

調査速報

中国経済の動向（2017年8月）

不動産引き締め策の影響で個人消費や固定資産投資は鈍化。その一方で、人民元は上昇基調が続く。

主任研究員  
白 鳳翔 (Haku Houshou)  
045-225-2375  
[haku@yokohama-ri.co.jp](mailto:haku@yokohama-ri.co.jp)

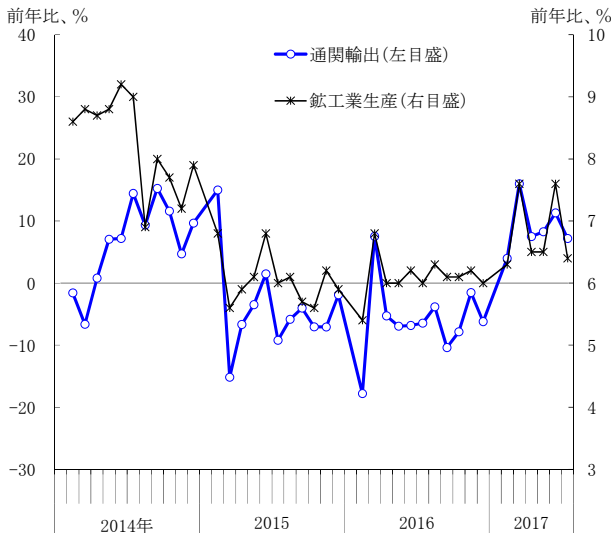
要約

- 直近2017年7月の輸出は米国向け的大幅な伸び鈍化を受けて増勢が弱まり、鉱工業生産も減速した。
- 不動産取引の引き締め策の影響を受けて、個人消費や固定資産投資にも鈍い動きがみられる。
- その一方で「逆周期因子」の導入が元買い・米ドル売りを誘い、人民元相場は上昇基調で推移している。

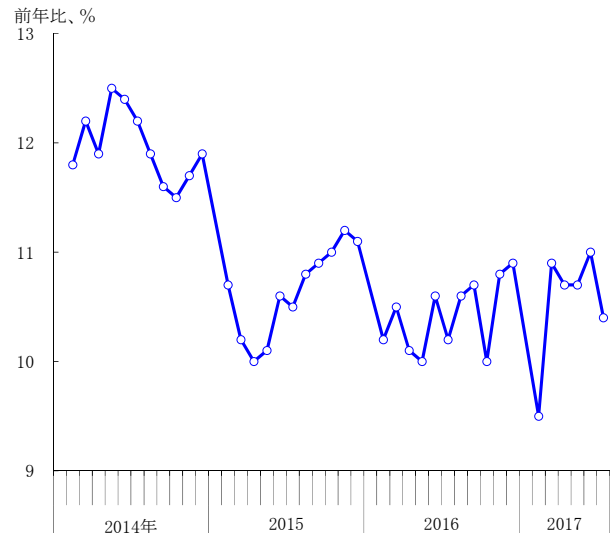
1. 輸出や生産が減速し、不動産取引の引き締め策の影響で消費や投資にも鈍い動きがみられる

足元の中国景気は4～6月期に比べて緩やかに鈍化している。まず、企業部門では、2017年7月の通関輸出が前年比+7.2%と、4～6月期（同+9.0%）に比べて増勢が弱まった（図表1）。輸出を主要仕向け地別にみると、EU（欧州連合）向け（4～6月期：前年比+9.7%→7月：同+10.1%）がやや伸びを高めたものの、米国向け（4～6月期：同+14.5%→7月：同+8.9%）が大幅に減速した。また、7月の鉱工業生産は前年比+6.4%と、伸びが4～6月平均（同+6.9%）を下回った。鉱工業生産を業種別にみると、自動車の伸び（4～6月平均：前年比+10.9%→7月：同+11.8%）がやや高まったものの、コンピューター・通信・その他の電子設備（4～6月平均：同+12.9%→7月：同+11.8%）や化学原料・製品（4～6月平均：同+3.7%→7月：同+2.3%）は減速した。

