

2016年12月20日 全13頁

# 中国：「人民元ショック」再燃リスクに要注意

## 2016年はオールドエコノミーが下支え、2017年は緩やかな景気減速へ

経済調査部  
主席研究員 齋藤 尚登

### [要約]

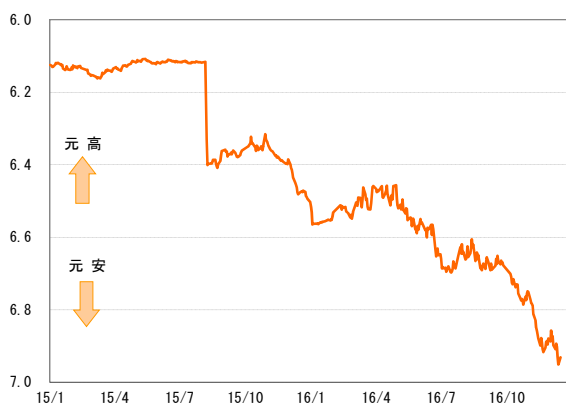
- 2016年2月以降、外貨準備の急減は回避されていたが、2016年11月には月間691億米ドル減少するなど、再び減少幅が拡大し始めている。元安と外貨準備急減の組み合わせは「人民元ショック」の引き金となり得るだけに、注意が必要であろう。
- 2016年の底堅い景気推移は、乗用車や住宅など、中国政府の政策がよく効く従来型産業が支えた。その素材となる鉄鋼などの生産・輸送の動向に影響を受ける「李克強指数」は大きく改善している。
- 2017年は消費が減速する一方で、インフラ投資と外需が下支え役を果たすことで、景気は大きく落ち込むことはないであろう。実質GDP成長率は2015年の前年比6.9%から2016年は同6.7%程度、2017年は同6.4%程度と緩やかに減速していくと予想している。
- インフラ投資は2017年も固定資産投資の下支え役を果たそう。インフラ投資の担い手は国有企業であり、2015年以降に返済期限を迎えた地方政府関連債務が低金利・中長期の地方債に置き換わったことが地方政府と国有企業の投資余力を高めている。地方債への置き換えは、2015年は3.2兆元、2016年は5兆元、2017年は6兆元と目され、インフラ投資をサポートしよう。
- 消費関連では、乗用車車両購入税の半減措置（価格の10%⇒5%）は2016年末に終了し、2017年は7.5%の軽減税率とすることが発表された。所得の増加ペースの鈍化は消費の懸念材料である。各種補助金の支給や税金の減免などで需要を一時的に喚起することは可能だが、これは需要の先食いすぎないことに留意しなければならない。
- 2017年は、先進国景気が緩やかながらも回復すると期待でき、加えて、2016年以降の元安の効果が発現していくことが、中国の輸出改善を後押ししよう。一方で、輸入は、原油など資源価格の上昇により輸入価格は上昇しようが、内需減速により輸入数量の伸びは抑制されよう。原油価格等が大きく上昇すれば、価格上昇効果が相対的に大きくなり、貿易収支の黒字は減少する可能性がある。

## 「人民元ショック」再燃リスクに要注意

米大統領選挙前の2016年11月8日から12月19日までの間に、対米ドル人民元基準レートは2.2%の元安にとどまり、他の主要通貨との比較ではむしろ堅調に推移している。トランプ氏の「中国を為替操作国に認定する」との発言を警戒し、中国政府は元安に大きく振れるのを回避しようとしているのかもしれない。しかし、これが大規模な元買い支えの結果であれば、良い話ではない。

2015年8月と2016年1月に上海総合株価指数は急落し、それぞれ月間12.5%の下落、22.6%の下落となった。きっかけは人民元急落と外貨準備の急減であり、「人民元ショック」と呼ばれた。中国の外貨準備は2015年8月に前月末比939億米ドル減少し、12月には過去最大となる同1,079億米ドルの減少を記録。2016年1月にも同995億米ドル減少した。元買い介入で外貨準備が急減するなかで元安が進んだことで、マーケットはそれを「コントロール不能な元安」と見なし、中国経済、あるいは政府の政策遂行能力への不信を生み、株価が急落したのである。

人民元の米ドルレートの推移（単位：元）



(出所) 中国人民銀行より大和総研作成

上海総合株価指数の推移（単位：ポイント）



(出所) OECより大和総研作成

2016年2月以降、外貨準備が月間で1,000億米ドル前後も急減するといった事態は回避され、株価も堅調に推移した。「コントロール不能な元安」でなければ、むしろ元安は輸出競争力の回復などにつながる好材料と捉えることが可能である。

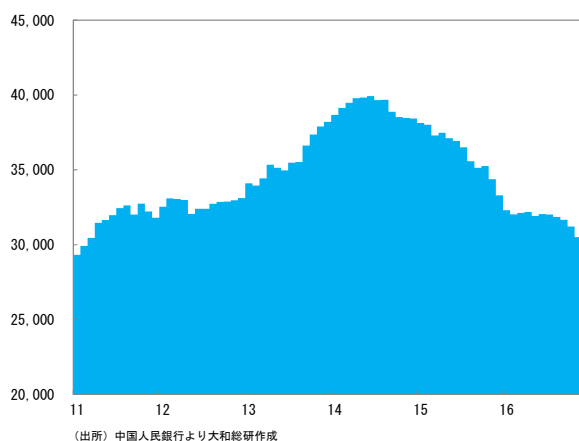
資本流出が続くなか、緩やかな元安と外貨準備の急減回避を両立させるため、中国政府は外貨送金・両替等に対する窓口指導を強化している。現地取材では、2016年2月以降、当局は外貨の監督管理を強化し、大口の海外送金については、待ったがかかるケースが増えているとの話があり、最近では個人による海外送金や両替にも監視が強化されているとのことであった。11月下旬には、国家外貨管理局が企業や個人に対し、500万ドル以上の海外送金や両替をする際には、銀行を通じて為替当局に事前申請して承認を得ることを義務付けた、と報道された。資本移動の自由を制限して外貨準備を維持しようとしているのであろう。

