

—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81号)

要 旨

7月経済指標は6月比で概ね減速。今後は財政金融政策対応により下支え色が強まる展開（中央政治局会議）。但し、財政政策は「バラマキ式の強い刺激をせず、減税・費用引き下げに焦点」（財政部）。地方債務リスクを増やさず、インフラ建設投資資金を確保できるかが課題に。

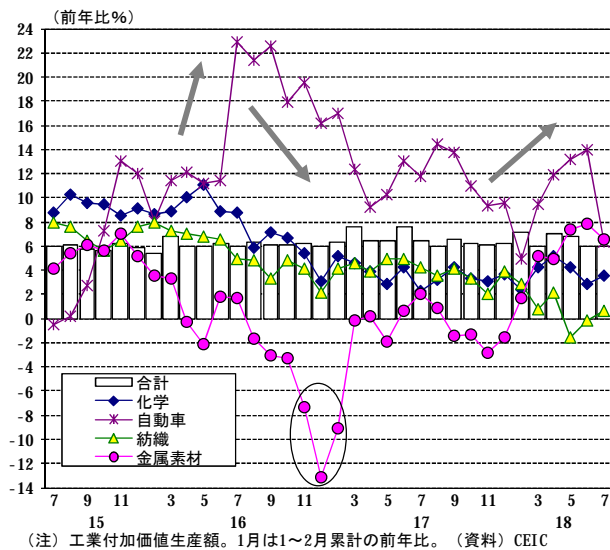
1. 7月経済指標は6月比で概ね減速
 - ・ 投資、消費は減速
 - ・ 個人消費減速の諸要因
 - ・ 住宅販売価格は一線都市で17年12月以来の上昇。二、三線都市でも加速
 - ・ 輸入増に伴い貿易黒字は縮小
 - ・ CPIは加速、PPIは鈍化
 - ・ 新規貸出純増額、社会融資総量共に縮小
2. 政策対応～財政金融政策対応により下支え色が強まる展開
 - ・ 金融政策を緩和方向に変更（中央政治局会議）
 - ・ 国務院常務会議で景気下支え策を打ち出す
 - ・ 財政政策はバラマキ式の強い刺激をせず、減税・費用引き下げに焦点
 - ・ 金融安定発展委員会で通貨政策の伝達疎通、实体经济への奉仕強化を議論
 - ・ 人民元改革3周年で市場化改革の方向性を確認

1. 7月経済指標は6月比で概ね減速

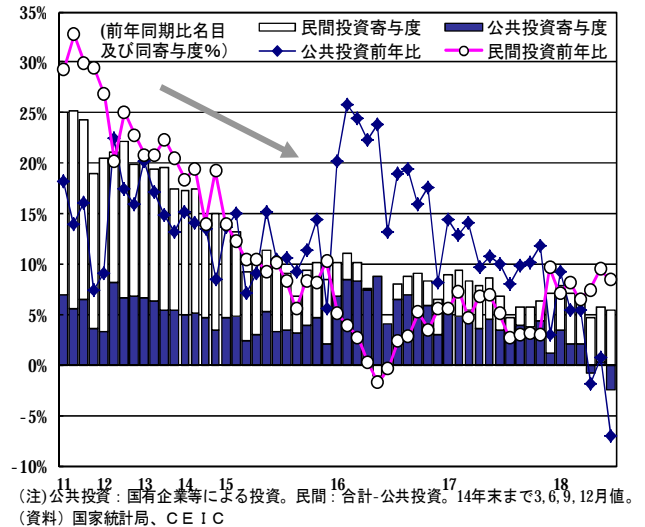
・投資、消費は減速

7月の経済指標は6月に比べ概ね減速した。7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、6月（+6.0%）と同水準の伸びであった（前月比+0.5%）（図表1）。7月生産の特徴として国家統計局は、「ハイテク産業（+11.3%）、戦略的新興産業（+8.1%）は工業付加価値生産額合計の伸び（+6.0%）を上回り工業付加価値生産に占める比率はそれぞれ13.0%、18.2%。前年同期よりそれぞれ0.7%、0.3%上昇」と説明した¹。

図表1 工業付加価値生産額



図表2 固定資産投資



名目固定資産投資は7月に+3.0%²と、6月の+5.7%から減速した（前月比+0.4%）（図表2）。「1~3月期以来、インフラ建設投資が減速していることが固定資産投資減速の主因、1~7月のインフラ建設投資は+5.7%と、1~6月から1.6%PT、昨年同期から15.2%PTの下落となっている」（統計局）。1~7月固定資産投資の産業別特徴として統計局は「①製造業投資の回復（+7.3%）、うちハイテク製造業比率は+12.2%と製造業向け投資の伸びを4.9%PT上回る、②民間投資の伸び持続（+8.8%と1~6月から0.4%PT上昇）、③環境保護投資（+34.1%）、農業向け投資の良好な態勢（+13.7%）、社会領域投資（+12.3%。うち教育+9.0%、衛生+11.8%、文化体育娯楽業+17.6%）など、不足している領域（短板領域）の投資が高めの伸びを維持した」ことを挙げている³。

個人消費は名目消費品小売額が7月に+8.8%と、5月の+9.0%から減速、物価上昇要因を除いた実質でも+6.5%と、6月（+7.0%）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1~7月に4兆7,863億円（うち商品3兆6,461億円、サービス1兆1,402億円）と消費品小売額合計（21兆752億円）の22.7%を占め、伸び率は+29.1%であった⁴。

