

—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82号)**要 旨**

8月経済指標は7月比で小幅改善したものの、総じて弱含み。7月末以降採られた緩和方向への財政金融政策調整の効果は当面限定的。米中貿易摩擦の影響も現状は顕現しておらず。他方、16年以降続けられている「供給サイド構造改革」の内需に与える影響には引き続き注意が必要。

1. 8月経済指標は7月比で小幅改善
 - ・ 生産、投資、消費は総じて弱含み
 - ・ 住宅販売価格は一、二、三線都市全てで加速
 - ・ 輸出入は堅調
 - ・ CPIは加速、PPIは鈍化
 - ・ 新規貸出純増額縮小の一方、社会融資総量は拡大
 - ・ 米中摩擦の影響、金融財政政策微調整の効果はいずれも足元は限定的

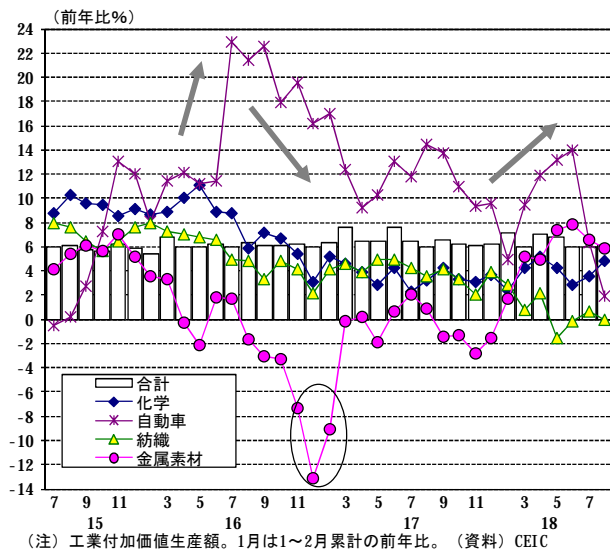
2. 政策対応～金融安定発展委員会第三回会合
 - ・ 金融安定発展委員会で通貨政策微調整、部門間政策協調、改革開放推進など議論

1. 8月経済指標は7月比で小幅改善

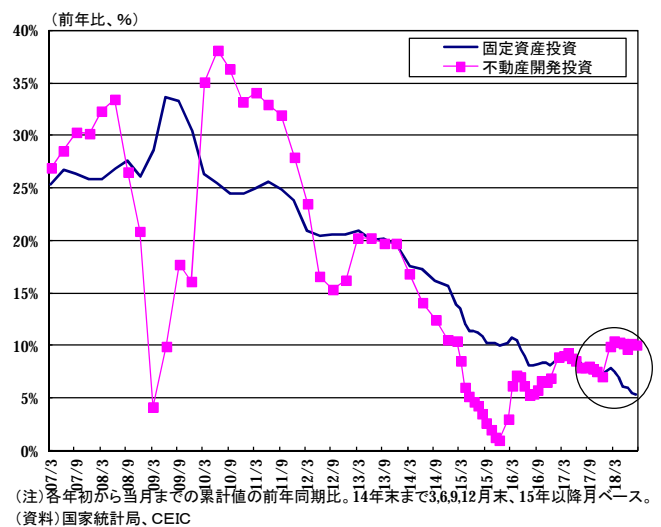
・生産、投資、消費は総じて弱含み

8月の経済指標は7月に比べ概ね減速した。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）+6.1%と、7月（+6.0%）から小幅上昇した（前月比+0.5%）（図表1）。8月生産の特徴として国家統計局は、「ハイテク産業（+13.8%）、戦略的新興産業（+10.1%）は工業付加価値生産額合計の伸び（+6.1%）を上回り工業付加価値生産に占める比率はそれぞれ13.6%、18.7%。前年同期よりそれぞれ1.2%、0.8%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8月に+4.6%²と、7月の+3.0%から加速したが、1~8月累計では+5.3%と1~7月累計の+5.5%から減速した（前月比+0.4%）（図表2）。14日記者会見した毛盛勇報道官は「インフラ建設投資は依然として減速が続き、且つ減速幅も大きい、底入れしたのか。今後の見通しは」との記者質問に対し「7月以降、中央政治局と国务院常务会议の政策調整により（中略）不足している分野の投資を増やすことが重要任務となった。規定に沿い、構造調整にプラスとなり、不足している部分を補う、民生に資する、効果が長続きするインフラ建設プロジェクトが最近続々と着工している。今後数か月でインフラ建設投資は次第に鈍化の趨勢が収まり、底入れすることも期待できる。新規着工面積、土地成約面積などの先行指標も悪くない。今後の固定資産投資は安定に向かうだろう」と回答した³。