それでも、2016年11月に外貨準備は月間691億米ドル減少するなど、再び減少幅が拡大し始めている。国家外貨管理局は11月の外貨準備の減少理由として、①為替介入(人民元買い支え)、

②運用先である米国債の価格下落、③ドル高によるユーロ、円建て資産のドル換算価値の低下、などを挙げた。

繰り返しになるが、元安と外貨準備急減の組み合わせは「人民元ショック」の引き金となり得るだけに、今後の動向に注意が必要であろう。

#### 中国の外貨準備の推移（単位：億米ドル）



### 2016年の底堅い景気はオールドエコノミーが下支え

中国の実質 GDP 成長率は、2015年の前年比 6.9%から 2016年 1月～9月は前年同期比 6.7%と若干低下したが、2016年 1月～3月以降、3四半期連続で同 6.7%成長を維持し、景気は底堅く推移している。前期比は 1月～3月の 1.2%（年率 4.9%）から 4月～6月に 1.9%（年率 7.8%）に改善し、7月～9月は 1.8%（年率 7.4%）だった。

2015年と 2016年 1月～11月の比較では、消費と固定資産投資はともに減速しているが、分野によっては、大きく伸びを高めたものがある。乗用車販売は 2015年の前年比 7.3%増から 2016年 1月～11月は前年同期比 15.8%増、住宅販売金額は 2015年の前年比 16.6%増から 2016年 1月～11月は前年同期比 39.3%増へと伸びは加速し、不動産開発投資は 2015年の前年比 1.0%増から 2016年 1月～11月は前年同期比 6.5%増に回復した。乗用車と住宅は、いずれも政策が必要を刺激したという共通点がある。乗用車販売は 2015年 10月 1日～2016年 12月末の期間限定で車両購入税が半減（価格の 10%⇒5%）されたことが効いているし、住宅では 2015年 3月、10月、2016年 2月に発表された、頭金比率の引き下げ等の一連の住宅市場テコ入れ策が奏功した。

このように、2016年の中国経済の特徴の一つは、乗用車と住宅という従来型産業が景気の下支え役を果たしたことであり、その素材となる鉄鋼などの生産・輸送の動向に影響を受ける「李克強指数」は大きく改善している。

「李克強指数」とは、李克強首相が 2007年の遼寧省党委員会書記時代に、重工業依存度の高い遼寧省の景気実態を表す統計として鉄道貨物輸送量、工業分野の電力消費量、中長期銀行貸

出を重視していたとされることに由来する。電力消費量の多い重工業の生産が増加すれば電力消費量は増えるし（逆も然り）、鉄道輸送は重くてかさばる石炭や鉄鋼などを運ぶのに適している。実際、現在でも鉄道貨物輸送量の約8割が、「黒貨」と呼ばれる石炭や鉄鋼など重工業の原料で占められている。

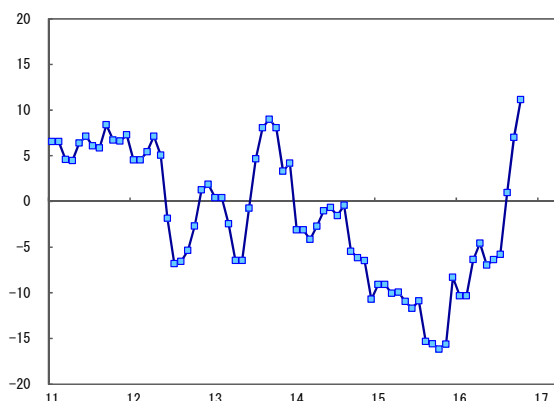
鉄道貨物輸送量は、不動産開発投資の減速といった鉄鋼需要の低下などから2014年1月以降、前年割れが続き、2015年10月には前年同月比16.2%減を記録した。その後は、2015年10月1日からの排気量1.6L以下の乗用車の車両購入税半減措置による乗用車生産・販売の増加や2016年の不動産開発投資の回復などを背景にマイナス幅の縮小が続き、2016年8月には32ヵ月ぶりの増加に転じた。9月と10月の増加ペースは急ピッチであり、10月には同11.2%増を記録した。

鉄道貨物輸送量と粗鋼生産の連動性は極めて高いが、2016年9月以降は粗鋼生産の伸び（11月は前年同月比5.0%増）と比べて、鉄道貨物輸送量の急増ぶりが際立っている。この背景には2016年9月21日に発効した車両積載重量規制の厳格化がある。過積載の取り締まりが厳重に行われた結果、トラックに積載できる貨物の重量は従来比で20%～25%程度減少し、その分、道路輸送コストは大きく上昇した。一部の貨物がよりコストの低い鉄道貨物輸送に置き換えられている可能性が高い。

2016年1月～11月の中国全体の電力消費量は前年同期比5.0%増（11月は前年同月比7.0%増）であり、全体の69.6%が工業分野（全体の57.7%は重工業分野）によるものであった。工業分野の電力消費量は同2.6%増（11月は前年同月比5.9%増）と、やや抑制的であるが、それでも2016年1月以降は回復傾向を強めている。当然その背景には、工業、特に重工業の生産回復がある。

