

2017年1月20日 全11頁

中国：リスク要因は金利上昇と米保護貿易主義

経済調査部
主席研究員 齋藤 尚登

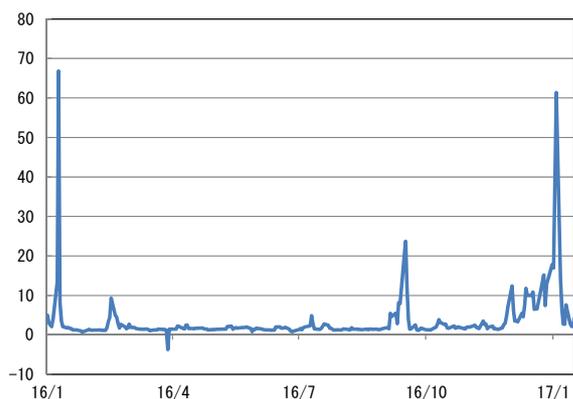
[要約]

- 国家統計局によると、2016年の実質GDP成長率は前年比6.7%と、政府経済成長率目標である同6.5%～同7%を達成した。2015年の同6.9%からは若干の低下にとどまり、景気は底堅く推移した。
- 2017年秋に第19回党大会を控えるなか、経済の「安定」を最優先しつつ「サプライサイドの構造改革」をある程度進めるのであれば、2017年の政府経済成長率目標は前年比6.5%前後に設定される可能性が高いとみている。大和総研は、インフラ投資の堅調と外需の回復を下支え役に、2017年の実質GDP成長率は同6.4%程度となると予想している。
- リスク要因のひとつは金利上昇である。中国の市場金利は2016年11月以降、上昇傾向を強めており、その背景には「トランプ効果」と「不動産バブルの抑制」がある。不動産価格のソフトランディングは政策として重要であるが、その一方で、景気の下振れ圧力は依然として強く、金融引き締めによる景気への悪影響には注意が必要であろう。
- より怖いのは、米国の保護貿易主義である。米国の輸出を善とし、輸入を悪と見なすトランプ政権にとって、2016年に2,508億米ドル（中国側通関統計）もの対米貿易黒字を計上した中国は、悪の権化と映っているのかもしれない。「中国からの全ての輸入品に45%の関税をかける」ことは現実的ではないが、大統領の権限において「150日を超えない範囲内で、輸入割り当てを実施し、あるいは15%以内の輸入付加税を課すこと」は可能である。仮に米国が何らかの行動を起こせば、中国も報復するであろうし、報復合戦となる可能性は否定できない。
- 2017年は先進国景気の緩やかな回復と2016年の元安の効果発現が、中国の輸出改善を後押しすると期待しているが、米国が強硬な保護貿易主義に走れば、中国の輸出改善期待を打ち砕くばかりか、米中の貿易関係の著しい悪化を招きかねない。こうしたリスクが顕在化するなどして景気下振れ懸念が高まれば、中国政府は、財政出動の強化などで景気を支えざるを得なくなるだろう。

オフショア人民元市場での元売り投機の抑制

中国が投機的な元売りに歯止めを掛けるべく荒療治にでた。香港のオフショア人民元市場における元売り投機の抑制である。2017 年年初に人民元資金の出し手である中国の大手銀行が、市場への人民元の供給を極端に絞った結果、オフショア人民元の香港銀行間取引金利（HIBOR）翌日物が暴騰し、1月5日に38.34%、翌6日には61.33%に急上昇した¹。個人の年間外貨両替枠（5万米ドル）は年初に更新され、当局による外貨管理が一段と強化される前にできるだけ早い時期に両替を行う個人が増えることで、元安が進展すると予測していたヘッジファンド等は、元売りポジションを膨らませていたが、金利急騰により元の調達コストが急増。投機筋はポジションの解消（元の買い戻し）を余儀なくされたのである。これに伴い、香港のオフショア人民元レートは、2016年12月30日の1米ドル=6.9754元から2017年1月5日には6.7890元へと2.7%の元高となった。投機的な元売りはひとまず抑制され、HIBOR 翌日物金利は1月19日時点では4.31%へ低下している。

オフショア人民元の香港銀行間取引金利翌日物
(単位：%)



(出所) Bloombergより大和総研作成

オフショア人民元（香港）の対米ドルレート
(単位：元)



