

2015年8月19日 全9頁

中国：景気底入れへ政策総動員

対米ドル人民元レートを切り下げ

経済調査部
主席研究員 齋藤 尚登

[要約]

- 中国人民銀行（中央銀行）は8月11日以降の3日間で、人民元の対米ドル中間レートを4.7%切り下げた。8月13日に開催された中国人民銀行による記者会見では、「従来、人民元の中間レートと市場レートには3%程度の乖離があった」旨が述べられたが、この乖離は既に解消されている。元安進展は、取り敢えずは一服したと見てよいだろう。この程度の元安では輸出改善効果は極めて限定的である。持続的な元安が回避されれば、訪日中国人の「爆買い」への悪影響も杞憂となろう。
- 今回の措置は、景気の底打ち感がなかなか出ない中、政策を総動員して「7%前後」の成長を維持しようとする中国政府の姿勢を示す狙いがあったのであろう。中国は春先以降、投資・投機を助長しかねない住宅市場刺激策の発表や、地方政府融資平台のプロジェクト継続、今年返済期限を迎える2兆元の地方政府債務の地方債（低利・中長期）への置き換え、などなりふり構わない景気下支え策を講じている。為替面でも「何か」をすることに意義があったのかもしれない。
- 2015年1月～7月も固定資産投資は減速が続いたが、その内訳からはダウンサイド・リスクの低下を示す変化を見出すことができる。鉱業投資は前年同期比6.5%減となったが、1月～5月の同9.1%減を底にマイナス幅が縮小するなど、最悪期を脱した可能性がある。不動産開発投資の先行指標である住宅販売金額は、1月～2月の同16.7%減をボトムに1月～7月には同16.8%増へ回復。販売と投資のタイムラグは6ヵ月～9ヵ月程度であり、不動産開発投資は近いうちに底打ちして、その後は回復していく可能性が高い。不動産開発投資は固定資産投資の18.2%を占めているほか、不動産関連の裾野産業は広い。景気底打ちの原動力の一つとして、今後の不動産開発投資の動向が注目される。

3日間で対米ドル人民元レートを4.7%切り下げ

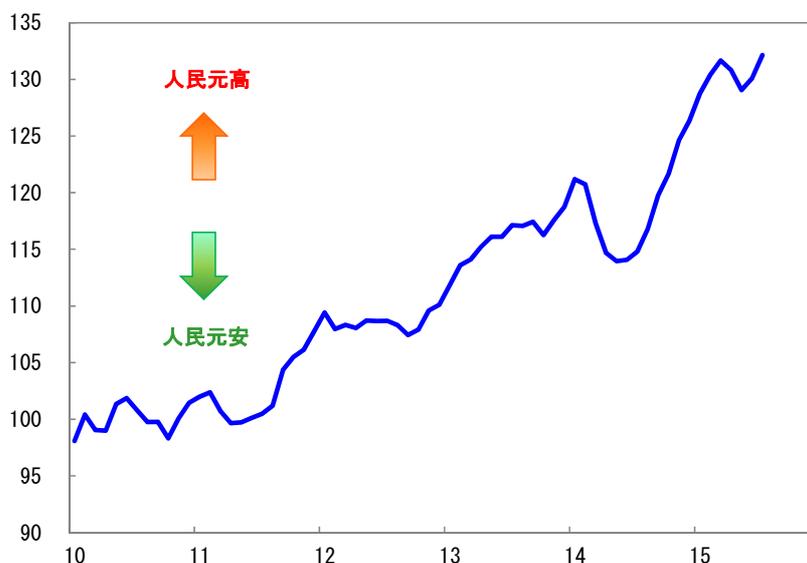
中国人民銀行（中央銀行）は8月11日朝、人民元の対米ドル中間レートの算出方法を変更すると発表した。具体的には、マーケットメイカーは、銀行間外国為替市場が始まる前に、前日のマーケット終値を参考に、外貨需給と国際主要通貨の為替レートの変化を総合的に考慮したうえで、中国外国為替取引センターに対米ドルレートを提示するとした。