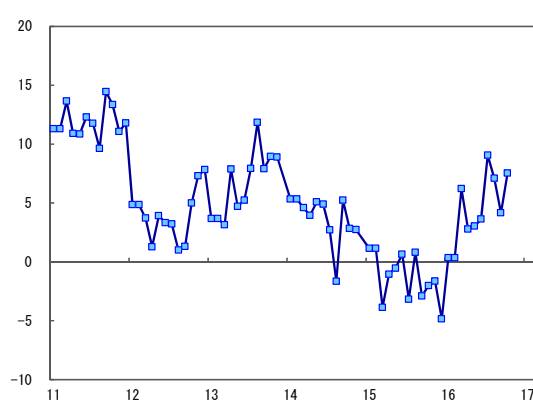
2016年の底堅い景気推移は、中国政府の政策がよく効く従来型産業が支えたのである。

鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）



（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月は平均値  
（出所）中国鉄路総公司より大和総研作成

工業分野の電力消費量（前年同月比、%）



（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月は平均値  
（出所）中国電力企業連合会より大和総研作成

## 2017年の景気は緩やかな減速へ

2016年の実質GDP成長率は、前年比6.7%程度と政府経済成長率目標である同6.5%~7%を達成しよう。

2017年秋には、今後5年間の国家の基本方針を決定する最重要会議である党大会が開催される。成長率を大きく下振れさせる可能性のある大胆な改革は先送りされ、安定が最優先されることになるだろう。実際、2016年12月14日~16日に開かれた中央経済工作会議では、2017年の経済運営の最重点を安定に置いた。具体的には、「稳中求進（安定のなかで前進を求める）」という総基調は国治理政（国政運営）の重要な原則であり、…来年この総基調を貫徹することは特に重要な意義を持つ。安定が主な基調であり、安定が大局であり、安定の前提下で鍵となる分野で新たなことに取り組む…」とされた。安定と前進（改革）は並列ではなく、まずは安定ありきななのである。2017年の景気の大幅な減速は避けられ、実質GDP成長率は同6.4%程度になると予想している。

## インフラ投資による固定資産投資下支えと住宅市場の行方

固定資産投資は2015年の前年比10.0%増から2016年1月~11月は前年同期比8.3%増へと減速したが、1月~8月以降は底堅く推移している。

石炭や鉄鋼などの過剰生産能力削減が推進され、新規投資が抑制されるなか、鉱業向けは2015年の前年比8.8%減から2016年1月~11月は前年同期比20.2%減と大幅に減少し、製造業向けも2015年の前年比8.1%増から2016年1月~11月は前年同期比3.6%増へ減速した。ただし、鉱業向けは1月~8月の同23.5%減からマイナス幅が縮小し、製造業向けも1月~8月の同2.8%増から若干上向いている。一方で、インフラ投資は、2015年は前年比17.0%増、2016年1月~11月は前年同期比17.2%増と、大幅な増加を維持し、不動産開発投資は、2015年の前年比1.0%増から2016年1月~11月は前年同期比6.5%増へ回復し、固定資産投資全体を下支えしている。

過剰生産能力の削減は2017年も継続され、その重点対象は順次拡大されることが予想される。鉱業や、重工業を中心とした製造業の新規投資は引き続き抑制されよう。このため、2017年の注目点のひとつは、インフラ投資が引き続き下支え役を果たすことができるか否かである。

インフラ投資は2013年以降、前年比20%増前後の高い伸びを維持し、固定資産投資の急減速を回避する原動力となった。固定資産投資はインフラ投資への依存を高めており、固定資産投資全体の増加額に占めるインフラ投資増加額の割合は、2015年の38.5%から2016年1月~11月には48.3%に高まった。インフラ投資の担い手は国有企業であり、2015年以降に返済期限を迎えた地方政府関連債務が低金利<sup>1</sup>・中長期の地方債に置き換わったことが地方政府と国有企業

<sup>1</sup> 地方政府関連債務の金利は銀行貸出で7%~9%程度、シャドーバンキング経由はそれ以上の金利負担であったが、地方債の発行利回りは国債発行利回りの1.3倍が上限とされ、5年物でも3%程度にとどまる。この水準は1年物貸出基準金利の4.35%をも大きく下回る。

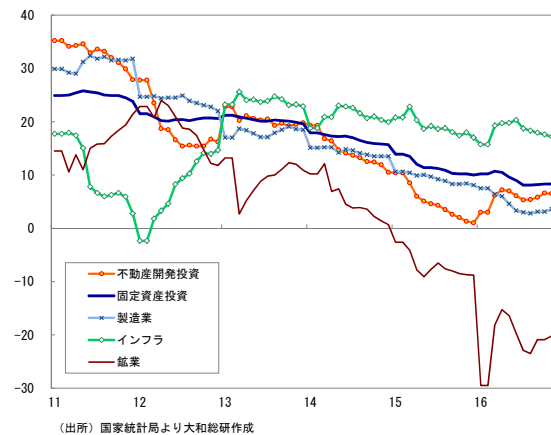
の投資余力を高めている。2016年1月～11月の国有部門(固定資産投資全体の3割強を占める)の固定資産投資は前年同期比20.2%増と、2015年の前年比10.9%増から伸びが大きく加速した。全体の6割強を占める民間部門は前年同期比3.1%増(2015年は前年比10.1%増)にとどまっております。地方債への置き換えという政策対応がなければ、固定資産投資は急減速を余儀なくされていた可能性が高い。

地方債への置き換えは2015年が3.2兆円、2016年は5兆円とされ、2017年は6兆円前後と目されている。少なくとも2017年はこの方法でインフラ投資がサポートされよう。

