

## 中国経済の動向（2016年7月）

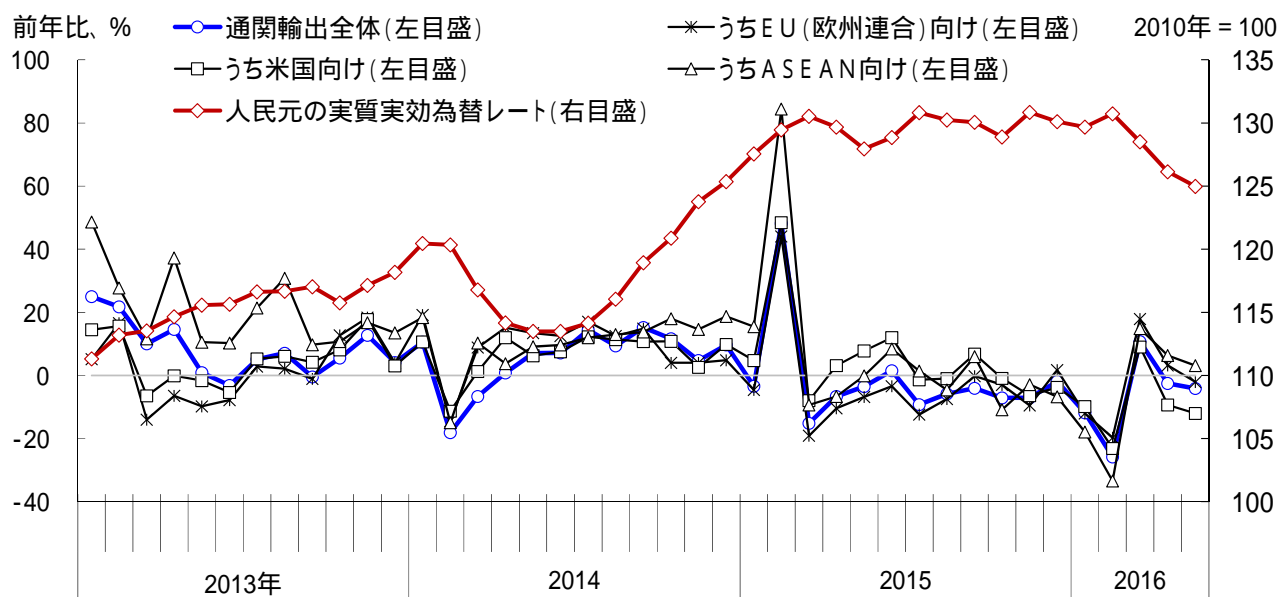
### 民間固定資産投資の増勢が大幅に鈍るなか、為替当局は緩やかな人民元安を容認

#### 輸出の不振は続く

中国景気は緩やかに減速している。まず、企業部門をみると、2016年5月の通関輸出は前年比-4.1%（前月は同-2.5%）と2か月連続で減少した（図表1）。輸出を主要仕向け地別にみると、EU（欧州連合）向け（4月：前年比+3.2%→5月：同-2.1%）が3か月ぶりに減少したほか、米国向け（4月：同-9.3%→5月：同-12.0%）もマイナス幅が拡大している。これは、海外景気の回復の緩慢さに加えて中国国内の人件費上昇に伴う輸出競争力の低下が輸出の落ち込みにつながったと考えられる。他方、通貨人民元の実質実効為替レート<sup>（注1）</sup>（4月：126.1→5月：125.0）が3か月連続で下落したものの、輸出を押し上げる効果は限定的なものにとどまっている。

（注1）実質実効為替レートとは、様々な通貨に対する物価調整後の実質為替レートを、当該相手国・地域との貿易額に応じて加重幾何平均したもの。数値が低いほど輸出に有利に働く。