8月11日の人民元の対米ドル中間レートは1米ドル=6.2298元と発表され、10日の中間レート6.1162元からは1.9%の元安となった。8月13日の中間レートは1米ドル=6.4010元と、3日間累計の下げ幅は4.7%に達した。その背景には、この数年来元高が続き、中国の輸出競争力に悪影響がでているとの中国政府の判断がある。

人民元の為替制度は、「市場の需給を基礎に、バスケット通貨を参考に調節を行う、管理された変動相場制」と説明されているが、「バスケット通貨を参考に」との部分は実態とは大きく異なっている。このことは実質実効為替レートがここ数年、大きく上昇してきたことを見れば明らかであろう。中国人民銀行は米ドルとの安定性を最重視してきたために、ここもとの米ドル高に伴い、実効レートは大幅な元高となっていたのである。

従来、為替市場のレートと中国人民銀行が発表する中間レートは断絶されていた。最近でいえば、マーケット終値が中間レートに対して2%近い元安で引けても、翌日の中間レートは前日と変わらない水準で設定されていた。これが、8月11日以降は前日の終値を参考とすることになり、表面的には為替レートの自由化が進展したかのように見える。しかし、現実的には、当局は為替市場に介入することで市場をコントロールしており、「管理された」変動相場制という本質は何ら変わっていない。

人民元の実質実効為替レートの推移



(注) 2010年=100

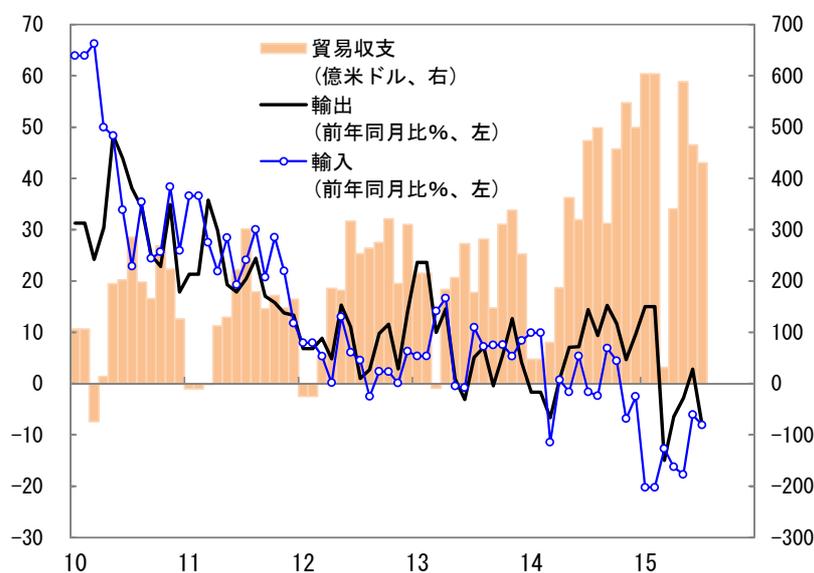
(出所) 国際決済銀行[BIS]より大和総研作成

8月13日に開催された中国人民銀行による記者会見では、「従来、人民元の間接レートと市場レートには3%程度の乖離があった」とし、「この乖離の是正は既に基本的に完了した」と明言した。元安進展は、取り敢えずは一服したと見てよいだろう（8月19日の中間レートは1米ドル=6.3963元）。

2015年1月～7月の中国の輸出(米ドル建て)は、前年同期比0.8%減(7月は前年同月比8.3%減)と冴えない。当然、この程度の元安では輸出改善効果は極めて限定的である。元安が続けば、為替差損を嫌気して、域外から中国に流入していた資金が逆流(中国から流出)するとの懸念も高まったであろうが、それも限定される。持続的な元安が回避されれば、訪日中国人の「爆買い」への悪影響も杞憂となろう。