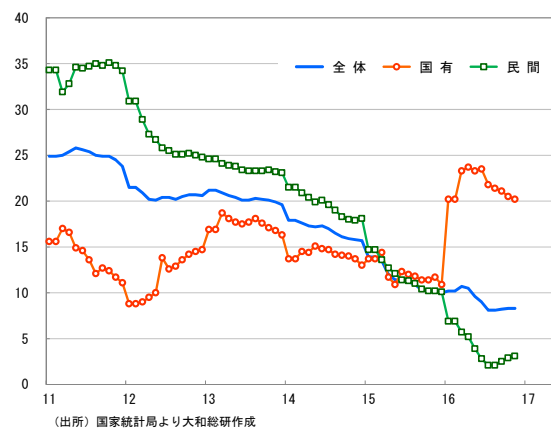
さらに、中国政府は、PPP(パブリック・プライベート・パートナーシップ:官民連携)による民間資本の導入に大きな期待を寄せ、インフラ投資を増やす意向である。国家発展改革委員会は、交通運輸、公共工事、水利、環境保護、林業、農業、エネルギーなどの分野を中心に、2015年5月に総額1.97兆円、12月に2.26兆円、2016年9月に2.14兆円のPPPプロジェクトの一覧を公開した。2015年の2回分の契約額は合計で1兆円となっており、2017年は契約済みPPPプロジェクトが本格的な実行段階を迎える。

2017年のインフラ投資は、減速はしても比較的高い伸びを維持できる公算が大きい。

#### 固定資産投資(1月からの累積の前年同期比、%)



#### 固定資産投資全体、民間部門、国有部門の伸び率の推移(単位: %)



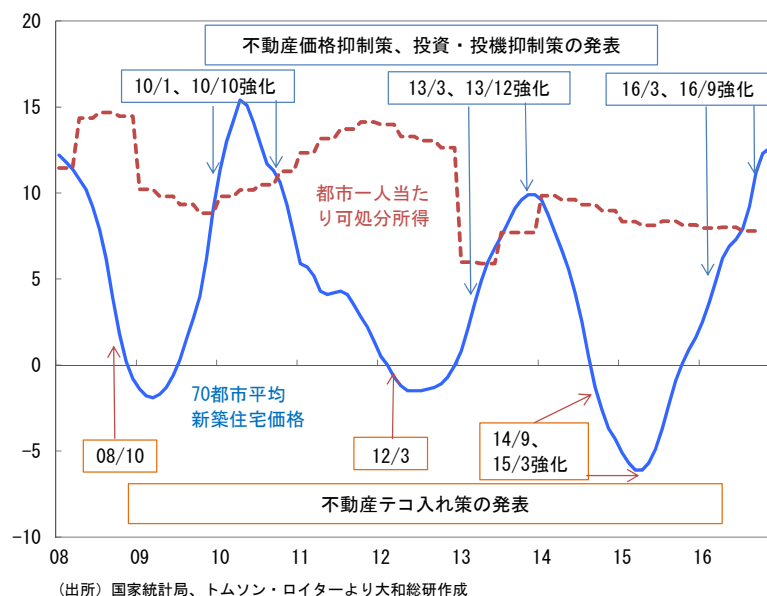
もう一つの注目点は不動産開発投資の行方である。不動産については、住宅価格のピークアウトと不動産開発投資のモメンタム低下が予想される。

全国 70 都市平均の新築住宅価格（前年同月比）は、2015 年 10 月に 14 ヶ月ぶりにプラスに転じた後、上昇傾向を強め、2016 年 11 月には 12.6%の上昇となった。中国政府は、住宅価格の上昇率が、都市一人当たり可処分所得の伸び率を下回ることを政策目標としているが、2016 年 1 月～9 月の都市一人当たり名目可処分所得は前年同期比 7.8%増であり、住宅価格上昇は既に当局の警戒を喚起する水準を大きく超えている。このため、2016 年 10 月の国慶節前後には、大都市であるティア 1 都市や省都を中心とするティア 2 都市、一部ティア 3 都市で、新たな住宅価格抑制策の発表や強化が相次ぎ、その数は 20 都市以上となった。具体的には、2 軒目の住宅ローンの頭金比率の引き上げ、3 軒目以降の住宅ローンの停止、当該地域の戸籍を持たない世帯の住宅購入制限など、投資・投機需要を抑制する措置が講じられている。特に、「住宅購入制限」は投資・投機需要を直接抑制する手段としてよく使われ、効果も高い。

不動産開発投資は、前年比ベースでは短期的にはもう一段の改善を見せる可能性が高い。これは 2017 年春までは前年の水準が低いこと、さらには、住宅販売金額や価格の変化が不動産開発投資に影響するには時間差があるためである。ただし、住宅価格は近々ピークアウトし、いずれ不動産開発投資のモメンタムは低下していく可能性が高い。

住宅バブル崩壊による景気急減速を懸念する向きもあろうが、当面、その可能性は低い。価格が下がれば、再び緩和策が打ち出されるであろうし、中国で住宅購入層といわれる 30 歳～34 歳人口は 2015 年～2020 年は 5 年間で 29.2%増加し、実需を支える。土地使用権売却収入は地方政府の重要な財政収入であるが、これまでのように住宅価格下落が短期間（1 年程度）で終了すれば問題は大きくなりえないだろう。

