

調査速報

中国経済の動向（2017年2月）

景気が緩やかに持ち直す一方で、中国当局は金利操作などで人民元「防衛戦」に全力

副主任研究員

白 鳳翔 (Haku Houshou)

045-225-2375

haku@yokohama-ri.co.jp

要約

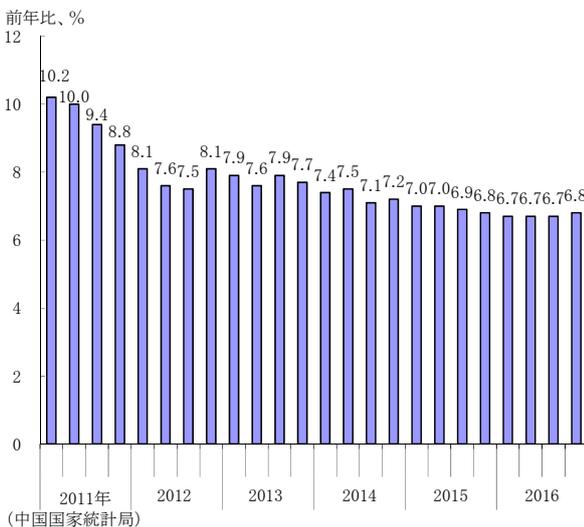
- 2016年10～12月期には不動産投資の回復や車販売の好調により、経済成長率が2年ぶりに高まった。
- 年明け後も製造業の景況感は良好な状況を継続し、春節商戦の盛り上がりも個人消費の底堅さを示す。
- 中国当局は金利操作や規制強化で元安阻止を探るが、それによって中国企業の活動が阻まれる公算。

1. 2016年10～12月期の成長率は8四半期ぶりに高まる

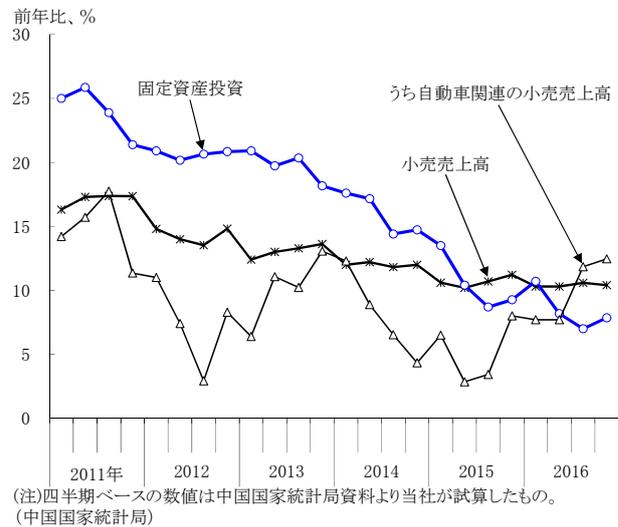
中国国家统计局の発表によると、2016年10～12月期の中国の実質GDP（国内総生産）は前年比+6.8%（前期は同+6.7%）と、わずかながら成長率が8四半期ぶりに高まった（図表1）。10～12月期には、固定資産投資が前年比+7.8%（前期は同+7.0%）と3四半期ぶりに伸びを高めたことが成長率を押し上げた（図表2）。固定資産投資の内訳をみると、住宅在庫の削減が一段と進んだこともあり、不動産業が同+8.2%（前期は同+4.8%）と3四半期ぶりの高い伸びとなった。

また、個人消費の動向を表す小売売上高は10～12月期に前年比+10.4%（前期は同+10.6%）と、底堅く推移した。小売売上高の内訳をみると、自動車関連は同+12.5%（前期は同+11.8%）と3年ぶりの高い伸びを記録した。個人所得の堅調な増加に加えて、小型車減税措置の効果も現われた。その一方で、同期の通関輸出は前年比-5.2%（前期は同-6.9%）と、EU（欧州連合）向けやASEAN向けの低迷もあり、7四半期連続で減少している。

