

—マクロ経済関連—

みずほ中国 ビジネス・エクスプレス
(経済編 第68号)

要 旨

5月経済指標は4月に比べ内需関連は横ばいまたは緩やかに鈍化、貿易は小幅改善とまちまちながら、総じて安定的に推移。人民元は5月26日の仲値設定方法変更を機に、対ドル・レートに下げ止まり感。

1. 5月経済指標は総じて安定的に推移
 - ・ 生産、消費共に横ばい。投資は鈍化
 - ・ 不動産価格上昇率は一、二線都市で引続き鈍化
 - ・ 輸出入共に改善
 - ・ CPI上昇率は小幅拡大。PPI上昇率は鈍化
 - ・ 新規貸出純増額は拡大、社会融資総量は縮小

2. トピックス～人民元対ドル・レートに下げ止まり感
 - ・ 仲値設定方法変更の公表（5月26日）
 - ・ 米国金融政策を意識した人民元政策変更

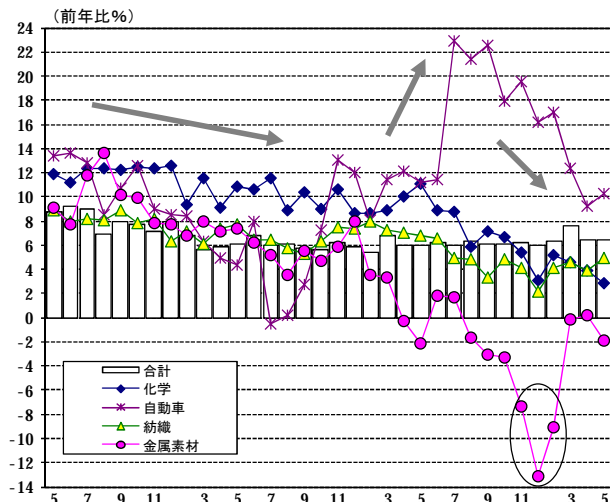
1. 5月経済指標は総じて安定的に推移

・生産、消費共に横ばい。投資は鈍化

5月経済指標は4月に比べ内需関連は横ばいまたは緩やかに鈍化、貿易は小幅改善した。5月の工業付加価値生産額は前年同期比(特記しない限り以下同)+6.5%と、4月と同水準であった(前月比+0.5%) (図表1)。1~5月累計では+6.7%で16年通年(+6.0%)から加速している。

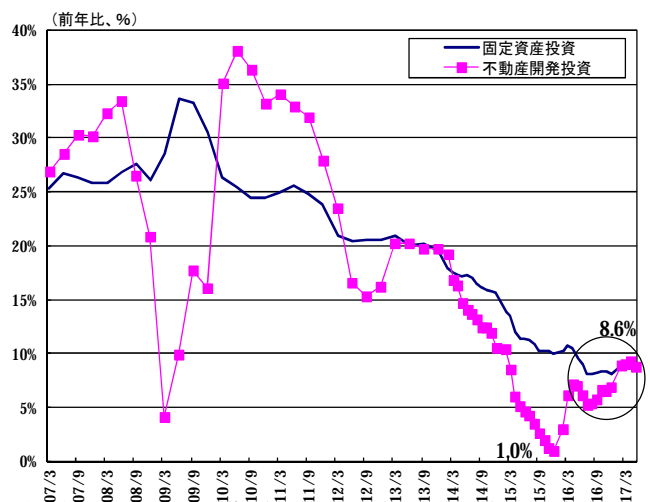
生産動向の特徴について国家統計局は、①採鉱業がマイナスからプラス転化、電子、自動車、電気機械、一般設備、専用設備、医薬、計器類、家具製造業が引続き二桁の伸び、②電力、非金属鉱物、化学(鈍化)、鉄鋼(マイナス転化)など、エネルギー高消費型の産業は伸びが鈍化したことを挙げている¹。