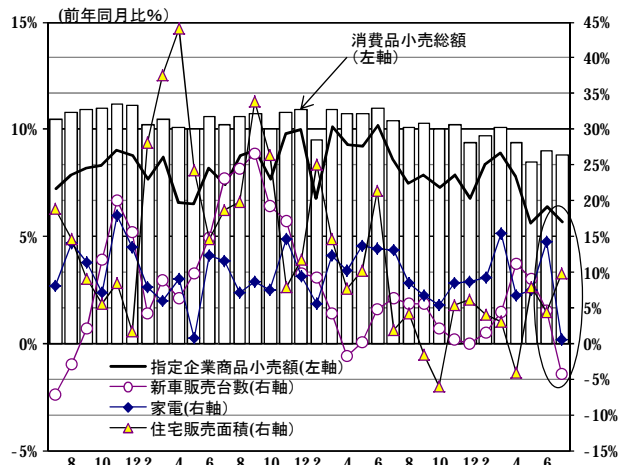
¹ 国家統計局 8月14日「国家统计局工业司高级统计师江源解读7月份工业生产数据（江源国家统计局高级统计师が7月工業生産データを解説）。ハイテク製造業のうち電子通信、航空航空、コンピューター及び事務設備製造の生産は二けたの伸びを維持。
http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201808/t20180814_1615813.html

² 累計値から筆者算出。1~7月累計+5.5%。

³ 国家統計局 8月14日「国家统计局投资司高级统计师王宝滨解读2018年1-7月份投资数据（王宝滨国家统计局投资司首席统计师が18年1-7月投資データを解説）」
http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201808/t20180814_1615815.html

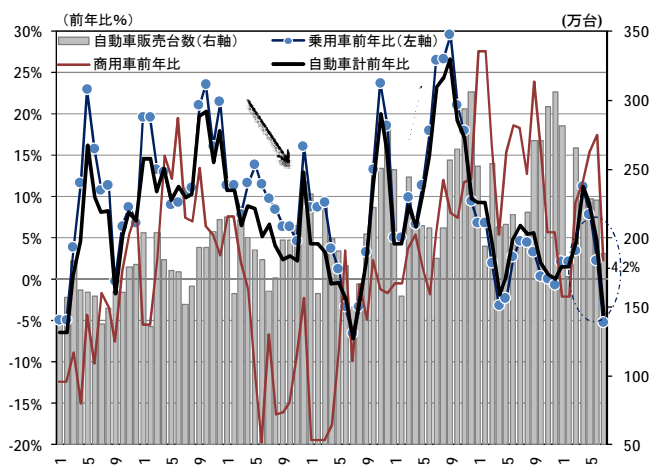
⁴ 国家統計局 8月14日「2018年7月份社会消费品零售总额增长8.8%」
http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/201808/t20180814_1615743.html

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) 中国汽車工業協会、CEIC

自動車販売台数は7月に188.91万台、▲4.2%と、6月の227.40万台(+4.7%)からマイナス転化、月次で前年比減となったのは17年4月以来(旧正月の影響が出る1、2月を除く)である(図表4)。1~7月累計では1,595.21万台、+4.1%と、17年通年(2,894.1万台、+3.6%)の拡大ペースは上回っている(16年通年2,793.9万台、+13.7%)。17年以降の販売減速は、15年10月から実施していた小型乗用車向けの減税措置⁵が17年末に終了したことが背景にある。

・個人消費減速の諸要因

個人消費の減速について劉愛華国家統計局報道官は「ネット・ショッピングによるモノの消費の比率は消費品小売総額の17%と前年同期比3.5%PT上がっており、ネット・ショッピングの影響が高まっている中、ネット販売業者による各種販促活動などの要因が短期的な消費の伸びを動かしている」と説明した⁶。

消費品小売額統計が5月に+8.5%と03年6月(+8.3%)以来の最低記録となって以来、個人消費減速の要因についてさまざまな分析、報道⁷がなされており、スポーツ、健康、旅行などサービス消費(小売統計範囲外のものが含まれる)拡大に伴うモノの消費減速、所得向上に伴う消費の高度化に即した国内製品供給体制が不十分なため旅行時などの買い物で代替する「消費需要の海外流出」、住宅価格高騰に伴うその他消費余力減退、経済の構造調整や米中貿易摩擦開始に伴う先行き不安の高まりを背景とする消費マインド悪化などの要因が指摘されている。

⁵ 「国家统计局贸易外经司高级统计师卢山解读2018年7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18年7月社会消费品小売総額データを解説)」。http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201808/t20180814_1615814.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。

⁶ 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

⁷ 中国政府網8月14日「新聞办就2018年7月份国民经济运行情况举行发布会(新聞弁公室が18年7月国民経済運行情況記者会見舉行)」。
http://www.gov.cn/xinwen/2018-08/14/content_5313736.htm#allContent

⁸ 人民日報7月30日「消費頂梁柱、怎样更给力?(消費が支える どうやって更に強めるか)」

http://finance.chinanews.com.cn/cj/2018/07-30/8583619.shtmlなど。

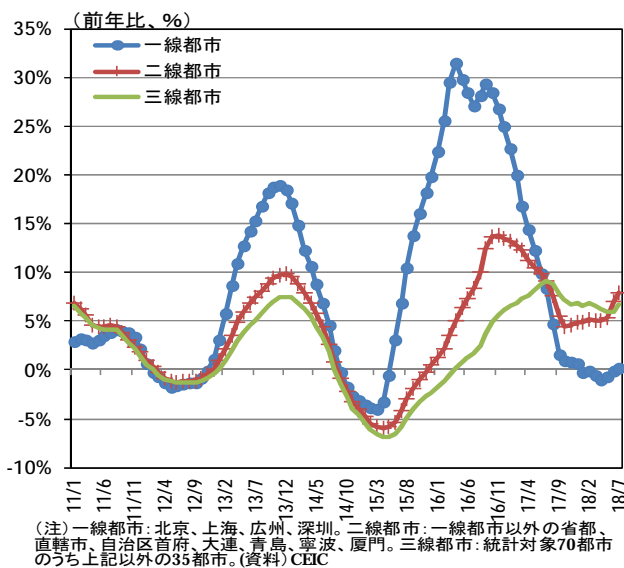
・住宅販売価格は一線都市で17年12月以来の上昇。二、三線都市でも加速

住宅販売面積は1～7月に+4.2%（8億9,990万㎡）と、16年通年の+22.5%、17年通年の+7.7%から鈍化したものの、1～6月（+3.3%）からは加速した。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、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。

