

～マクロ経済関連～

景気回復はスローペースが続く

— 中央金融工作会议ではリスク防止・解消に重点 —

<要旨>

- ✓ 10月の経済指標は、季節調整済前月比の推移より小売売上高・工業生産は概ね横這い、固定資産投資は小幅に減速した。輸入については、通信・電子での在庫調整の進展等を背景に持ち直す様子がみられるが、景気全体では力強さを欠く状況が続いている
- ✓ 10月末に実施された中央金融工作会议では、中期的な金融行政の方向として、地方債務や不動産業界のサステナビリティを重視する姿勢が鮮明に。中央政府による当該分野へのグリップを強化し、金融リスクの防止や解消に動く方針

<目次>

- 内需は勢いを欠く状況が続く一方、輸入動向には変化も
- 中央金融工作会议にみる今後の金融行政



MIZUHO

瑞穂銀行

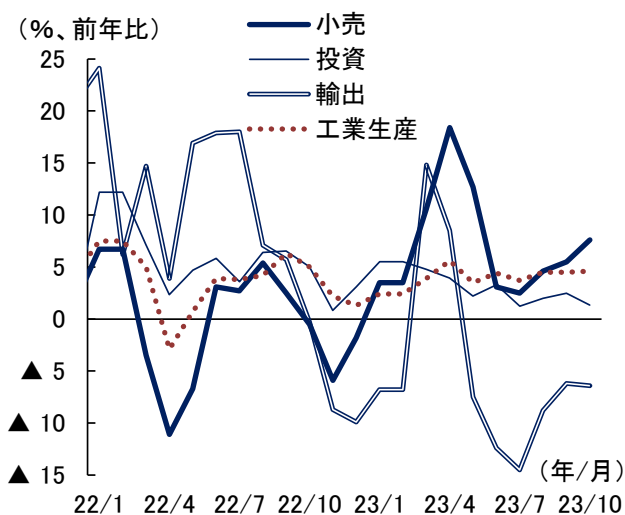
— WeChat公式アカウント —

■ 内需は勢いを欠く状況が続く一方、輸入動向には変化も

10月の経済指標は、前年同期比では工業生産・輸出は横ばい圏での推移、小売売上高は加速、固定資産投資は減速する結果となった（図表1）。ただし、昨年の10～12月期は新型コロナウイルスの感染拡大の影響により消費をはじめ経済活動に強い下押し圧力がかかっていたため、「前年比」の指標には前年要因による反動が含まれる。より実態に近い季節調整済の前月比（以下、「前月比」）でみると、小売売上高・工業生産は概ね横這い、固定資産投資は小幅に減速しており、足元の景気は力強さを欠いていると表現するのが適切だろう（図表2）。以下では、それぞれの指標について振り返りたい。

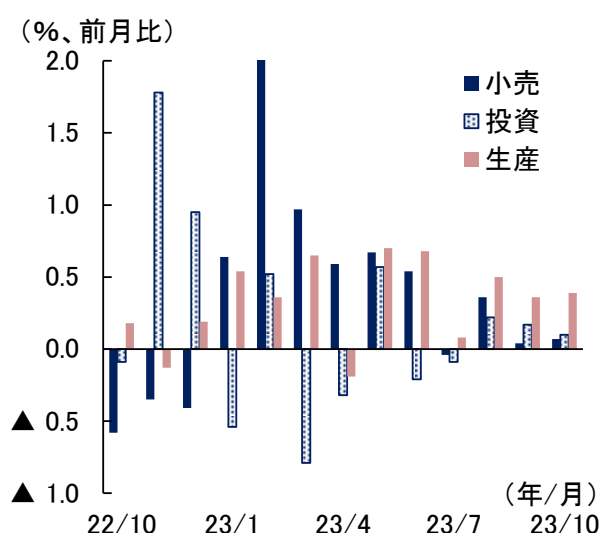
小売売上高は前年同月比+7.6%（前月：同+5.5%）と前年の落ち込みを受けた反動により加速したように映るが、前月比では+0.07%（前月：同+0.04%）と横ばい圏で推移しており、かつその伸び率は小幅に留まる（図表1・2）。9月までの消費マインドは依然として中立を下回っており（図表3）、低調な消費意向を反映する結果となった。盛り上がりを欠く内需（後述する不動産の低迷継続も含む）を

