

—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71号)

要 旨

8月経済指標は7月に比べ減速。生産鈍化は過剰生産能力解消進展や環境保護面からの規制強化、固定資産投資鈍化は党大会を控えた景気刺激のペースダウンや地方債務管理強化に伴うインフラ公共投資減速、民間投資の伸び悩みを反映。一層の経済構造調整が求められる中、党大会後の政策展開に注目。

1. 8月経済指標は7月に比べ減速
 - ・ 生産、消費、投資いずれも鈍化
 - ・ 不動産価格上昇率は三線都市でも鈍化
 - ・ 輸出入共に堅調
 - ・ CPI、PPI上昇率は共に拡大。投機資金流入の影響も
 - ・ 新規貸出純増額、社会融資総量は拡大

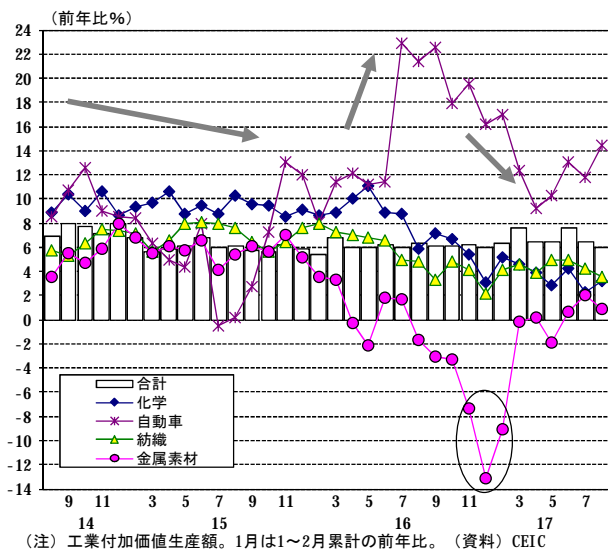
2. トピックス～景気減速傾向と製造業の構造調整圧力
 - ・ 生産、投資鈍化の背景にある構造調整圧力
 - ・ 党大会後の政策展開に注目

1. 8月経済指標は7月に比べ鈍化

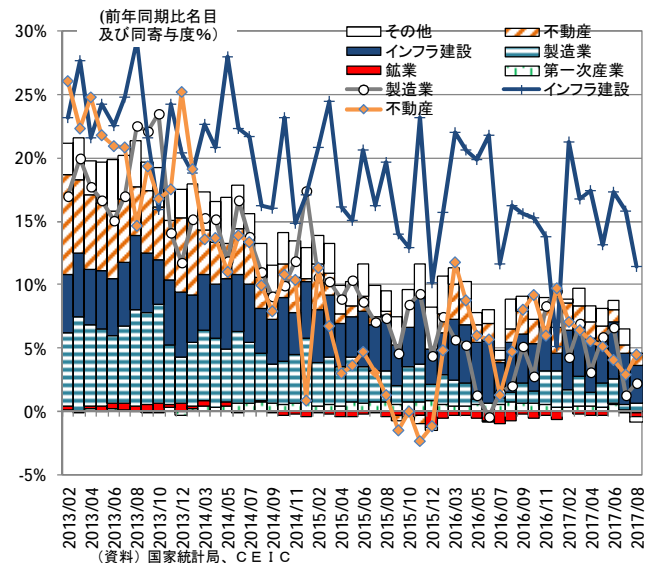
・生産、消費、投資いずれも緩やかに鈍化

8月経済指標は7月に比べ緩やかに鈍化した。8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）+6.0%と、7月（+6.4%）から減速した（前月比+0.5%）（図表1）。1～8月累計では+6.7%で16年通年（+6.0%）から加速している。生産の特徴について国家統計局は、①41業種中、87.8%に相当する36業種でプラスの伸び、このうち自動車、計器類、電子、電気機械、専用設備、医薬、一般設備は二けたの伸びを維持、②596品目中、63.3%に相当する377品目で前年比プラスとなったこと、③ハイテク関連製造の伸びが高く、エネルギー消耗型製造は低い伸び、採掘業はマイナスとなるなど、経済構造は引続き高度化、④輸出向け製造が安定していたことを挙げている¹。

図表1 工業付加価値生産額



図表2 産業別固定資産投資



名目固定資産投資は8月単月で+3.8%²（1～8月+7.8%）と、7月の+6.5%から減速した（前月比+0.6%）（図表2）。不動産開発投資の伸び率は8月までの累計で+7.9%と、7月までの+7.9%と同水準であった。インフラ建設投資も1～8月に+15.8%と16年通年の+15.8%と同水準であった一方、製造業向けの投資は1～8月に+4.4%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（+12.4%）、装備製造業（+8.2%）、ハイテク製造業（+17.8%）の伸びが高かった³。

