

# マーケット・フォーカス

## 経済：中国

### 2019年の中国不動産政策と市場情勢の変化

- 1～2月累計の不動産開発投資の上伸(前年同期比+11.6%)が顕著だ。中国人民大学の中国就業研究所が「全国の多くの都市で不動産市場コントロールが緩和された」ことを公表した。
- 不動産規制の緩和は不動産投資拡大や資産効果により消費者や企業のマインドの向上に大きな起爆剤となり、内需拡大策の効果を向上。ただし、将来の金融リスクには留意が必要。

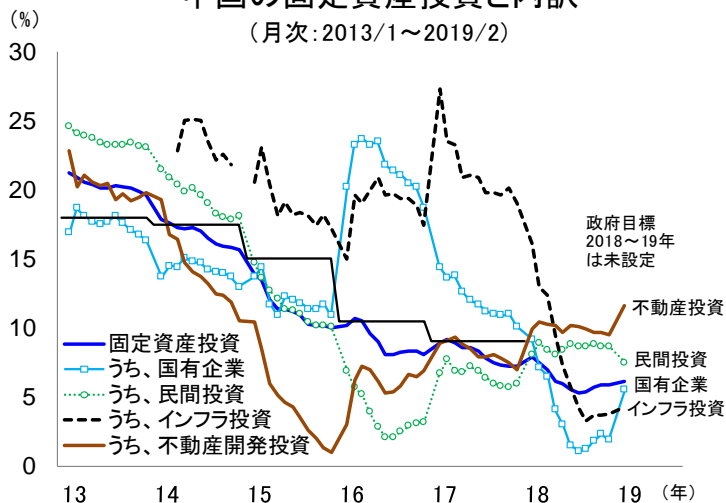
**不動産開発投資の上伸が顕著。就業研究所の公表では不動産の規制緩和を指摘。不動産向け貸出増で同市場回復へ**

第13期第2回全国人民代表大会(全人代)が2019/3/15に閉幕した。景気対策の効果がどの程度、いつごろに顕在化するか、追加の刺激策の必要性が高まるか、今後の動向に注目したい。ここでは、中国景気への影響が大きい不動産政策と市場情勢の変化について簡潔にコメントする。

1～2月累計の固定資産投資は前年同期比+6.1%と回復力の弱さがみてとれる。内訳をみると、インフラ投資は同+4.3%と若干上向くも依然、低調。民間投資は同+7.5%と鈍化に転じた。一方、不動産開発投資の上伸(同+11.6%)が顕著だ。不動産政策の変化が背景か。2019年の不動産政策(P3下表を参照)は、「不動産は住むもので投機の対象ではない」との文言が追加され、不動産規制を緩めないことを示唆。しかし、中国人民大学の中国就業研究所が1/17公表の18年10-12月期の就業市場景気報告をみると、「12月以降、全国の多くの都市で不動産市場コントロールが緩和された。預金準備率引き下げにより、銀行は不動産向け融資が増加し、19年の不動産取引はいくらか回復する」と指摘しており、不動産の規制緩和がよみとれる。

中国の固定資産投資と内訳

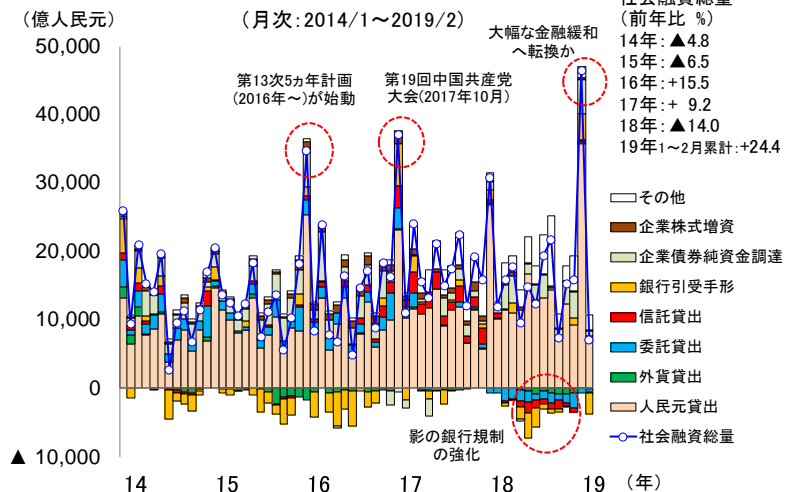
(月次:2013/1~2019/2)



(注) 毎年1月から累計の前年同期比、インフラ投資は2014年4月から(2014年12月は未公表)  
出所: 中国国家统计局資料、CEICデータよりみずほ証券作成