こうなると、なぜこのタイミングでこの程度の元安に踏み切ったのか?という疑問が出てくる。恐らく、今回の措置は、景気の底打ち感がなかなか出ない中、政策を総動員して「7%前後」の成長を維持しようとしている政府の姿勢を示す狙いがあったのであろう。中国は春先以降、投資・投機を助長しかねない住宅市場刺激策の発表や、地方政府融資平台のプロジェクト継続、今年返済期限を迎える2兆元の地方政府債務の地方債(低利・中長期)への置き換え¹、などなりふり構わない景気下支え策を講じている。為替面でも「何か」をすることに意義があったのかもしれない。

輸出、輸入、貿易収支の推移(単位: %、億米ドル)



(注) 旧正月の時期のずれによる影響を避けるため、1月と2月は平均
(出所) 通関統計、CEICより大和総研作成

¹ 地方債への2兆元の置き換え計画のうち、7月末までに7割に相当する1.41兆元の置き換えが完了している。

東北三省は最悪期を脱したか

国家統計局によると、2015年1月～3月、4月～6月の実質GDP成長率はともに前年同期比7.0%であったが、全国平均を下回ったのは1月～3月の10地方から1月～6月には5地方へ減少した。5地方は重工業・資源依存度が高い東北三省（遼寧省、黒竜江省、吉林省）と河北省、山西省であり、特に遼寧省は同2.6%成長、山西省は同2.7%成長と失速といえる状況が続いている。

それでも1月～3月との比較では、これら5地方の1月～6月の成長率は0.2%ポイント～0.7%ポイント改善している。李克強首相は、4月に開催された「東北三省経済運営座談会」において、景気下振れ圧力が大きい東北地区の経済安定を図るために、重要インフラ事業を早期に始動し、2016年～2020年の第13次5ヵ年計画のプロジェクトを前倒しで着工することなどを指示した。春先より国家発展改革委員会によるインフラ等プロジェクト認可が急増していることと併せて、その効果が徐々に表れている可能性がある。

ちなみに、最も低い成長率となった遼寧省の固定資産投資は、1月～3月の同18.5%減から1月～6月には同13.3%減へとマイナス幅が縮小した。政策効果により、東北三省は最悪期を脱した可能性がある。

各地方の実質経済成長率（単位：%、%ポイント）

東部	2014年	2015年 1月～3月	2015年 1月～6月	2014年 との差	2015年1月～ 3月との差	中部	2014年	2015年 1月～3月	2015年 1月～6月	2014年 との差	2015年1月～ 3月との差
	遼寧	5.8	1.9	2.6	-3.2		0.7	山西	4.9	2.5	2.7
河北	6.5	6.2	6.6	0.1	0.4	黒竜江	5.6	4.8	5.1	-0.5	0.3
上海	7.0	6.6	7.0	0.0	0.4	吉林	6.5	5.8	6.1	-0.4	0.3
北京	7.3	6.8	7.0	-0.3	0.2	河南	8.9	7.0	7.8	-1.1	0.8
海南	8.5	4.7	7.6	-0.9	2.9	湖南	9.5	8.4	8.5	-1.0	0.1
広東	7.8	7.2	7.7	-0.1	0.5	安徽	9.2	8.6	8.6	-0.6	0.0
山東	8.7	7.8	7.8	-0.9	0.0	湖北	9.7	8.5	8.7	-1.0	0.2
浙江	7.6	8.2	8.3	0.7	0.1	江西	9.7	8.8	9.0	-0.7	0.2
江蘇	8.7	8.4	8.5	-0.2	0.1						
福建	9.9	8.5	8.6	-1.3	0.1						
天津	10.0	9.3	9.4	-0.6	0.1						