個人消費は名目消費品小売額が8月に+10.1%と、7月（+10.4%）から鈍化、物価上昇要因を除いた実質でも+8.9%と、7月（+9.6%）から減速した（前月比+0.8%）（図表3）。1～8月累計では+10.4%と、16年通年（+10.4%）と同水準であった。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1～8月に4兆2,511億元（うち商品3兆2,101億元、サービス10,410億元）と消費品小売額合計（23兆2,308億元）の18.3%⁴を占め、伸び率は+34.3%であった。8月の消費品小売額を品目別にみると、通信機材（+12.2%）、化粧品（+14.7%）の伸びが高まった。体育娯楽（+14.9%）

¹ 中国国家统计局9月14日「国家统计局工业司高级统计师江源解读8月份工业生产数据（江源国家统计局工业司高级统计师が8月工業生産データを解説）」。http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201709/t20170914_1534060.html

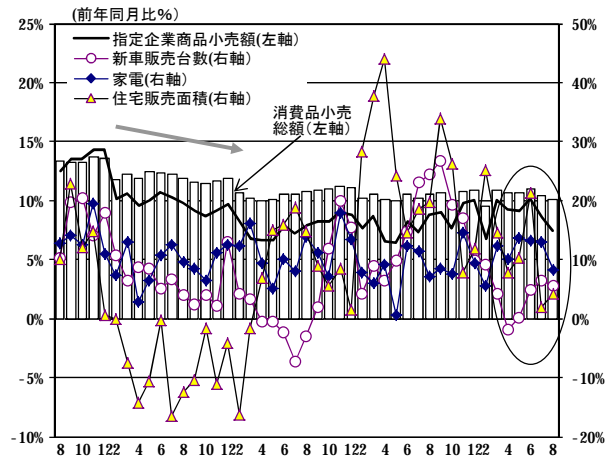
² 累計値から筆者算出。

³ 中国国家统计局9月14日「国家统计局投资司首席统计师王宝滨解读2017年1-8月份投资数据（王宝滨国家统计局投资司首席统计师が1-8月投資データを解説）」。http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201709/t20170914_1534059.html

⁴ ネット・ショッピングによる商品・サービス小売額の消費品小売額合計に占める比率は15年通年の12.9%、16年通年の15.5%から高まっている。

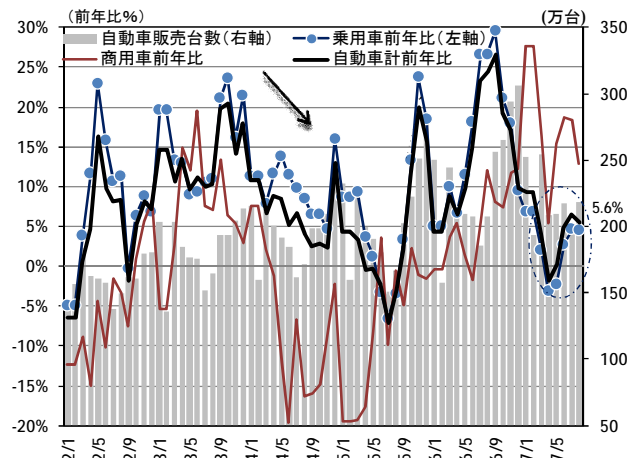
も高めの伸びを維持した。一方、家電（+8.4%）、家具（+11.3%）、建築内容材料（+8.8%）など住居関連商品の伸びは鈍化した⁵。

図表 3 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 4 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

自動車販売台数は8月の新車販売台数が218.6万台、+5.6%と、7月の197.1万台(+6.4%)から台数は拡大したものの前年比は鈍化した(図表4)。1~8月累計では1,751.1万台、+4.7%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減税措置の延長⁶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。

・不動産価格上昇率は三線都市でも鈍化

住宅販売面積は1~8月に+12.7%(9億8,539万㎡)と、16年通年の+22.5%、1~7月の+14.0%から鈍化した。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⁷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⁸、こうした住宅購入制限は徐々に強化されてきた⁹。

8月の新築住宅価格を前年比で見ると、調査対象70都市のうち68都市で上昇し7月の70都市から2都市減少した。このうち、その変動率を地域別に見ると、購入刺激策から制限策へと政策転換が図られ

⁵ 中国国家统计局9月14日「国家统计局贸易外经司高级统计师冶静怡解读2017年8月份社会消费品零售总额数据(冶静怡国家统计局贸易对经济司高级统计师が8月社会消费品小売総額データ解説)」。http://www.stats.gov.cn/tjsj/sj/d/201709/t20170914_1534058.html