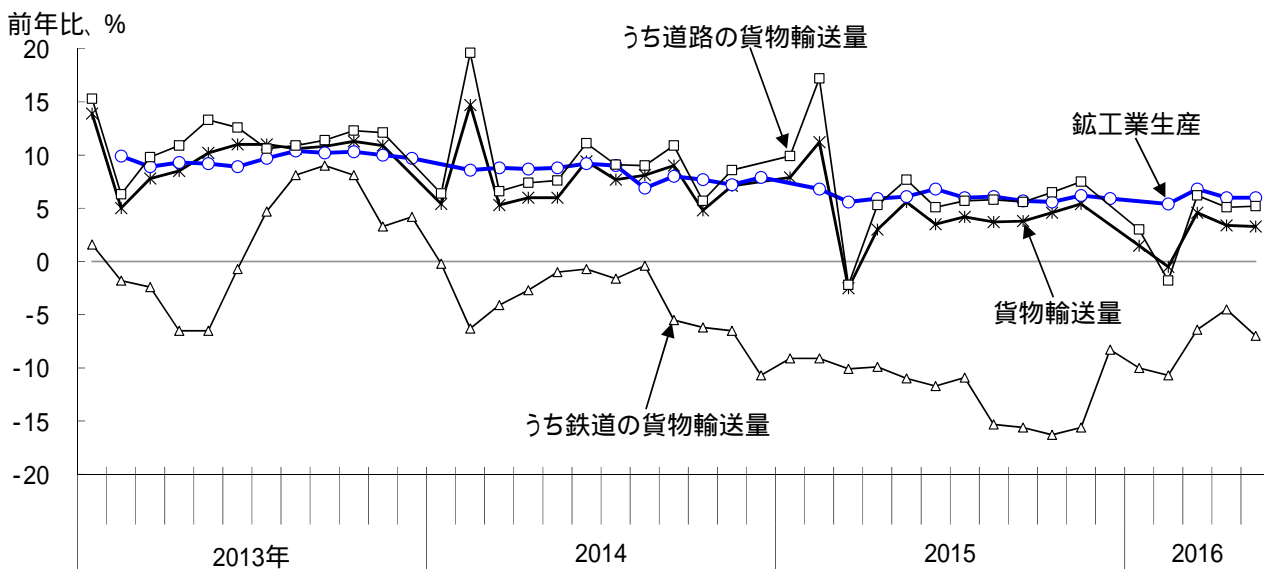
図表1 通関輸出と人民元の実質実効為替レート



一方、5月の鉱工業生産は前年比+6.0%（前月も同+6.0%）と2か月連続で低めの伸びとなった（図表2）。鉱工業生産を業種別にみると、コンピューター・通信・その他の電子設備（4月：前年比+8.3%→5月：同+10.0%）や電気機械・器材（4月：同+8.3%→5月：同+9.2%）が伸びを高める一方で、自動車（4月：同+12.1%→5月：同+11.2%）は減速した。また、5月の貨物輸送量は前年比+3.3%と、わずかながら前月の伸び（同+3.4%）を下回っている。貨物輸送量の内訳をみると、全

物の79%（2015年平均）を占める道路関連（4月：同+5.1%→5月：同+5.2%）が伸びをやや高めたものの、全体の7%を占める鉄道関連（4月：同-4.5%→5月：同-7.0%）はマイナス幅が拡大している。