社会融資総量とその内訳

(月次:2014/1~2019/2)



出所: 中国人民銀行資料、CEICデータよりみずほ証券作成

この資料は投資判断の参考となる情報提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。銘柄の選択、投資に関する最終決定はご自身の判断でお願いいたします。また、本資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成したのですが、その正確性、完全性を保証したものではありません。本資料に示された意見や予測は、資料作成時点での当社の見通しであり今後予告なしに当社の判断で随時変更することがあります。最終ページに金融商品取引法に係る重要事項を掲載していますのでご覧ください。

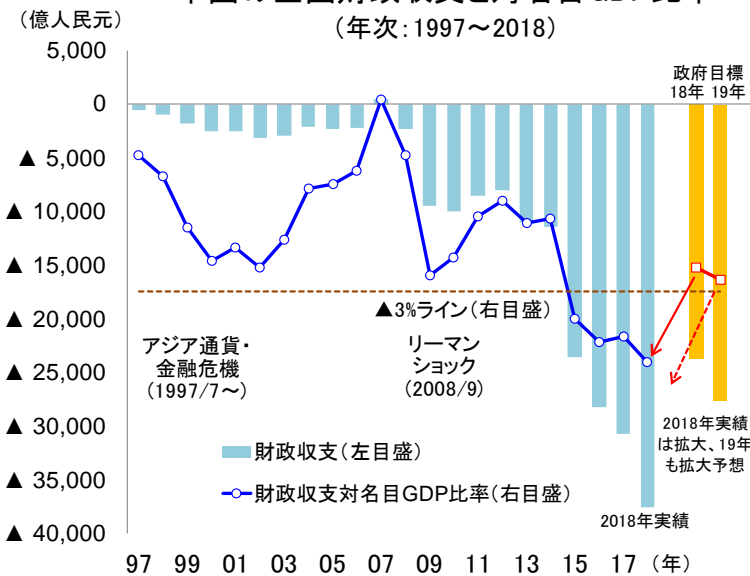
社会融資総量(P1グラフを参照)をみると、2018年は影の銀行関連融資規制(削減の動き)等により、不動産関連業者は資金繰り難に直面していたが、19年に入り、規制緩和の兆しがみられる。

**地方政府の財源が厳しいなか、土地財政依存が高まる。資産効果等で消費や設備投資のマインド向上等、景気好循環へ**

2019年の全人代(P3表を参照)では、①2兆人民元の大幅な減税・費用削減、②インフラ投資向け特別地方債の発行枠増加等、積極財政の強化が打ち出された。一方で、財政赤字が対名目GDP比で18年まで4年連続で3%超かつ拡大傾向。最高指導部は隠れ債務を含む政府債務に対して強く警戒しているが、景気下押し圧力が強いと、全人代での政府目標を上回る財政赤字が19年も続く可能性が高い。

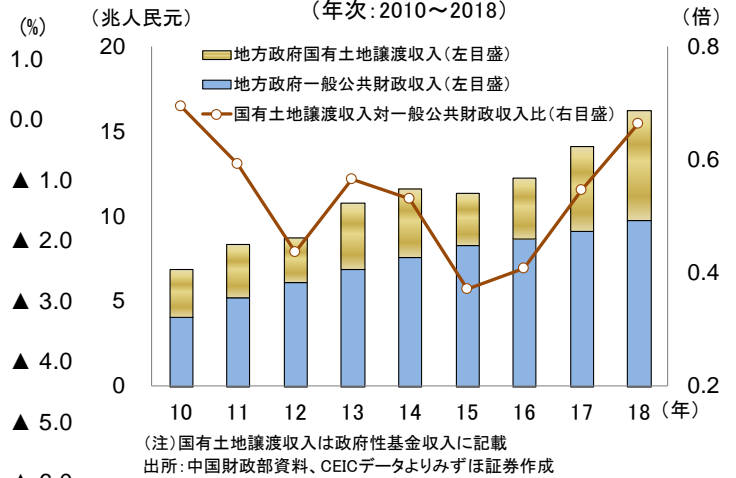
地方政府は土地財政依存度を高めている。通常の税収主体の財政収入は景気減速や減税等により厳しい状況にあるため、17年以降土地価格の上昇により急増する土地譲渡収入への依存が高まった。不動産市場のマクロコントロールの緩和は土地譲渡の財源だけでなく、資産効果による消費マインドの向上に大きな好影響をもたらす。企業も本業が厳しいなか、財テクによる営業外収入を増やし、景気の前行き懸念の緩和により設備投資マインドが持ち直し、景気の前好循環を生み出す。