1~8月固定資産投資の産業別特徴として統計局は「①ハイテク産業は+12.9%と製造業向け投資の伸びを5.4%PT上回る、②不足している分野の投資が良好な伸び。第一次産業が+14.2%と1~7月の伸びを0.5%PT上回り、うち農業向け+14.8%、牧畜業+13.7%、漁業+24.3%となった。社会領域投資は+12.1%となり、うち教育+8.3%、衛生+11.1%、文化体育娯楽業+18.7%）であった。③民間投資の伸びは+8.7%と1~7月から0.1%PT下落したものの、去年同期より+2.3%PT高く、このうち農林牧

¹ 国家統計局 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（江源国家统计局高级统计师が8月工業生産データを解説）。ハイテク製造業のうち、電子及び通信設備、コンピュータ及び事務設備製造の生産は7月の伸びからそれぞれ+3.6%PT、1.2%PT上昇。http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201809/t20180914_1622986.html

² 累計値から筆者算出。

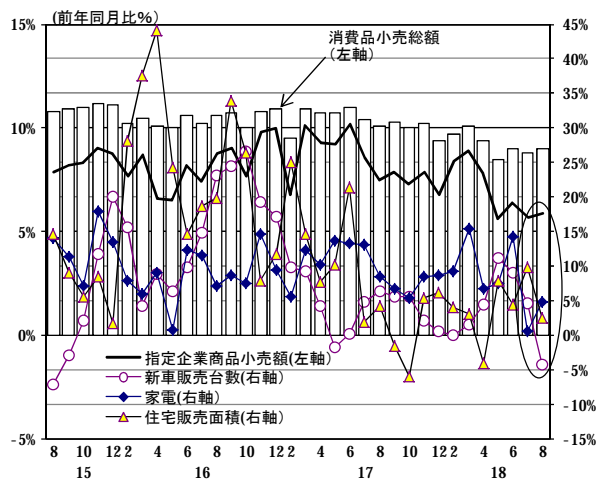
³ 新華社 9月14日「国新办就2018年8月份国民经济运行情况举行新闻发布会（国务院新聞弁公室が18年8月国民経済運行状況について記者会見を举行）」http://www.xinhuanet.com/talking/20180914z/index.htm

漁業+13.9%、製造業+8.6%、サービス業+9.4%であった」ことを挙げている⁴。

個人消費は名目消費品小売額が8月に+9.0%と、7月の+8.8%から小幅加速、物価上昇要因を除いた実質でも+6.6%と、7月(+6.5%)から僅かに加速した(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1~8月に5兆5,195億元(うち商品4兆1,993億元、サービス1兆3,202億元)と消費品小売額合計(24兆2,294億元)の22.8%を占め、伸び率は+28.2%であった⁵。

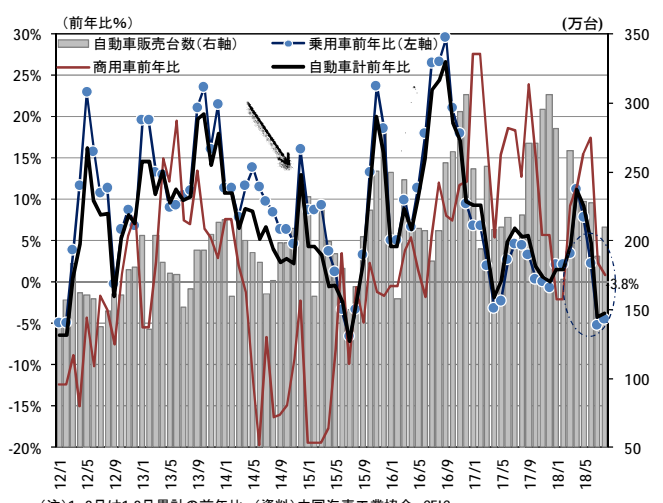
自動車販売台数は8月に210.34万台、▲3.8%と、7月の188.91万台(▲4.2%)に続き減少した(図表4)。1~8月累計では1,805.55万台、+3.1%と、17年通年(2,894.1万台、+3.6%)の拡大ペースを下回った(16年通年2,793.9万台、+13.7%)。17年以降の販売減速は、15年10月から実施していた小型乗用車向けの減税措置⁶が17年末に終了したことが背景にある。

