

—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78号)

要 旨

4月経済指標は3月から加速、減速したものが交錯。人民銀行通貨政策執行報告からは、金融政策は当面現状維持となる一方、「デレバレッジ（去槓桿）」がその進展を受けトーンダウン、政策の重点が構造調整、成長維持（稳增长）の方向に移りつつあることが窺える。

1. 4月経済指標は3月から加速、減速したものが交錯
 - ・ 生産は小幅加速、投資、消費は鈍化
 - ・ 住宅販売価格は一線都市で4か月連続の前年比下落。二三線都市でも上昇率は鈍化
 - ・ 輸出入共加速
 - ・ CPIは鈍化、PPIは加速
 - ・ 新規貸出純増額、社会融資総量共に拡大

2. トピックス～人民銀行通貨政策執行報告に見る政策方針の微調整
 - ・ 「デレバレッジ（去槓桿）」への言及が消えた人民銀行通貨政策執行報告

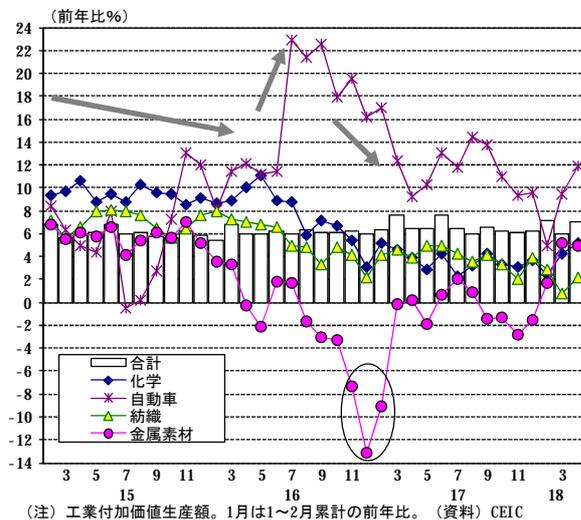
1. 4月経済指標は3月から加速、減速したものが交錯

・生産は小幅加速、投資、消費は鈍化

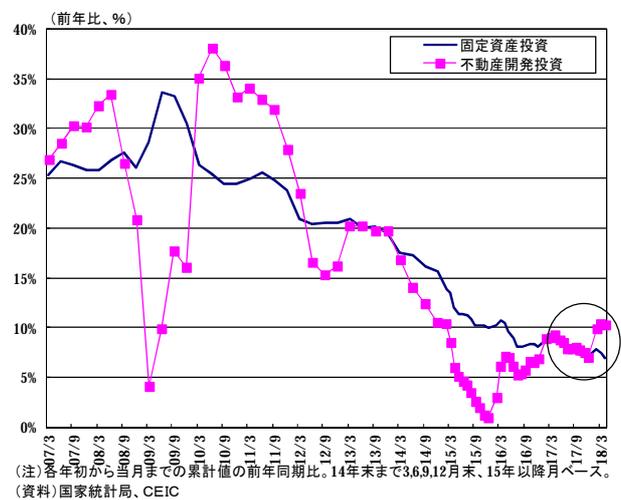
4月の経済指標は3月に比べ加速、減速したものが交錯した。4月の工業付加価値生産額は前年同期比+7.0%と、3月の+6.0%から加速した（前月比+0.6%）（図表1）。1~4月期工業生産の特徴として国家統計局は、①国有、外資・香港マカオ系、私営など各所有制企業の生産ともに拡大、②ハイテク産業、装備製造業（+11.8%、+10.3%）の加速、③新興産業生産量¹の高い伸びを挙げている。

名目固定資産投資は4月に+6.0%²と、3月の+7.1%から減速した（前月比+0.5%、1~4月+7.0%）。このうち不動産開発投資の伸び率は1~4月に+10.3%と1~3月の+10.4%から小幅減速した（図表2）。固定資産投資について国家統計局は「①工業投資の緩やかな回復、②ハイテク産業投資の良好な発展、③消費の高度化関連投資の高めの伸び、④民間投資が3か月連続で合計を上回る伸び」であったと説明した³。