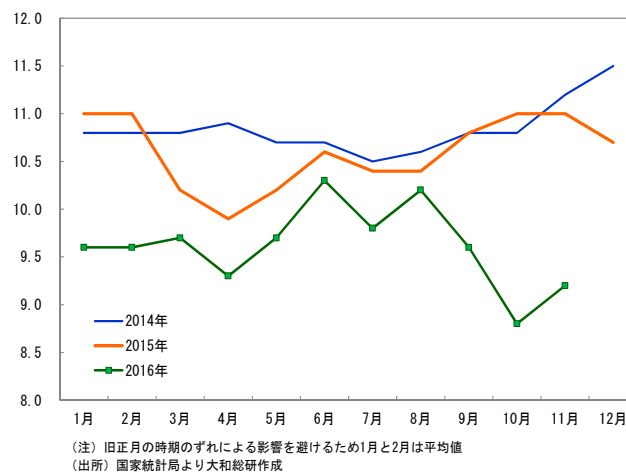
### 住宅価格（前年同月比）、都市一人当たり可処分所得（1 月から累計の前年同期比）と不動産政策（単位：％）



## 所得の伸び悩みで消費は減速へ

実質小売売上は、2015年の前年比10.6%増から2016年1月～11月は前年同期比9.5%増に減速した。しかも2016年9月までは需要の先食いに支えられていた面があり、10月にはその反動が出始めている。10月の実質小売売上は前年同月比8.8%増、11月は同9.2%増にとどまった。国家統計局によると、2015年10月1日からの排気量1.6L以下の乗用車に対する車両購入税半減措置（価格の10%⇒5%）の効果が2016年9月までで一巡し、これが10月の小売売上の伸び率を0.5%ポイント押し下げたという。半減措置は2016年年末で終了し、2017年は7.5%の軽減税率が適用されることが、2016年12月15日に発表された。これはソフトランディングを目指したもののだが、既に多くの購入者が半減措置の恩恵に浴していることを考えると、追加的な効果は限定的であろう。

実質小売売上伸び率の推移（前年同月比）（単位：％）



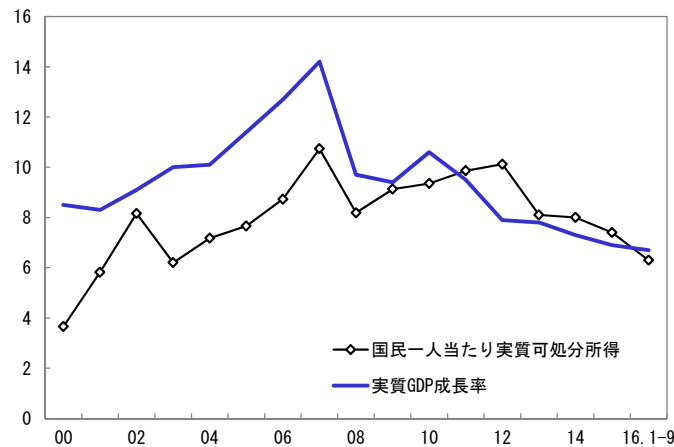
さらに、所得の増加ペースの鈍化が続いていることは懸念材料の一つである。国民一人当たり実質可処分所得は2014年の前年比8.0%増から、2015年は同7.4%増、そして2016年1月～9月は同6.3%増へと伸び率が低下した。中国政府は、2011年以降2015年にかけて、実質可処分所得の伸び率が実質GDP成長率を上回るようになったことを「労働分配率の引き上げは消費主導の経済発展に資する」と高く評価していたが、2016年1月～9月にはそれが再逆転してしまった。

実質可処分所得の伸び率が実質GDP成長率を上回った時期は、農村一人当たり実質可処分所得が大きく伸びた時期であり、これは都市最低賃金の大幅引き上げで農村からの出稼ぎ労働者の収入が急増したことが主因であった。都市最低賃金の大幅引き上げ⇒都市賃金水準全体の引き上げと農民工（農村からの出稼ぎ労働者）の出稼ぎ収入の急増⇒消費増加という好循環が見られたのだが、これは過去の話となってしまった。労働コストの大幅上昇は中国製品の価格競争力低下の一因となり、世界の工場としての中国の魅力は大きく低下した。これを受けて、中国政府は労働生産性の上昇を反映した最低賃金設定を地方政府に求めるようになり、2014年頃から都市最低賃金の引き上げ幅は抑制されるようになってきている。2016年11月末時点の全国平均最低賃金は、前年末比3.1%増にとどまった。



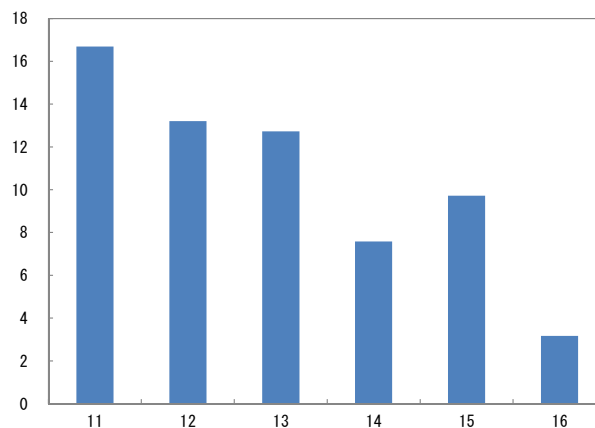
所得の伸びが抑制される状況では、消費の加速は難しい。それでも各種補助金の支給や税金の減免などで需要を一時的に喚起することは可能であるが、これは需要の先食いにすぎないことに留意しなければならない。

#### 国民一人当たり実質可処分所得伸び率と実質 GDP 成長率（単位：％）



(注) 2012年以前の国民一人当たり実質可処分所得の伸びは、都市と農村の実質所得の伸びと都市・農村人口比から計算  
(出所) 国家統計局より大和総研作成

#### 都市最低賃金上昇率の推移（単位：％）



(注1) 31省・直轄市・自治区の都市最低賃金（単純平均）の前年比伸び率  
(注2) 2016年は11月改定分まで  
(出所) 中国人力資源・社会保障部より大和総研作成