⁶ 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

財稅[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

⁷ 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。

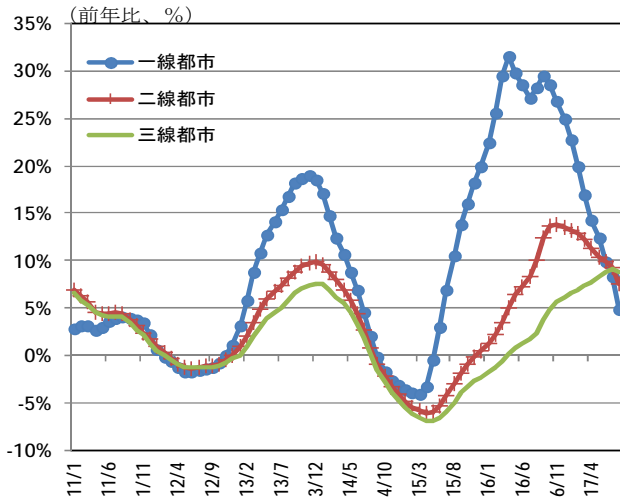
⁸ 人民日報16年10月11日「限购、限貸、近期已有20城市推出新举措 楼市调控 因城施策(購入制限、貸出制限 最近20都市で新規措置住宅抑制 都市に合った施策)」によれば、同記事執筆時点で20都市において住宅購入制限を実施。

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

⁹ 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

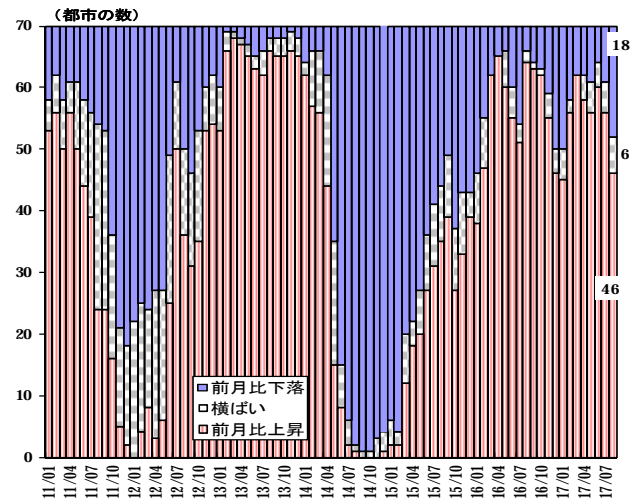
ている上海、深圳で16年4月(+28.0%、+62.4%)をピークに鈍化に転じており、8月はそれぞれ+2.8%、▲1.9%¹⁰となった。二線都市でも上昇率は16年11月のピーク(+13.8%)から8月に+7.6%へと鈍化傾向が続いている。さらに三線都市でも7月の+9.2%から8月は+8.8%へと鈍化に転じた¹¹(図表5)。

図表5 新築住宅販売価格(前年比)



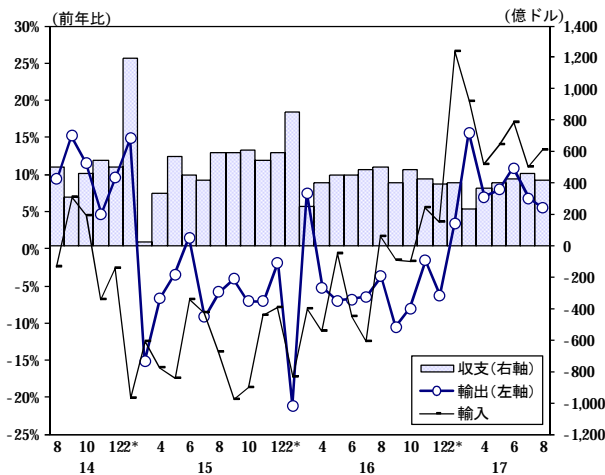
(注) 一線都市: 北京、上海、広州、深圳。
二線都市: 一線都市以外の省都(、直轄市)、自治区首府、大連、青島、寧波、廈門。
三線都市: 統計対象70都市のうち上記以外の35都市。(資料) CEIC