西部	2014年	2015年 1月～3月	2015年 1月～6月	2014年 との差	2015年1月～ 3月との差
	内モンゴル	7.8	7.0	7.0	-0.8
陝西	9.7	6.9	7.3	-2.4	0.4
寧夏	8.0	7.0	7.4	-0.6	0.4
青海	9.2	7.5	7.9	-1.3	0.4
雲南	8.1	7.2	8.0	-0.1	0.8
四川	8.5	7.4	8.0	-0.5	0.6
広西	8.5	7.6	8.0	-0.5	0.4
甘肅	8.9	7.8	8.0	-0.9	0.2
新疆	10.0	6.9	8.2	-1.8	1.3
チベット	10.8	10.0	9.1	-1.7	-0.9
貴州	10.8	10.4	10.7	-0.1	0.3
重慶	10.9	10.7	11.0	0.1	0.3

（注）薄青色は全国のGDP成長率（2014年は7.4%、2015年1月～6月は7.0%）を下回っていることを表す

（出所）中国統計年鑑、各地方政府活動報告、各地方国民経済と社会発展計画の執行状況・計画案などにより大和総研作成

消費の底堅さと固定資産投資の減速は変わらず

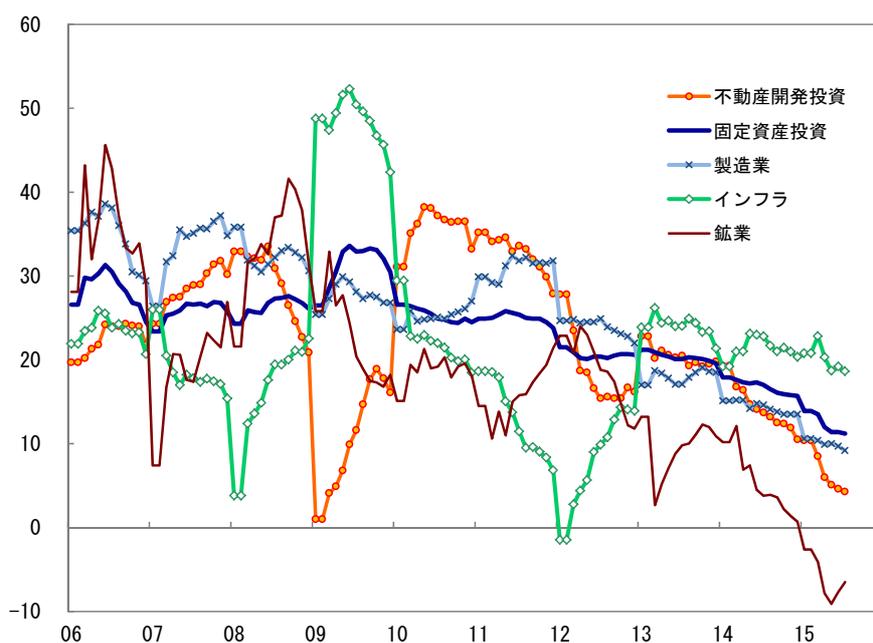
2015年7月の実質小売売上は前年同月比10.4%増だった。1月～6月の前年同期比10.5%増からほぼ変わらずと底堅さを維持している。

一方で、1月～7月の固定資産投資は前年同期比11.2%増と、1月～3月の同13.5%増、1月～6月の同11.4%増からさらに減速した。消費の底堅さと固定資産投資の減速という構図は変わらないが、固定資産投資の内訳からはダウンサイド・リスクの低下を示す変化を見出すことができる。

1月～7月の固定資産投資の内訳を見ると、製造業投資は1月～6月同9.7%増⇒1月～7月は同9.2%増へ、不動産開発投資は同4.6%増⇒同4.3%増へと減速。インフラ投資は同18.6%増と大幅増加を維持しているものの、伸びは1月～6月の同19.2%増から若干低下した。鉱業投資は同6.5%減となったが、1月～5月の同9.1%減を底にマイナス幅が縮小するなど、最悪期を脱した可能性がある。