**中国の全国財政収支と対名目GDP比率**  
(年次: 1997~2018)

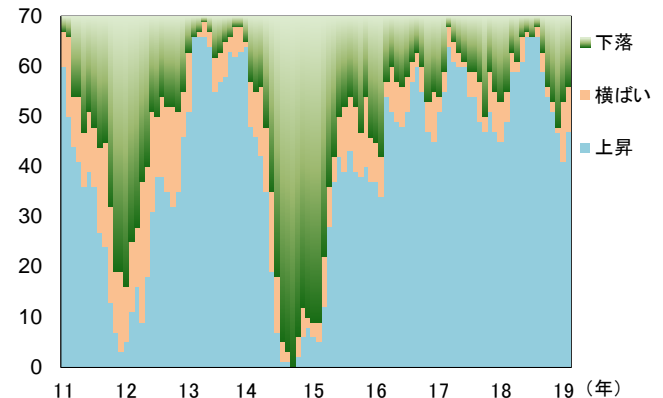


(注) 全国財政収支は各年3月開催の全人代での調整前の値  
出所: 中国財政部、CEICデータよりみずほ証券作成

**中国: 地方政府の土地財政依存度**  
(年次: 2010~2018)



**中国の中古住宅価格騰落率別都市数**  
(月次: 2011/1~2019/2)



(注) 前月比の価格騰落率別都市数(70大大都市を対象とする内訳)  
出所: 中国国家统计局資料、CEICデータよりみずほ証券作成

## 厳しい外部環境のなか、不動産回復は内需拡大策の効果を向上。将来の金融リスクには留意が必要

米中摩擦や世界景気の減速により外部環境が厳しいなか、中国政府は内需拡大の対策効果を有効的に高める必要がある。政府は積極財政の強化や「中立」文言削除が示す適度な金融緩和を実施する方針だが、不動産政策の規制緩和は消費者や企業のマインドを高める起爆剤となろう。ただし、不動産バブル、巨額で複雑な債務リスクは、2~3年後に一層厳しい政策運営をもたらすことに留意が必要だ。

### 中国の国民経済社会発展計画の経済目標(2018~19年)と実績(2018年)

No.	項目	単位	2019年目標	前年目標との比較	2018年実績	目標との比較	2018年目標	前年目標との比較
1	実質GDP成長率	前年比%	6.0~6.5	引き下げ↓	6.6	↑	6.5前後	変化なし→
	(参考)名目GDP規模	兆人民元	98.6	-	90.0	-	98.6	-
	(参考)名目GDP成長率	前年比%	-	-	9.7	-	-	-
2	消費者物価	前年比%	3.0前後	変化なし→	2.1	↓	3.0前後	変化なし→
3	全社会固定資産投資	前年比%	公表なし	-	5.9	-	有効な投資を促進 (民間投資の合理的な増加)	-
4	社会消費財小売総額	前年比%	公表なし	-	9.0	↓	10前後	変化なし→
5	貿易総額(人民元ベース)	前年比%	国際収支の均衡、貿易の安定と質的向上	文言の順番に変化	9.7	-	貿易の安定的な改善、国際収支の均衡	変化なし→
	貿易総額(ドルベース)	前年比%	-	-	12.6	-	-	-
6	鉱工業生産	前年比%	公表なし	-	6.2	↑	6.0前後	変化なし→
7	都市部新規増加就業者数	万人	1,100以上	変化なし→	1,361	↑	1,100以上	変化なし→
	都市部登録失業率	%	4.5以下	変化なし→	3.8	↓	4.5以下	変化なし→
	都市部調査失業率(農村出稼ぎ労働者を含む)	%	5.5前後	変化なし→	4.9	↓	5.5以下	新規設定
8	全国民1人当たり平均可処分所得(実質)	前年比%	実質GDP成長率と同程度の伸び率	変化なし→	6.5	↓	実質GDP成長率と同程度の伸び率	変化なし→
	農村住民1人当たり平均可処分所得(実質)	前年比%	-	-	6.6	=	-	-
9	全国一般公共財政収支(調整後)	億人民元	▲27,600	赤字金額拡大	▲37,554	赤字金額拡大	▲23,800	変化なし
	財政収支対名目GDP比率(調整後)	%	▲2.8	赤字比率拡大	▲4.2	赤字比率拡大	▲2.6	やや改善
	特別地方債発行額	兆人民元	2.15	引き上げ↑	1.95	↑	1.35	-
	減税・費用削減	兆人民元	2.0	引き上げ↑	1.3	↑	1.1	引き上げ↑
10	マネーサプライM2	前年比%	名目国内総生産の伸び率に見合う伸び率	-	8.1	↓	2017年実績と	-
	社会融資残高	前年比%	-	-	9.8	↓	同水準	-