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、二、三線都市全てで加速

住宅販売面積は1~8月に+4.0%(10億2,474万 m^2)と、16年通年の+22.5%、17年通年の+7.7%、1~7月(+4.2%)からも鈍化した。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、16年3月の上海や深圳⁷を

⁴ 国家統計局 9月14日「国家统计局投资司高级统计师王宝滨解读 2018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18年1-8月投資データを解説)」http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201809/t20180914_1622988.html

⁵ 国家統計局 9月14日「2018年8月份社会消费品零售总额增长9.0%」http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/201809/t20180914_1622903.html
「国家统计局贸易外经司高级统计师卢山解读 2018年8月份社会消费品零售总额数据(盧山国家统计局貿易外經司高級統計師が18年8月社会消费品小売総額データを解説)」http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201809/t20180914_1622987.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>

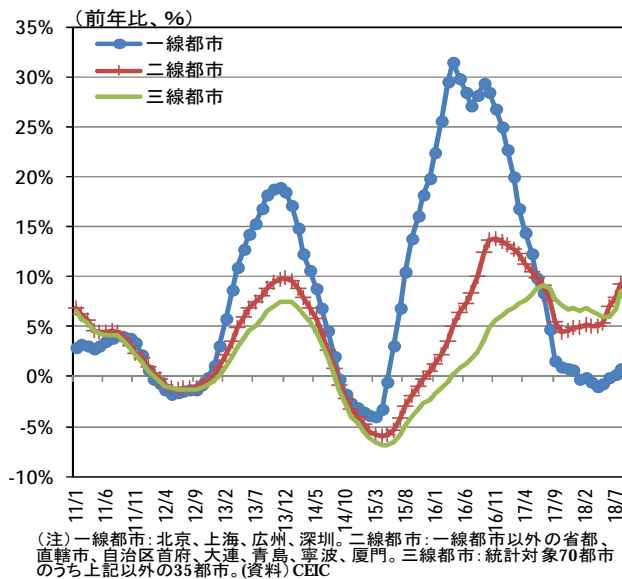
⁷ 16年3月25日、上海市は2軒め住宅購入時の頭金比率をこれまでの40%から50~70%に引き上げ。深圳市は2軒め住宅購入時の頭金比率をこれまでの30%から40%に引き上げ。いずれも、非居住者の取得条件を厳格化。

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、住宅購入制限は更に強化されてきた⁹。

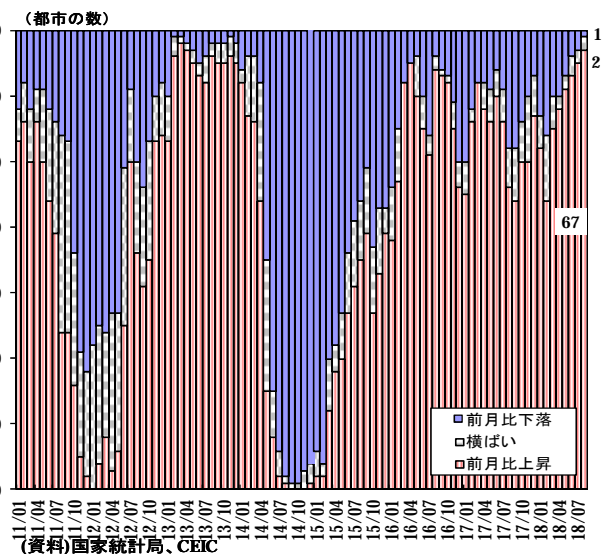
8月の新築住宅価格を前年比で見ると、68都市で上昇し7月の65都市から3都市増えた。その変動率を地域別に見ると、一線都市で+0.9%、二線都市で+9.2%、三線都市でも+8.6%と、それぞれ7月の+0.2%、+7.9%、+6.7%から加速している（図表5）¹⁰。