図表6 住宅販売価格前月比変動都市数



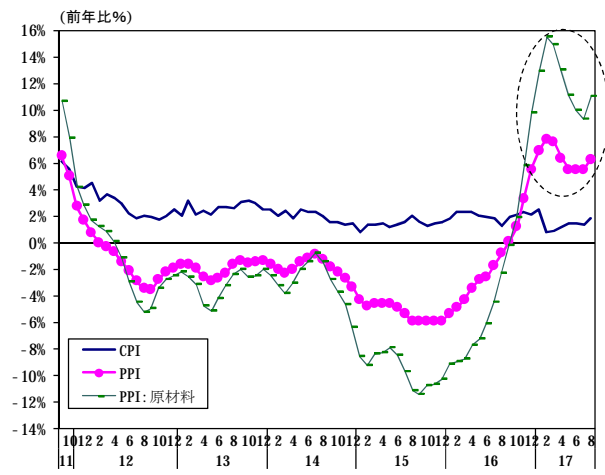
(資料) 国家統計局、CEIC

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

これを前月比で見ると、主要70都市のうち46都市で前月比上昇、上昇した都市の数は7月の56都市から10都市減った。前月比で横ばいであった都市の数は8月に6都市と7月の5都市から1都市増、前月比で下落した都市は18都市と7月の9都市から倍増した(図表6)¹²。

不動産市場について劉愛華・国家統計局報道官は9月14日の会見で、①価格上昇の激しかった都市でその勢いが抑制されたこと、②在庫解消も加速、昨年来の市場コントロールの効果が顕現していると言

¹⁰ 深圳の住宅価格が前年比マイナスとなったのは15年3月(▲0.9%)以来。

¹¹ 住宅価格上昇の激しかった都市: 長沙+16.5%、蚌埠+15.2%、韶関+14.7%、北海+14.7%(8月)。国家統計局9月18日「2017年8月份70个大中城市住宅销售价格变动情况(2017年8月70都市の住宅販売価格変動状況)」。

http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/201709/t20170918_1535004.html

¹² 国家統計局8月18日「2017年7月份70个大中城市住宅销售价格变动情况(2017年7月70都市の住宅販売価格変動状況)」

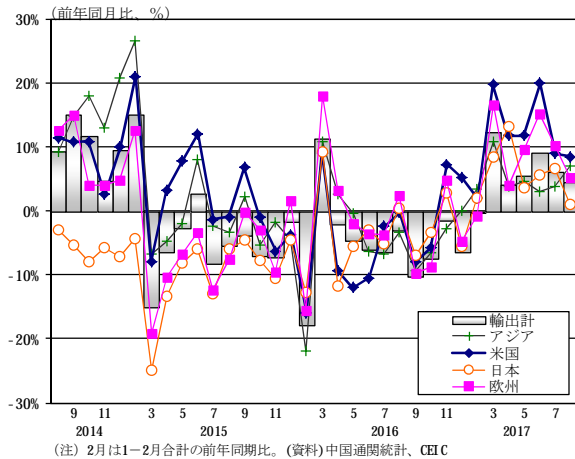
http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/201708/t20170818_1525124.html

及した。また、供給面で賃貸住宅の試行などの政策が住宅供給を拡大させ、需要も分流されることから、不動産市場は安定的で健全に発展し続けることが期待できると述べた¹³。

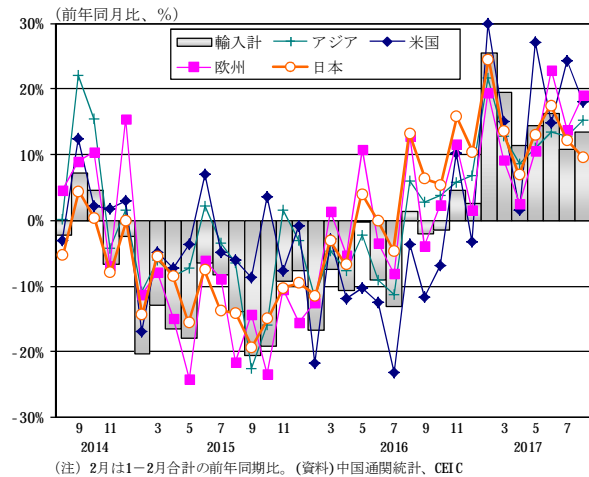
・輸出入共に堅調

8月の輸出は+5.5%(1,992.3億ドル)、輸入+13.3%(1,572.4億ドル)、貿易収支は419.9億ドルの黒字であった(図表7、9、10)。1~8月累計では輸出+7.6%、輸入+16.9%(2,714.6億ドルの貿易黒字)、貿易総額は2兆6,012.5億ドルで+11.6%と、1~7月の伸び率+12.1%を下回ったが、前年比増のペースは維持している。