図表1 工業付加価値生産額



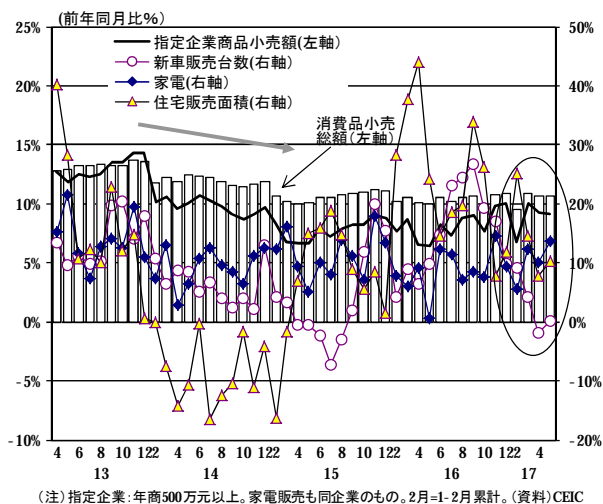
(注) 工業付加価値生産額。1月は1~2月累計の前年比。(資料) CEIC

図表2 産業別固定資産投資



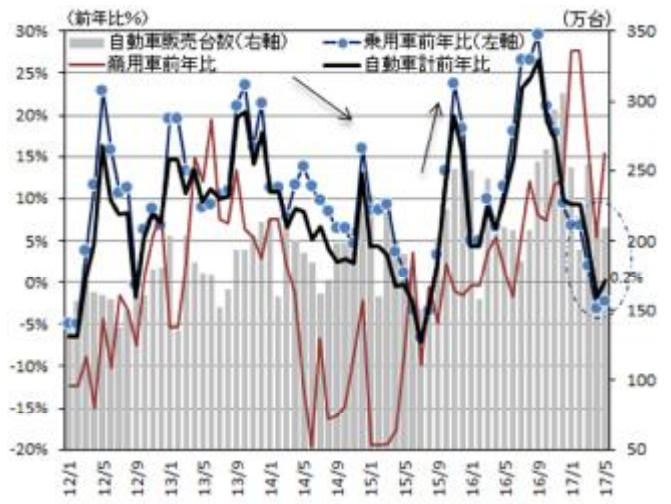
(注) 各年初から当月までの累計値の前年同期比。13年末まで3.6.9.12月末、14年以降月ベース。(資料) 国家統計局、CEIC

図表3 消費品小売額、品目別小売上、住宅販売面積



(注) 指定企業: 年商500万元以上。家電販売も同企業のもの。2月=1-2月累計。(資料) CEIC

図表4 自動車販売台数(乗用車・商用車別)



(注) 1, 2月は1-2月累計の前年比。(資料) 中国汽車工業協会、CEIC

名目固定資産投資は5月単月で+7.8%²(1~5月+8.6%)と、4月の+8.1%から減速した(前月比+0.7%)。不動産開発投資の伸び率は5月までの累計で+8.8%と4月までの+9.3%から鈍化した(図

¹ 中国国家統計局6月14日「国家統計局工業司高級統計師江源解读5月份工业生产数据(江源国家統計局工業司高級統計師が5月工業生産データを解説)」。http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201706/t20170614_1503353.html

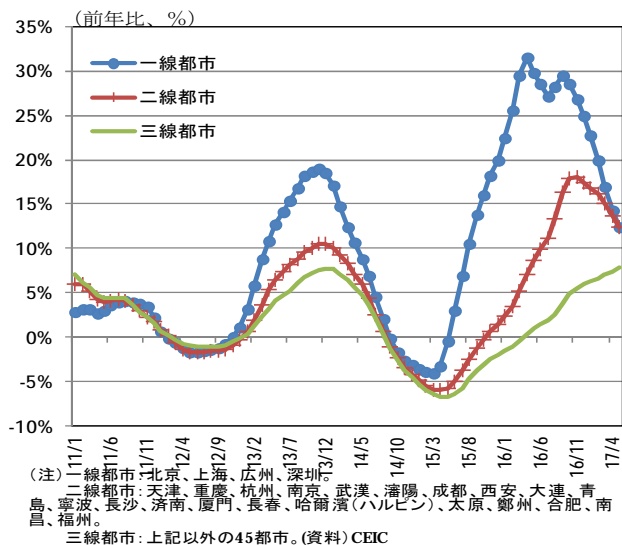
² 累計値から筆者算出。

表2)。一方、インフラ建設投資は1～5月に+16.6%と16年通年の+15.8%から加速、製造業向けの投資も1～5月に+5.1%と16年通年の+4.1%から加速している。このうち、装備製造業(+8.9%)、ハイテク製造業(+22.5%)、技術改造製造業(+10.2%)の伸びが高かった一方、エネルギー消費型製造業は▲2.0%と引続き減速した³。