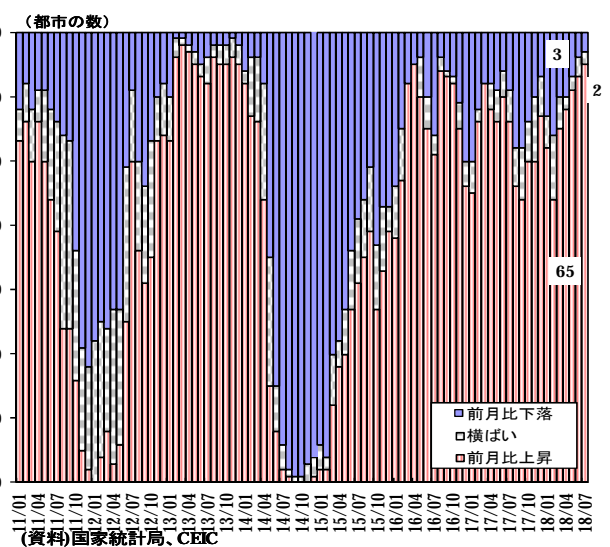
7月の新築住宅価格を前年比で見ると、65都市で上昇し6月の61都市から4都市増えた。その変動率を地域別に見ると、一線都市では+0.24%と17年12月以来の前年比上昇に転じ、二線都市では+7.9%と5月の+7.0%から加速、三線都市でも+6.7%と、6月（+6.0%）から拡大している（図表5）¹¹。

これを前月比で見ると、主要70都市のうち65都市で上昇、上昇した都市の数は6月の63都市から2都市増えた。前月比で横ばいであった都市の数は7月に2都市と6月の3都市から減少、前月比で下落した都市は3都市と6月の4都市から1都市減った（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



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 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「北京最厳楼市调控“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

金融時報6月13日「严守“房住不炒”主基调 前5个月各地楼市调控达159次(「不動産は住むもので投機しない」基調厳守)」によると、18年1-5月に発表された不動産抑制策は159回に上り、前年同期比+60%増加。

http://www.financialnews.com.cn/cj/fdc/201806/t20180613_140111.html

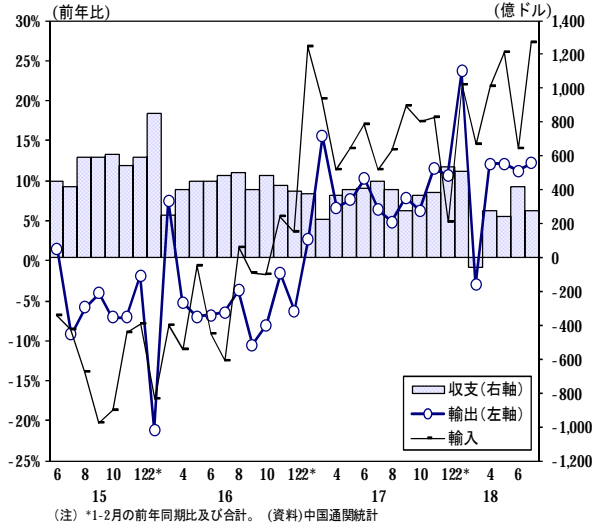
¹¹ 70都市のうち住宅価格上昇率の高かった上位三都市: 成都+23.7%、海口+19.0%、三亚+16.5%(18年7月)。

¹² 国家統計局8月15日「2018年7月份70个大中城市商品住宅销售价格变动情况(2018年7月70都市の商品住宅販売価格変動状況)」
http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/201808/t20180815_1615979.html なお、18年1月から保障性住宅を含まないベース。

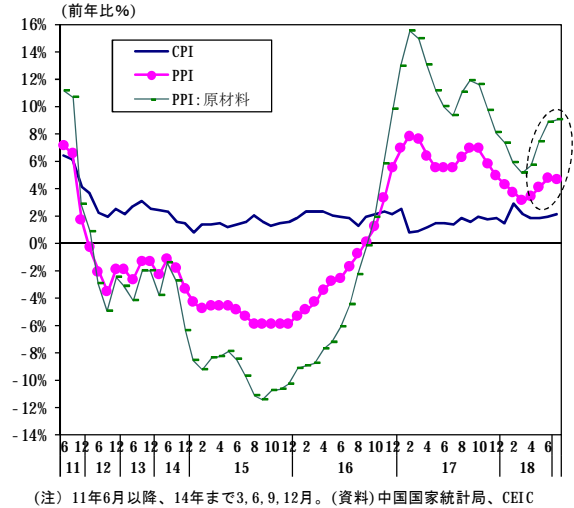
・輸入増に伴い貿易黒字は縮小

7月の輸出は+12.2%(2,155.7億ドル)、輸入+27.3%(1,875.2億ドル)、貿易収支は+280.5億ドルの黒字であった。(図表7、9、10)。貿易品目の特徴について商務部は「1~7月期の機械電子製品輸出は+6.8%増、輸出総額に占める比率は58.3%。うち自動車+17.9%、携帯電話+8.9%、コンピュータ+5.2%、輸出品目の高度化が進展」としている¹³。