図表1 主要月次指標（前年同月比）



（注）投資は公表済累計伸び率より単月実績を計算
（資料）中国国家统计局、中国海関総署、CEIC

図表2 主要月次指標（前月比）



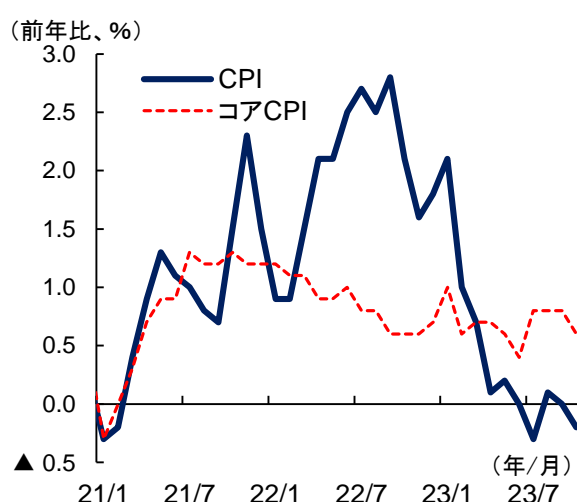
（注）中国国家统计局による季節調整済前月比
（資料）中国国家统计局、CEIC

図表3 消費者マインド



（資料）中国国家统计局、CEIC

図表4 消費者物価指数（CPI）



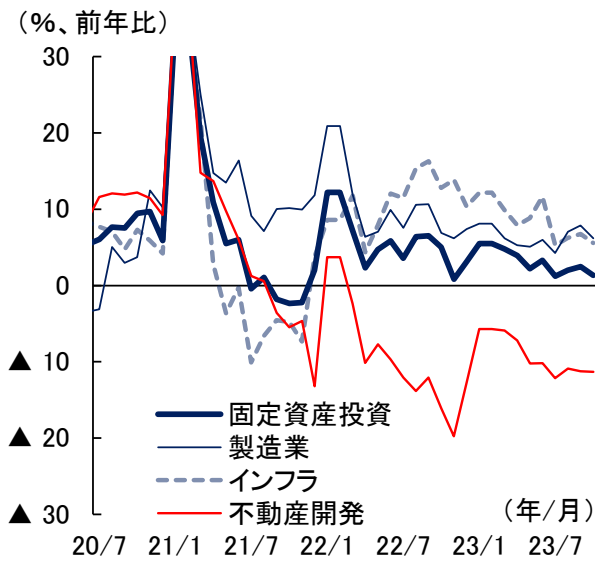
（資料）中国国家统计局、CEIC

受けて、10月の消費者物価指数は再びマイナスとなり、食品・エネルギーを除くコアCPIも低下している（図表4）。

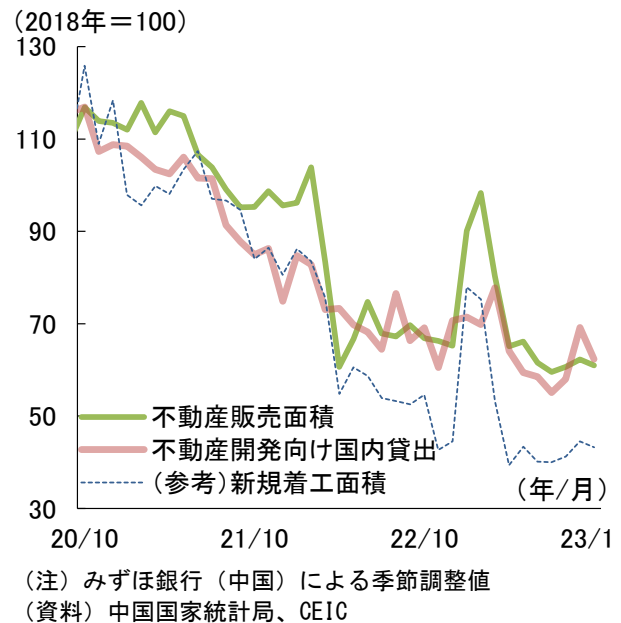
固定資産投資については、前年同月比+1.3%（前月：同+2.5%）、前月比+0.1%（前月：+0.17%）と減速した（図表1・2）。以前より続く不動産投資の低迷を製造業・インフラ投資で補う構図は、今月も変わらない（図表5）。今夏に実施された1級都市の不動産購入制限の緩和をはじめとする一連の措置¹をうけて、一部の不動産関連指標に改善がみられるがその足取りはおぼつかない（図表6）。

輸出入（財、名目ドル建）はそれぞれ前年同月比▲6.4%（前月：同▲6.2%）、同+3.0%（前月：同▲6.2%）と、輸入が改善した。弊社の季節調整値による前月比でも同じような傾向がみられた（図表7）。