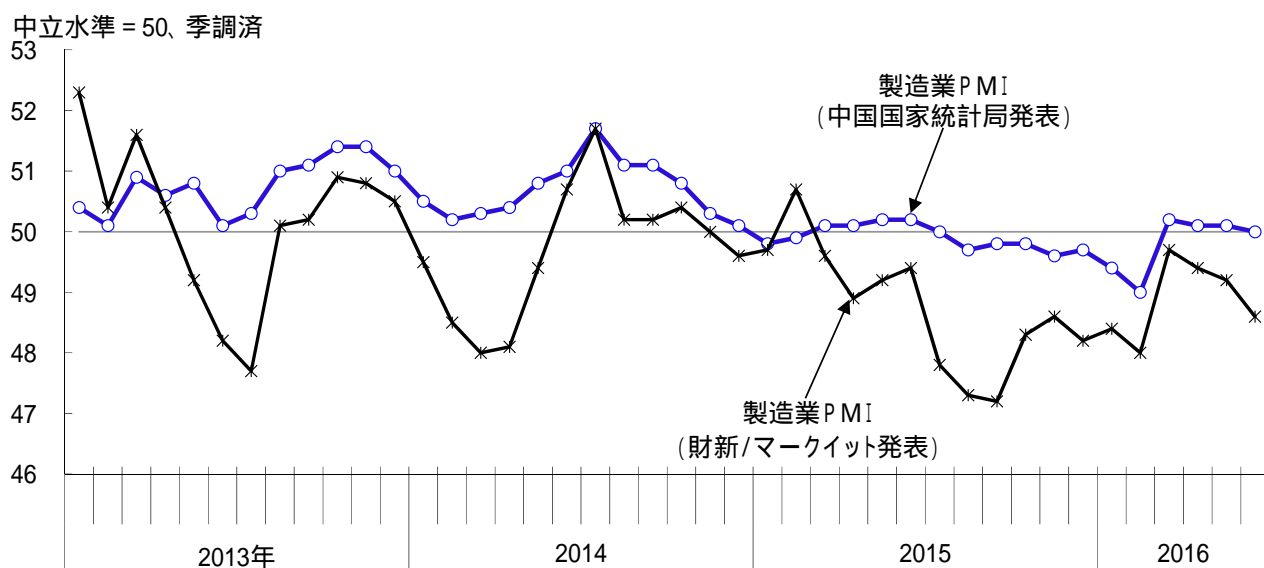
図表2 鋳工業生産と貨物輸送量



(注) 鋳工業生産の各年2月は1～2月の累計値。データの無い月は線形補間した。  
(中国国家统计局)

さらに、6月の中国国家统计局発表の製造業PMIは50.0（前月は50.1）と中立水準（50）まで低下した（図表3）。PMIの内訳をみると、大型企業（5月：50.3→6月：51.0）が依然として中立水準を上回ったものの、中型企業（5月：50.5→6月：49.1）は中立水準を割り込み、また小型企業（5月：48.6→6月：47.4）も中

図表3 製造業PMI



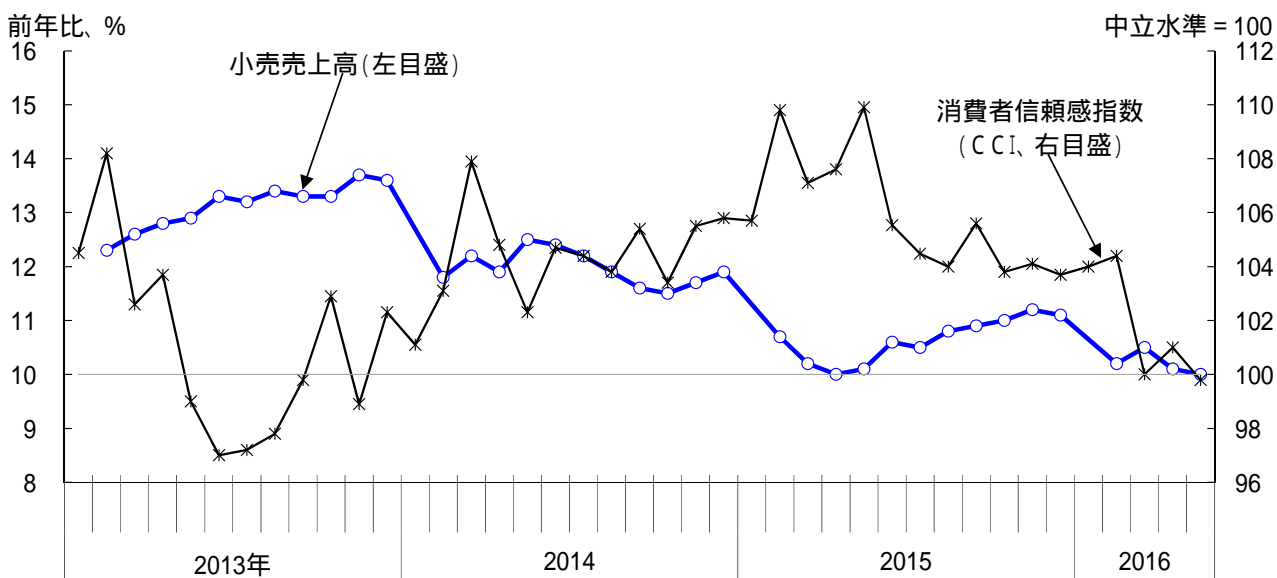
(注) PMIは購買担当者景気指数。  
(中国国家统计局、Bloomberg)