図表1 実質GDP（国内総生産）成長率



図表2 固定資産投資と小売売上高

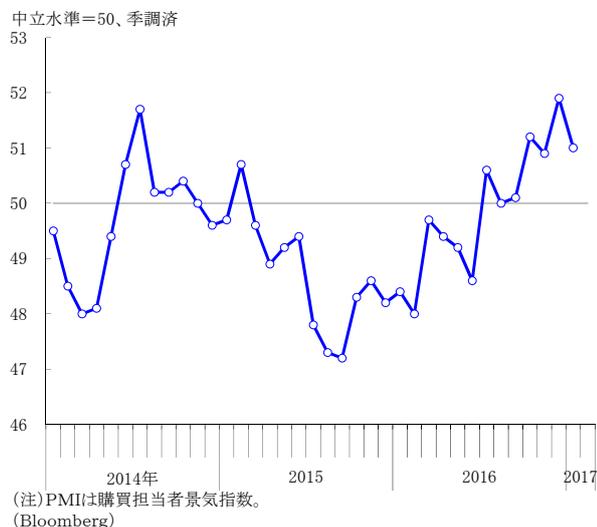


2. 2017年1月以降の景気も緩やかな改善基調

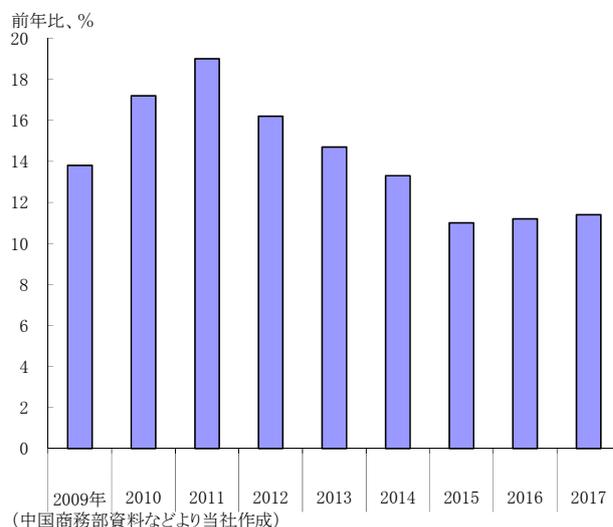
他方、直近の月次経済指標をみると、2017年1月の財新/マーケット発表の製造業PMIは51.0と、47か月ぶりの高水準だった前月（51.9）を下回ったものの、5か月連続で中立水準の50を上回っている（図表3）。内訳をみると、「生産」と「新規受注」はともに前月に比べて低下したものの、い