図表5 固定資産投資



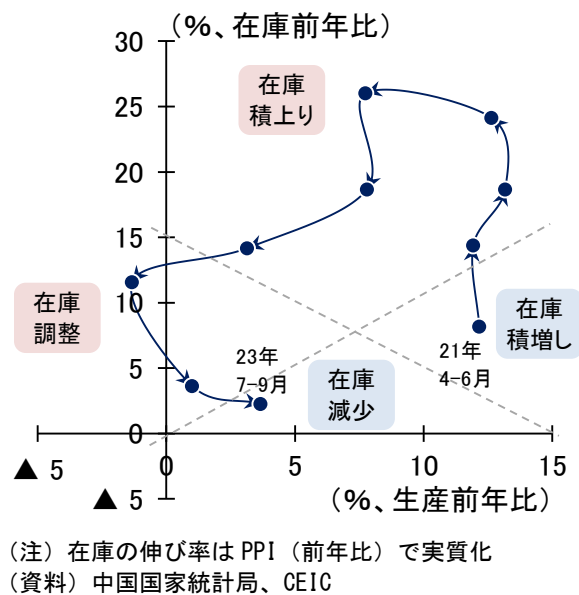
図表6 不動産関連指標



図表7 輸出入（米ドル建、季節調整値）



図表8 在庫循環図（通信・電子機器）



¹ 詳細は、みずほ中国ビジネス・エクスプレス（第676号）（2023年9月8日）をご参照

輸入については、半導体等の電子関連の伸び率（前年比）が前月よりマイナス幅を縮小し、原油・鉄鉱石の拡大が持ち直しをけん引した。通信・電子については、国内における在庫循環からも生産が拡大する局面にあり（図表 8）、輸入増に寄与したとみられる。

足元の景気は緩やかな回復ペースが継続しているが、来月以降も「前年比」の指標は実態以上に高い（良好な）数字が出やすい。なかでも前年の同時期において低迷が著しかった小売売上高はその傾向が強く、景気実勢の見極めに留意が必要だ。

■ 中央金融工作会議にみる今後の金融行政

10月30～31日、中期的な金融行政の方向性を議論する中央金融工作会議が開催された。本会議は1997年以降、5年毎に実施しており、2007年（第3回）までは国有銀行改革など金融システム民営化や市場経済化が推進されてきた。リーマンショックを経た2012年（第4回）以降は、金融監督の強化によるシステムリスク防止が加わり、経済発展と金融安定のバランスを図ってきた経緯がある。

今回も、前回（2017年）と同様に①金融改革、②リスクの防止・解消、③実体経済への支援、④対外開放を重視する内容となったが、前回以降の経済・金融情勢、5カ年計画等の政策動向を踏まえて、②リスク防止は踏み込んだ内容となった。このほか、③実体経済、④対外開放についても新たなキーワードが並び、詳細については図表9をご覧ください。

内外の関心が高い金融リスクの防止・解消については、これまで以上に中央政府によるグリップ強化が明確となった。地方政府債務については、これまで消極的だった中央政府主導によるリスク対処を鮮明化させており、（足元で進む）地方政府債務の可視化（LGFV²が抱える債務の地方政府による借り換え）に加え、中央政府が地方債務の肩代わりに動く可能性も否定できない。また、不動産については、中核的デベロッパー（民間含む）に対する政府の救済措置が示唆されたほか、リスク防止を巡り「仕組み」の確立を強調するなど、当面の問題に対処しつつ持続可能なスキームを構築しようとする姿勢もうかがえる。

大きな流れとして、短期的にはリスク回避・解消を最優先として金融分野に対する中央政府による管理が強まることが予想されるが、中期的には市場化・自由化を通じた効率的な金融市場の発展を目指すこれまでの方針は変わらないとみられる。前回の会議実施後には、直接金融の発展を促す株式発行登録制度の開始（23年）や、証券業の外資出資規制の撤廃（20年）、ベンチャー向け調達市場としての北京証券取引所の設立（21年）をはじめ、会議の方針に沿った具体的な政策の実行や見直しが行われてきた。今般の会議で標榜する、リスク防止・解消に対する持続可能な枠組みの構築について、今後実施される具体的な政策に注目したい。