## 外需は回復へ

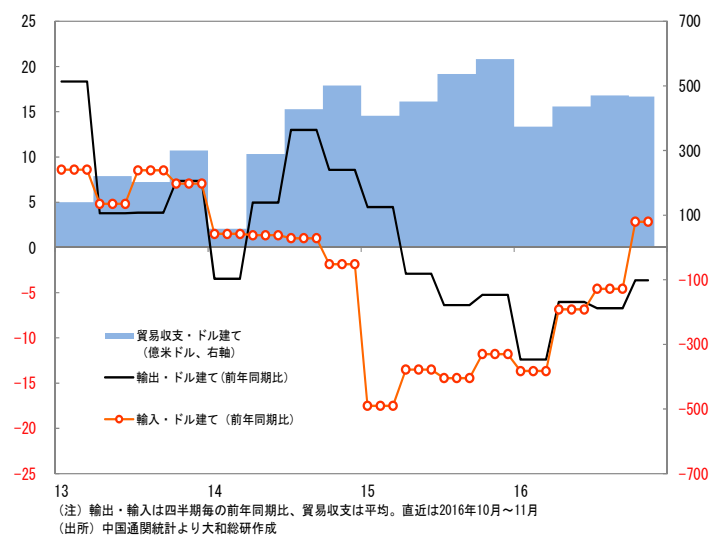
輸出（米ドル建て）は、2015年の前年比2.9%減から2016年1月～11月は前年同期比7.5%減とマイナス幅が拡大した一方、輸入は2015年の同14.2%減から2016年1月～11月は同6.2%減とマイナス幅が縮小した。1月～11月の貿易収支は4,750.9億米ドルの黒字（2015年は5,930億米ドルの黒字）であった。輸出入は月毎のぶれが大きく、四半期のデータで趨勢を見ると、輸出は2016年1月～3月をボトムにマイナス幅が縮小し、輸入は2015年1月～3月が底で2016年10月～11月にはプラスに転換した。

2017年は、先進国景気が緩やかながらも回復すると期待でき、加えて、2016年以降の元安の

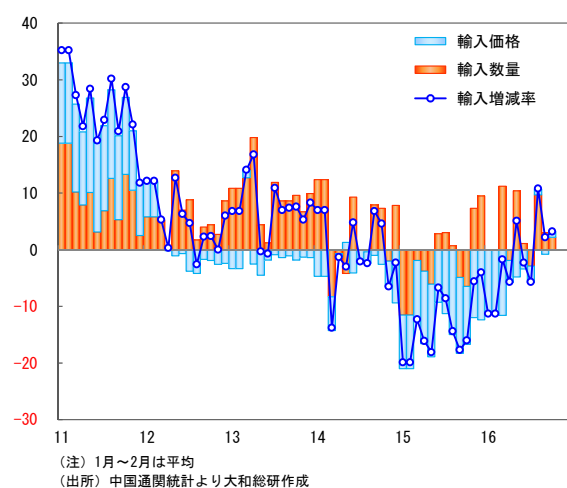
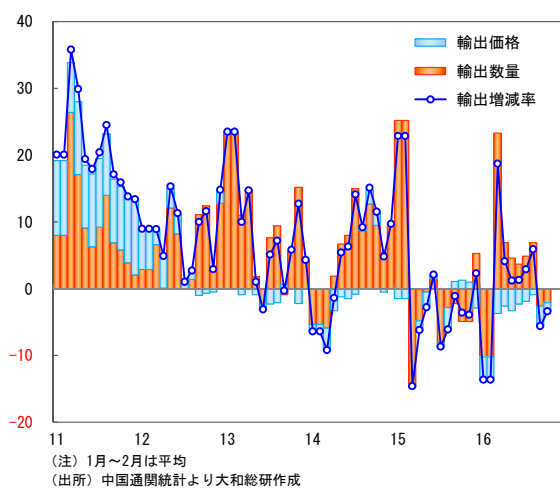
効果が発現していくことが、中国の輸出改善を後押ししよう。一方で、輸入は、原油など資源価格の上昇により輸入価格は上昇しようが、内需減速により輸入数量の伸びは抑制されよう。原油価格等が大きく上昇すれば、価格上昇効果が相対的に大きくなり、貿易収支の黒字は減少する可能性がある。