(出所) Bloombergより大和総研作成

中国の市場金利は大きく上昇

中国本土の市場金利は2016年11月以降、上昇傾向を強めている。例えば、5年物国債の利回りは、10月末の2.48%から2017年1月19日には2.98%（直近ピークは2016年12月20日の3.20%）に上昇し、同様に、上海銀行間取引金利（SHIBOR）1ヵ月物は2.75%から3.80%へ上昇した。後者は、1%ポイント以上、金利が上昇している。

1月20日にトランプ氏が米国大統領に就任する。「トランプ効果」は、中国の金利上昇の背景のひとつであろう。トランプ氏が公言する減税とインフラ投資拡大は、米国の財政収支赤字拡大と金利上昇を招き、ドル高傾向が強まる。中国では元安・資本流出圧力が高まり、金利は上

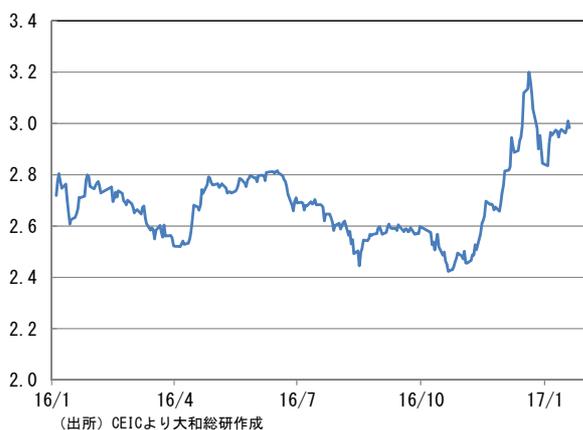
¹ ほぼ1年前の2016年1月12日にも66.8%に暴騰した経緯がある。

昇することになる。

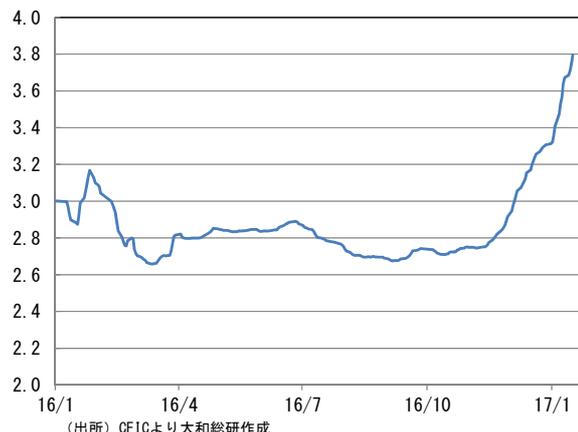
もうひとつの背景には、中国の金融政策の転換、具体的には、景気下支え重視から不動産バブル抑制重視への転換がある。2016年12月14日～16日に開催された中央経済工作会議²では、金融政策の方針を従来の「穏健」から「穏健中立」に変更することを確認した。「穏健」な金融政策とは若干の引き締めから若干の緩和までを含む幅広い概念であるが、「穏健中立」は、やや緩和気味に振れていた金融政策を本来的な意味の「中立」に戻すことを意味している。住宅価格が大きく上昇していた各都市は、2016年9月以降、価格抑制策を強化しており、市場金利の上昇にも政策的な意図がある程度反映されていよう。

確かに不動産価格のソフトランディングは政策として重要である。その一方で、景気の下振れ圧力は依然として強く、金融引き締めによる景気への悪影響には注意が必要であろう。

5年物国債利回り（単位：％）



上海銀行間金利1ヵ月物（単位：％）



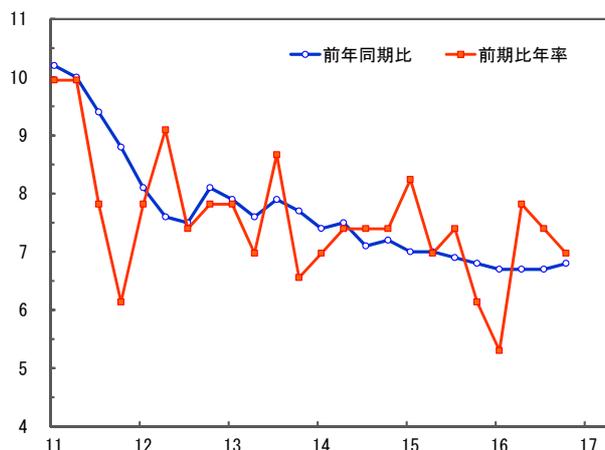
2017年のメインシナリオは緩やかな景気減速

国家統計局によると、2016年の実質GDP成長率は前年比6.7%と、政府経済成長率目標である同6.5%～同7%を達成した。2015年の同6.9%からは若干の低下にとどまり、景気は底堅い推移が続いている。2016年の同6.7%成長に対する需要項目別寄与度は、最終消費支出が4.3%ポイントと堅調で、総資本形成は2.8%ポイント、純輸出は▲0.5%ポイントであった。