図表1 工業付加価値生産額



図表2 産業別固定資産投資



固定資産投資とりわけインフラ建設投資の伸び鈍化について劉愛華・国家統計局報道官は「①昨年同月の基数が（高いことが）関係。インフラ建設投資は昨年一貫して+20%近い伸び率を維持していた、②政府がPPP (public-private partnership、官民パートナーシップ。中文は政府和社会資本合作) プロジェクトの整理規範化、地方による起債規範化等の措置を採っている」ことを挙げ、これら政策方針により投資が短期的に影響を受けているが、長期的に安定的で健全な投資を保証するものと説明した⁴。

5月10日付経済日報⁵によると、PPPは14年以来交通、環境などの領域で拡大、財政部は「全国P

¹ 国家統計局 5月15日「国家统计局工业司高级统计师江源解读4月份工业生产数据（江源国家统计局工业司高级统计师が4月工業生産データを解説）。③の具体的品目として「3Dプリンター、バイオベース化学繊維、単結晶シリコン、グラフェン、工業用ロボット、新エネルギー自動車、太陽電池、IC、スマートTVなど新興製品の生産伸び率が二けた以上の伸び」であったという。

http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201805/t20180515_1599392.html

² 累計値から筆者算出。1~4月累計+7.0%。

³ 国家統計局 5月15日「国家统计局投资司高级统计师王宝滨解读2018年1-4月份投资数据（王宝滨国家统计局投资司高级统计师が1-4月投資データを解説）」②14~17年のハイテク製造業投資伸び率+10.6%、+11.1%、+12.1%、+13.5%に対し、1-4月+17.2%。具体例：IC+44.2%、通信システム設備+41.0%、工業自動制御システム装置+30.6%、ディスクリット半導体部品製造+23.6%。

http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201805/t20180515_1599394.html

⁴ 国家統計局 5月15日「国家统计局新闻发言人就2018年4月份国民经济运行情况答记者问（国家统计局報道官が18年4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/201805/t20180515_1599362.html

⁵ 経済日報 5月10日「规范运作推动PPP高质量发展（機能を規範化しPPPの質の高い発展推進）」

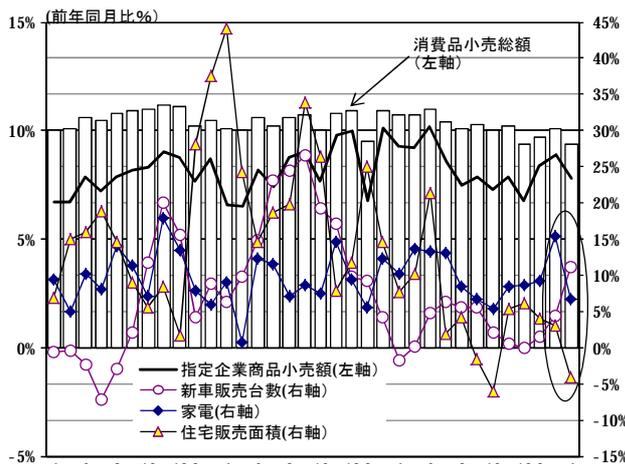
http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caijingshidian/jjrb/201805/t20180510_2891477.html

PPP総合情報プラットフォーム（PPPデータベース）」を設立、監督管理、情報データ提供を行ってきた。18年3月末現在、プロジェクト総数は7,420件、11兆5,000万元に上る。17年11月に始まったPPPプロジェクト整理以降、4月23日までに1,695件、1兆8,000万元分のプロジェクトが中止、上記データベースから削除され、2,005件、3兆1,000万元分のプロジェクトが修正された。PPPデータベースプロジェクト総数（18年3月末）と比べると、中止となったプロジェクトは件数で22.8%、金額でみて15.7%となり、修正を迫られたのは件数、金額とも27%相当である。

個人消費は名目消費品小売額が4月に+9.4%と、3月の+10.1%から減速、物価上昇要因を除いた実質でも+7.9%と、3月（+8.6%）から減速した（前月比+0.7%）（図表3）。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1~4月に2兆5,792億元（うち商品1兆9,495億元、サービス6,297億元）と消費品小売額合計（11兆8,817億元）の21.7%を占め、伸び率は+32.4%であった⁶。