図表9 主要地域別輸出



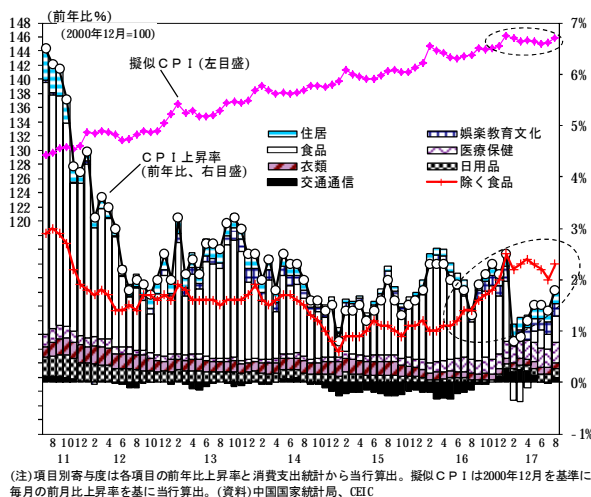
図表10 主要地域別輸入



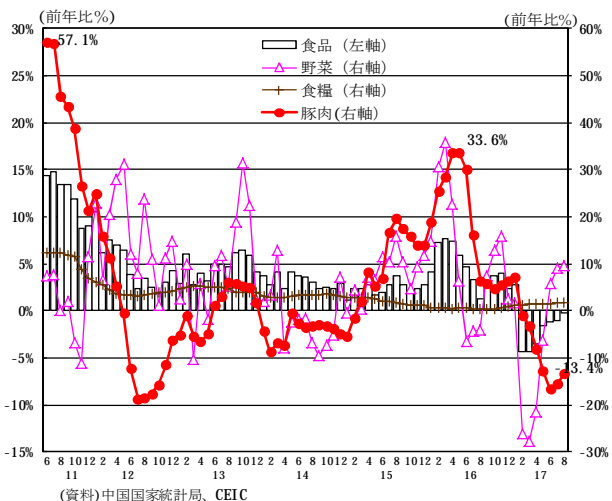
・CPI、PPI上昇率共に拡大。投機資金流入の影響も

8月のCPI(消費者物価指数)上昇率は+1.8%と、7月(+1.4%)から拡大した。前月比では8月に+0.4%と7月の+0.1%から拡大した(図表8)。1~8月平均では+1.5%と、政府目標の+3.0%を大きく下回っている。

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8月に▲0.2%と7月(▲1.1%)に続き7か月連続でマイナスで

¹³ 中国国家統計局9月14日「国家统计局新闻发言人就2017年8月份国民经济运行情况答记者问(国家统计局が17年8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/201709/t20170914_1534101.html 賃貸住宅政策については以下参照。みずほ中国政策ブリーフィング(2017/8/29)『人口純流入の大都市での賃貸住宅市場の発展加速に関する通知』<https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/china-bri/cb170829.pdf?ad=nl>

あったが、マイナス幅は縮小した（図表 11）。このうち豚肉価格は 8 月に▲13.4%と、7 月の▲15.5%に続きマイナス幅が縮小した（図表 12）。野菜価格は+9.1%と、7 月（+9.1%）に続き上昇した。食品以外の価格は 8 月に+2.3%と 7 月（+2.0%）から加速した。

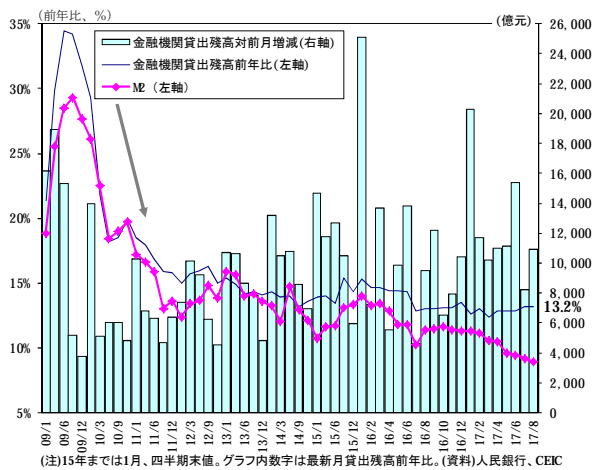
8 月の P P I（工業製品出荷価格）は+6.3%と、7 月の+5.5%から拡大した（図表 8）。7 月の P P I 前年比をみると、「黒色金属冶金製錬と圧延加工+29.1%、石油加工+16.8%、非鉄金属冶金製錬と圧延加工+16.3%、石油・天然ガス採掘+15.7%、非金属鉱物製品+9.0%、化学原料・化学品製造+8.4%の 6 品目で上昇率が拡大。石炭採掘と洗鉱+32.1%は上昇率が鈍化。これら 7 項目の P P I 上昇率への寄与度は+5.1%PT、寄与率は 81%」（国家統計局）¹⁴であった。