立水準を大きく下回った。また、6月の財新/マークイット発表の製造業PMIは48.6（前月は49.2）と3か月連続で低下したうえ、16か月連続で中立水準を割り込んでいる。こうしたことから、製造業の景況感については中小企業を中心に弱含みが続いていると判断できる。

### 家計部門にやや陰り

次に家計部門をみると、個人消費の動きを表す5月の小売売上高が前年比+10.0%（前月は同+10.1%）と2015年4月以来の低い伸びとなった（図表4）。また同月の消費者信頼感指数が99.8（前月は101.0）と2年半ぶりに中立水準（100）を下回ったことが示すように、足元では消費者心理も悪化し始めていると判断できる。

図表4 小売売上高と消費者心理



(注)小売売上高の各年2月は1～2月の累計値、データのない月は線形補間した。  
(中国国家统计局、CEIC)

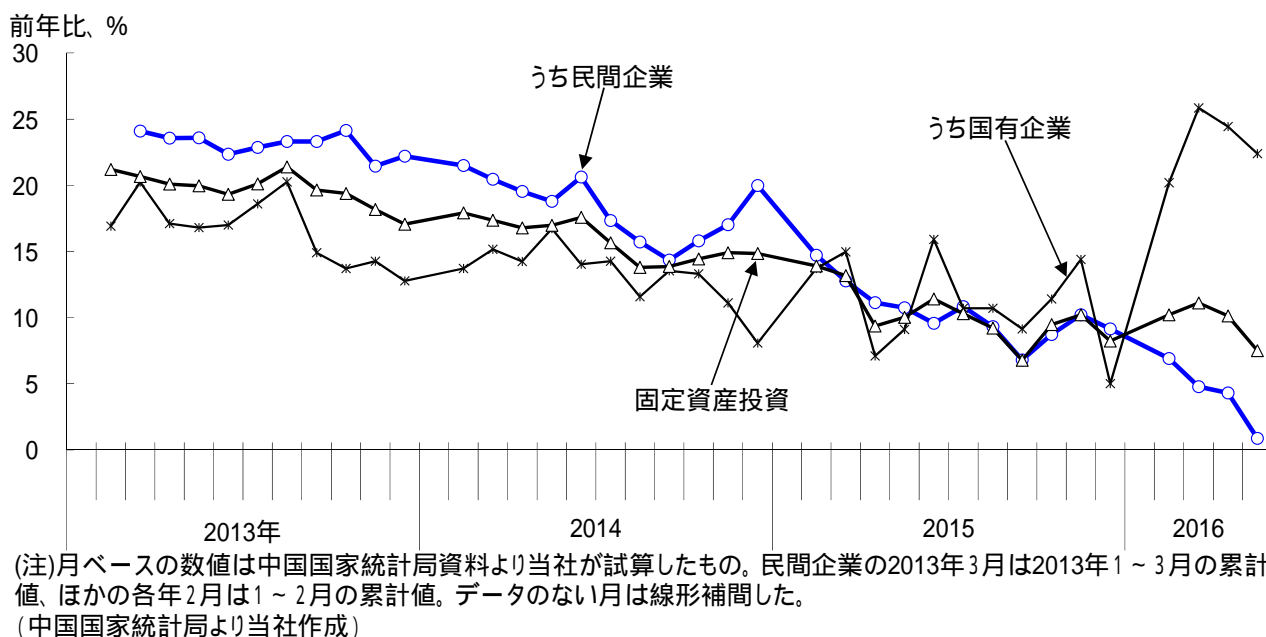
このように、家計部門にやや陰りが見え始めた背景には、大きく2つの理由があると考えられる。第1に、経済構造改革の推進である。すなわち、過剰生産能力の解消に伴う企業のリストラが進むなか、個人所得の伸び鈍化が個人消費のもたつきにつながったと考えられる。