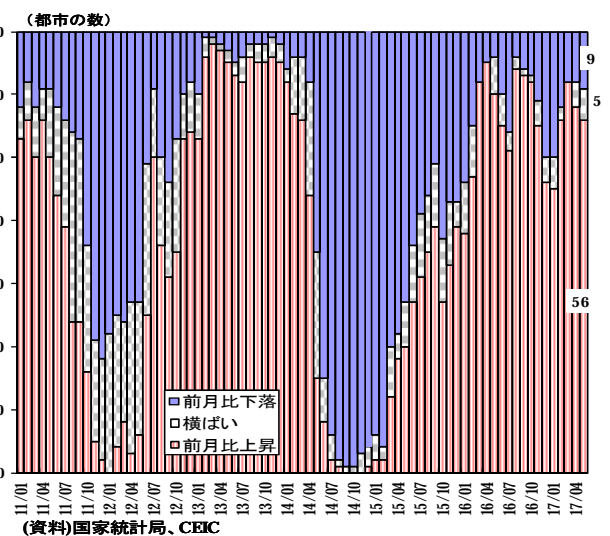
個人消費は名目消費品小売額が5月に+10.7%と、4月(+10.7%)と同水準であったが、物価上昇要因を除いた実質では+9.5%と、4月(+9.7%)から小幅減速した(前月比+0.9%) (図表3)。1～5月累計では+10.3%と16年通年の+10.4%を下回っている。このうち、ネット・ショッピングによる商品・サービス小売額は1～5月に2兆4,663億元(うち商品1兆8,798億元、サービス5,865億元)と消費品小売額合計(11兆3,102億元)の17.3%を占め、伸び率は+32.5%であった。品目別では、体育娯楽(+11.4%)、家電(+13.6%)、化粧品(+12.9%)など「消費の高度化」関連商品の伸びが高く且つ前月の伸びを上回った⁴。

自動車販売台数は5月の新車販売台数が209.6万台、+0.2%と、4月の208.4万台(▲1.8%)からプラス転化したものの、僅かな伸びにとどまった(図表4)。1～5月累計では1,118.2万台、+4.2%と、16年通年の拡大ペース(2,793.9万台、+13.7%)を下回っている。15年10月から実施していた小型乗用車向けの減税措置の延長⁵が16年12月15日に公表される前に起きた、駆け込み購入の反動によるものである。

図表5 新築住宅販売価格(前年比)



図表6 住宅販売価格前月比変動都市数



・不動産価格上昇率は一、二線都市で引続き鈍化

住宅販売面積は1～5月に+14.3%(5億4,821万㎡)と、16年通年の+22.5%、1～4月の+15.7%から鈍化した。住宅販売は、人民銀行による預貸金利引き下げ(14年11月以降計6回実施)、2軒めの

³ 中国国家统计局6月14日「国家统计局投资司首席统计师王宝滨解读2017年1-5月份投资数据(王宝滨国家统计局投资司首席统计师が5月投資データを解説)」。http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201706/t20170614_1503351.html

⁴ 中国国家统计局6月14日「国家统计局贸易外经司高级统计师蔣涛解读2017年5月份社会消费品零售总额数据(蔣涛国家统计局贸易外经司高级统计师が5月社会消费品小売総額データを解説)」。http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201706/t20170614_1503352.html

⁵ 財政部と国家税務総局は16年12月15日、小排気量の新車購入を支援する減税措置の期限を17年末まで1年間延長すると発表。但し、税率は7.5%と現行の5%からは引き上げられ、通常税率の10%に対する減税幅は半分(2.5%分)となる。

財政部「关于减征1.6升及以下排量乘用车车辆购置税的通知(排気量1,600cc以下の乗用車購入税引き下げに関する通達)」
http://szs.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefabu/201612/t20161215_2483048.html

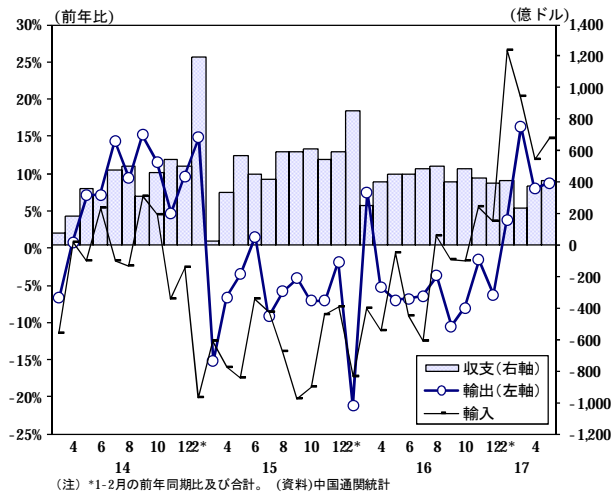
財税〔2015〕104号(15年9月29日付)は、15年10月1日から16年末まで、排気量1,600cc以下の乗用車を対象に、自動車取得税の税率を従来の10%から5%に引き下げると公表。国家税務総局 http://www.chinatax.gov.cn/n810341/n810755/c1827947/content.html

住宅購入時の頭金比率（下限）引き下げ（60%から40%に。15年3月30日）、1軒めの住宅購入時の頭金比率引き下げ（25%に。同年9月30日）など当局の不動産市場テコ入れ方針に伴い、15年4月を底に回復傾向をたどってきた。その後の価格急騰を受け、上海や深圳⁶を皮切りに採られた購入制限が価格上昇の顕著な他の都市においても拡大⁷、こうした住宅購入制限は更に強化される方向にある⁸。