物価統計が強まったことと景気回復期待を結び付ける報道がなされている¹⁵が、C P I 上昇は高温で生産量が減ったたまご価格上昇、高温多雨に伴う野菜の保存・輸送コスト上昇などの季節的要因が主因である（国家統計局）。また、P P I 拡大をもたらしている商品市況上昇の背景には、過剰生産能力解消に伴う鋼材供給減や、環境保護監督査察や大気汚染防止の強化による鉄鋼企業の大規模な生産停止・減産予想、またそれに伴う価格上昇期待を受けた投機資金の流入も加わっていると指摘されている¹⁶。

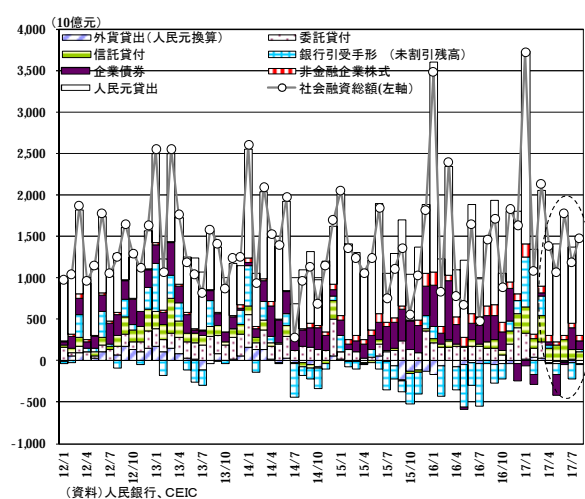
・新規貸出純増額、社会融資総量は拡大

人民銀行が公表した 8 月の新規銀行貸出純増額は 1 兆 900 億元と、7 月（8,255 億元）から拡大した。マネーサプライは 8 月 M2 が+8.9%と 7 月（+9.2%）に続き低下、政府目標（17 年+12.0%）を下回った（図表 13）。銀行貸出以外の資金調達を含む社会融資総量の 8 月純増額は 1 兆 4,791 億元と、7 月の 1 兆 1,903 億元から拡大した。8 月の純増減額を見ると、人民元貸出、非金融企業株式の増加額は拡大、信託貸付、企業債券は増加額が減少、銀行引受手形は減少から増加に転じた一方、委託貸付は増加から減少に転じ、外貨貸付は減少額が拡大した（図表 14）。

図表 13 金融機関貸出、マネーサプライ



図表 14 社会融資総量（純増減額）



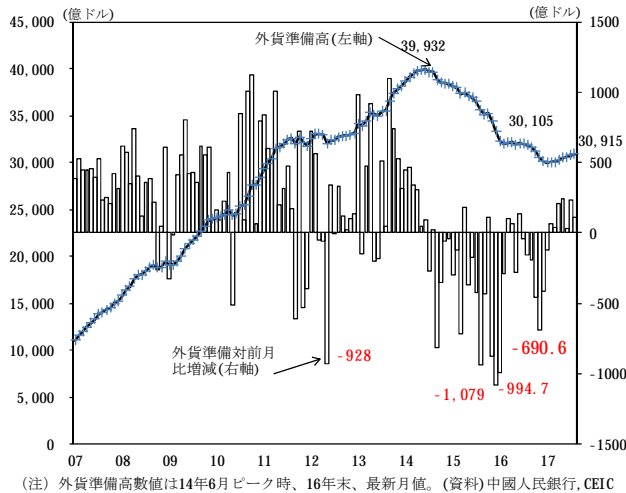
8 月末の外貨準備高は 3 兆 915 億ドルと、7 月比で+108 億ドル増え、7 か月連続で前月比増加となった（図表 15）。

¹⁴ 国家統計局 9 月 9 日「国家统计局城市司高级统计师绳国庆解读 2017 年 8 月份 CPI、PPI 数据（国家统计局都市司高级统计师绳国庆が 17 年 8 月の CPI、PPI データを解説）」 http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjd/201709/t20170909_1532357.html

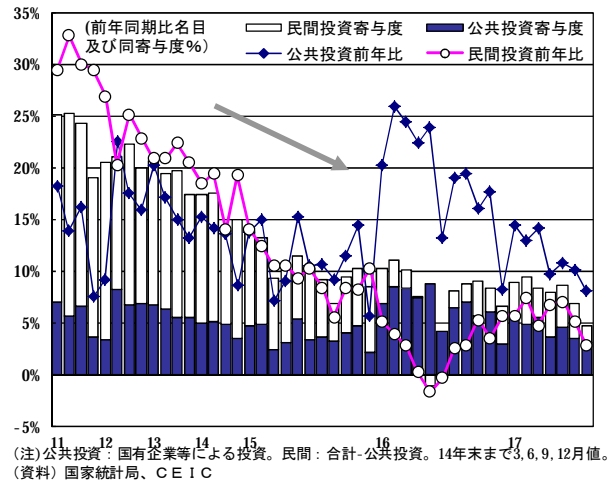
¹⁵ 日本経済新聞 9 月 14 日「中国関連銘柄に買い 日立など 景気回復に期待感」など。