これを前月比で見ると、主要70都市のうち67都市で上昇、上昇した都市の数は7月の65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8月に2都市と7月と同数、前月比で下落した都市は1都市と6月の3都市から2都市減った（図表6）¹¹。

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



・輸出入は堅調

8月の輸出は+9.8%(2,174.3億ドル)、輸入+20.0%(1,895.2億ドル)、貿易収支は+279.1億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「1~8月期の機械電子製品輸出は+7.0%増、輸出総額に占める比率は58.2%。これらのうちIC、自動車及び車体、コンピュータ及び同部品の輸出額はそれぞれ+18.9%、+17.9%、+5.2%。またIC、電動機及び発電機は付加価値の向上が見られ、輸出単価はそれぞれ+10.8%、+10.6%、+7.5%上昇。一方、7大労働集約型製品輸出は▲2.5%」としている¹²。

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 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

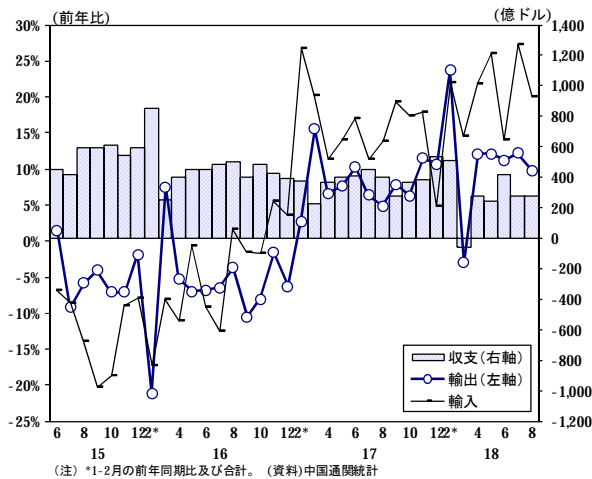
金融時報 6月13日「严守“房住不炒” 主基调 前5个月各地楼市调控达159次(「不動産は住むもので投機しない」基調厳守)」によると、18年1-5月に発表された不動産抑制策は159回に上り、前年同期比+60%増加。
http://www.financialnews.com.cn/cj/fdc/201806/t20180613_140111.html

¹⁰ 70都市のうち住宅価格上昇率の高かった上位三都市:三亜+33.2%、成都+25.6%、海口+21.4%(18年8月)。

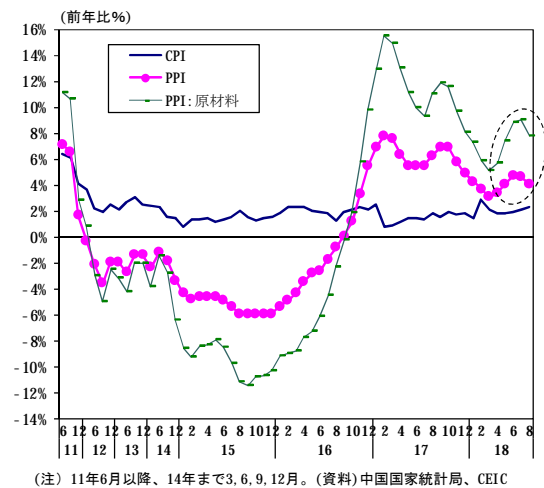
¹¹ 国家統計局 9月15日「2018年8月份70个大中城市商品住宅销售价格变动情况(2018年8月70都市の商品住宅販売価格変動状況)」
http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/201809/t20180915_1623118.html なお、18年1月から保障性住宅を含まないベース。

¹² 商務部 9月13日「商務部召开例行新闻发布会(2018年9月13日)(商務部が定例記者会見を招集開催)」。価格及び同変動率は人民元建て。7大労働集約型製品=紡織品、衣類、かばん、靴、玩具、家具、プラスチック製品。
<http://www.mofcom.gov.cn/xwfbh/20180913.shtml>