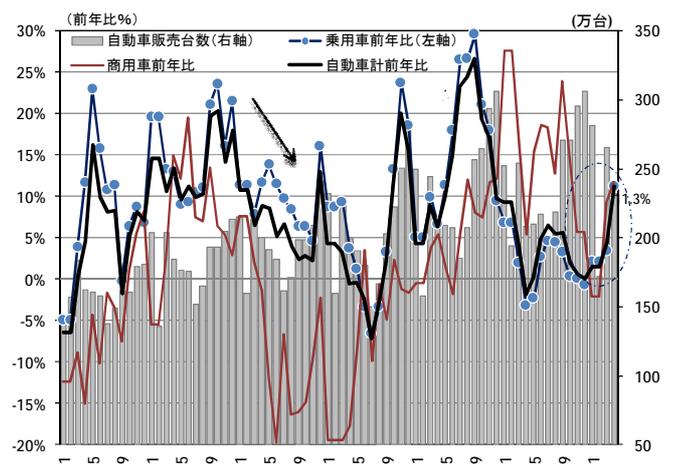
自動車販売台数は4月の新車販売台数が231.86万台、+11.3%と、3月の265.63万台（+4.5%）から台数は減少したものの、前年比は拡大した（図表4）。1~4月累計では950.17万台、+4.6%と17年通年（2,894.1万台、+3.6%）、16年通年（2,793.9万台、+13.7%）の拡大ペースは下回っている。15年10月から実施していた小型乗用車向けの減税措置が17年末に終了⁷したことによる。

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

・住宅販売価格は一線都市で4か月連続の前年比下落。二三線都市でも上昇率は鈍化

住宅販売面積は1~4月に+1.3%（4億2,192万㎡）と、16年通年の+22.5%、17年通年の+7.7%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

⁶ 国家统计局5月15日「国家统计局贸易外经司高级统计师卢山解读2018年4月份社会消费品零售总额数据（庐山国家统计局贸易外经司高级统计师が4月社会消费品小売総額データを解説）」。http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201805/t20180515_1599396.html なお、ネット・ショッピングによる商品・サービス小売額の合計に占める比率は15年12.9%、16年15.5%、17年19.6%と上昇。

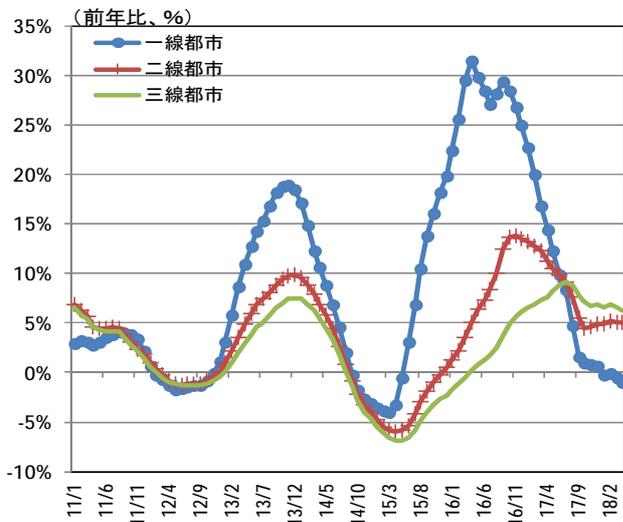
⁷ 財政部と国家税務総局は16年12月15日、小排気量の自動車購入を支援する減税措置の期限を17年末まで1年間延長すると発表。但し、税率は7.5%と現行の5%からは引き上げられ、通常税率の10%に対する減税幅は半分（2.5%分）となる。財政部「关于减征1.6升及以下排量乘用车车辆购置税的通知（排気量1,600cc以下の乗用車購入税引き下げに関する通達）」http://szs.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefabu/201612/t20161215_2483048.html 財税〔2015〕104号（15年9月29日付）は、15年10月1日から16年末まで、排気量1,600cc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>