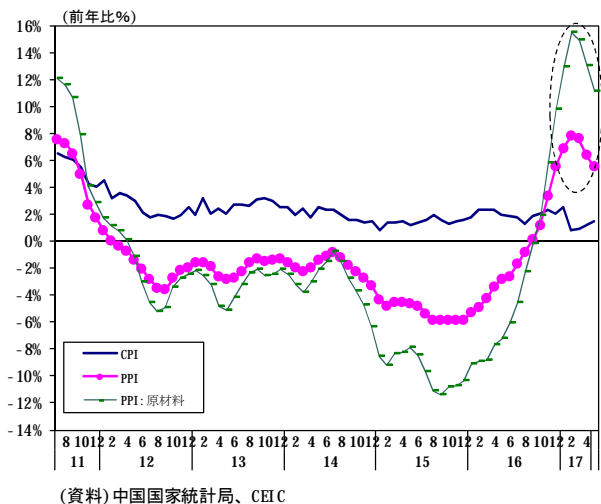
5月の新築住宅価格を前年比で見ると、69都市で上昇しており4月の69都市から変わらなかった。但し、その変動率を地域別に見ると、これまでの購入刺激策から制限策へと政策転換が図られた上海、深圳で16年4月（+28.0%、+62.4%）をピークに鈍化に転じており、5月はそれぞれ+11.1%、+5.4%となった。二線都市でも上昇率は16年11月のピーク（+18.0%）から5月に+12.5%へと鈍化傾向が続いているが、三線都市では4月の+7.4%から5月は+7.8%へと上昇率が高まった⁹。購入制限が強化された一、二線都市における価格上昇率はピークアウトしており、在庫が多い三線都市では依然として価格上昇率が高まっている（図表5）。

これを前月比で見ると、主要70都市のうち56都市で前月比上昇、上昇した都市の数は4月の58都市から2都市減った。前月比で横ばいであった都市の数は5月に5都市と4月の4都市から1都市増、前月比で下落した都市は9都市と4月の8都市から1都市増えた（図表6）¹⁰。

図表7 輸出入、貿易収支



図表8 CPI、PPI



・輸出入共に改善

5月の輸出は+8.7%(1,910.3億ドル)、輸入+14.8%(1,502.2億ドル)、貿易収支は408.1億ドルの

⁶ 16年3月25日、上海市は2軒め住宅購入時の頭金比率をこれまでの40%から50~70%に引き上げ。深圳市は2軒め住宅購入時の頭金比率をこれまでの30%から40%に引き上げ。いずれも、非居住者の取得条件を厳格化。

⁷ 厦門、南京、合肥でも16年4月末から7月半ばまでにかけて住宅価格抑制策が打ち出されるなど、住宅購入制限策は価格上昇の顕著な都市に広がっている。参考：経済参考報16年7月14日「房地產現嚴重分化 因城施策將是下半年樓市政策主線(不動産の分化深刻 地域毎の政策が下期不動産政策の主線に)」など。http://www.china.com.cn/shehui/2016-07/14/content_38877726.htm

人民日報16年10月11日「限购、限貸、近期已有20城市推出新举措 樓市调控 因城施策(購入制限、貸出制限 最近20都市で新規措置 住宅抑制 都市に合った施策)」によれば、同記事執筆時点で20都市において住宅購入制限を実施。

<http://www.fangchan.com/news/6/2016-10-11/6191397283909931925.html>

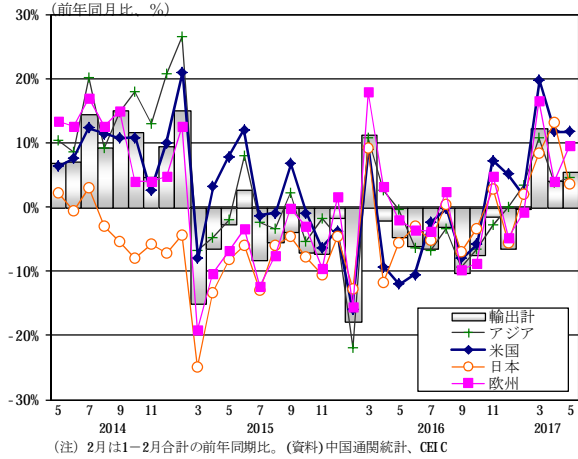
⁸ 21世紀経済報道3月20日「北京最严樓市调控“認房又認貸” 下半年全國樓市降溫可期(北京で最も厳しい不動産抑制「認房又認貸」下期の全國不動産は冷え込みへ)」によると、北京市は3月17日、頭金の比率を6割以上に引き上げるほか、購入者が入居しない不動産の場合は頭金の比率を8割以上とする、期限25年以上の個人向け住宅ローン暫定停止、企業の購入した住宅の再取引には満3年以上必要とするなどの「史上最も厳しい抑制策」を公表。http://epaper.21jingji.com/html/2017-03/20/content_58356.htm