さらに、今後は、2014年以降急減速してきた不動産開発投資が底打ちし、回復していくと期待されることもある。不動産開発投資の先行指標である住宅販売金額は、1月～2月の前年同期比16.7%減をボトムに、1月～7月には同16.8%増へ回復した。6月、7月は同40%前後の増加となった計算である。これは、2014年11月以降合計4回の利下げにより、住宅ローン金利が低下したことに加え、2015年3月末の短期での住宅売買や二重ローンを容認する住宅市場テコ入れ策が住宅購入意欲を刺激したことが大きい。住宅販売と不動産開発投資のタイムラグは6ヵ月～9ヵ月程度であり、不動産開発投資は、近いうちに底打ちして、その後は回復していく可能

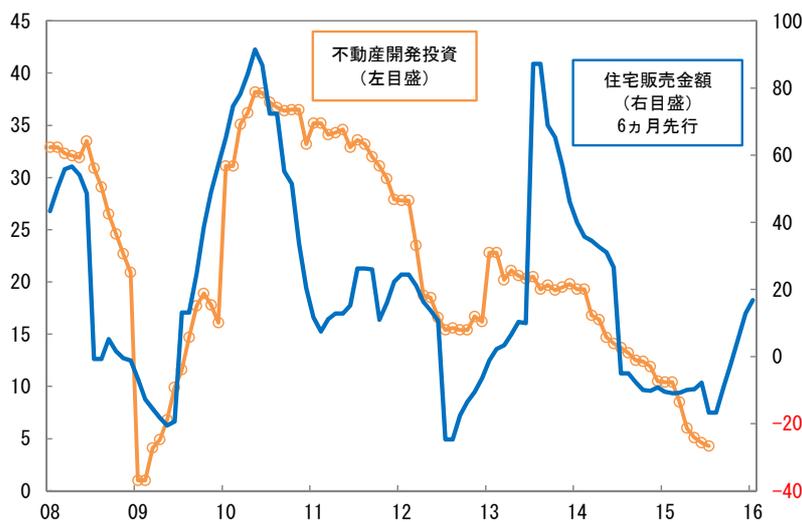
固定資産投資（1月からの累積の前年同期比）の推移（単位：％）



(出所) 国家統計局より大和総研作成

性が高い。既述のように、1月～7月の不動産開発投資は同4.3%増と減速が続いているが、その2/3を占める住宅投資は同3.0%増と、1月～6月の同2.8%増から僅かではあるが上向いている。

商品住宅販売金額（6ヵ月先行）と不動産開発投資の推移（前年累計比）（単位：％）



（出所）国家統計局より大和総研作成

2015年1月～6月の実質GDP成長率7.0%に対する需要項目別寄与度は、最終消費支出4.2%ポイント、総資本形成2.5%ポイント、純輸出0.3%ポイントであった。消費の寄与度は比較的安定しており、中国経済の浮沈を左右するのは投資である。不動産開発投資は固定資産投資の18.2%を占めているほか、不動産関連の裾野産業は広い。景気底打ちの原動力の一つとして、今後の不動産開発投資の動向が注目される。

需要項目別実質GDP成長率寄与度（単位：％、%ポイント）

	実質GDP成長率	最終消費支出	総資本形成	純輸出
2006	12.7	5.4	5.4	1.9
2007	14.2	6.5	6.2	1.5
2008	9.6	4.3	5.0	0.3
2009	9.2	5.3	8.0	-4.1
2010	10.6	5.0	7.0	-1.4
2011	9.5	6.0	4.3	-0.8
2012	7.7	4.4	3.2	0.1
2013	7.7	3.7	4.2	-0.2
2014	7.4	3.7	3.6	0.1
2015. 1-3	7.0	4.5	1.2	1.3
2015. 1-6	7.0	4.2	2.5	0.3