¹⁶ 経済日報 9 月 8 日「“ 投機資本兴风作浪” 必须严防（「投機資本が波瀾を巻き起こす」ことを厳重に防止しなくてはならない）」は、不動産購入制限強化により行き場を失った資金の商品市場への流入もあると指摘。 <http://finance.chinanews.com/fortune/2017/09-08/8326170.shtml>

図表 15 外貨準備高



図表 16 固定資産投資 (公共・民間別)

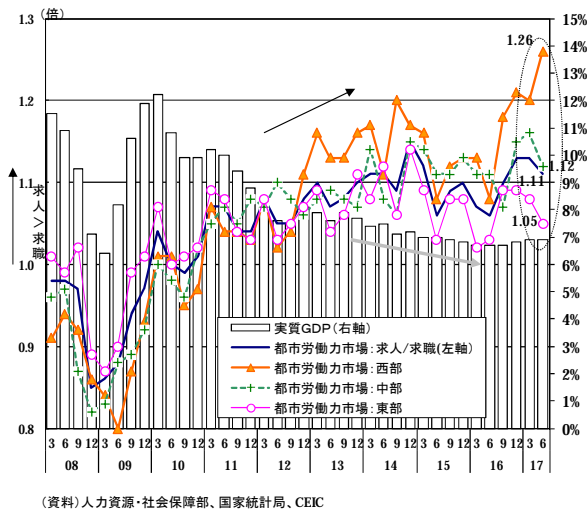


2. トピックス～景気減速傾向と製造業の構造調整圧力

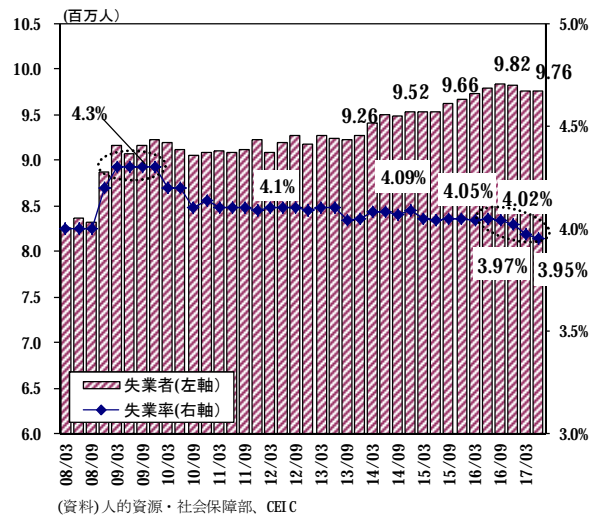
・生産、投資鈍化の背景にある製造業の構造調整圧力

8月の経済指標を見ると、生産、固定資産投資の減速が比較的顕著であった。生産鈍化は過剰生産能力解消の進展や、環境に配慮した(緑色)発展理念の貫徹を、固定資産投資鈍化は党大会前のインフラ建設投資による景気刺激のペースダウンや、地方政府債務を通じた資金調達抑制に伴う公共投資の減速に加え、民間投資の伸び悩み(図表16)¹⁷を反映していると考えられる。

図表 17 求人倍率



図表 18 都市部登録失業率



生産、投資の鈍化についてより構造的に見れば、為替・土地・労働コスト上昇などの競争条件変化が挙げられる。GDPに占める第三次産業比率が12年に第二次産業を上回り15年に5割以上となるなどサービス化進展の一方で、製造業では外資系企業だけでなく、中国企業の対外移転も起きている。こう

¹⁷ 9月15日公表の「国务院办公厅关于进一步激发民间有效投资活力促进经济持续健康发展的指导意见 国办发〔2017〕79号(民間の有効な投資活力をさらに呼び起こし、経済の持続的で健全な発展を促進することに関する国务院弁公庁指導意見)」は、民間の効果的な投資刺激のため、10分野の政策措置を提示。①「規制緩和・管理強化・サービス改善(放管服)」改革推進。②民間投資プロジェクトの報告を展開、状況を審査、整理。③産業転換・高度化を推進。④民間資本が政府と社会資本が連携する(PPP)プロジェクトに参加するよう奨励。⑤企業の経営コスト削減。⑥資金調達をめぐる難題解決に取り組む。⑦政務の信頼構築を強化。⑧政策の計画・調整を強化。⑨「親(困難に直面する民営企業を積極的にサポートし、より親しく語り合う)」、「清(民営企業家との関係をより清廉に)」の新型政商関係を構築、政府と民営企業が意思の疎通を図るための健全なメカニズムを構築。⑩各種政策・対策を確実に実施、その成果を挙げ、民営企業の満足感(獲得感)を向上させる。中国政府網9月15日 http://www.gov.cn/zhengce/content/2017-09/15/content_5225395.htm