図表1 輸出と鉱工業生産



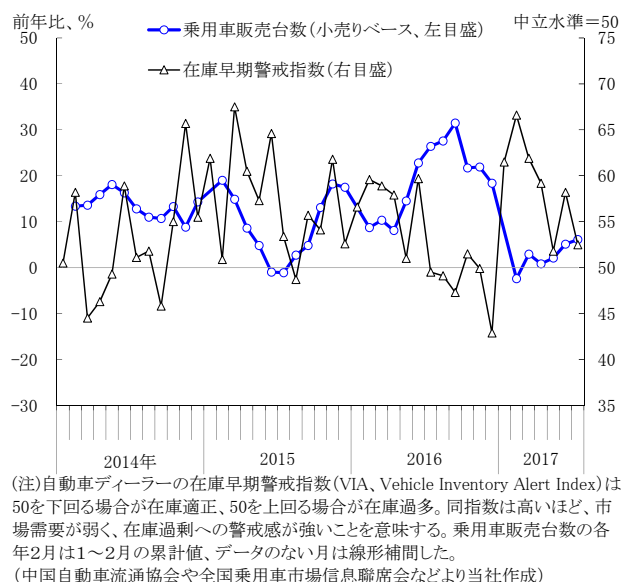
図表2 小売売上高



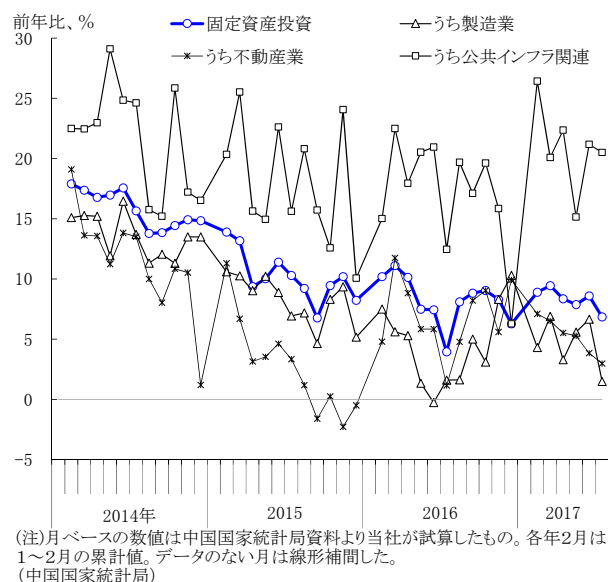
次に、家計部門をみると、個人消費の動向を表す小売売上高は7月に前年比+10.4%と、4～6月期（同+10.8%）に比べて伸びが鈍った（図表2）。内訳をみると、住宅販売の大幅な減速を背景に家具関連（4～6月期：前年比+14.1%→7月：同+12.4%）が減速に転じ、また日用品関連（4～6月期：同+9.5%→7月：同+7.1%）や通信機器関連（4～6月期：同+9.3%→7月：同+7.9%）も増勢が弱まった。また、乗用車市場に目を向けると、7月の乗用車販売台数（小売りベース）は前年比+6.1%（前月は同+5.1%）と、3か月連続で伸びが高まったものの、2016年（前年比+18.4%）に比べて増勢の鈍化が明らかである（図表

3)。2017年1月から小型車減税措置の減税幅が半分に圧縮されたこと（2015年10月～2016年12月：5%→2017年1～12月：2.5%）による影響が引き続き残っている。こうした中、7月の自動車ディーラーの在庫早期警戒指数が52.5（前月は58.2）と7か月連続で中立水準（50）を上回っており、自動車ディーラーの在庫過剰への警戒感が依然として強いことがうかがえる。

図表3 乗用車販売台数と在庫早期警戒指数



図表4 固定資産投資



他方、7月の固定資産投資は前年比+6.8%と4～6月期（同+8.3%）に比べて伸びが一段と低下している（図表4）。内訳をみると、中国政府がPPP（官民連携）プロジェクトを積極的に推進した効果などを受けて、公共インフラ関連（4～6月期：前年比+19.5%→7月：同+20.5%）が依然として高い伸びで推移したものの、過剰生産能力の解消に伴う新規設備投資の抑制に加えて資金調達が困難になった影響もあり、民間企業を中心に製造業（4～6月期：同+5.3%→7月：同+1.5%）が大きく減速した。また、不動産取引の引き締め策による影響が顕在化する中、住宅開発投資を中心に不動産業（4～6月期：同+4.7%→7月：同+3.0%）も増勢が一段と弱まっている。住宅開発投資の先行指標となる住宅販売額が7月に前年比+4.7%（前月は同+26.2%）と2015年3月以来の低い伸びとなり、また同月の住宅の新規着工面積は同-3.0%（前月は同+14.4%）と2016年9月以来の減少に転じた（図表5）。こうしたことから、不動産業の固定資産投資は今後も減速基調が続く公算が大きいと判断できる。