第2に、住宅価格の過度な上昇である。具体的には、住宅価格が大都市を中心に高騰するなか、居住を目的とした将来の住宅購入者の多くが住宅価格の一段の上昇を恐れた末に住宅購入を前倒ししていると言われている。中国の住宅購入時のローン規制により、購入者は頭金（住宅ローンの2割以上）を負担する必要があると定められている。2016年に入って、多くの住宅前倒し購入者は短期間で多額の頭金を準備する目的で、自動車など耐久財の購入や観光などレジャーの支出を抑えることを余儀なくされている。このことが消費支出を抑制し、また消費者マインドの冷え込みにもつながっていると考えられる。

## 民間固定資産投資は大幅に減速

当社の試算によると、5月の固定資産投資は前年比+7.5%（前月は同+10.1%）と、2015年9月以来の低い伸びとなった（図表5）。その内訳をみると、国有企業の投資が同+22.4%（前月は同+24.4%）と高い伸びを示す一方で、民間企業の投資が同+0.9%（前月は同+4.3%）と大幅に減速した。現地エコノミストの分析によると、国有企業の投資の多くが住宅価格の高騰を見込んだ不動産投資であると言われている。他方、民間企業の投資が減速した背景には、過剰設備を抱えている石炭や鉄鋼などの業種において投資が抑制されたことに加えて、民間企業の資金調達が足元で困難になっている点も指摘できる。現地の報道等では、中国の銀行が国有企業向けの貸し出しを優先し、民間企業への貸し出しを絞っていることが、民間投資の制約要因になっていると伝えられている。