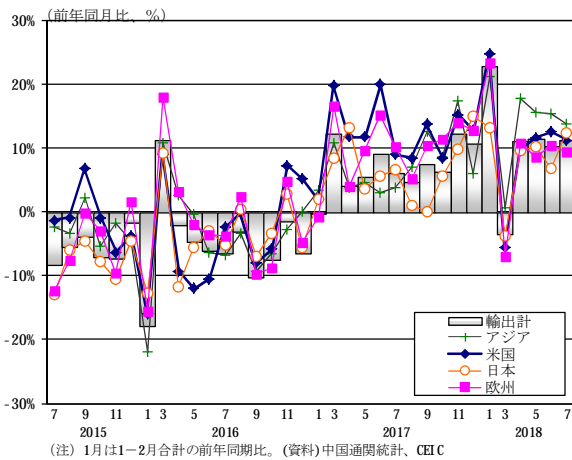
図表7 輸出入、貿易収支



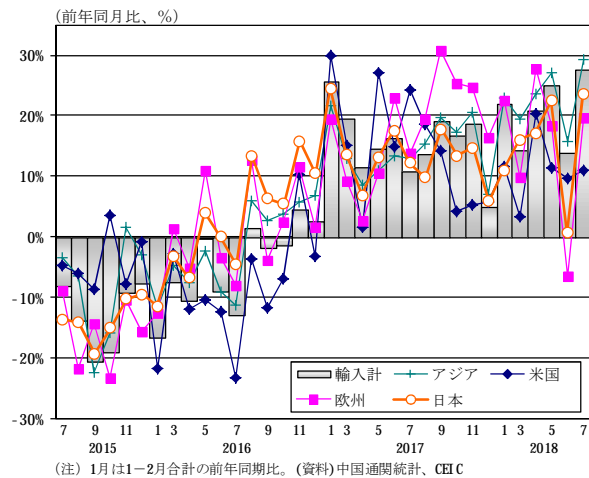
図表8 CPI、PPI



図表9 主要地域別輸出



図表10 主要地域別輸入



7月6日の米中両国による追加関税措置発動¹⁴により激化する貿易摩擦の影響を避けるための対米輸出の駆け込みに加えて、足元の人民元安も輸出競争力向上にプラスとなった可能性が指摘されている。一方、駆け込み輸出の反動が年後半以降に顕在化する可能性や、輸入の増加傾向持続に伴い貿易黒字が縮小することにより、GDP（純輸出寄与度）の押し下げ要因となったり、人民元安圧力となったりする

¹³ 商務部 8月14日「商務部外貿易司責任者が2018年1-7月我国外貿易運行状況(商務部外貿易司責任者が18年1-7月我が国貿易運行状況を語る)」<http://www.mofcom.gov.cn/article/ae/ag/201808/20180802775402.shtml> 価格は人民元建て。

¹⁴ 米国は6月、対中輸入1,102品目に25%の追加関税決定、対象品目の年間輸入額は約500億ドル。7月6日発動分は情報通信衛星、産業ロボット、自動車、航空機など約340億ドル。残り160億ドル相当284品目は産業界に意見聴取などの後、7~8月にかけて発動予定。中国は6日、報復として同規模約340億ドル相当、818品目の米国製品に25%の追加関税措置発動、大豆、牛肉、自動車など。米国は10日、9月にも追加制裁発動方針を表明。年間2,000億ドル相当の対中輸入品関税10%上乗せ。テレビや家具、ハンドバッグのほか、葉タバコやウナギを含む農水産品など最大6,031品目（共同通信）。

21世紀経済報道 8月9日「7月中国進出口同比增长12.5% 关税措施落地首月中美贸易波澜不惊（7月輸出入前年比+12.5% 関税措置実施一月初中米貿易波瀾に動じず）」http://epaper.21jingji.com/html/2018-08/09/content_91584.htm

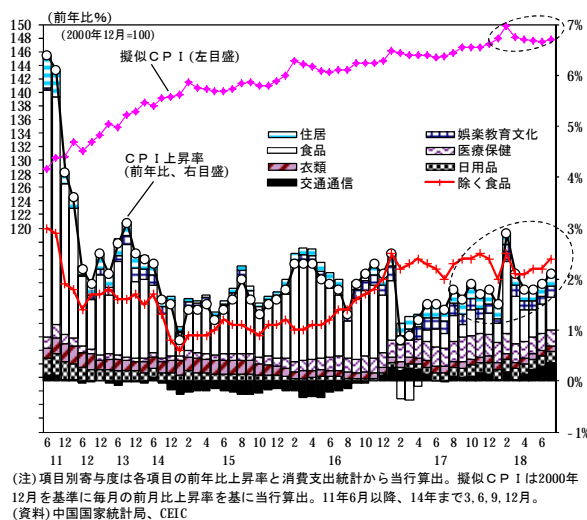
ことが懸念されている。

・CPIは加速、PPIは鈍化

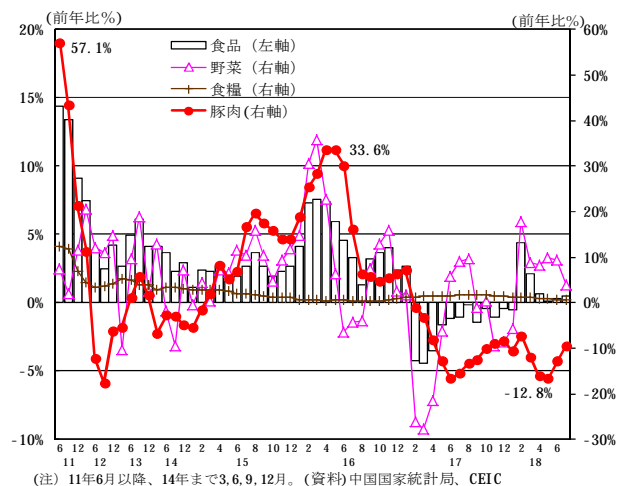
7月のCPI（消費者物価指数）上昇率は+2.1%と、6月（+1.9%）上昇率から加速したが、政府目標の+3.0%は下回っている（図表8）。前月比では+0.3%と、6月の▲0.1%からプラス転化した。CPIの内訳を見ると、食品価格は7月に+0.5%と6月（+0.3%）から加速、このうち豚肉価格も7月に▲9.6%と、6月の▲12.8%からマイナス幅が縮小した。一方、野菜価格は7月に+3.8%と6月（+9.3%）から鈍化した（図表11、12）。豚周期（ピッグ・サイクル¹⁵）は16年5月をピークに下降、17年6月を底に反転したが、豚肉の生産量は17年に5,340万トンと前年比+0.8%増、18年1~6月期には2,614万トンと更に+1.4%増え、15、16年と2年連続の減少からプラス転化、直近の豚肉価格は前年比マイナス傾向が続いている。食品以外の価格は7月に+2.4%と6月（+2.2%）から上昇した。