四半期毎には、2016年1月～3月以降、3四半期連続で前年同期比6.7%成長を維持し、10月～12月は同6.8%と僅かに上向いた。前期比は1月～3月以降、1.3%（年率換算5.3%、以下同じ）、1.9%（7.8%）、1.8%（7.4%）、1.7%（7.0%）であった。

² 中央経済工作会議は毎年12月中旬頃に開催され、翌年の経済運営方針を決定する中国共産党の重要会議の一つである。

中国の実質 GDP 成長率（四半期）の推移（単位：％）



(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

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
2011	9.5	5.9	4.4	-0.8
2012	7.9	4.3	3.4	0.2
2013	7.8	3.6	4.3	-0.1
2014	7.3	3.6	3.4	0.3
2015	6.9	4.1	2.9	-0.1
2016	6.7	4.3	2.8	-0.5

(出所) CEIC、中国国家统计局より大和総研作成

2017年3月5日に開幕する第12期全国人民代表大会（全人代）第5回会議において、2017年の政府経済成長率目標など主要目標が発表される。2017年の政府経済成長率目標については、過剰生産能力の削減やいわゆる「ゾンビ企業」の淘汰などの痛みを伴う構造改革を推進するには前年比6%～同7%が好ましいとか、大きな景気減速を避けるべく同6.5%前後が望ましいなど、識者から様々な提案がなされている。共通するのは、2016年の政府目標であった同6.5%～同7%からの下振れ余地を想定していることである。

「三期叠加」とは、①経済成長速度のギアチェンジ期（「高速」成長⇒「中高速」成長へ）、②構造改革の陣痛期、③2008年11月に発動された4兆元の景気対策の消化期、という3つの期間が重なっているという、中国経済が置かれている厳しい状況を表現したものである。特に、③では、過剰投資と投資効率の低下、生産能力過剰、（地方都市における）住宅過剰在庫、地方政府・企業の負債率の急上昇、財政・金融リスクの増大などへの対処が求められ、中国が上記②で「サプライサイドの構造改革」³を推進する背景となっている。

³ サプライサイドの構造改革とは、2015年11月以降、頻出するようになったキーワードであり、(1) 過剰生産能力の解消、(2) 過剰不動産在庫の削減、(3) 脱レバレッジ（負債率の引き下げ）、(4) 企業コストの引き下げ、(5) 不足の補充（脱貧困やイノベーション重視など、中国経済が抱える問題点や弱点の改善、補強）の5つからなる。

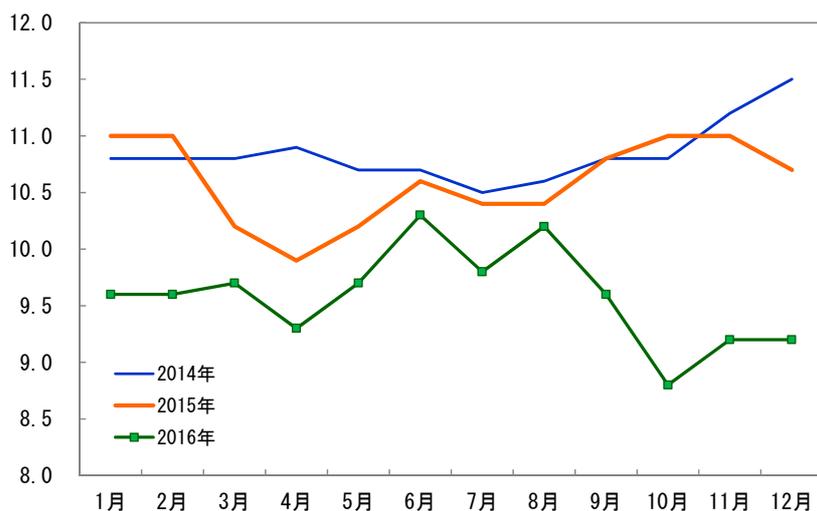
2017 年秋に第 19 回党大会⁴を控えるなか、経済の「安定」を最優先しつつ「サプライサイドの構造改革」をある程度進めるのであれば、2017 年の政府目標は前年比 6.5%前後に設定される可能性が高いとみている。この場合は同 6.3%程度までの成長率鈍化は、目標の範囲内と見なすことが可能となる。大和総研は、インフラ投資の堅調と外需の回復を下支え役に、2017 年の実質 GDP 成長率は同 6.4%程度となると予想している。