図表5 固定資産投資

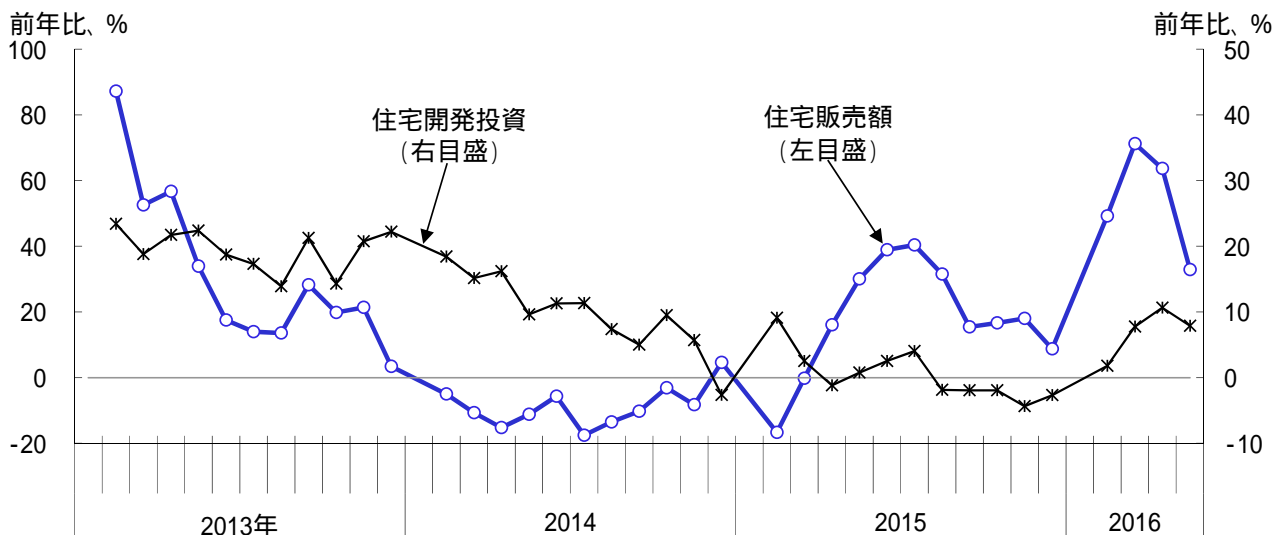


## 過熱気味の住宅市場に一服感

他方、住宅市場に目を向けると、5月の住宅販売額は前年比+32.9%（前月は同+63.7%）と2か月連続で減速している（図表6）。また、同月の住宅開発投資も同+7.9%と前月の伸び（同+10.7%）を下回った。さらに、5月の深センの新築住宅価格が前年比+53.2%（前月は同+62.4%）と上昇幅を縮めるなど、大都市の住宅価格高騰にも一部で一服感がみられる（図表7）。これは、当局が一部の大都市で不動産取引の引き締め策を打ち出したことによる影響が大きいと考えられる。すなわち、上海や深センなどの地方政府が3月に入って、住宅購入時の頭金比率の引き上げや非居住者の住宅購入条件の厳格化を打ち出し、また違法ともいえる「首付貸（しゅふたい）」<sup>（注2）</sup>の取り締まりに乗り出している。

(注2) 「首付」は頭金、「貸」は貸出、「首付貸」とは住宅購入時の頭金向けの貸出を指す。中国の住宅購入時のローン規制について、当局が住宅購入者に対して最低頭金比率を20%以上と設定しているものの、不動産仲介などの業者による「首付貸」を利用することで住宅購入者が実際に負担する頭金比率が最低0%になるケースもあるといわれている。こうした高レバレッジの仕組みが住宅投機を一段と煽っており、このことが大都市の住宅市場の過熱につながったとみられる。