このように、2017年の中国経済は消費が減速する一方で、インフラ投資と外需が下支え役を果たすことで、景気は大きく落ち込むことは避けられるとみている。

### 輸出入(前年同期比)と貿易収支(金額)の推移 (単位: %、億米ドル)



### 輸出・輸入増減率(価格、数量)の推移(前年同月比)(単位: %)

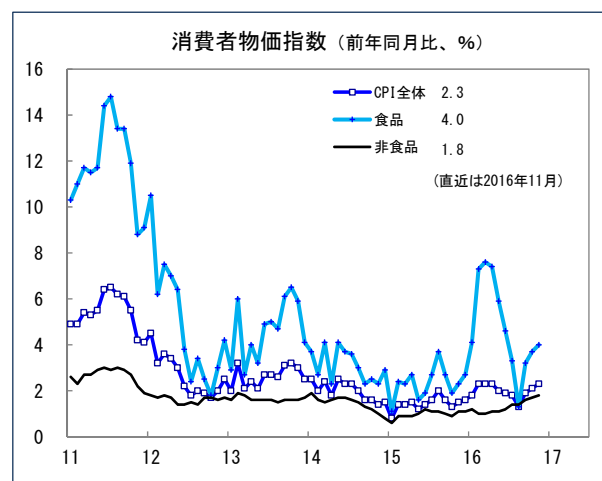
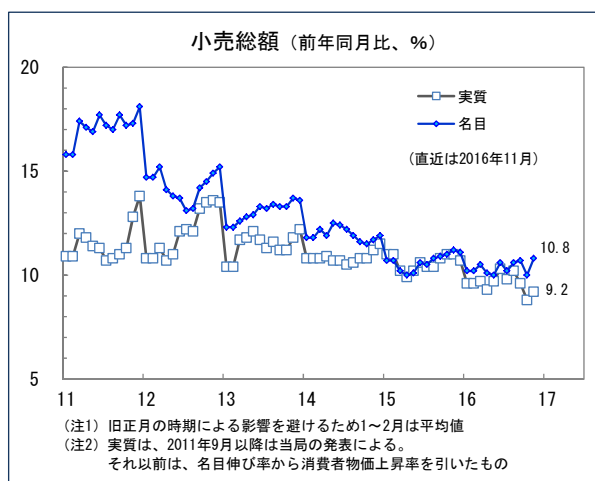
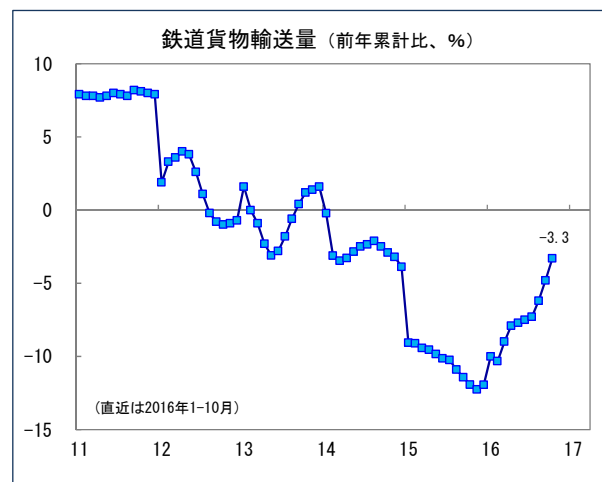
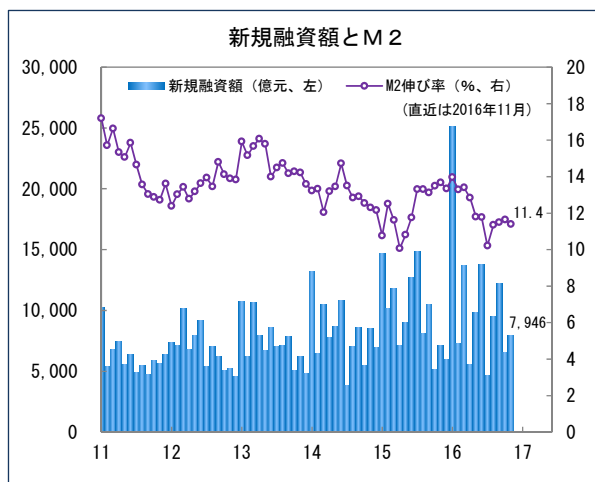
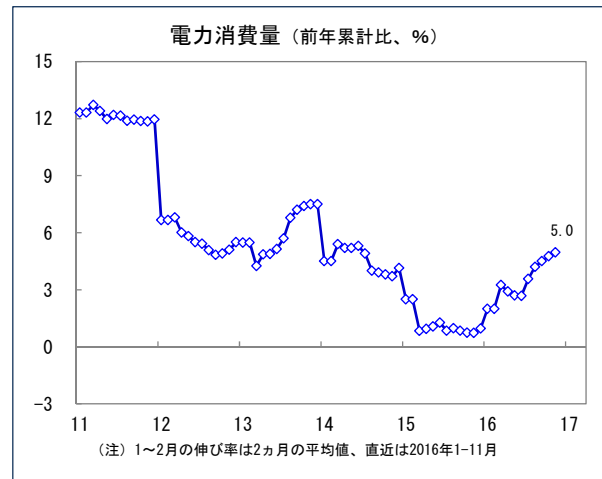
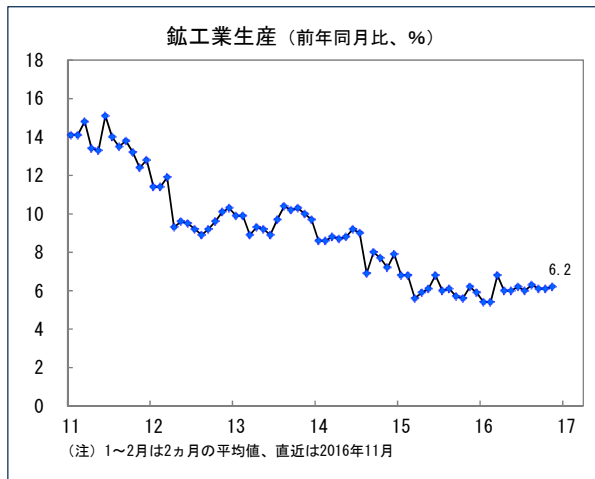