した変化は企業の構造転換・高度化を迫るものであるが、日本で過去に「産業空洞化」が起きた時と同様、技術革新や競争力の向上には時間を要し¹⁸、その過程で淘汰される産業、企業も出てくる。

・党大会後の政策展開に注目

中国共産党中央政治局は8月31日、習近平総書記が会議を主宰、中国共産党第十九次全国代表大会（19回党大会）を10月18日北京で招集開催することを提言した¹⁹。9月18日に開いた同会議では、党規約を改正して「第19回党大会報告の確立する重大な理論的観点と重大な戦略的思想」を盛り込み、「国家統治の新理念・新思想・新戦略を十分に体现し、党による指導の強化、全面的に厳格な党内統治の目新しい経験を十分に体现する」ことを決めた²⁰。五年に一度開かれる党大会で決められる指導部人事や総書記報告の中で語られる政策方針は、今後の中国経済政策の方向性を見る上でも極めて重要となる。

党大会後に政権基盤がより強固なものとなれば、13年11月の三中全会²¹で打ち出した「資源配分で市場が決定的な役割を果たす」改革方針の加速や、15年12月の中央経済工作会議で提起した「五大任務」からなる供給サイド構造改革²²をはじめとする構造調整を深めていくシナリオも考えられる。痛みを伴う改革により短期的に更なる景気減速の可能性もあるが、中長期的には持続可能な成長に繋がっていく。

幸い、足元の雇用は堅調である（図表17、18）²³。生産年齢人口が12年以降4年連続で減少、15年に487万人減とするなどの人口構成変化もあり、マクロ的な需給関係からみれば、上述の構造改革の過程で失業が発生しても、新たな職場は以前より探し易くなっている。サービス業の好調、行政権限の簡素化・自由化に伴う起業や新業態の増加も雇用安定に寄与している。

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】

- 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、その結果の確実性や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。

¹⁸ 21世紀経済報道9月15日「八月经济数据说明经济结构在继续调整（八月経済データは経済構造が引き続き調整中であることを示す）」
http://epaper.21jingji.com/html/2017-09/15/content_70625.htm

¹⁹ 中国政府網8月31日「中共中央政治局会议建议 中国共产党第十九次全国代表大会 10月18日在北京召开 中共中央总书记习近平主持会议（中共中央政治局會議、中国共産党第十九次全国代表大会を10月18日北京で招集開催することを提言 習近平総書記が会議を主宰）」
http://www.gov.cn/xinwen/2017-08/31/content_5221788.htm

²⁰ 中国政府網9月18日「中共中央政治局召开会议 研究拟提请党的十八届七中全会讨论的文件 审议《关于五年来中央政治局贯彻执行中央八项规定并以此带动全党加强作风建设情况的报告》 中共中央总书记习近平主持会议（中共中央政治局會議を招集開催、第十八期七中全会で討論する文書を研究『過去五年来の中央政治局の中央八項目規定貫徹執行及びこれによる全党作風建設強化推進の状況に関する報告』を審議 習近平総書記が会議を主宰）」
http://www.gov.cn/xinwen/2017-09/18/content_5225983.htm

²¹ 「中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定」（改革の全面的深化における若干の重大な問題に関する中共中央の決定）。60項目あり、「2020年までに決定的な成果を挙げる」としている。中国政府網13年11月15日 http://www.gov.cn/jrzq/2013-11/15/content_2528179.htm

²² 五大任務=去産能（過剰生産能力解消）、去庫存（不動産在庫解消）、去杠杆（デレバレッジ・資産圧縮）、降成本（コスト引き下げ）、补短板（有効供給拡大）。「三去一降一補」と略称。中国政府網15年12月21日「中央经济工作会议在北京举行（中央経済工作會議を北京で挙げる）」
http://www.gov.cn/xinwen/2015-12/21/content_5026332.htm

²³ 求人倍率は、14年末に過去最高の1.15倍、17年6月末に1.11倍と低下したものの、都市部では11年以降、求人数が求職数を上回る状況。金融危機後の08年末に0.85倍まで下がった時期から、雇用を巡る情勢は一変。都市部登録失業率も17年6月末に3.95%へと改善。