底に回復傾向をたどってきた。その後の価格急騰を受け、16年3月の上海や深圳⁸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⁹、住宅購入制限は更に強化されてきた¹⁰。

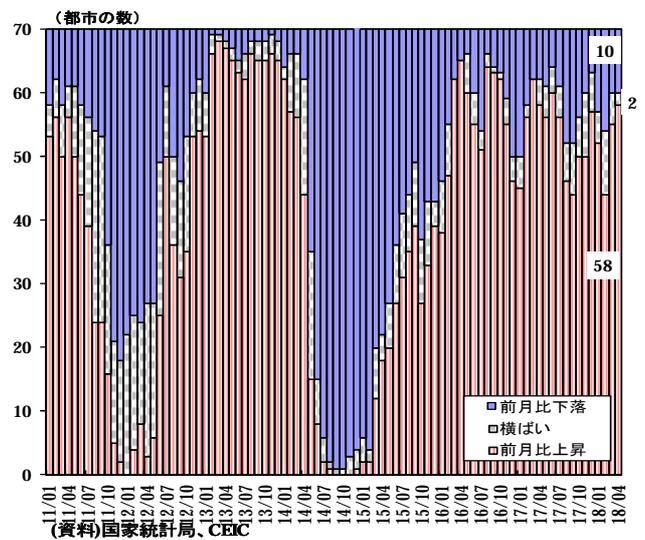
4月の新築住宅価格を前年比で見ると、59都市で上昇し3月の60都市から1都市減った。その変動率を地域別に見ると、一線都市では▲1.0%と4か月連続の前年比下落となっている。二線都市の上昇率は+5.0%、三線都市でも同+6.2%となったが、それぞれ3月の上昇率(+5.1%、+6.6%)から鈍化している(図表5)¹¹。

これを前月比で見ると、主要70都市のうち58都市で上昇、上昇した都市の数は3月の55都市から3都市増えた。前月比で横ばいであった都市の数は4月に2都市と3月の5都市から3都市減り、前月比で下落した都市は10都市と3月の10都市と変わらなかった(図表6)¹²。

図表5 新築住宅販売価格(前年比)



図表6 住宅販売価格前月比変動都市数



・輸出入共加速

4月の輸出は+12.9%(2,004.4億ドル)、輸入+21.5%(1,716.5億ドル)、貿易収支は+287.8億ドルの黒字であった(図表7、9、10)。10日記者会見した高峰・商務部報道官は貿易の好調について「グローバル経済が成長軌道に戻り、国際市場需要が不断に拡大。我が国貿易領域の供給サイド構造改革が深まり、国内市場需要と消費需要が不断に放出していることによる」とし、今後の貿易収支見通しについて「習近平主席が今年のポーアオ・アジア・フォーラムで提起した通り、中国は自発的に輸入を拡大す

⁸ 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。

⁹ 厦門、南京、合肥でも16年4月末から7月半ばまでにかけて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「房地産現严重分化 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

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>

¹⁰ 21世紀経済報道17年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

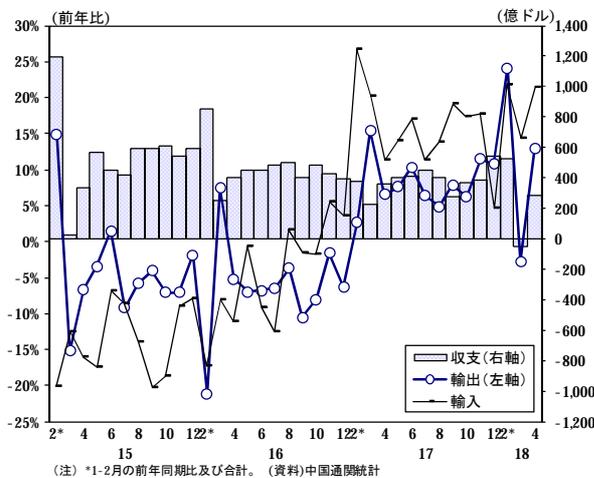
¹¹ 70都市のうち住宅価格上昇率の高かった上位三都市:ハルビン11.9%、西安+11.2%、北海+11.0%(18年4月)。