図表 7 輸出入、貿易収支

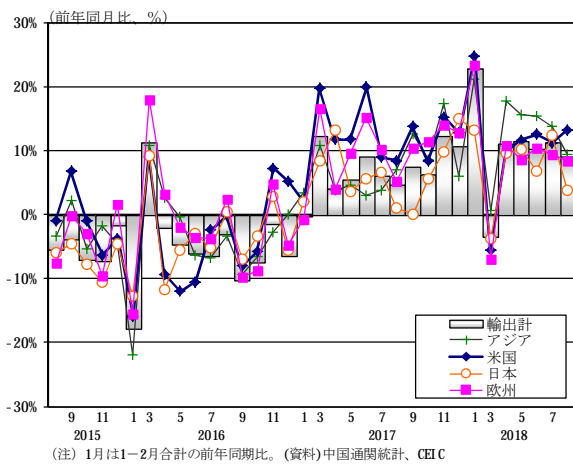


図表 8 CPI、PPI

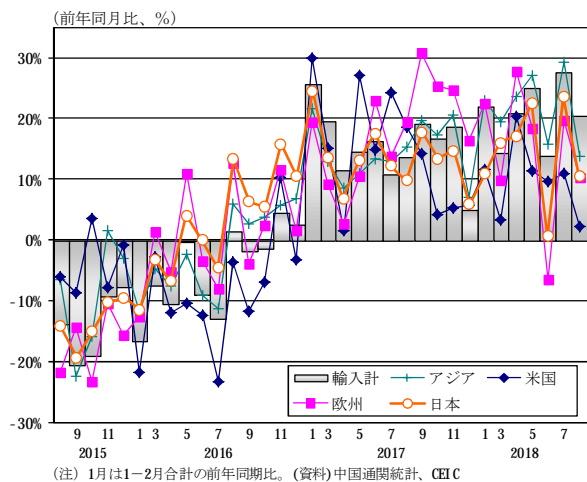


主要地域別輸出動向を見ると、対米輸出の伸びは加速、同輸入は減速となっている（図表 9、10）。対米輸出加速の背景として、米中貿易摩擦の影響¹³を避けるための対米輸出の駆け込みがあるとみられる。

図表 9 主要地域別輸出



図表 10 主要地域別輸入



・CPIは加速、PPIは鈍化

8月のCPI（消費者物価指数）上昇率は+2.3%と、7月（+2.1%）から加速したが、1～8月平均値+2.0%も含め、政府目標の+3.0%は下回っている（図表 8）。前月比では+0.7%と、7月の+0.3%から加速した。CPIの内訳を見ると、食品価格は8月に+1.7%と7月（+0.5%）から加速、このうち豚肉価格も8月に▲4.9%と、7月の▲9.6%からマイナス幅が縮小、野菜価格も8月に+3.9%と7月（+3.8%）から加速した（図表 11、12）。豚周期（ピッグ・サイクル¹⁴）は16年5月をピークに下降、

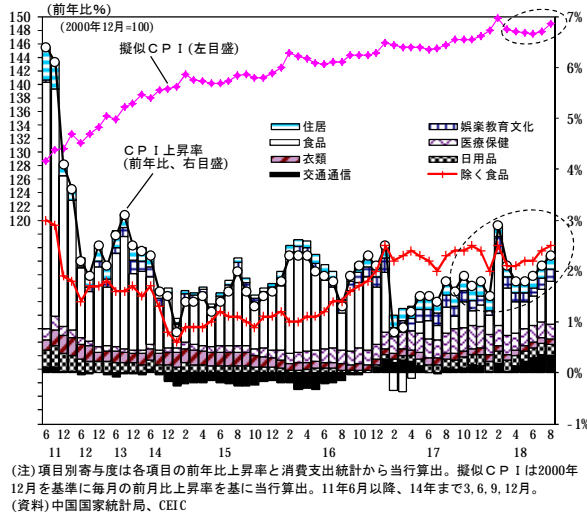
¹³ 米国は6月、対中輸入1,102品目に25%の追加関税決定、対象品目の年間輸入額は約500億ドル。7月6日発動分は情報通信衛星、産業ロボット、自動車、航空機など約340億ドル。8月23日、残り160億ドル相当284品目を発動。9月17日、2,000億ドル相当の中国製品（テレビや家具、ハンドバッグのほか、葉タバコやウナギを含む農水産品など5,745品目）に10%の追加関税を24日発動と公表。中国は7月6日、報復として同規模約340億ドル相当、818品目の米国製品に25%の追加関税措置発動、大豆、牛肉、自動車など。（共同通信ほか）。