7月のPPI（工業製品出荷価格）は+4.6%と、6月（+4.7%）から鈍化した（図表8）。7月のPPI前年比をみると「上昇率が鈍化したのは、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で、合わせて0.31%PT分のPPI押し下げ要因。上昇率が拡大したのは、石油天然ガス採掘業（+42.1%）、石油石炭及びその他燃料加工業（+24.6%）であった」（統計局¹⁶）。

図表 11 CPI、同品目別伸び率寄与度



図表 12 食品価格



・新規貸出純増額、社会融資総量共に縮小

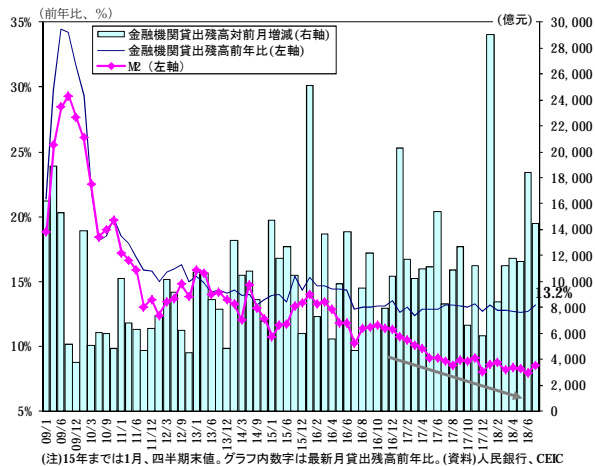
人民銀行が公表したマネーサプライ M2 は7月に+8.5%と、6月（+8.0%）から拡大した。7月の金融機関新規貸出純増額は1兆4,500億元と、6月の1兆8,400億元から縮小（図表13）、銀行貸出以外の資金調達を含む社会融資総量の7月純増額も1兆415億元と、6月の1兆3,922億元から縮小した。このうち、人民元貸出、非金融企業株式、預金取扱金融機関 ABS、貸出償却の増加額は縮小、企業債券は増加額が拡大、委託貸付、信託貸付、銀行引受手形は減少幅が縮小した一方、外貨貸出は減少額が拡大した（図表14）。なお、18年7月分から、マネーサプライ統計及び社会融資総量統計が改訂、それぞれ17年1月分に遡って改訂値が公表された¹⁷。

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。

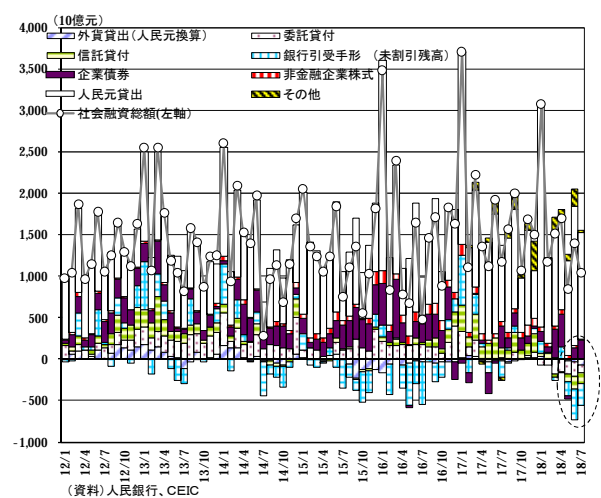
¹⁶ 国家统计局8月9日「国家统计局城市司高级统计师绳国庆解读2018年7月份CPI和PPI数据（国家统计局都市司绳国庆高级统计师が18年7月のCPI、PPIデータを解説）」http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjtd/201808/t20180809_1614948.html

¹⁷ 人民銀行8月13日「2018年7月金融统计数据报告」<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3603624/index.html>、「2018

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）



2. 政策対応～財政金融政策対応により下支え色が強まる展開

・金融政策を緩和方向に変更(中央政治局会議)

中国共産党中央政治局は7月31日、習近平総書記が会議を主宰、経済情勢を分析、研究した¹⁸。中国経済の現状について会議は「上半期の経済は全体として平穏、安定の中で好転に向かう態勢を維持。主なマクロ・コントロール指標は合理的なレンジにあり、経済構造は引続き改善。金融リスクの防止・解消には一応の成果。生態環境は改善。人民群眾の獲得感、幸福感、安全感は増強」と評価した。

一方、「当面の経済は安定する中で変化があり、新たな問題、新たな挑戦に直面。外部環境には明らかかな変化。主要な矛盾をとらえ、的を絞った措置により解決する必要」と述べた。

経済情勢分析をテーマとした前回4月23日の中央政治局会議後文書と今回を比較したのが(図表15)である。第一に、金融政策を緩和方向に変更したことが特筆される。4月時点で「通貨政策の穏健中立を維持(保持貨幣政策穏健中性)」となっていたものが、7月31日には「穏健な通貨政策(穏健的貨幣政策)」となり、「中性」がとれて、なくなっている¹⁹。

第二に、雇用の安定を重視している。失業率、求人倍率共に現状は極めて良好²⁰であるものの、米中貿易摩擦の影響次第、更には過剰生産能力解消、デレバレッジ推進など構造調整が進展した結果として発生する可能性のある雇用問題に対して予防的に警告している。

第三に、デレバレッジ(資産圧縮)は続けるものの「その強さとペースを調節する」とした。デレバレッジを中心とする構造調整スタンスが後退するのではないかとの見方がなされた。その後、8月8日に国家発展改革委員会ほか5部委が公表した「2018年企業のレバレッジ率引き下げ工作の要点」²¹では、