¹² 国家統計局5月16日「2018年4月份70个大中城市商品住宅销售价格变动情况(2018年4月70都市の商品住宅販売価格変動状況)」http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/201805/t20180516_1599566.htmlなお、18年1月から保障性住宅を含まないベース。

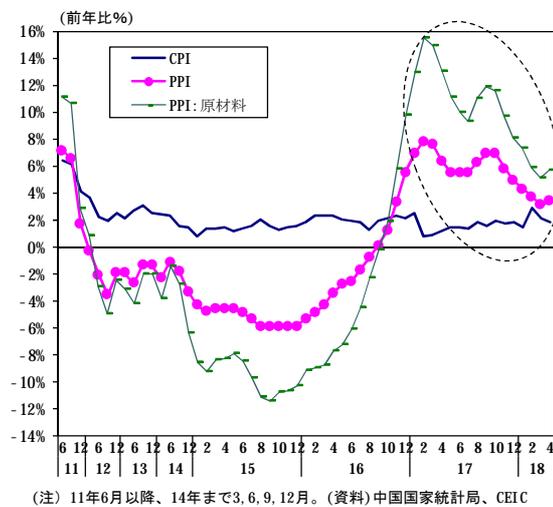
る。これは我が国の産業高度化、消費者の質の高い生活に対する需要を満たすための必然的な要求である。貿易黒字は我々の目標ではなく、中国の対外貿易発展が中国の経済と人民に恵みをもたらすだけでなく、貿易パートナーにも繁栄をもたらし、世界経済、各国人民に恩恵が行き渡るように希望する」と説明した¹³。

貿易動向の特徴について商務部は「機械電子製品輸出は+8.7%で輸出総額に占める比率は前年同期比1.3%上昇し59.1%。うちIC+22.3%、自動車+17.1%、携帯電話機+13.5%。輸入商品を見ると、天然ガス、原油、石炭など10大商品輸入額は+9.0%。うち天然ガス、原油、石炭、銅精鉱の輸入数量は+36.4%、+8.9%、+9.3%、+9.3%。機械電子製品輸入額+15.0%、うち自動車輸入は37万台、+2.1%」と紹介している¹⁴。

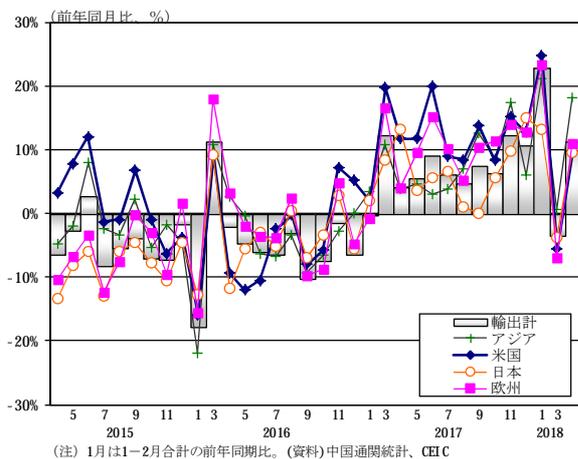
図表 7 輸出入、貿易収支



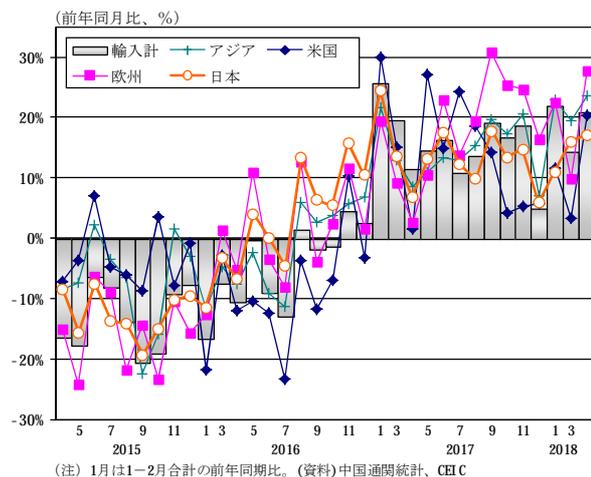
図表 8 CPI、PPI



図表 9 主要地域別輸出



図表 10 主要地域別輸入



・CPIは鈍化、PPIは加速

4月のCPI（消費者物価指数）上昇率は+1.8%と、3月（+2.1%）から小幅鈍化、政府目標の+3.0%を下回っている（図表8）。前月比では▲0.2%と、3月の▲1.1%からマイナスは縮小した。CPIの内