消費は減速が続く

実質小売売上は、2015 年の前年比 10.6%増から 2016 年は同 9.6%増に減速した。国民一人当たり実質可処分所得の伸び率が、2015 年の前年比 7.4%増から 2016 年は同 6.3%増へと低下したことが主因である。

こうした中で、乗用車販売は 2015 年の前年比 7.3%増から 2016 年には同 14.9%増と伸び率を高めた。これは、2015 年 10 月 1 日～2016 年 12 月末の期間限定で、排気量 1.6L 以下の乗用車に対する車両購入税が半減（価格の 10%⇒5%）されたことが効いている。ただし、この効果は 2016 年 9 月で一巡し、半減措置が 1 年を経過した 10 月以降はその反動が徐々に始まっている。乗用車販売の増加率は、9 月の前年同月比 28.9%から 12 月には同 9.1%へ低下した。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⁵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。2017 年には需要先食いの反動の本格化が懸念される。

実質小売売上伸び率の推移（前年同月比）（単位：％）

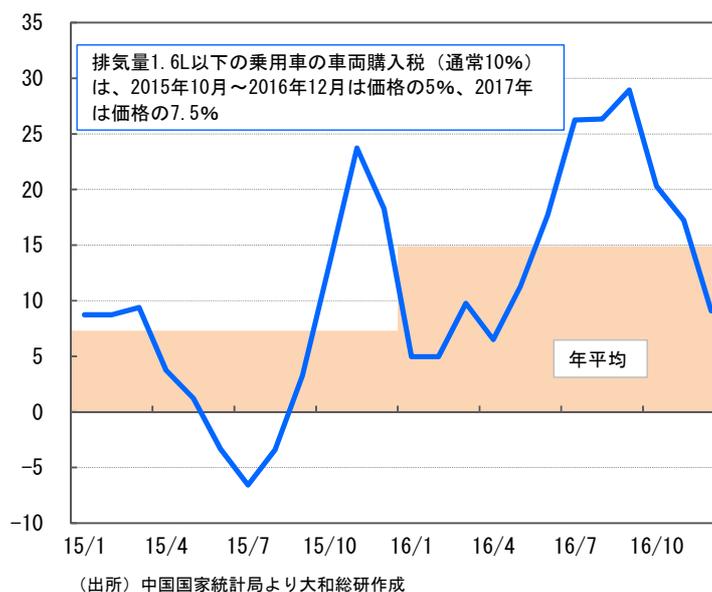


（注）旧正月の時期のずれによる影響を避けるため1月と2月は平均値
（出所）中国国家统计局より大和総研作成

⁴ 党大会は、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。第 19 回党大会の直後に開催される一中全会では、共産党中枢である政治局常務委員の大幅な入れ替えが想定されている。