⁹ 二線都市の住宅価格上昇例：鄭州+21.8%、合肥+20.9%、厦門+19.4%、南京+17.3%(5月)。

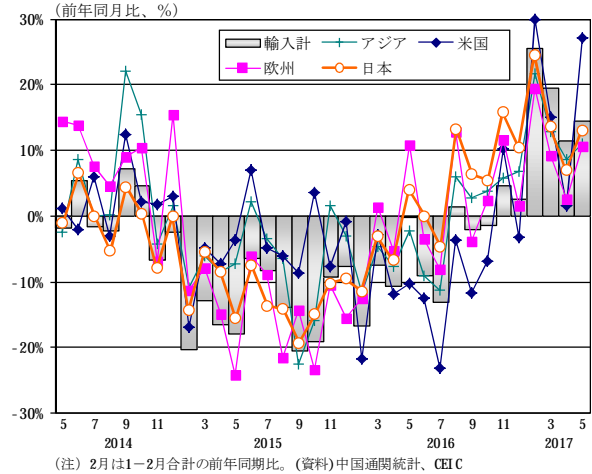
¹⁰ 国家統計局6月19日「2017年5月份70个大中城市住宅销售价格变动情况(2017年5月70都市の住宅販売価格変動状況)」
http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/201706/t20170619_1504783.html

黒字であった（図表 7、9、10）。1～5 月累計では輸出+8.2%、輸入+19.5%（1,437.7 億ドルの貿易黒字）、貿易総額は 15,629.3 億ドルで+13.0%と、1～4 月の伸び率+13.6%を下回ったが、前年比増のペースは維持している。

図表 9 主要地域別輸出



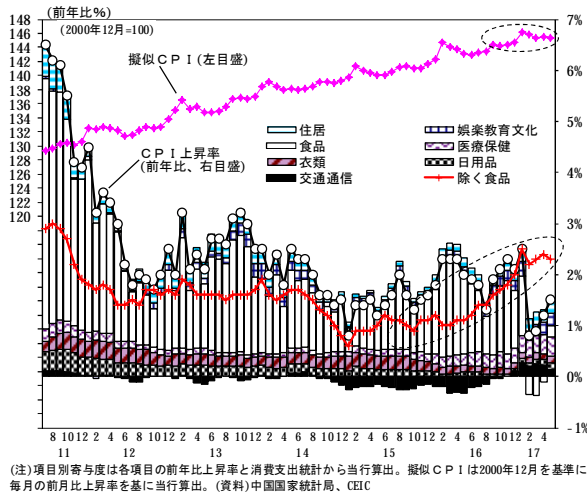
図表 10 主要地域別輸入



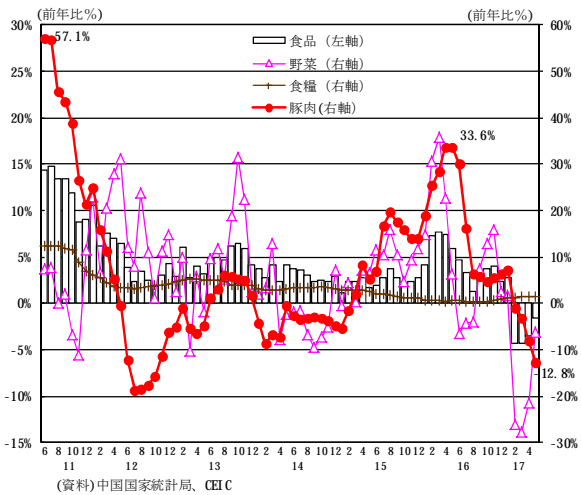
・CPI上昇率は小幅拡大。PPI上昇率は鈍化

5月のCPI（消費者物価指数）上昇率は+1.5%と、4月（+1.2%）からは小幅拡大した。前月比では5月に▲0.1%と4月の+0.1%からマイナス転化した（図表 8）。1～5 月平均では+1.4%と、政府目標の+3.0%を大きく下回っている。

図表 11 CPI、同品目別伸び率寄与度



図表 12 食品価格



CPIの内訳を見ると、食品価格は5月に▲1.6%と4月（▲3.5%）に続きマイナスであった（図表 11）。このうち豚肉価格は5月に▲12.8%と、4月の▲8.1%からマイナス幅が拡大した（図表 12）。豚肉の生産量は16年に5,299万トンと前年比▲3.4%減少、07、11、15年に続く減少となったが、豚周期（ピッグ・サイクル）¹¹は16年5月をピークに下降が続いている。野菜価格も▲6.3%と下落したが、マイナス幅は4月（▲21.6%）に続き縮小した。食品以外の価格は5月に+2.3%と4月（+2.4%）から小幅鈍化した。

