPI、PPIデータを解説）」[http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201707/t20170710\\_1511342.html](http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201707/t20170710_1511342.html)

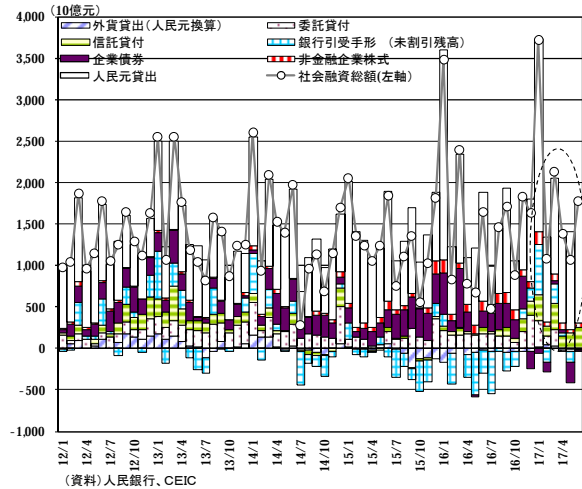
<sup>15</sup> 金融時報7月13日「M2増速放缓 存量货币周转效率提高 金融对实体经济的支持力度稳固(M2伸び鈍化 マネーストック回転効率が向上)

銀行貸出以外の資金調達を含む社会融資総量の6月純増額は1兆7,762億元と、5月の1兆659億元から拡大した。6月の純増減額を見ると、人民元貸出、信託貸付の増加額が拡大した一方、非金融企業株式は増加額が縮小、委託貸付、銀行引受手形、企業債券は引続き減少したものの減少幅は縮小、外貨貸付は減少から増加に転じた(図表16)。

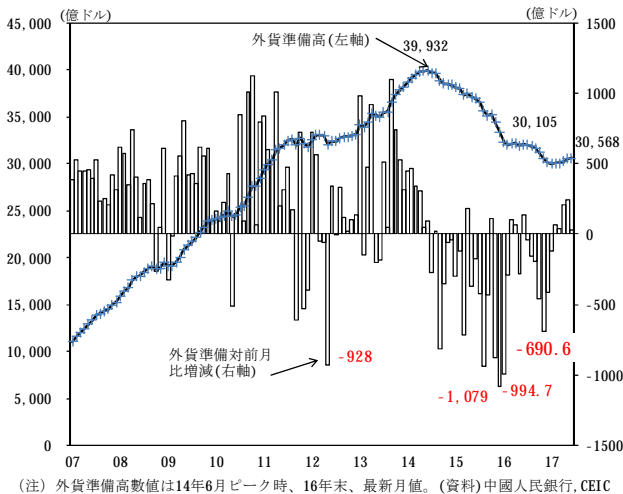
図表15 金融機関貸出、マネーサプライ



図表16 社会融資総量(純増減額)



図表17 外貨準備高



図表18 全国金融工作会议「四つの重要原則」

①本源回帰	経済社会の発展に服従、服務
②構造改善	金融市場、金融機関、金融商品体系の改善
③監督管理の強化	金融リスクの防止、解消能力の向上
④市場志向	金融資源配置において、市場の決定的な役割を發揮

中国政府網7月15日「全国金融工作会议在京召开(全国金融工作会议在北京で招集開催)」  
[http://www.gov.cn/xinwen/2017-07/15/content\\_5210774.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2017-07/15/content_5210774.htm)

・対外直接投資は大幅減

6月末の外貨準備高は3兆568億ドルと、5月比で+32億ドル増え、5か月連続で前月比増加となった(図表17)。なお、商務部は7月13日の定例会見で1~6月の対外直接投資が前年同期比▲45.8%少ない481.9億ドルであったと公表した。16年通年に+40.1%、1,701億ドルと急増した状況から、中国の対外直接投資を巡る情勢は大きく変化している<sup>16</sup>。高峰報道官は記者会見で、16年末以降の審査強化などによって「不動産、ホテル、映画館、娯楽、スポーツクラブ関連の対外投資が大幅に落ち込んだ」と説明した。国家発展改革委員会も7月18日の定例会見で「関連部門は不動産、ホテル、映画館、娯楽、スポーツクラブなどの領域の理性的でない対外投資について引続き関心を払っていく。対外投資のリス

金融の実体経済への支持力が固まる)」 [http://www.financialnews.com.cn/pl/cj/201707/t20170713\\_120868.html](http://www.financialnews.com.cn/pl/cj/201707/t20170713_120868.html)

<sup>16</sup> 中国政府網7月13日「商務部就2017年上半年我国对外投资合作情况等答问(商務部が17年上半年我が国对外投资協力情况等の問いについて回答)」なお、一帯一路沿線国家向けの投資は66.1億ドルで、前年同期の増加幅を+6%PT上回ったという。

[http://www.gov.cn/xinwen/2017-07/13/content\\_5210137.htm#allContent](http://www.gov.cn/xinwen/2017-07/13/content_5210137.htm#allContent)

クを有効に防止し、関連企業の慎重な投資決定を提案する」とコメント、中国企業による対外投資の動きを引続き監視していく方針を表明した<sup>17</sup>。

## 2. トピックス～全国金融工作会議を開催

上半期まで+6.9%と政府目標を上回る成長を達成した中国経済であるが、現状の景気好転局面が16年後半から開始していることや、金融政策が引締め気味（穏健中性）に展開している下で、年後半にかけ、景気は緩やかに鈍化していくことが想定される。具体的な成長鈍化要因として、購入制限のかけられている住宅・不動産、税制優遇縮小の影響が出ている自動車の販売鈍化の下押し効果を挙げておく。

### ・「経済のデレバレッジ(資産圧縮)」に言及

引締め気味の金融政策に関連して、足元の中国の経済金融環境を大きく形作っているのが「デレバレッジ」（資産圧縮。去槓桿）である。7月14、15日に開かれた全国金融工作会議<sup>18</sup>においても「経済のデレバレッジ（経済去槓桿）推進」への言及がなされ、「国有企業のレバレッジ引き下げ（国有企業降槓桿）」を重点中の重点に、ゾンビ企業の処理に力を入れるとした。

今次会議では習近平国家主席が金融工作をしっかりと行うための四つの重要原則（図表18）を提示した上で、国務院金融安定発展委員会の設置を表明、「人民銀行のマクロ・プルーデンス管理とシステムック・リスク防止の職責を強化する」とした。他に今次会議では、地方債務の増加を厳しく抑制するために地方指導者の「終身問責」（退任後も遡って問責）、金融市場秩序を乱す行為の是正、人民元国際化の安定的推進、資本取引の交換性実現、金融業の対外開放、金融の消費者権益保護、国の金融安全確保、金融に精通した人材の育成などへの言及がなされた。

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。

<sup>17</sup> 中国政府網7月18日「国家发改委就宏观经济运行情况举行新闻发布会(国家发改委がマクロ経済運行について記者会見を举行)」における鳳凰衛視の質問に対する回答。[http://www.gov.cn/xinwen/2017-07/18/content\\_5211513.htm#allContent](http://www.gov.cn/xinwen/2017-07/18/content_5211513.htm#allContent)

<sup>18</sup> 中国政府網7月15日「全国金融工作会议在京召开(全国金融工作會議を北京で招集開催)」  
[http://www.gov.cn/xinwen/2017-07/15/content\\_5210774.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2017-07/15/content_5210774.htm) 全国金融工作會議は97年以降、党大会開催年(2、7のつく五年ごと)に開かれてきた。