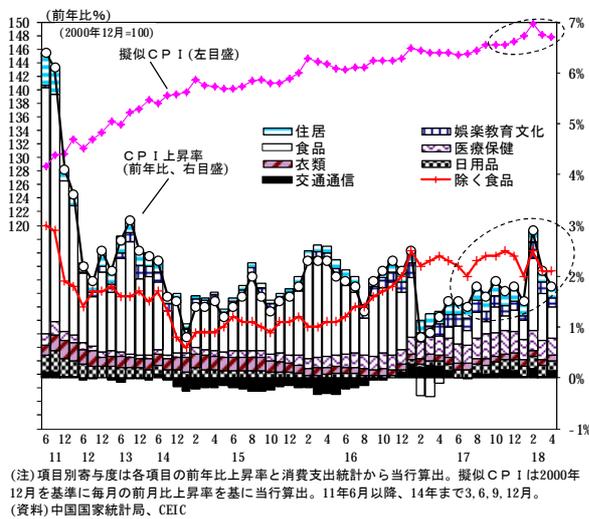
¹³ 国家統計局 5月10日「商務部 2018年5月10日例行新闻发布会（商務部 5月10日定例ブリーフィング）
http://www.mofcom.gov.cn/xwfbh/20180517_shtml

¹⁴ 脚注13に同じ。前年比変動率は人民元建てによる。

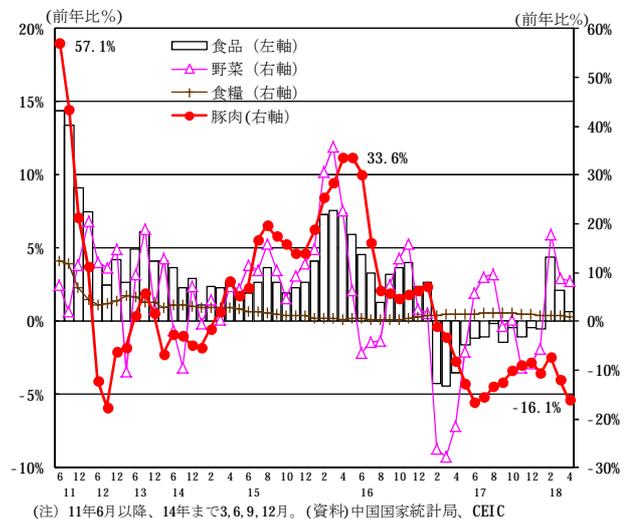
訳を見ると、食品価格は4月に+0.7%と3月(+2.1%)から鈍化、このうち野菜価格は4月に+8.2%と3月(+8.8%)から鈍化した。豚肉価格も4月に▲16.1%と、3月の▲12.0%からマイナス幅が拡大した(図表11、12)。豚周期(ピッグ・サイクル¹⁵)は16年5月をピークに下降、17年6月を底に反転したが、豚肉の生産量は17年に5,340万トンと前年比+0.8%増え、15、16年と2年連続の減少からプラス転化、直近の豚肉価格は2月の▲7.3%から3、4月と2か月連続でマイナス幅が拡大している。食品以外の価格は4月に+2.1%と3月(+2.1%)と同水準であった。

4月のPPI(工業製品出荷価格)は+3.4%と、3月(+3.1%)から拡大した(図表8)。4月のPPI前年比をみると「石油天然ガス採掘業、黑色金属冶金製錬と圧延加工、石油石炭及びその他燃料加工業、化学原料と同製品製造業、非鉄金属冶金製錬と圧延加工の価格上昇率は拡大、PPI上昇率へのこれら5品目計の寄与度は+0.34%PTであった。上昇率が鈍化したのは非金属鉱物製品(+11.0%、1.0%PT鈍化)、石炭採掘と洗鉱(+4.4%、1.4%PT鈍化)であった¹⁶」(国家統計局)。