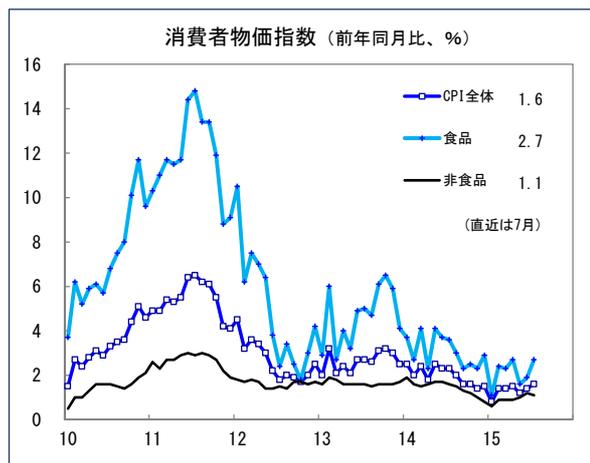
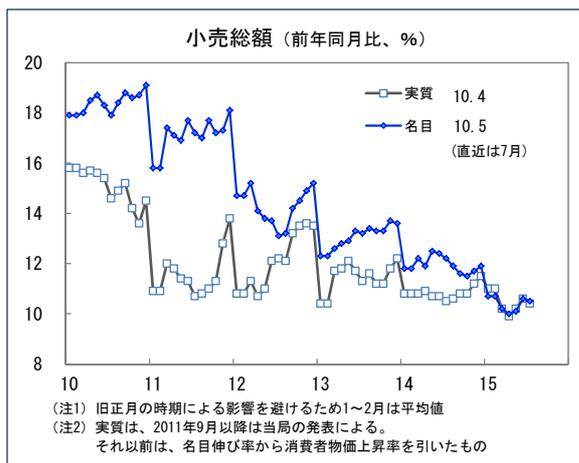
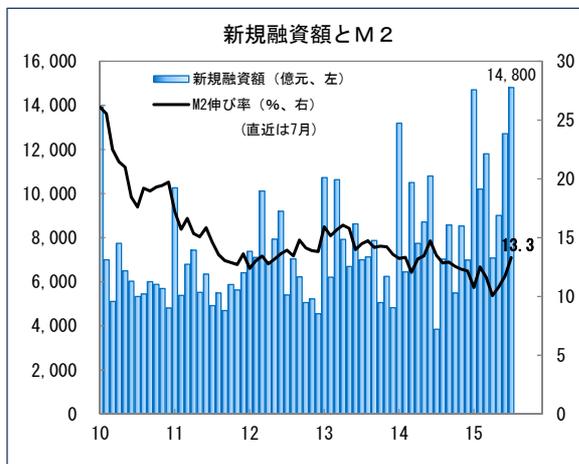
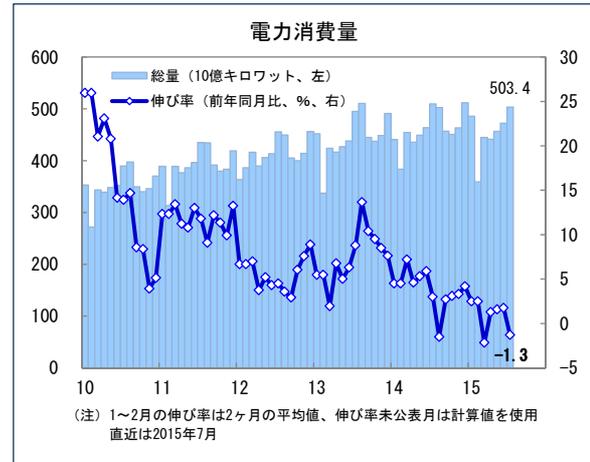
（出所）2015年はCEIC、それ以外は国家統計局より大和総研作成