² 地方政府が資金調達するためのプラットフォームで、Local Government Financing Vehicle の略。地方融資平台とも呼ばれる

図表 9 中央金融工作會議の概要

項目	前回（2017年7月）	今回（2023年10月）
主要テーマ	<ul style="list-style-type: none"> 実体経済へ奉仕、金融リスクを防止・コントロール、金融改革を深化 	<ul style="list-style-type: none"> 金融強国建設を目標、金融の質の高い発展推進をテーマ、金融の供給サイド構造改革深化をメイン、監督・管理の全面強化、リスク防止・解消を重点とする 金融は（実体）経済・社会発展のために質の高いサービスを提供
改革	<ul style="list-style-type: none"> 国务院金融安定発展委員会を設立し、人民銀行のブルードレンス管理とシステムリスク防止強化 金融機関システムの最適化・国有金融資本の管理を整備 直接金融の発展を重要と位置付ける 株主構造を最適化し、リスク制御の仕組みを構築 	<ul style="list-style-type: none"> 党が金融業務を指導する制度を改善し、中央金融委員会で必要な役割を果たす 株式発行登録制の深化を推進、株式による多様な資金調達を発展 政策金融機関の役割強化 国有金融資本管理を整え、銀行資本金補充チャネル拡大、政策金融機関の役割強化 国有金融機関が実体経済支援の主力と金融安定のバラストとなるべく支援 ⇒ポイント：直接金融市場の発展に向けた改革。国有大手行の重要性を再確認
リスク管理	<ul style="list-style-type: none"> 監督管理を強化し金融リスクの防止・解消能力を高める 国有企業のレバレッジ引き下げを重点中の重点とし、「ソンド」企業の処理へ インターネット金融の監督管理強化 人民元レートの形成メカニズム改革の深化 	<ul style="list-style-type: none"> 中小金融機関のリスクを迅速に処理 地方債務リスクを防止・解消する長期的に有効な仕組みを確立し、質の高い発展に見合った政府債務管理の仕組みを確立する 不動産企業の主体監督・資金監督管理制度を健全化し、不動産金融のマクロブルードレンス管理を整え、様々な所有制の不動産企業の合理的な融資需要を満たす 人民元の為替レートを合理的なバランスをとれた水準に安定させる ⇒ポイント：リスクへの中央政府によるグループ強化、サステナブルな「枠組み」構築
実体経済	<ul style="list-style-type: none"> 金融包摂、零細企業、「三农」への支援強化 グリーン金融発展を奨励。イノベーション駆動による発展、新旧動力エネルギーの転換、イノベーション促進による雇用の支え等金融支援強化。直接金融発展を重要と位置づけ 	<ul style="list-style-type: none"> 科学技術革新、先進製造、グリーン発展と中小零細企業の支援・促進 国家食糧とエネルギー安全の確保をサポート 科学技術金融、グリーン金融、金融包摂、養老金融、デジタル金融に取り組む ⇒ポイント：注力分野を明確化、食糧・エネルギー安全保障に言及
対外開放	<ul style="list-style-type: none"> 人民元の国際化を着実に推進し、資本項目の兌換性を着実に実現 金融業の対外開放を進め、「一帯一路」に向けた金融革新を推進 	<ul style="list-style-type: none"> 金融の高水準の開放推進に力を入れる 「引進來」（導入）と「走出去」（海外進出）の双方を重視 金融分野の制度型開放を着実に拡大し、国境を越えた投融資を円滑化 外資系金融機関と長期資本の中国での業務展開を呼び込む 人民元の国際化を着実に推進 上海・香港国際金融センターの地位を高める ⇒ポイント：対外的な金融支援の継続に加えて、国内市場開放（資金流入）も強化

（資料）新華社通信、各種報道

みずほ銀行（中国）有限公司 中国アドバイザー一部 主任エコノミスト 伊藤秀樹

hideki.ito@mizuho-cb.com

Copyright © 2023 Mizuho Bank (China), Ltd.

- 本資料は法律上・会計上・税務上の助言を目的とするものではありません。本資料中に記載された諸条件及び分析は仮定に基づいており、情報及び分析結果の確実性或いは完全性を表明するものではありません。また、当行との取引においてご開示頂く情報、鑑定評価、各種機関の見解、また政策法規・金融環境等の変化によっては、本資料に記載の仮定やスキームと乖離が生じ、提示した効果が得られない可能性があります。本資料については、そのリスクを充分ご理解の上、貴社ご自身の判断によりご利用下さい。当行は本資料に起因して発生したいかなる損害について、その内容如何にかかわらず、一切責任を負いません。
- 本資料中に記載された企業情報は、公開情報及び第三者機関から取得した情報に基づいて作成しており、当行が顧客との取引において知りうる機密事項や非公開情報等は一切含まれておりません。
- 本資料中に記載された情報は、当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。また、引用された出所元の資料及び文言に含まれる、または解釈される可能性のある意見や論評は、記載された出所元の意見や論評であり、当行の意見や論評を表明するものではありません。
- 本資料の著作権は原則として当行に帰属します。本資料については貴社内部の利用に限定され、いかなる目的であれ、いかなる方法においても、無断で本資料の一部または全てを、第三者へ開示、または複写・複製・引用・転載・翻訳・貸与する等の行為について固く禁じます。