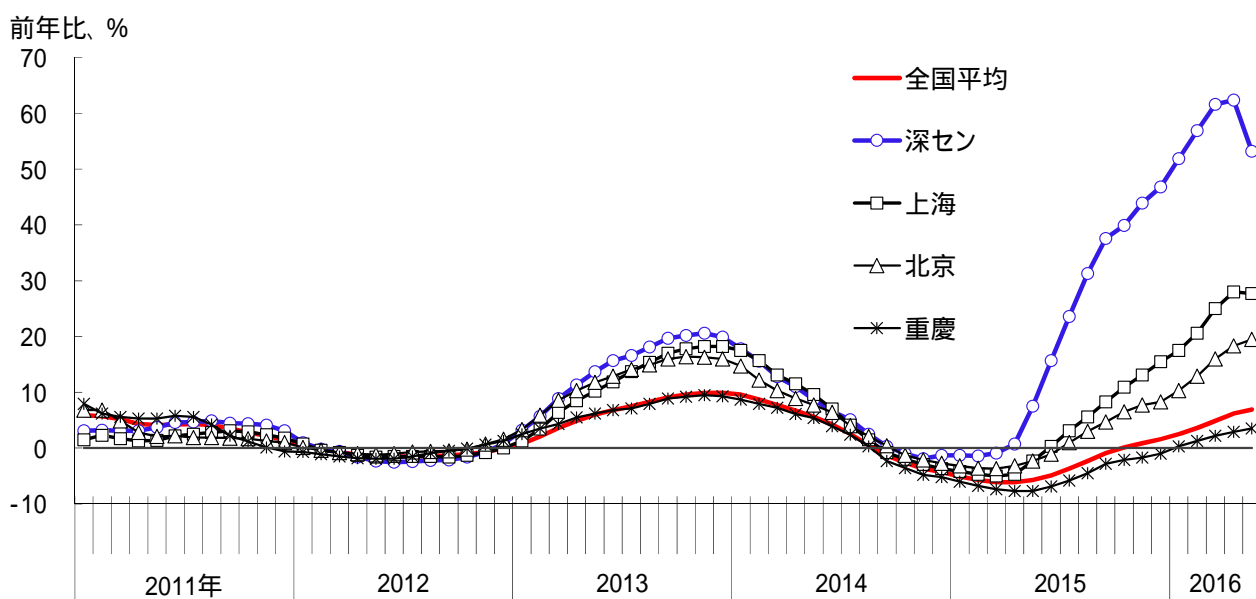
図表6 住宅販売と住宅投資



(注) 月ベースの数値は中国国家统计局資料より当社が試算したもの。各年2月は1～2月の累計値、データのない月は線形補間した。  
(中国国家统计局)

ただその一方で、多くの地方政府が過剰な住宅在庫を減らす目的で住宅購入支援策を依然推進していることもあり、足元では住宅価格の上昇が大都市から中小都市へ広がっている。例えば、5月の主要70都市の新築住宅価格をみると、前年比で上昇した都市の数が50（前月は46）と、5か月連続で増加している。

図表7 住宅価格



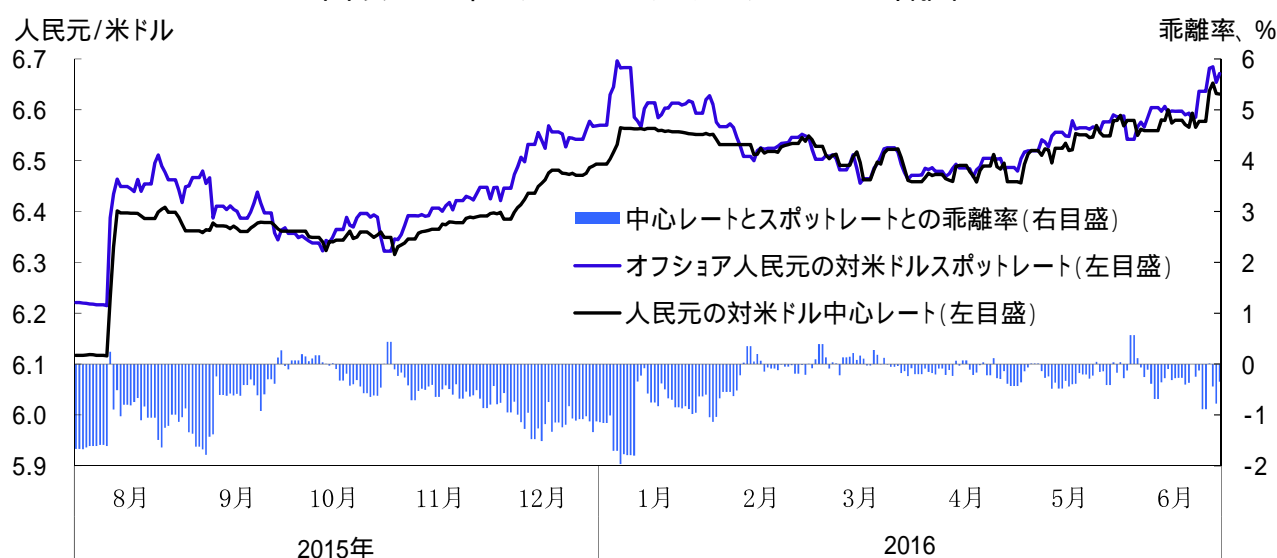
(中国国家统计局、ロイター)