年7月社会融資規模增量统计数据报告」<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3603621/index.html> 社会融資総量統計には、預金取扱金融機関ABS(資産担保証券)、貸出償却の二項目を「その他(資金調達)」として付加。

¹⁸ 中国政府網7月31日「中共中央政治局召开会议分析研究当前经济形势和经济工作 审议《中国共产党纪律处分条例》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、当面の経済情勢と経済工作を分析研究「中国共产党纪律处分条例」を審議 習近平総書記が会議を主宰)」http://www.gov.cn/xinwen/2018-07/31/content_5310829.htm

¹⁹ 金融緩和時の言葉遣いは、「放鬆(99年)、適度寛鬆(08年)」、引締め時は「從緊(07年)」であり、現状は上記いずれでもなく、7月23日に開かれた國務院常務會議でも「穏健的貨幣政策要鬆緊適度(穏健な通貨政策の緩和、引締めの程度は適度に)」との表現になっている。

²⁰ 農民工も含めた統計でより実態に近いとされる調査失業率をみると、7月に5.0%(31都市)と17年末(31都市5.0%)と同水準。5月の4.7%から悪化したのは「大卒者が雇用市場に集中的に進入した季節要因(国家統計局)」で、「25～59歳の調査失業率は4.4%と低位を維持(同)」。求人倍率は6月末に1.23倍と3月末と同水準、統計公表以来の最高水準。0.85倍まで下がった08年末時の状況とは大きく異なる。脚注6参照。

²¹ 国家発展改革委員会8月8日「关于印发《2018年降低企业杠杆率工作要点》的通知(18年企業のレバレッジ率引き下げ工作の要点印刷発行に関する通達)发改财金〔2018〕1135号」http://www.ndrc.gov.cn/gzdt/201808/t20180808_895406.html

①企業債務リスク防止抑制メカニズムの確立、②市場化、法治化された債務の株式化（債转股）を一層推進、③「ゾンビ企業」の債務処理加速、④合併再編などの措置による協力など計 26 項目にわたる方針が示されている。とりわけ、③「ゾンビ企業」の債務処理については、ゾンビ企業を退出させるための税制など関連政策整備を 18 年末までに完了すると明記した外、破産法実施の障害を除去することや、法に基づく破産体制の整備にも言及している。今後企業破産の事例が増えていく可能性には注意が必要である。

図表 15 中央政治局会議後公表文書の比較（18 年 4 月、7 月）

	2018年4月23日	2018年7月31日
現状認識	<ul style="list-style-type: none"> ・1-3月期の主要指標は総じて安定、バランスがとれ、内需の牽引力が強まり、経済は安定の中で好転する態勢が続いた ・構造調整の経済発展を下支えする役割が明らかで、供給サイド構造改革は絶えず深まり、新産業の成長と伝統産業のタイプ転換の態勢が良好で、経済運行の内なる安定性が高まり、質と効率は比較的良好な水準を保ち、質の高い発展推進は良いスタートを切った ・我が国経済の周期的態勢は好転しているが、経済の持続的な好転を制約する構造的、深層にある問題は依然として突出しており、「三大難関攻略戦*」にはまだ突破しなければならない多くの難題があり、世界経済政治情勢は更に複雑錯綜している ・憂患意識を強め、問題指向を堅持、突出した矛盾と問題の解決に注力しなければならない 	<ul style="list-style-type: none"> ・上半期の経済は全体として平穩、安定の中で好転に向かう態勢を維持 ・主なマクロ・コントロール指標は合理的なレンジにあり、経済構造は引続き改善。金融リスクの防止・解消には一応の成果。生態環境は改善。人民群眾の獲得感、幸福感、安全感は増強 ・当面の経済は安定する中で変化があり、新たな問題、新たな挑戦に直面。外部環境には明らかな変化 ・主要な矛盾をとらえ、的を絞った措置により解決する必要 ・下半期は、経済社会の大局の安定を維持し、供給サイド構造改革を掘り下げて推進、「三大難関攻略戦*」をしっかりと戦い、現代化経済体系建設を加速、質の高い発展を推進。任務は並大抵でなく重い ・安定の中で前進する基調を堅持、経済運行の合理的なレンジを維持、統一的に足並みをそろえ、政策の合成力を形成し、的確に施策、細部に目を配る
政策方針	<ul style="list-style-type: none"> ・今年の目標任務達成は困難で努力が必要。質の高い発展の要求に合わせ、合致するものはしっかり推進、合わないものは速やかに改める ・トップレベルでの設計を強め、質の高い発展を促す指標・政策・標準・統計体系、業績評価、考課の方法をしっかりと打ち出し、質の高い発展推進における各地区・部門のよりどころとする 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 経済の平穩で健全な発展を維持。積極的な財政政策と穩健な通貨政策を堅持、政策の先見性、柔軟性、有効性を高める <ul style="list-style-type: none"> — 財政政策は内需拡大と構造調整の役割をより大きく発揮 — 通貨供給のバルブをつかみ、合理的で余裕ある流動性を維持 — 雇用、金融、貿易、外資、投資、期待(マインド)を安定させる — 在中外資企業の合法的な權益を保護 2. 有効供給拡大(補短板)を当面の供給サイド構造改革の重点に <ul style="list-style-type: none"> — インフラ設備の不足を補う力を強める — イノベーション力を強め、新たな動力を發展させる — 過剰生産能力解消の制度的な障害をなくし、企業のコストを引き下げ。鄉村振興戦略をしっかりと実施 3. 金融リスクの防止・解消と実体経済への奉仕をより良く結合 <ul style="list-style-type: none"> — デレバレッジ(去杠杆、資産圧縮)を断固として進め、その強さとペースを調節、各種政策を打ち出す時機を調節 4. 改革開放を推進。有用で効果ある重大改革措置を引続き研究 <ul style="list-style-type: none"> — 一帯一路をより深めて推進 — 初の中国国際輸入博覽会を入念に開催 5. 不動産市場の問題を決意の下に解決 <ul style="list-style-type: none"> — 地域ごとの施策を堅持、需給均衡促進、マインドを合理的に誘導、市場秩序を整理、断固として価格上昇を抑制 6. 民生保障と社会安定工作をしっかりと行う。雇用安定をさらに突出した位置に据え、賃金、教育、社会保障など基本的な民生支出を確保。貧困が深刻な地区の貧困脱却工作を強化