れも中立水準の50を上回っており、改善基調が続いている。また、「新規受注」の中では、輸出向けの改善が顕著であり、28か月ぶりの高水準を記録した。

図表3 製造業PMI（財新/マークイット）

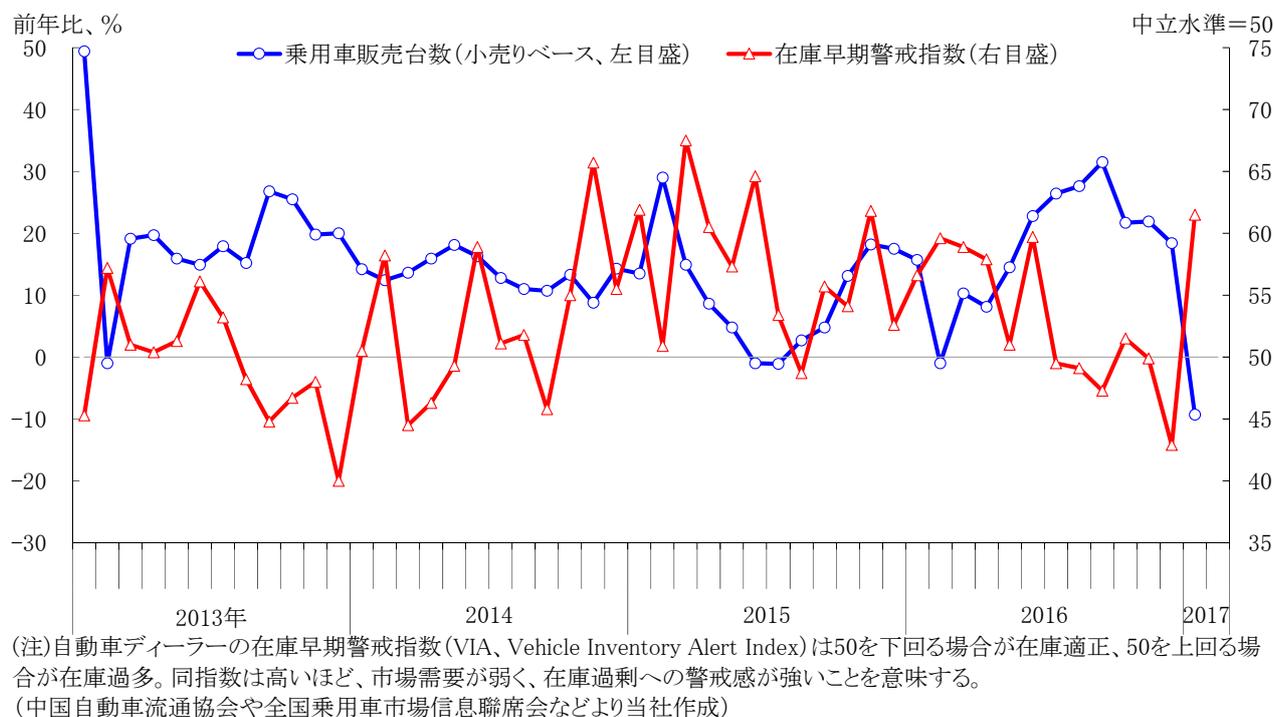


図表4 春節期間の小売売上高



また、中国商務部の発表によると、2017年の春節期間（1月27日～2月2日）の小売売上高（8,400億元＝14.0兆円）は前年比+11.4%と、伸びが前年の春節期間（同+11.2%）をやや上回った（図表4）。デジタル家電や宝飾品の販売が盛り上がったほか、飲食関連の売上も高い伸びとなっており、春節の国内商戦は足元の個人消費の底堅さを示している。

図表5 乗用車販売台数と在庫早期警戒指数



もっとも、2017年1月の乗用車販売台数（小売りベース）は前年比-9.3%（前月は同+18.4%）と、2016年2月以来の減少に転じた（図表5）。春節休暇期間が2017年は1月（2016年は2月内）から始まった影響によって1月の自動車ディーラーの営業日が前年同月に比べて5日少なかったことに加えて、2017年1月から小型車減税措置^{（注1）}の減税幅が半分に圧縮されたことも新車販売の減少につながった。こうしたなか、1月の自動車ディーラーの在庫早期警戒指数が61.5と中立水準（50）を超えて2015年11月以来の高水準となっており、自動車ディーラーの在庫過剰への警戒感が強まっている。

（注1）中国財政部（日本の財務省に相当）は2016年12月15日、2016年末で期限を迎える小型車販売の減税措置を2017年末に1年延長すると発表した。もっとも、減税幅（2015年10月～2016年12月：5%→2017年1～12月：2.5%）は半分に圧縮される。