(注)2018年の全国一般公共財政収支と財政収支対名目GDP比率の実績については、翌年の全人代での調整前の数値。マネーサプライM2の実績値は各年12月末の数値  
名目GDP規模の数値は財政収支対名目GDP比率、全国一般公共財政収支よりみずほ証券試算。2019年目標の投資、消費、生産の3項目は未公表  
出所:中国全国人民代表大会(全人代)における政府工作報告資料、国家発展改革委員会資料、国家統計局資料、財政部資料、CEICデータ、各種資料よりみずほ証券作成

### 中国の中央経済工作会议における2019年と2018年の経済政策の比較

項目	2019年経済政策	2018年経済政策
経済情勢・発展への認識	安定のなかで変化が現れ、変化のなかで心配ごとが現れている。外部環境が複雑で厳しく、経済は下押し圧力に直面している。中国は現在も長期的にも重要な戦略的チャンスの局面にあり、世界は100年来の大きな変化に直面し危機とチャンスが並存している	歴史的な成果と変革を遂げ、高速成長段階から質の高い発展段階への転換を特徴とする新時代に入った
どういう意味のある年か	小康社会の全面的な建設への重要な年。6つの安定(雇用、金融、貿易、外資、投資、予測)を一層推進し、市場の信頼感を引き上げ、人民の獲得感・幸福感・安全感を強めて、建国から70周年を迎える年	改革開放から40周年を迎える年。小康社会の全面的な建設の勝敗を決め、第13次5ヵ年計画(2016~2020年)の折り返しの重要な年
経済政策	積極的な財政政策を強化し効果を引き上げ、さらなる大規模な減税・コスト引き下げを実施し、地方の特別債券の発行規模を比較的大幅に増加する。一方、穏健な金融政策は緩和と引き締めを適度に行い、合理的で潤沢な流動性を供給し、政策の伝達メカニズムを改善し、直接金融の割合を引き上げる。民間企業と零細企業の融資難・融資コスト高の問題を解決する	積極的な財政政策のトレンドに変化はない。財政支出構造の調整や重点領域・プロジェクトへの支援を確実にし、地方政府債務の管理を強化する。一方、穏健な金融政策は中立を維持する。通貨供給を管理し、貸付・社会融資規模は合理的な伸びに維持する
人民元	言及なし	合理的な水準で安定を維持する。資本市場の健全な発展を促し一層良好に実体経済を支援し、金融システムリスクが発生させないようにする
不動産	不動産市場の健全な発展に向け長期的に効果のあるメカニズムを構築する。不動産は住むもので投機の対象ではない。都市の施策および各指導により、都市政府の主な責任を統合し、住宅市場体系と住宅保障体系を完備する	不動産市場の健全な発展に向け長期的に効果のあるメカニズムを構築する。不動産市場のコントロール政策の連続性・安定性を維持する。中央政府と地方政府の事務権限を区別し異なるコントロールを実行する
米中摩擦	中米貿易摩擦には穏当に対処する。アルゼンチンでの中米首脳会談(2018年12月開催)での共通認識を実施し、貿易協定を推進する	-
2019年重点工作任務の追加項目	強大な国内市場の形成を促進する。5Gの商用化を速め、人工知能、工業インターネット網、物流網等の新たなインフラ建設を強化する	-

出所:中国国务院(中央経済工作会议の会期:2018/12/19~21)資料よりみずほ証券作成

この資料は投資判断の参考となる情報提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。銘柄の選択、投資に関する最終決定はご自身の判断でお願いいたします。また、本資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成したものでありますが、その正確性、完全性を保証したものではありません。本資料に示された意見や予測は、資料作成時点での当社の見通しであり今後予告なしに当社の判断で随時変更することがあります。最終ページに金融商品取引法に係る重要事項を掲載していますのでご覧ください。

## 金融商品取引法に係る重要事項

- 当社取り扱いの商品等(外貨建商品等も含む)にご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料(投資信託の場合は銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸費用等)をご負担いただきます。債券を当社との相対取引によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- 各商品等には価格の変動や発行者の信用状況の悪化等により損失が生じるおそれがあります。
- なお、債券の利金・償還金の支払いについて、発行者の信用状況等によっては、支払いの遅滞・不履行が生じるおそれがあります。
- 外貨建商品等の売買等にあたり、円貨と外貨を交換する際には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。また、売却時等の為替相場の状況によっては為替差損が生じ、損失を被るおそれがあります。
- 商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料等をよくお読みください。

商号等：みずほ証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第94号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

広告審査番号：MG5690-190318-12