(注)*三大難関攻略戦＝①重大なリスクの防止・解消、②的確な貧困脱却、③汚染対策。

(資料)中国新聞網18年4月23日「中共中央政治局召开会议分析研究当前经济形势和经济工作 审议《关于新时代加强党政军警民合力强边固防的意见》 中共中央总书记习近平主持会议」 http://www.gov.cn/xinwen/2018-04/23/content_5285191.htm 18年7月31日「中共中央政治局召开会议 分析研究当前经济形势和经济工作 审议《中国共产党纪律处分条例》 中共中央总书记习近平主持会议」 http://www.gov.cn/xinwen/2018-07/31/content_5310829.htm

・**国務院常務會議で景気下支え策を打ち出す**

財政金融政策を通じた景気下支え的な政策への転換は、7月23日に李克強総理が主宰した国務院常務

会議²²ですでに明らかとなっていた。同会議は「財政金融政策の役割を更に発揮することを手配、内需拡大、構造調整、实体经济の発展促進を支持」、「脆弱部分の補強（补短板）、持続力を高め、民生優遇を軸に、有効な投資を推進する措置を確定」した。

前者について①積極的な財政政策を更に積極的に、②穏健（中立的）な金融政策は緩和・引締めを適度に、③国家融資担保（債務保証）基金の満額出資を加速、毎年15万社の新設小型零細企業への新規支援増と1,400億円の貸出目標の実現に努力、④「ゾンビ企業」を断固として清算、無効な資金占用を減らす、の四点を挙げた。これらのうち①積極的な財政政策の具体策として、イ）減税・費用引下げに的を絞り、市場主体の税・費用負担通年で1.1兆元以上の軽減確保の上で、企業の研究開発費用割増控除率を75%に引き上げる政策を、科学技術型企業から全企業に拡大、初歩的な概算で年間650億元分の減税。ロ）すでに確定した先進製造業・現代サービス業等の増値税未還付分1,130億元を、9月末までに基本的に還付。ハ）今年1.35兆元の地方政府専項債券の発行と使用の進度を加速、建設中のインフラプロジェクトを奏功させる、の三点を挙げた。

後者について①投資分野の「権限の開放委譲、開放と管理の結合、サービス改善（放管服）」改革を深め、交通、石油ガス、通信などの分野で民間投資の積極性を引き出す、②建設中プロジェクトの資金需要を有効に保障、③発展と民生需要をリンクさせ、重大プロジェクトの建設蓄積を推進するとした。

・財政政策はバラマキ式の強い刺激をせず、減税・費用引き下げに焦点

財政政策の重点については、7月26日の劉偉財政部副部長によるブリーフィング²³において、今後の政策方針として「安定の中で前進を求める（稳中求進）工作の総体的基調を堅持、バラマキ式の強い刺激をせず、減税・費用引き下げに焦点を合わせ、中小企業の発展支持・創業革新（創新）・就業安定を重点とする」ことを確認した。また、7月23日の国務院常務会議で提示された積極的な財政政策三点のうち、ハ）1.35兆元の地方専項債券発行の用途について「一般債券8,300億元とあわせた財政支出は京津冀協同発展、長江経済ベルトなどの重大戦略及び、貧困扶助、生態環境保護、バラック地区改造などの重点領域を支持、建設中プロジェクト（の完成）に用いることを優先（劉偉財政部副部長）」する。

インフラ建設投資の重点について、8月15日にブリーフィングを行った国家発展改革委員会の叢亮綜合司長兼報道官は、「①建設中プロジェクトの資金需要を満たすこと、②技術や民生分野の脆弱な部分を補完する重大プロジェクト建設を推進するもので、過剰生産能力や新たな債務問題を形成しない、③鉄道、民用航空、石油ガス、電信などの分野で民間資本参入を奨励し、政府の債務負担を引き下げる」とした²⁴。今次政策調整により、これまでの地方債務抑制への取り組み姿勢が緩まる懸念もある中、地方債務リスクを増やさずに、如何にしてインフラ建設投資資金を確保するかが課題となろう。

・金融安定発展委員会で通貨政策の伝達疎通、实体经济への奉仕強化を議論

国務院金融安定発展委員会の第二回目会合が開かれたことが8月3日に公表された²⁵。同委主任であ

²² 中国政府網7月23日「李克強主持召开国務院常務會議 部署更好发挥財政金融政策作用 支持扩内需调结构促进实体经济发展(李克強が国務院常務會議を招集開催 財政金融政策の役割を更に発揮することを手配 内需拡大、構造調整、实体经济の発展促進を支持)」
http://www.gov.cn/premier/2018-07/23/content_5308588.htm

²³ 中国政府網7月26日「国務院政策例行吹风会介绍財政支持实体经济发展有关情况(国務院定例政策ブリーフィングで財政政策による实体经济發展支持に関する状況を介绍)」
<http://www.gov.cn/xinwen/2018zccfh/28/wzsl.htm>

²⁴ 中国政府網8月15日「新聞办就当前经济社会发展有关情况举行吹风会(新聞弁公室が当面の经济社会發展状況についてブリーフィング)」
http://www.gov.cn/xinwen/2018-08/15/content_5314006.htm#1