⁵ 発表は 2016 年 12 月 15 日。

乗用車販売台数（前年同月比）の推移（単位：％）



固定資産投資はインフラ投資が引き続き下支え役に

固定資産投資は2015年の前年比10.0%増から2016年は同8.1%増へと減速した。

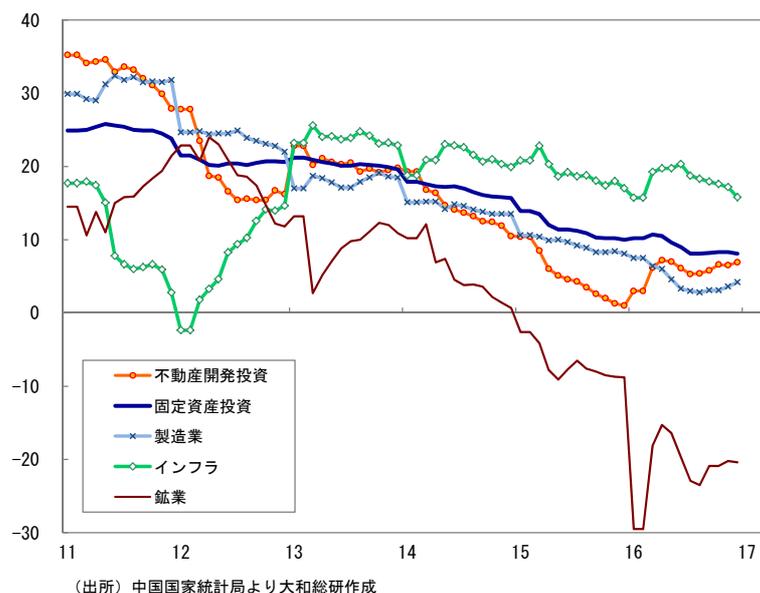
石炭や鉄鋼などの過剰生産能力削減が推進され、新規投資が抑制されるなか、2016年の鉱業向けは前年比20.4%減とマイナス幅が拡大し、製造業向けも同4.2%増と伸び率が低下した。一方で、インフラ投資は大幅な増加（同15.8%増）を維持し、不動産開発投資は、2015年の同1.0%増から2016年は同6.9%増へ回復し、固定資産投資全体を下支えた。

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予定である。2017年1月12日の国有資産監督管理委員会会議では、削減対象を従来の鉄鋼と石炭に加え、非鉄金属、造船、石油精製、建材、電力といった分野にも拡大するとした。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。

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、住宅ブームで価格が高騰した都市では、2016年9月以降、厳しい価格抑制策が打ち出されており、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。

こうした中で、固定資産投資の下支え役を果たし得るのがインフラ投資である。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年が3.2兆元、2016年は5兆元とされ、2017年は6兆元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。

固定資産投資の推移（1月からの累積の前年同期比、％）



外需の回復期待とリスクシナリオ

輸出（米ドル建て）は、2015年の前年比2.9%減から2016年は同7.7%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年は同5.5%減とマイナス幅が縮小した。四半期統計では、輸出は2016年1月～3月の前年同期比12.9%減から10月～12月は同5.2%減へマイナス幅が縮小し、同様に輸入は同13.9%減から同2.1%増へプラス転換するなど、改善傾向を強めていることが分かる。2016年の貿易収支は5,100億米ドルと、2015年の5,930億米ドルからは14.0%縮小した。

2017年は、先進国景気の緩やかな回復と2016年の元安の効果発現が、中国の輸出改善を後押しすると期待している。輸入は、原油など資源価格の上昇により輸入価格は上昇する一方で、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、貿易収支の黒字は一段と減少する可能性がある。

ただし、中国の輸出改善期待は、米トランプ政権の通商政策次第で増幅も減退もし得ることには注意が必要であろう。増幅は、米国のインフラ投資増加を含む景気拡大が、中国からの輸出増加をもたらす場合であり、減退は、米国の保護貿易主義がそれを損なう場合である。中国にとって米国は2016年の輸出シェア18.4%、輸入シェア8.5%を占める重要な貿易相手国であるが、米国が強硬な保護貿易主義に走れば、中国の輸出改善期待を打ち砕くばかりか、米中の貿易関係の著しい悪化を招きかねないのである。

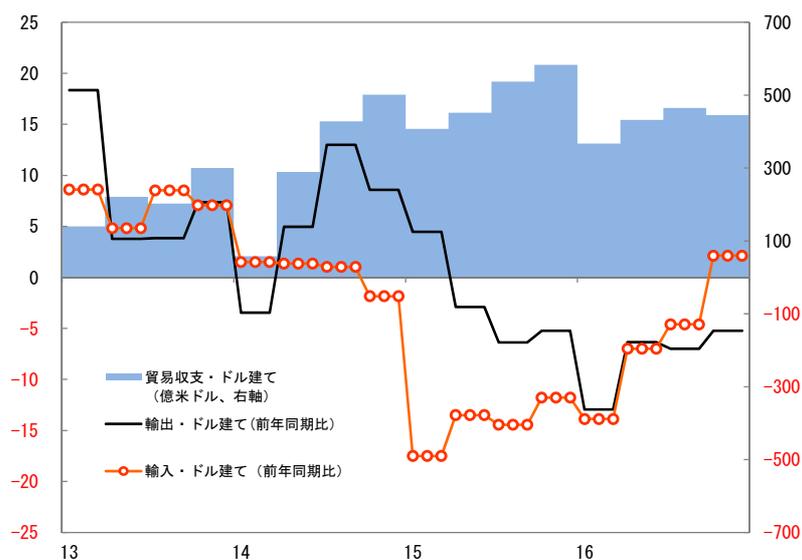
トランプ氏は、大統領就任初日に財務長官に中国の為替操作国認定を指示すると発言していたが、これは当面は見送りとなった。為替操作国の認定は米財務省が行い、認定国に対しては関税引き上げなどの制裁が発動しやすくなる。認定には、①対米貿易黒字が年間200億米ドル