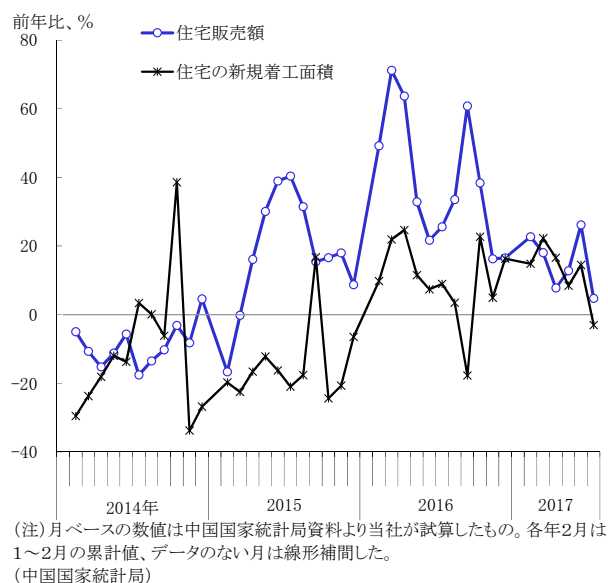
## 2. 「逆周期因子」の導入により、人民元相場は5月末から上昇基調が続く

こうした中、通貨人民元の上昇が中国の輸出競争力の低下を通じて、輸出を一段と減速させる恐れがある。人民元相場の推移をみると、今年5月末から上昇基調が続いている。5月31日～8月28日までの3か月弱の間に、人民元の対米ドルスポットレートは実に3.6%も上昇した（図表6）。これは、中国の通貨当局が人民元の対米ドル中心レート（基準値）の算出方法<sup>(注1)</sup>を見直したことによる影響が大きいと考えられる。すなわち、5月26日、中国人民銀行（中央銀行）は、従来の人民元の対米ドル中心レートの算出方法に新たに「逆周期因子」を加えると表明した。「逆周期因子」については、いまだその詳細な中身は公表されていないものの<sup>(注2)</sup>、相場的大幅変動を緩和するように作用する、市場の反循環的な要素ないしは変数であると言われている。すなわち、中国人民銀行が中心レートを算出するにあたっての、前日の人民元相場が下落した場合には元高方向に、人民元相場が上昇した場合には元安方向に逆行するような仕組みの導入である。そして、注目されたのは、元安

方向よりも元高方向に作用する度合いがより強い因子ということである。こうした「逆周期因子」の導入により、市場参加者の元買い・米ドル売りが誘発されやすくなったとみられる。

このように、習近平体制が「逆周期因子」の導入を打ち出した背景には、大きく2つの目的が挙げられる。第1に、金融・為替市場の混乱の防止である。2016年11月以降、中国当局は資本規制を強化し、また金利を高め、過度な人民元安の進行阻止に取り組んでいる。今秋に5年に1度の共産党大会（中国共産党第19回全国代表大会）を控える習近平体制にとって<sup>(注3)</sup>、社会安定の維持が最重要の課題であり、同課題にうまく対応するために、過度な元安の進行とそれに伴う資本流出懸念などによる金融・為替市場の混乱を防止しなければならない。

図表5 住宅販売と新規着工面積



図表6 人民元の対米ドルスポットレート



第2に、米トランプ政権への対応である。米財務省は2017年4月にトランプ政権発足後初の「外国為替報告書」を発表し、そこでは中国を為替操作国に認定することは見送ったものの、引き続き為替操作の監視対象国と位置づけている。先行き元安が進めば、トランプ政権が中国を為替操作国に認定する可能性も依然残っている。「逆周期因子」の導入には、トランプ政権の対中警戒感を和らげようとする習近平体制の意図があると考えられる。

もっとも、こうした「逆周期因子」の導入は、中国当局による人民元相場への裁量余地の拡大を意味している。この点は習近平体制が進めていた人民元の国際化の流れとは明らかに逆行する動きであると言わざるを得ない。

(注1) 2016年2月以降、人民元の対米ドル中心レート（基準値）は、中国人民銀行（中央銀行）によって「市場の前日終値」に「通貨バスケット（複数通貨で構成）に対する人民元の変動幅」を加味して算出されている。

(注2) 中国人民銀行発表（2017年8月11日）の『中国貨幣政策執行報告（2017年第2四半期）』では、「逆周期因子」の算出過程においてすべてのデータが第三者の干渉を受けないことに加えて、「逆周期因子」の導入によって新たな中心レートの算出方法の規則性と透明度、市場化が向上していることも強調された。もっとも、同報告では「逆周期因子」の具体的な計算方法が明らかになっていない。

(注3) 今年の共産党大会がいつ開催されるかは発表されていない。近年は10月中旬から11月中旬の間に開かれてきた。

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。