²⁵ 中国政府網8月3日「国務院金融穩定發展委員會召开第二次會議(国務院金融安定發展委員會第二回會議を招集開催)」
同委は17年7月の全国金融工作會議で設立決定、同年11月全体會議招集。(国務院二期目体制下での)第一回會議は7月2日に開催。中国政府網7月3日「新一屆国務院金融穩定發展委員會召开第一次會議(新期国務院金融安定發展委員會が第一回會議を招集開催)」

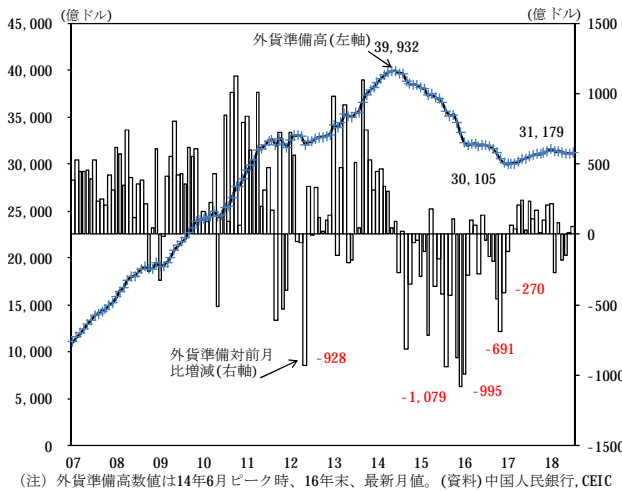
る劉鶴副総理が主宰した会議は、金融機関のコンプライアンス意識向上、一部金融機関の野蛮な拡張行為や違法な資金集めなどが一応収束、金融リスクが分散状態から収斂状態へと転換したとの認識を示した。一方で、経済が新旧動力の転換時期にあり、長期的に累積した金融リスクが発生し易い多発期に入り、外部の不確定要因も多く、更には的を絞った対応が必要であるとした。具体的には、流動性が合理的で余裕ある条件下、実体経済の資金調達難と調達コストが高い問題、通貨政策の伝達メカニズムを一層重視し、実体経済の能力と水準を高めなくてはならないとした。

通貨政策の伝達メカニズムに関しては、①安定成長とリスクの防止解消との関係をうまく処理、②マクロ総量とミクロ貸出との関係をうまく処理、③財政政策の役割を發揮させ国債、減税などの政策ツールを活用、④金融改革を深め、金融機関を健全に發展させる、⑤プラス方向の激励メカニズムを作り、金融分野における人の積極性を十分に引き出す、⑥違法な金融活動取締を引続き展開、の6つの方針を打ち出した外、構造的なデレバレッジ堅持、国際収支均衡促進についても研究した。

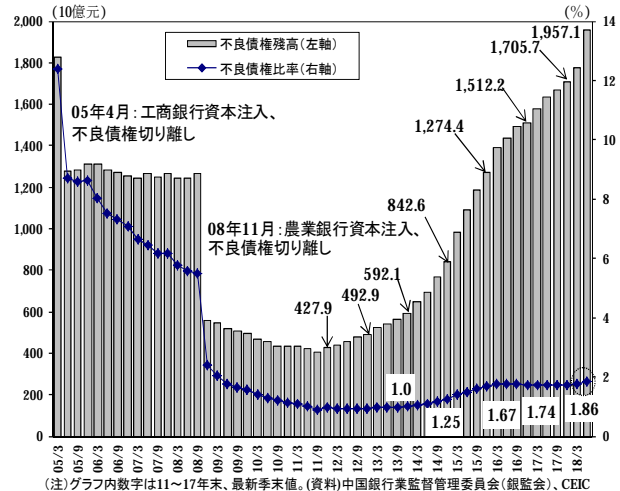
・人民元改革3周年で市場化改革の方向性を確認

15年8月11日に人民元対ドル・レート仲値を▲1.8%下げたいわゆる「8・11為替改革(匯改)」から三周年を迎えた。人民銀行など金融当局機関紙である金融時報は8月14日付けの一面トップで同改革三周年記念の長文記事を掲載、今後人民元の変動幅が一段と広がり、最終的には変動相場制になるとの専門家予想を提示した²⁶。

図表 16 外貨準備高



図表 17 大型商業銀行の不良債権



8月10日に人民銀行が公表した「18年第二四半期通貨政策執行報告」は、人民元レートについてのコラムで「17年から18年1~3月期までの人民元高も、4~6月期以来の人民元安も市場によるものであり、中央銀行は外為市場介入から基本的に退出している。これは外貨準備高に反映されている。(中略)我が国は市場化された為替政策を堅持、為替レート形成における市場の役割はいっそう發揮されており、競争的切り下げは実施していない。貿易対立を含む外的混乱に対処する手段として人民元レートを利用しない」²⁷ことを強調した。7月末の外貨準備高は3兆1,179.5億ドルと、6月比で+58.2億ドル増加し

http://www.gov.cn/guowuyuan/2018-08/03/content_5311456.htm http://www.gov.cn/xinwen/2018-07/03/content_5303229.htm なお、6つの方針の⑤について「成績の良いものは表彰し、誤りを認め改めることを奨励」としている。

²⁶ 金融時報8月14日「8・11匯改」三周年：人民币匯率形成机制市場化改革穩健前行(8.11為替改革三周年：人民元レート形成メカニズム市場化改革は穩健に進む)」http://www.financialnews.com.cn/gc/ch/201808/t20180814_144035.html

²⁷ 人民銀行8月10日「2018年第二季度中国貨幣政策執行報告」20ページコラム参照。

<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3601278/index.html>

ている（図表 16）。一方、（図表 17）に示した通り、銀行の不良債権は金額、比率共上昇傾向にある。实体经济の安定、金融リスクの防止・抑制、金融改革進展など、人民元の信認や市場化、国際化を更に進めることが可能となる条件が満たされるまでには、いま暫く時間が必要となろう。

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。