超であること、②経常黒字の GDP 比が 3%超であること、③為替介入による外貨買いの過去 12 ヶ月の総額が GDP の 2%超であること、という 3 つの基準を満たす必要があるが、中国は①を満たすのみとなっている。ちなみに、2015 年 8 月の人民元切り下げ以降、中国が行っているのは元買い介入であり、③とは真逆のオペレーションである。

とはいえ、米国の輸出を善とし、輸入を悪と見なすトランプ氏にとって、2016 年に基準の 12.5 倍に相当する 2,508 億米ドル（中国側通関統計）もの対米貿易黒字を計上した中国は、悪の権化と映っているのかもしれない。「中国からの全ての輸入品に 45%の関税をかける」ことは現実的ではないが、大統領の権限において「150 日を超えない範囲内で、輸入割り当てを実施し、あるいは 15%以内の輸入付加税を課すこと」は可能である。仮に米国が行動を起こせば、中国も報復するであろうし、報復合戦となる可能性は否定できない。

こうしたリスクが顕在化するなどして景気下振れ懸念が高まれば、中国政府は、財政出動の強化などで景気を支えざるを得なくなろう。

輸出入(前年同期比)と貿易収支(金額)の推移 (単位: %、億米ドル)



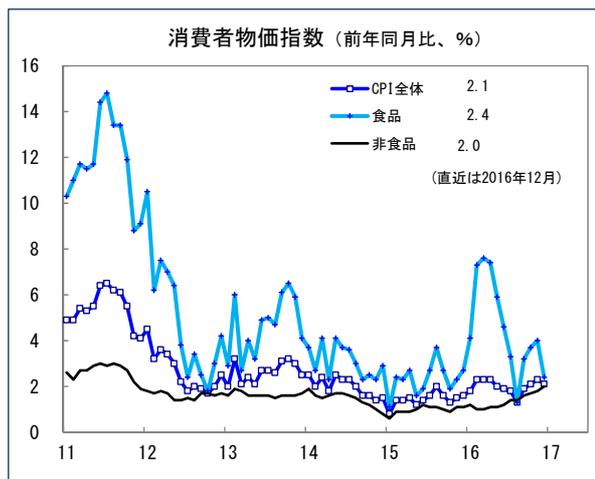
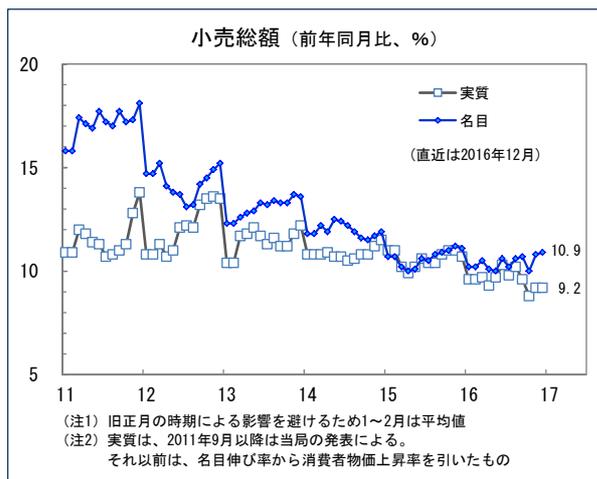
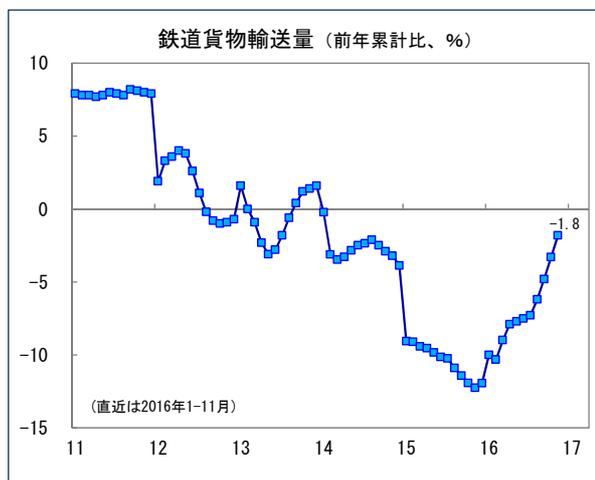
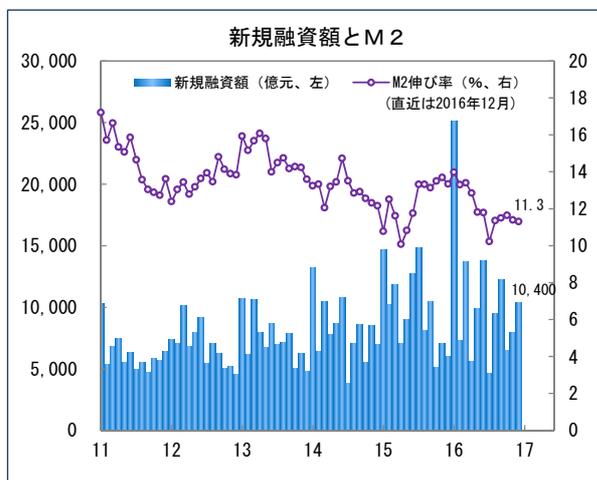
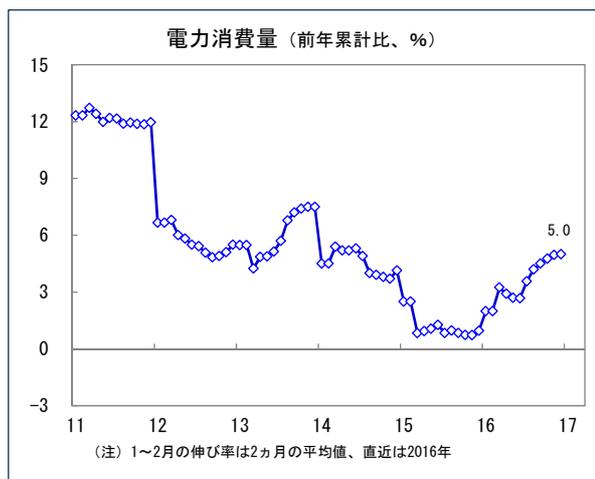
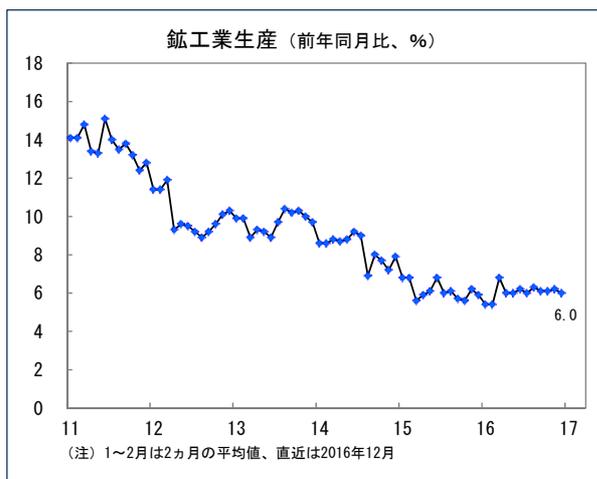
(注) 輸出・輸入は四半期毎の前年同期比、貿易収支は平均
(出所) 中国通関統計より大和総研作成