主要経済指標一覧

	2015年1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	-	7.0	-	-	7.0	-
鉱工業生産（前年同月比、%）	6.8		5.6	5.9	6.1	6.8	6.0
電力消費量（前年同月比、%）	2.5		-2.2	1.3	1.6	1.8	-1.3
鉄道貨物輸送量（前年累計比、%）	-9.1	-9.1	-9.4	-9.5	-9.8	-10.1	-10.2
固定資産投資（前年累計比、%）	13.9		13.5	12.0	11.4	11.4	11.2
不動産開発投資（前年累計比、%）	10.4		8.5	6.0	5.1	4.6	4.3
小売総額 名目（前年同月比、%）	10.7		10.2	10.0	10.1	10.6	10.5
実質（前年同月比、%）	11.0		10.2	9.9	10.2	10.6	10.4
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	0.8	1.4	1.4	1.5	1.2	1.4	1.6
食品（前年同月比、%）	1.1	2.4	2.3	2.7	1.6	1.9	2.7
非食品（前年同月比、%）	0.6	0.9	0.9	0.9	1.0	1.2	1.1
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-4.3	-4.8	-4.6	-4.6	-4.6	-4.8	-5.4
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-5.2	-5.9	-5.7	-5.5	-5.5	-5.6	-6.1
新規融資額（億元）	14,700	10,200	11,800	7,079	9,008	12,713	14,800
M2伸び率（%）	10.8	12.5	11.6	10.1	10.8	11.8	13.3
輸出（前年同月比、%）	-3.4	48.3	-15.0	-6.5	-2.9	2.8	-8.3
輸入（前年同月比、%）	-20.0	-20.6	-12.7	-16.3	-17.7	-6.1	-8.1
貿易収支（億米ドル）	600.3	606.2	30.8	341.3	588.7	465.4	430.2
新築住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	-3.2	-3.6	-3.7	-3.2	-2.3	-1.1	1.0
上海（前年同月比、%）	-4.2	-4.7	-5.0	-4.7	-2.3	0.3	3.1
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-17.7		-18.4	-17.3	-16.0	-15.8	-16.8
完工面積（前年累計比、%）	-12.9		-8.2	-10.5	-13.3	-13.8	-13.1
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-16.3		-9.2	-4.8	-0.2	3.9	6.1
金額（前年累計比、%）	-15.8		-9.3	-3.1	3.1	10.0	13.4

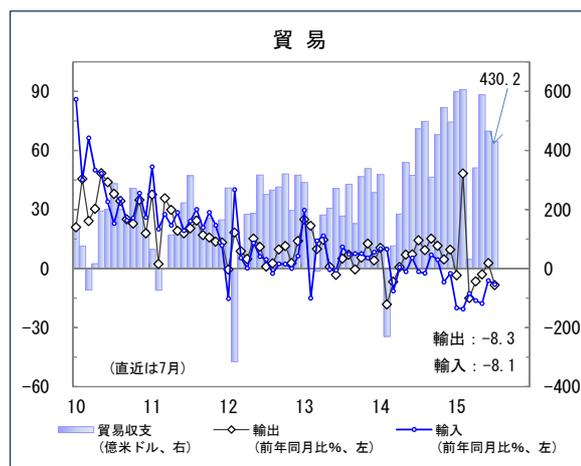
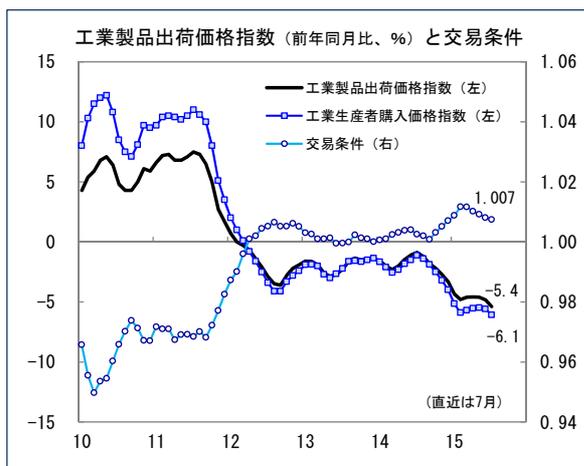
（出所）国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄道省、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄道省、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄道省、CEIC より大和総研作成