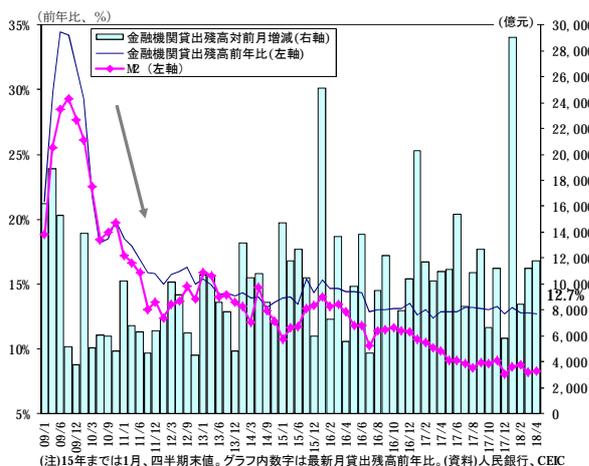
図表 11 CPI、同品目別伸び率寄与度



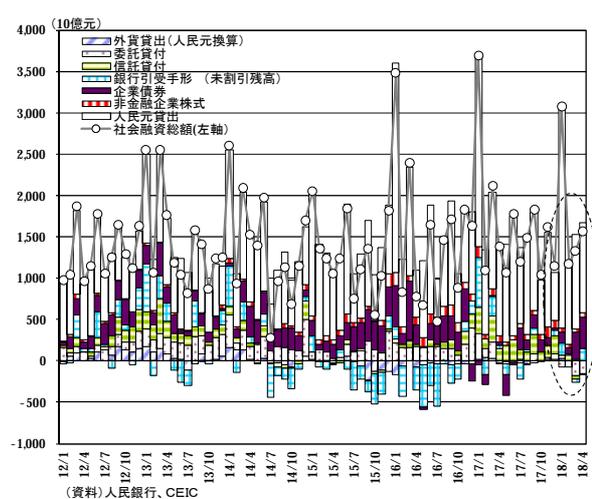
図表 12 食品価格



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)



¹⁵ 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。

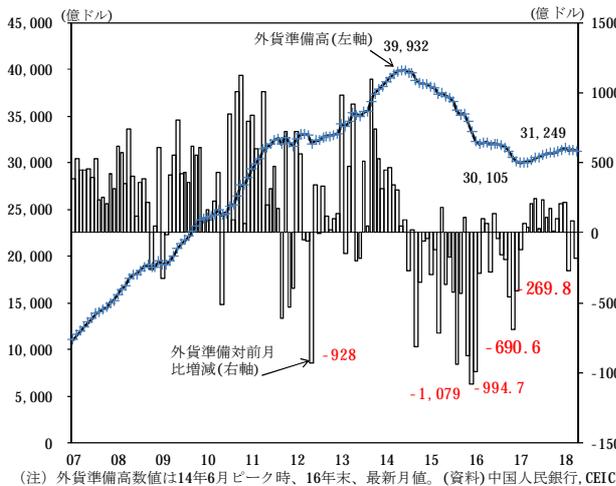
¹⁶ 国家統計局 5月10日「国家统计局城市司高级统计师绳国庆解读2018年4月份CPI和PPI数据(国家统计局都市司繩國慶高級統計師が18年4月のCPI、PPIデータを解説)」 http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201805/t20180510_1598556.html