主要経済指標一覧

	2016年7月	8月	9月	10月	11月	12月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	-	6.7	-	-	6.8
鉱工業生産（前年同月比、%）	6.0	6.3	6.1	6.1	6.2	6.0
電力消費量（前年累計比、%）	3.6	4.2	4.5	4.8	5.0	5.0
鉄道貨物輸送量（前年累計比、%）	-7.3	-6.2	-4.8	-3.3	-1.8	
固定資産投資（前年累計比、%）	8.1	8.1	8.2	8.3	8.3	8.1
不動産開発投資（前年累計比、%）	5.3	5.4	5.8	6.6	6.5	6.9
小売総額 名目（前年同月比、%）	10.2	10.6	10.7	10.0	10.8	10.9
実質（前年同月比、%）	9.8	10.2	9.6	8.8	9.2	9.2
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	1.8	1.3	1.9	2.1	2.3	2.1
食品（前年同月比、%）	3.3	1.3	3.2	3.7	4.0	2.4
非食品（前年同月比、%）	1.4	1.4	1.6	1.7	1.8	2.0
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-1.7	-0.8	0.1	1.2	3.3	5.5
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-2.6	-1.7	-0.6	0.9	3.5	6.3
新規融資額（億元）	4,636	9,487	12,200	6,513	7,946	10,400
M2伸び率（%）	10.2	11.4	11.5	11.6	11.4	11.3
輸出（前年同月比、%）	-6.5	-3.8	-10.5	-7.9	-1.5	-6.1
輸入（前年同月比、%）	-12.7	1.6	-1.9	-1.9	4.7	3.1
貿易収支（億米ドル）	502.3	520.5	419.8	487.6	442.3	408.2
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	22.7	25.8	30.4	30.2	28.9	28.4
上海（前年同月比、%）	33.1	37.8	39.5	37.4	34.8	31.7
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	13.7	12.3	6.8	8.1	7.6	8.1
完工面積（前年累計比、%）	21.3	19.1	12.1	6.6	6.4	6.1
不動産販売 面積（前年累計比、%）	26.4	25.5	26.9	26.8	24.3	22.5
金額（前年累計比、%）	39.8	38.7	41.3	41.2	37.5	34.8

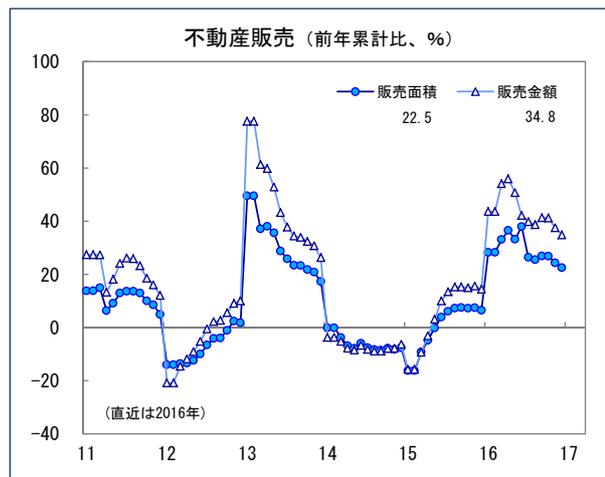
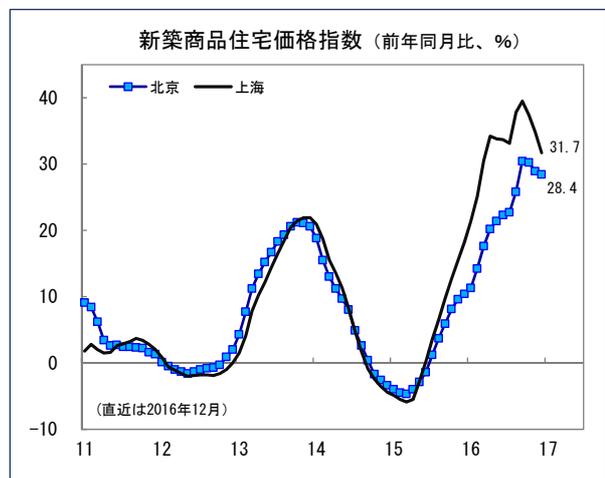
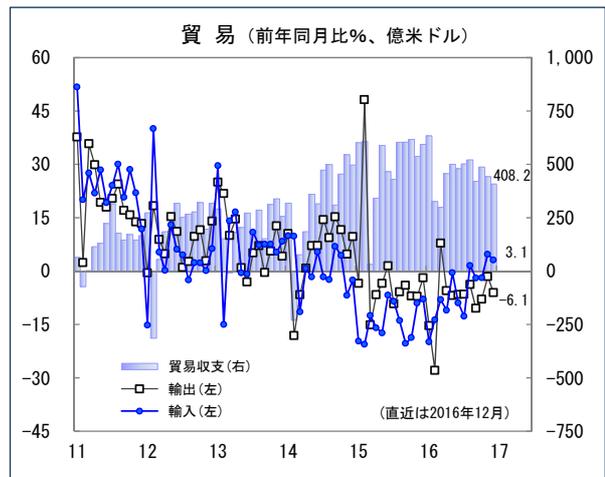
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄道省、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）中国国家统计局、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

主要経済指標一覧（続き）



（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー一局、中国鉄道省、CEIC より大和総研作成