人民日報8月29日「陸国强 人民要論：理性認識当前的中美貿易摩擦（人民要論：当面の中米貿易摩擦を理性的に認識する）」は、「500億ドルの25%追加関税により中国GDP成長率は▲0.1%PT押し下げ。但し、マイナスの影響はマインド変化により多くの領域へ拡散」と指摘。<http://opinion.people.com.cn/GB/n1/2018/0829/c1003-30257035.html>

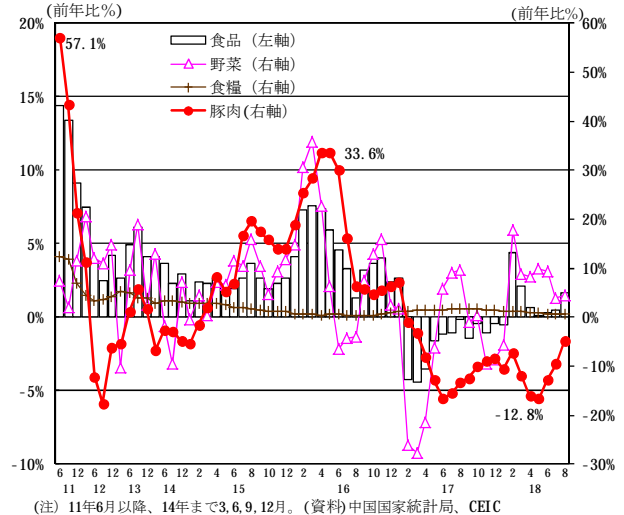
¹⁴ 豚肉価格が下がってくると畜産家が飼育を少なくする→供給が減少、価格上昇→畜産家が生産増→供給増、価格が安定→畜産家が飼育を少なくするといった循環を繰り返す。

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8月に+2.5%と7月(+2.4%)から上昇した。

図表 11 CPI、同品目別伸び率寄与度

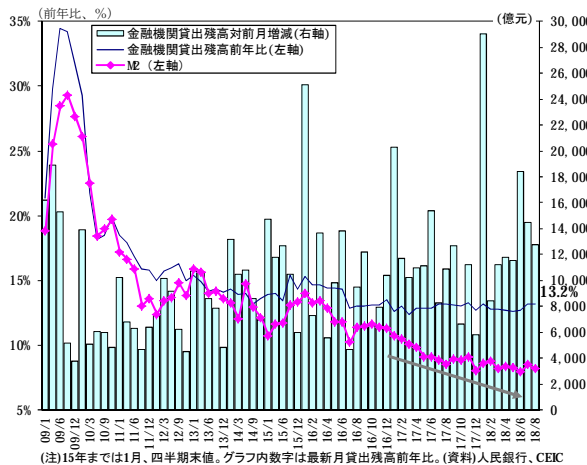


図表 12 食品価格

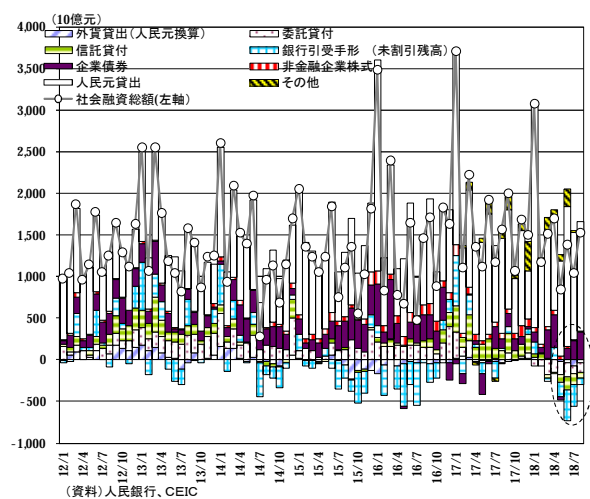


8月のPPI(工業製品出荷価格)は+4.1%と、7月(+4.6%)から鈍化、上昇率は7月に続き2か月連続の鈍化となった(図表8)。8月のPPI前年比をみると「上昇率が鈍化したのは、石油天然ガス採掘業(+39.6%)、石油石炭及びその他燃料加工業(+22.7%)、黑色金属冶金製錬と圧延加工(+9.5%)、石炭採掘及び洗鉱(+5.7%)、非鉄金属冶金製錬と圧延加工(+1.2%)で、これら5業種計で0.46%PT分のPPI押し下げ要因。上昇率が拡大したのは化学繊維製造(+6.9%)であった」(統計局¹⁵⁾。