・新規貸出純増額、社会融資総量共に拡大

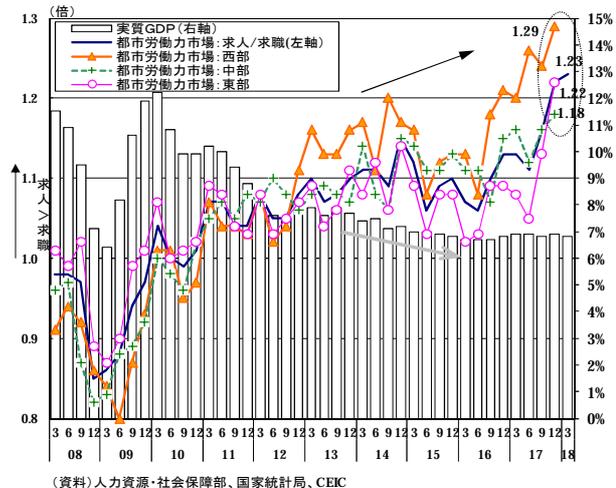
人民銀行が公表したマネーサプライ M2 は 4 月に +8.3% と、3 月 (+8.2%) から小幅加速した。4 月の金融機関新規貸出純増額は 1 兆 1,800 億元と、3 月の 1 兆 1,200 億元から拡大 (図表 13)、銀行貸出以外の資金調達を含む社会融資総量の 4 月純増額も 1 兆 5,600 億元と、3 月の 1 兆 3,323 億元から拡大した。このうち、委託貸付は 4 か月連続で純減。信託貸付は 2 か月連続で純減。外貨貸出は純増から純減へ転化、銀行引受手形は純減から純増へ転化。人民元貸出の増加額は縮小、企業債券、非金融企業株式の増加額は拡大した (図表 14)。

4 月末の外貨準備高は 3 兆 1,249 億ドルと、3 月比で ▲179.7 億ドル減少した (図表 15)。

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～人民銀行通貨政策執行報告に見る政策方針の微調整

・「デレバレッジ(去槓桿)」への言及が消えた人民銀行通貨政策執行報告

人民銀行は 5 月 11 日、第 1 四半期の通貨政策執行報告を公表した¹⁷。この中で、今後の通貨政策に対する考え方として「通貨政策の穏健中立維持、通貨供給のバルブをしっかりとコントロールする (保持貨幣政策的穏健中性、管住貨幣供給総閘門)」との表現はこれまでと同様、変えていないものの、前回¹⁸「安定成長、デレバレッジ (資産圧縮)、リスク防止 (穏増長、去槓桿、防風険) との間でバランスをとる」としてきた表現を、「安定成長、構造調整、リスク防止 (穏増長、調結構、防風険) との間でバランスをとる」に変更、「デレバレッジ (資産圧縮)」への言及がなくなった。

また同報告は 51~52 ページに掲載した別項コラム「中国のマクロレバレッジ率の新たな変化」において、17 年のレバレッジ率 (企業、政府、家計部門債務残高の GDP 比) が 250.3% にまで高まったが、このうち企業部門のそれは 159% と 16 年より 0.7% P T 低下、11 年以来初めて低下したことに言及した。

今後の金融政策を展望すると、雇用情勢は求人倍率が統計公表以来最高となるなど安定 (図表 16)¹⁹、物価も C P I が +1% 台に鈍化する中、金利引き下げなどの早急な緩和措置は考えにくい、15 年末の

¹⁷ 中国人民銀行 5 月 11 日「2018 年第一季度中国货币政策执行报告(18 年第 1 四半期通貨政策執行報告)」
<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3537621/index.html>

¹⁸ 中国人民銀行 2 月 14 日「2017 年第四季度中国货币政策执行报告(17 年第 4 四半期通貨政策執行報告)」
<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3484662/index.html>

¹⁹ 失業率は都市部登録失業率が 17 年末 3.90% から 3 月 3.89%、(農民工などを含む) 調査失業率が 3 月 4.88% から 4 月 4.70% へと低下。人力資源社会保障部通報 2018 年第一季度人社工作进展情况(人的資源社会保障部が 18 年第 1 四半期人社工作進展状況を調達)
http://www.gov.cn/xinwen/2018-04/27/content_5286354.htm#allContent

中央経済工作会議²⁰で提起されて以来のデレバレッジ進展や、内需の緩やかな減速傾向を受け、政策の重心がデレバレッジを強調するこれまでの姿勢から、構造調整、成長維持の方向に移りつつあることは確認できる。

以 上

【 みずほ銀行（中国）有限公司 中国アドバイザー一部主任研究員 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。

²⁰ 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举行）」

http://www.gov.cn/xinwen/2015-12/21/content_5026332.htm