¹¹ 豚肉価格が下がってくると畜産家が飼育を少なくする→供給が減少、価格上昇→畜産家が生産増→供給増、価格が安定→畜産課が飼育を少なくするといった循環を繰り返す。

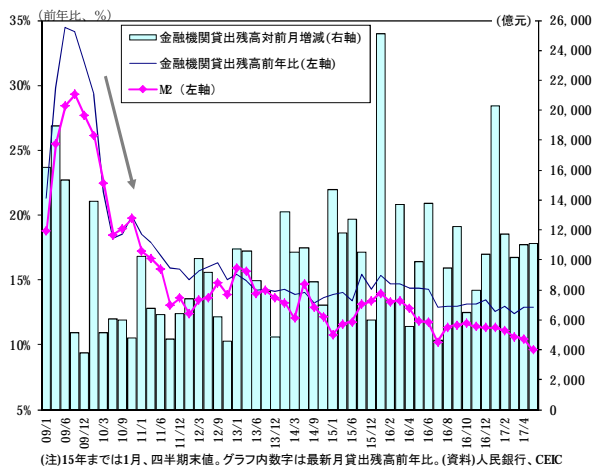
5月のPPI（工業製品出荷価格）は+5.5%と、16年10月以降5か月連続で伸びを高め2月に+7.8%のピークをつけた後、4月（+6.4%）に引続き3か月連続で鈍化した（図表8）。5月のPPI前年比をみると、「石炭採掘と洗鉱+37.2%、石油・天然ガス採掘+27.0%、石油加工+22.0%、黑色金属冶金製錬と圧延加工+17.7%、非鉄金属冶金製錬と圧延加工+13.6%、化学原料と化学品製造+7.7%。これら6項目のPPI上昇率への寄与度は+4.1%PT」（国家統計局）¹²であったが、いずれも上昇率は前月から鈍化している。

・新規貸出純増額は拡大、社会融資総量は縮小

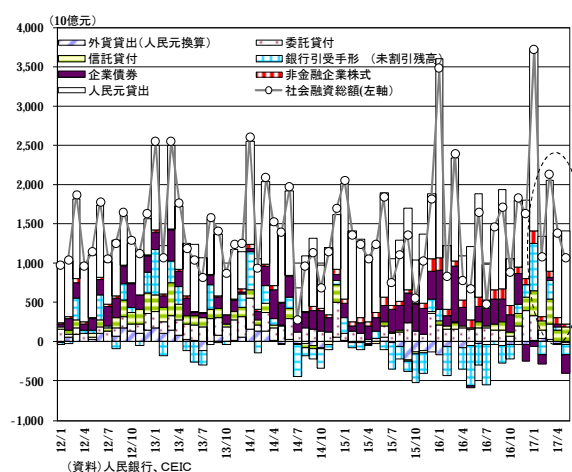
人民銀行が公表した5月の新規銀行貸出純増額は1兆1,100億元と、4月（1兆1,000億元）から小幅拡大した。マネーサプライは5月M2が+9.6%と4月（+10.5%）に続き低下、政府目標（17年+12.0%）を下回った（図表13）。M2前年比が一桁台に鈍化したことについて、人民銀行は「金融体系におけるデレバレッジ（資産圧縮。去槓桿）の反映、資金チェーン縮小のプラスの作用であり、実体経済支持に対して大きな影響はない」と説明している¹³。

銀行貸出以外の資金調達を含む社会融資総量の5月純増額は1兆625億元と、4月の1兆3,834億元から縮小した。5月の純増減額を見ると、人民元貸出、信託貸付、非金融企業株式の増加額が拡大した一方、外貨貸付、委託貸付は引続き減少、銀行引受手形、企業債券は増加から減少に転じた（図表14）。

図表 13 金融機関貸出、マネーサプライ



図表 14 社会融資総量（純増減額）



5月末の外貨準備高は3兆536億ドルと、4月比で+240億ドル増え、4月（+204億ドル）に続き4か月連続で前月比増加となった（図表15）。

2. トピックス～人民元対ドル・レートに下げ止まり感

人民元対ドル・レートは15年に▲1.4%、16年に▲6.2%下落した後、17年に入り横ばい傾向となっていたが、5月26日の仲値設定方法変更を機に、下げ止まり上昇する傾向がみられる。

・仲値設定方法変更の公表(5月26日)

中国外貨取引センターが運営する中国貨幣網は5月26日、人民元の対ドル・レート仲値の設定に際して「反循環的調節要因（逆周期因子）を加えることを考慮している」と公表した¹⁴。記者の問いに答え

¹² 国家統計局 6月9日「国家统计局城市司高级统计师绳国庆解读 2017年5月份CPI、PPI数据（国家统计局都市司高级统计师绳国庆が17年5月のCPI、PPIデータを解説）」 http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201706/t20170609_1501775.html