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)



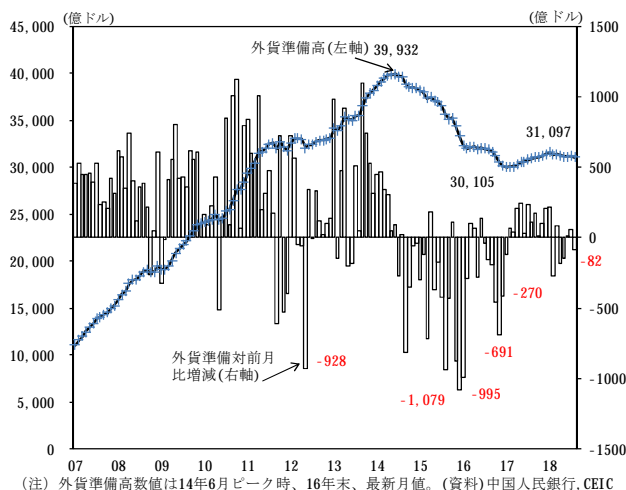
・新規貸出純増額縮小の一方、社会融資総量は拡大

人民銀行が公表したマネーサプライM2は8月に+8.2%と、7月(+8.5%)から鈍化した。8月の金融機関新規貸出純増額は1兆2,800億元と、7月の1兆4,500億元から縮小(図表13)した一方、銀行貸

¹⁵ 国家统计局9月10日「国家统计局城市司高级统计师绳国庆解读2018年8月份CPI和PPI数据(绳国庆国家统计局都市司高级统计师が18年8月のCPI、PPIデータを解説)」http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201809/t20180910_1621678.html

出以外の資金調達を含む社会融資総量の8月純増額は1兆5,215億元と、7月の1兆371億元から拡大した。このうち、人民元貸出、企業債券、その他（預金取扱金融機関ABS、貸出償却）は増加額が拡大、非金融企業株式の増加額は縮小、外貨貸出、信託貸付、銀行引受手形は減少幅が縮小した一方、委託貸付は減少額が拡大した（図表14）¹⁶。8月末の外貨準備高は3兆1,097.2億ドルと、7月比で▲82.3億ドル減少した（図表15）

図表 15 外貨準備高



・米中摩擦の影響、金融財政政策微調整の効果はいずれも足元は限定的

8月の経済指標を見る限り、米中貿易摩擦の影響や、7月下旬以降の当局による景気下支え的な政策調整¹⁷の効果が顕現しているわけではなく、貿易は依然として堅調、内需関連指標は概ね緩やかな減速傾向となっている。内需減速に影響を与えているのは米中摩擦というよりも、15年12月の中央経済工作会议¹⁸で提起され16年以降続けられている「供給サイド構造改革」の効果によるものが大きい。具体的には、デレバレッジ（資産圧縮）やその一環として17年以降強化されている金融リスク防止策の結果として、固定資産投資減速（図表2）や個人消費鈍化（図表3、4）となって顕れている。

個人消費減速については経済発展、所得向上に伴い「消費の高度化（消費昇級）」がトレンドとなっていたところ、最近ザーサイ（搾菜）、二鍋頭（大衆向け白酒）、インスタントラーメンなど廉価品の売れ行きが増える「消費のレベルダウン（消費降級）」という逆の動きが話題となり、当局による反論も含め議論を呼んでいる¹⁹。背景には住宅価格上昇やその抑制策の中で派生した家賃高騰や、金融リスク防止策の中で多発したネット金融（P2P）の破綻増²⁰などに伴う逆資産効果もあると考えられる。

こうした構造改革進展、またその景気に与えるマイナス面の影響を軽減するための政策微調整により、金融財政政策はすでに緩和方向に微調整されているものの、地方債務抑制や金融リスク防止に向けた当

¹⁶ 人民銀行9月12日「2018年8月金融统计数据报告」<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3625701/index.html>
「2018年8月社会融资规模增量统计数据报告」<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3625696/index.html>

¹⁷ 7月23日国务院常务会议、同31日中央政治局会议における政策微調整について拙稿8月17日「みずほ中国ビジネス・エクスプレス経済編No.81」7～9ページ参照。https://www.mizuhobank.co.jp/corporate/world/info/cndb/economics/express_economy/pdf/R422-0081-XF-0105.pdf