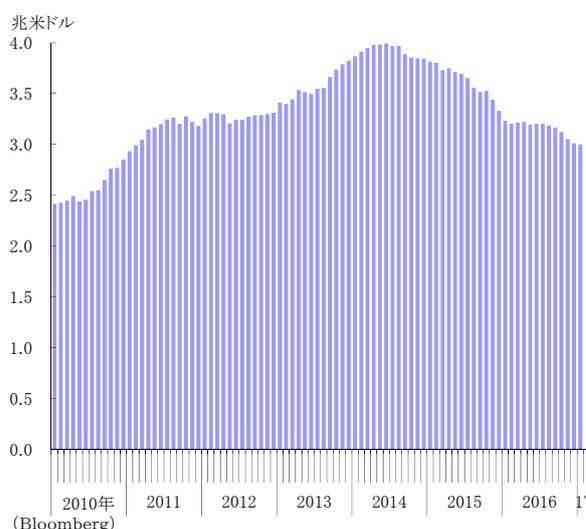
3. 金利操作や規制強化などで元安阻止を探る中国当局

一方、中国のオフショア人民元^{（注2）}相場は2017年初に急反発した。1月3～5日までの人民元の対米ドルスポットレートは3日間で2.7%上昇した（図表6）。この背景には、中国の通貨当局がオフショア市場の短期金利上昇を通じて、海外投機筋の人民元買いを誘発したことがあるとみられる。すなわち、中国人民銀行（中央銀行）の意向を受けた中国の国有銀行などがオフショア市場への資金供給を絞ったため、香港銀行間取引金利（HIBOR）の翌日物が1月5日に38.3%へと急上昇した。年初の人民元安^{（注3）}を見込んで元売りを膨らませていた投機筋は、こうした短期金利の急上昇に伴う元の調達コスト急増に耐えかねて、元の売り持ちの解消（元の買戻し）を余儀なくされたとみられる。

図表6 人民元相場とHIBOR



図表7 中国の外貨準備高



2016年11月以降、中国当局は元安の阻止策として、従来の元買い・米ドル売り介入を手控える一方で、上述のような金利操作のほか、資本規制を積極的に導入している。具体的には、①企業M&Aなどの海外直接投資（ODI）の審査厳格化、②個人による不動産投資・証券投資・保険購入向けの海外送金禁止の明確化、③個人による外貨両替の審査厳格化、④ビットコイン取引所運営業者の立ち入り検査の実施、などが挙げられる。中国当局が為替介入を手控えている背景には、外貨準備高の急減を阻止しようとする習近平体制の意図があると考えられる。2015年後半以降、中国の外貨準備高は当局の継続的な元買い・米ドル売り為替介入により、減少基調が続いている。2017年1月の外貨準備高は2兆9,982億米ドルと3兆米ドルの大台を割り込み、2011年2月以来の低水準となった（図表7）。外貨準備高が過度に減少すれば、市

場心理に悪影響が及び、元安と資本流出が一段と加速する恐れがある。

こうした状況下、中国人民銀行は元安を阻止する目的もあり、1月24日に中期貸出制度（MLF）^{（注4）}による市中銀行への貸出金利（6か月物：2.85%→2.95%、1年物：3.00%→3.10%）を0.1%引き上げた。また、春節連休明け（2月3日）の公開市場操作（オペ）では、売却条件付き債券購入（リバースレポ）を通じて資金を供給した際に、7日物（2.25%→2.35%）と14日物（2.40%→2.50%）、28日物（2.55%→2.65%）の提示金利をいずれも0.1%引き上げた。さらに、同日に臨時貸出制度（SLF）^{（注5）}による市中銀行への貸出金利（翌日物：2.75%→3.10%、7日物：3.25%→3.35%、1か月物：3.60%→3.70%）を引き上げた。

もっとも、このような市場金利の引き上げや前記のような資本規制の実施は、中国企業の活動などを抑制するという負の側面も有している。習近平体制は、外貨準備高の急減を避けながら、金利操作や規制強化などで過度な元安の進行を阻止し、なおかつ経済成長の安定を維持するという、非常に難しい舵取りを迫られているといえよう。

（注2）人民元の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の2つがある。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。

（注3）中国では、個人の外貨両替上限が1人当たり年間5万米ドルで、毎年年初に両替枠が更新される。近年、元から米ドルへの両替を希望する個人が年明けに集中的に両替を行う傾向があり、元安圧力がかかりやすいといわれている。

（注4）中期貸出制度（Medium-term Lending Facility）とは、中国人民銀行が中期ベースマネーを供給する手段で、供給の対象は一部の大手商業銀行と政策銀行である。担保方式が採用され、国債や中央銀行手形などの優良債権を担保にする必要がある。

（注5）臨時貸出制度（Standing Lending Facility）とは、中国人民銀行が短期資金を供給する手段で、供給の対象は政策銀行と一部の大手商業銀行である。中期貸出制度と同様に担保方式が採用され、国債などの優良債権を担保にする必要がある。

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。