¹³ 人民銀行 6月14日「人民銀行有关负责人就5月份货币信贷数据答记者问（人民銀行関係責任者が5月の通貨貸出データについて記者に問いに回答）」 <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3325739/index.html>

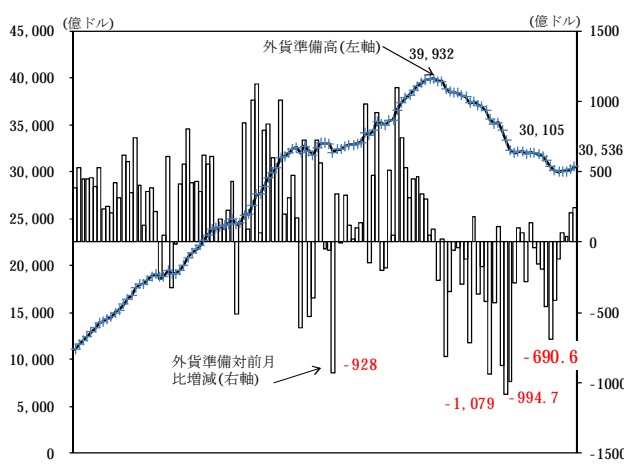
¹⁴ 中国貨幣網 5月26日「自律机制秘书处就中间价报价有关问题答记者问（自律メカニズム秘書処が仲値に関する問題について記者の問いに

る形で公表された文書では、仲値形成メカニズムについて、①15年8月11日の人民元対ドル・レート仲値形成メカニズム改善（8.11 匯改）¹⁵、②15年12月11日のCFETS指数¹⁶公表により、バスケット通貨を参考とする度合を強化、③16年2月以来の「前日終値とCFETS指数を参考とする」ことによる規則性、透明度と市場化水準向上、④17年2月には仲値の参考時期を24時間から15時間に変更、と絶えず改善してきたと説明した。

さらに、「近時、グローバルな外為市場情勢と我が国のマクロ経済運営には新たな変化が見られ、ドルが弱含み、我が国の主要経済指標が総じて好転、輸出前年比は明らかに加速、経済は中高速成長を維持している。為替レートは根本的には経済ファンダメンタルズにより決定されるが、米ドル大幅下落の状況下、人民元対ドル・レートは多くの時間、『終値+バスケット』により決まる元安方向で推移していた。当面の外為市場には一定の周期性があり、非理性的な予想の慣性を受け易く、市場予想が一方向に拡大、（中略）為替レートが（元安方向に）調整されすぎるリスクが増していた」と説明。

ここで、CFETS指数と人民元対ドル・レートの推移を比較してみると、16年10月以降、対ドル・レート仲値はCFETS指数に比べて下げ方が顕著となり、1月4日には6.9526まで減価、17年初までは実勢レートがCFETS指数と比べても元安方向になっていたことがわかる（図表16）。

図表 15 外貨準備高



(注) 外貨準備高数値は14年6月ピーク時、16年末、最新月値。(資料) 中国人民銀行、CEIC

図表 16 CFETS 指数、人民元対ドル・レート



この問題に対し、「工商銀行をはじめとする外為市場自律メカニズム為替レート工作组が、仲値決定モデルの中に反循環的調節要因を加え、市場マインドの周期的な変動を適度に相殺することを提案。反循環的調節要因は、マクロ経済運営などのファンダメンタルズ要因に基づき、（中略）外貨需給とバスケット・レートの変化をより真実性をもって体现するもの。計算方法はマクロ経済と外為市場情勢の判断に基づき、外為取引センターに仲値を報告する各行（各報價行）が自ら設定する」とした。「最近、外為市場自律メカニズムは会議を招集開催、工商銀行の出した仲値モデル調整案を討論、認可した」と

回答) <http://www.chinamoney.com.cn/fe/Info/38243352>

¹⁵ 人民銀行8月11日「中国人民银行关于完善人民币兑美元汇率中间价报价的声明(人民币对ドル・レート仲値発表改善に関する声明)」
<http://www.pbc.gov.cn/publish/goutongjiaoliu/524/2015/20150811090005974422158/20150811090005974422158.html> 当時の状況については拙稿「みずほ中国 ビジネス・エクスプレス経済編 第48号」参照。

https://www.mizuhobank.co.jp/corporate/world/info/cndb/economics/express_economy/pdf/R422-0048-XF-0105.pdf

¹⁶ 中国人民銀行が運営するChina Foreign Exchange Trade System (CFETS)が貿易加重平均に応じた通貨構成で計算する人民币指数。14年末=100。当初13通貨、17年1月より24通貨により構成。中国貨幣網16年12月29日「关于发布CFETS人民币汇率指数货币篮子调整规则的公告(CFETS 人民币レート指数バスケット調整公表に関する公告)」 <http://www.chinamoney.com.cn/fe/Info/35155673>