## 主要経済指標一覧

	2016年6月	7月	8月	9月	10月	11月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	6.7	-	-	6.7	-	-
鉱工業生産（前年同月比、%）	6.2	6.0	6.3	6.1	6.1	6.2
電力消費量（前年累計比、%）	2.7	3.6	4.2	4.5	4.8	5.0
鉄道貨物輸送量（前年累計比、%）	-7.5	-7.3	-6.2	-4.8	-3.3	
固定資産投資（前年累計比、%）	9.0	8.1	8.1	8.2	8.3	8.3
不動産開発投資（前年累計比、%）	6.1	5.3	5.4	5.8	6.6	6.5
小売総額 名目（前年同月比、%）	10.6	10.2	10.6	10.7	10.0	10.8
実質（前年同月比、%）	10.3	9.8	10.2	9.6	8.8	9.2
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	1.9	1.8	1.3	1.9	2.1	2.3
食品（前年同月比、%）	4.6	3.3	1.3	3.2	3.7	4.0
非食品（前年同月比、%）	1.2	1.4	1.4	1.6	1.7	1.8
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-2.6	-1.7	-0.8	0.1	1.2	3.3
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-3.4	-2.6	-1.7	-0.6	0.9	3.5
新規融資額（億元）	13,800	4,636	9,487	12,200	6,513	7,946
M2伸び率（%）	11.8	10.2	11.4	11.5	11.6	11.4
輸出（前年同月比、%）	-6.3	-6.2	-3.6	-10.2	-7.5	0.1
輸入（前年同月比、%）	-8.8	-12.6	1.5	-1.8	-1.4	6.7
貿易収支（億米ドル）	479.1	502.3	520.5	419.8	487.6	446.1
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	22.3	22.7	25.8	30.4	30.2	28.9
上海（前年同月比、%）	33.7	33.1	37.8	39.5	37.4	34.8
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	14.9	13.7	12.3	6.8	8.1	7.6
完工面積（前年累計比、%）	20.0	21.3	19.1	12.1	6.6	6.4
不動産販売 面積（前年累計比、%）	37.9	26.4	25.5	26.9	26.8	24.3
金額（前年累計比、%）	42.1	39.8	38.7	41.3	41.2	37.5

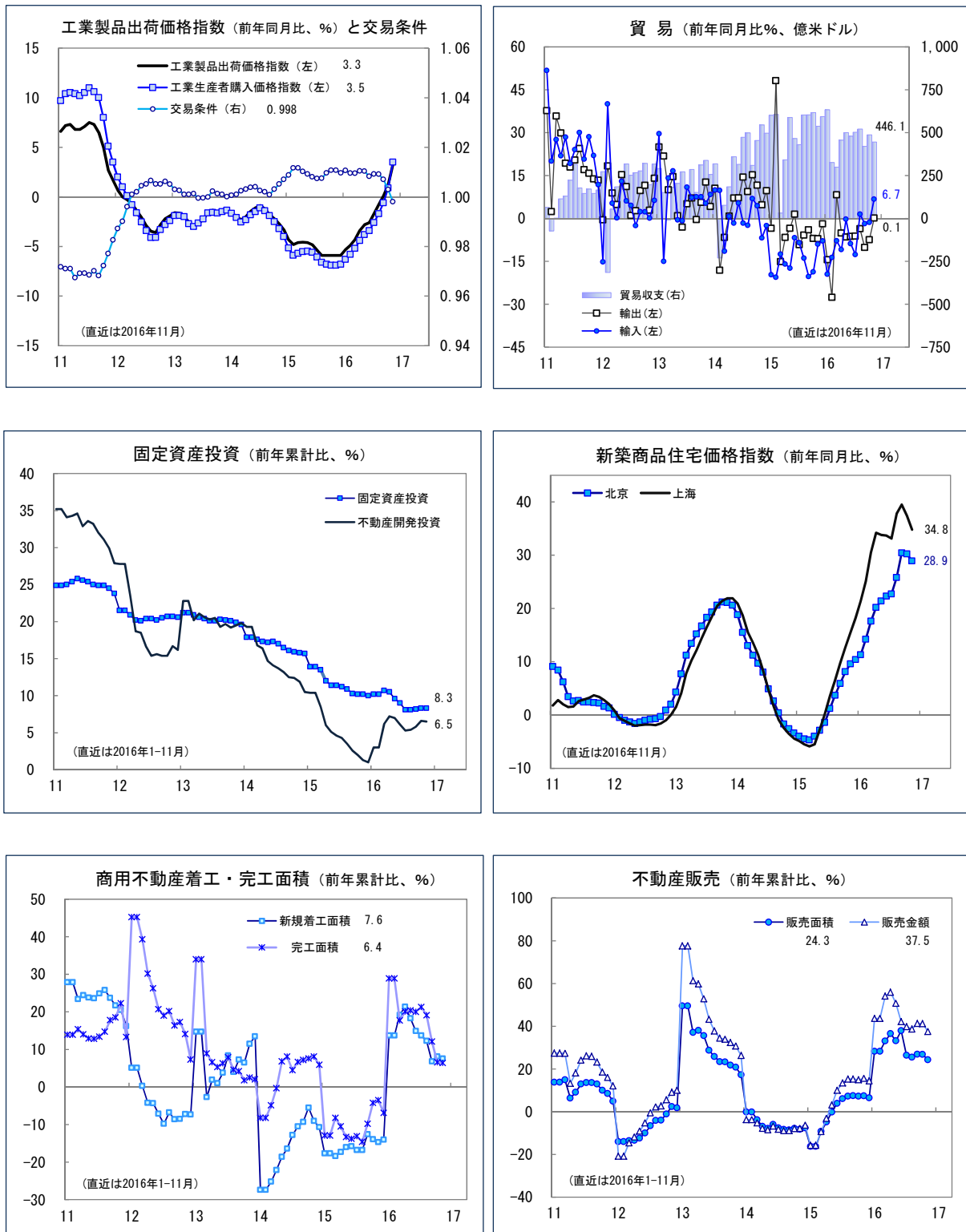
（出所）国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄道省、CEIC より大和総研作成

## 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