## 中国人民銀行は緩やかな人民元安を容認

このように、中国景気が緩やかに鈍化するなか、中国の人民元相場は下落基調で推移している。人民元の対米ドルスポットレートには、オンショア人民元とオフショア人民元<sup>(注3)</sup>の2つがあるが、市場の実勢をより反映しているのはオフショア人民元相場である。2016年4～6月期のオフショア人民元の対米ドルスポットレートは、期中に3.1%下落した(図表8)。これは、中国の景気減速懸念や米連邦準備理事会(FRB)による追加の利上げ観測などが人民元売り・米ドル買いにつながったためとみられる。

(注3) オンショア人民元とは中国本土市場で取引される人民元、オフショア人民元とは中国本土外(主に香港市場)で取引される人民元のことを言う。

図表8 中心レートとスポットレートとの乖離率



(注) オフショア人民元市場は香港市場を指す。日次、期間:2015年8月1日～2016年6月30日。  
(Bloombergより当社作成)

今回の元安局面において注目すべきは、中国の為替当局が緩やかな元安を容認しているとみられる点である。当局の為替政策の意図を反映している人民元の対米ドル中心レート<sup>(注4)</sup>と、オフショア人民元の対米ドルスポットレートの日々の乖離率<sup>(注5)</sup>をみると、前回の元安局面(2015年11月～2016年1月上旬)では乖離率が大幅なマイナス(為替当局が市場実勢よりも元高方向で中心レートを設定)で推移していたが、今回の元安局面では小幅なマイナスにとどまっている。これは、為替当局の元安進行に対する警戒姿勢が、以前に比べて弱まっていることを物語っている。

(注4) 管理フロート制の下で、中国人民銀行(中央銀行)は毎朝、人民元の対米ドルなどの中心レート(基準値)を算出し、その上下に一日当たりの変動幅(対米ドルで現在2%)を制限する形で、人民元をコントロールしてきた。

(注5) 乖離率=(当日の中心レート-前日のスポットレート終値)÷前日のスポットレート終値。乖離率は、マイナスになる場合が市場の実勢レートに比べて人民元の中心レートを元高方向に設定して元高を誘導しようとする中国為替当局の意図を、一方でプラスになる場合が中心レートを元安方向に設定して元安を誘導しようとする当局の意図を表す。また、乖離率の絶対値の大小は当局の意図の強さを表す。乖離率が大きいほど、当局の意図が強いことを意味する。



このように、当局が緩やかな元安を容認している背景には、大きく2つの理由があると考えられる。第1に、輸出の促進である。2016年に入って、中国政府は景気下支え策を強化しているものの、国内景気が依然として鈍化基調にある。この傾向が続けば、2016年の実質GDP（国内総生産）成長率が政府目標の下限（6.5%）を下回る可能性もある。元安容認を通じて輸出を支援することにより、中国の景気鈍化に歯止めをかけようとする習近平体制の意図がうかがえる。第2に、国際通貨基金（IMF）の準備資産である特別引き出し権（SDR）の構成通貨への組み入れである。人民元のSDRへの採用は2015年11月末に決定したものの、正式な組み入れは2016年10月となる。国際的な準備通貨として認知度を高めるには、市場の実勢を反映した健全な人民元相場の形成が不可欠である。

こうしたなかで、6月23日に行われた英国の国民投票でEU（欧州連合）離脱派が勝利したため、足元でリスク回避の新興国通貨売り・米ドル買いが出やすくなっている点には注意が必要である。今後、習近平体制がどこまで元安・米ドル高を容認することができるのか、国内外で注目されている。

担当：調査部 白 鳳翔

TEL：045-225-2375

E-mail: [haku@yokohama-ri.co.jp](mailto:haku@yokohama-ri.co.jp)

本レポートの目的は情報の提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。