¹⁸ 中国政府網15年12月21日「中央经济工作会议在北京举行（中央經濟工作会议を北京で举行）」。供給サイド構造改革は①過剰生産能力解消、②不動産在庫解消、③デレバレッジ・資産圧縮（去産能、去庫存、去槓桿）、④コスト引き下げ（降成本）、⑤有効供給拡大（补短板）＝三去一降一補をその内容とする。http://www.gov.cn/xinwen/2015-12/21/content_5026332.htm

¹⁹ 央視新聞9月9日「搾菜二鍋頭受青睐就是“消费降级”？数据有话说（搾菜、二鍋頭の人気は消費のレベルダウンか。データは語る）」によれば、搾菜、二鍋頭を扱う企業の利益が7割増となった。<https://news.sina.com.cn/c/2018-09-09/doc-ihivtsyk7053806.shtml>

²⁰ ネット金融プラットフォーム数はピーク時15年11月の3,515から18年8月1,590、取引金額はピーク時17年7月の2,537億元から同1,193億元、投資家数はピーク時17年8月の447.1万人から同260.5万人に減少（網貸之家、CEIC。14年1月以降月次統計）。

局の厳格な管理が緩められているわけではないことから、地方政府の固定資産投資や金融機関の貸出姿勢に目立った変化は見られていない。

2. 政策対応～金融安定発展委員会第三回会合

・金融安定発展委員会で通貨政策微調整、部門間政策協調、改革開放推進など議論

9月7日、国务院金融安定発展委員会の第三回目会合が開かれた²¹。同委主任である劉鶴副総理が主宰した会議は、「中立（穏健中性）的な通貨政策を貫徹、且つ形勢変化により適時適度に事前調整・微調整し、市場の流動性の合理的な余裕を維持。貸出・債券・株式市場は安定的に運営され、人民元レートは合理的な安定を維持。各種金融リスクは妥当且つ秩序だって防止解消、金融市場のリスク意識と市場の制約は次第に強まった」との認識を示した。

今後の政策方針として、①マクロ的大局の変化の中で、中立的な通貨政策は経済金融情勢と外部環境の新たな変化を十分に考慮し、事前調整・微調整。但し、その強さも把握、②政策支援と部門間協力を強める。とりわけ金融・財政・発展改革部門の協力を強化し、政策の照準を合わせる力を強め、实体经济の発展をより良く促進、③引続き各種の金融リスクを有効に解消。累積したリスクとブラック・スワン²²のいずれをも防止、株式・債券・為替市場の安定的で健全な発展を維持、④金融改革開放の実質的な推進。既出措置の具体化実施を確保し、改革開放の新たな措置をできるだけ早く研究。資本市場改革は引続き推進、準備の整ったものから実行に移す、⑤財産権と知的財産権の保護に更に注力。公平に競争できる市場環境を創造し、民営経済・企業家の活力を引き出す、⑥激励メカニズム²³の有効性により注力。プラス方向の激励メカニズムを強化。責任感を持ち、失敗に寛容、進取の気性を造り、各方面の積極性を十分に結集し協力して業務、という6つの方針を打ち出した。

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。

²¹ 中国政府網9月10日「国务院金融稳定发展委员会召开第三次会议(国务院金融安定発展委員会第三回会議を招集開催)」

http://www.gov.cn/guowuyuan/2018-09/10/content_5320685.htm

同委は17年7月の全国金融工作会议で設立決定、同年11月全体会議招集。(国务院二期目体制下での)第一回会議7月2日、第二回8月3日(近時開催と報道)。http://www.gov.cn/xinwen/2018-07/03/content_5303229.htm

²² ブラック・スワン=めったに現れない黒い白鳥のように、確率は低いが、発生すれば市場に甚大な影響を及ぼすリスク。

²³ ⑥激励メカニズムについて、前回第二回会議で打ち出された6大方針の⑤で「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。成績の良いものは表彰し、誤りを認め改めることを奨励」としていた。中国政府網8月3日「国务院金融稳定发展委员会召开第二次会议(国务院金融安定発展委員会第二回会議を招集開催)」http://www.gov.cn/guowuyuan/2018-08/03/content_5311456.htm