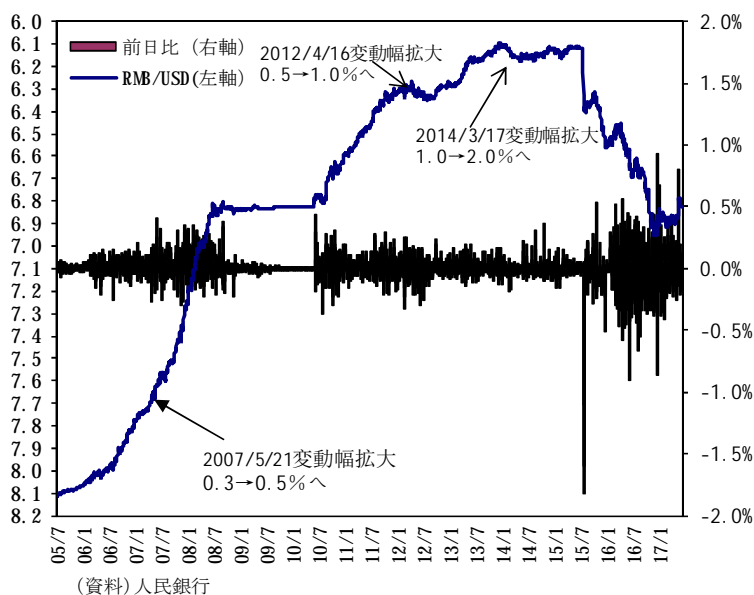
いう¹⁷。

・米国金融政策を意識した人民元政策変更

仲値設定方法変更はなぜこの時期に公表されたのか。6月に予想されていた米金利引き上げ(同月13、14日の米連邦公開市場委員会(FOMC)で15年12月から数えて4回めの利上げ実施)を意識、利上げに伴い想定された資本流出懸念を抑えるため、人民元レートの上昇局面を演出したと考えられる(図表17)。過去の為替レート決定メカニズム変更も、米国金融政策変更(利上げ)を前に実施されていた¹⁸。

今次変更に伴いこれまでの予想より人民元安傾向が弱まり、今後の対ドル・レート見通しとして、米ドル17年内は6.9元を超えない水準、18年6月末までは7.0元の水準にとどまると予想される¹⁹。

図表 17 人民元対ドル・レート



以上

【みずほ銀行(中国)有限公司 中国業務部主任研究員 細川美穂子】

【ご注意】

- 法律上、会計上の助言:** 本資料記載の情報は、法律上、会計上、税務上の助言を含むものではありません。法律上、会計上、税務上の助言を必要とされる場合は、それぞれの専門家にご相談ください。
- 秘密保持:** 本資料記載の情報の貴社への開示は貴社の守秘義務を前提とするものです。当該情報については貴社内部の利用に限定され、その内容の第三者への開示は禁止されています。
- 著作権:** 本資料記載の情報の著作権は原則として弊行に帰属します。いかなる目的であれ本資料の一部または全部について無断で、いかなる方法においても複製、複製、引用、転載、翻訳、貸与等を行うことを禁止します。
- 免責:**
 - 本資料記載の情報は、弊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。弊行は当該情報に起因して発生した損害については、その内容如何にかかわらずいっさい責任を負いません。また、本資料における分析は仮定に基づくものであり、その結果の確実性或いは完結性を表明するものではありません。
 - 今後開示いただく情報、鑑定評価、格付機関の見解、制度・金融環境の変化等によっては、その過程やスキームを大幅に変更する必要がある可能性があり、その場合には本資料で分析した効果が得られない可能性がありますので、予めご了承下さい。また、本資料は貴社のリスクを網羅的に示唆するものではありません。
- 本資料は金融資産の売買に関する助言、勧誘、推奨を行うものではありません。

¹⁷ 仲値設定方法変更を巡る描写は、工商銀行やそれをはじめとする外為市場自律メカニズム為替レート工作组や、外為取引センターに仲値を報告する各行(各報價行)が主語となっている。

¹⁸ 経済観察報6月12日 沈建光、張明明「人民币升值背后的央行意图(人民币高的背后にある中央銀行の意图)」によれば、15年「8.11 匯改」は米金利上げ開始前の資金還流期、15年末CFETS指数公表は米追加利上げの前のタイミングで実施。16年末の資本規制強化も米追加利上げを前に導入。http://www.cs.com.cn/sylm/zjyl/1/201706/t20170613_5320949.html

¹⁹ みずほ(中国)中国為替資金部予想。<https://www.mizuhobank.co.jp/corporate/world/info/cndb/market/index.html>