

- ・ **景況感** : 改革の呼びかけの広がりもあり明るいムード。不動産の不安定感は新たな懸念
- ・ **景気指標** : 7~9 月は+6.7%。投資が押し下げ役、消費と純輸出が押し上げ役
- ・ **工業生産** : 全体は一進一退であるも、マイナスの伸びの製品は減少傾向
- ・ **投資** : 消費関連で加速傾向がみられる一方、インフラの伸びにピークアウト感
- ・ **不動産** : 22 都市で住宅ローンの条件厳格化等の不動産価格高騰抑制策を再実施
- ・ **消費** : 小売・雇用は堅調。所得は鈍化が継続。消費の下押しとなりやすい状況へ
- ・ **輸出入** : 大幅減少は見込みにくくなるも、引き続き停滞気味
- ・ **金融** : 対ドル人民元レートは SDR 採用後下落を強める

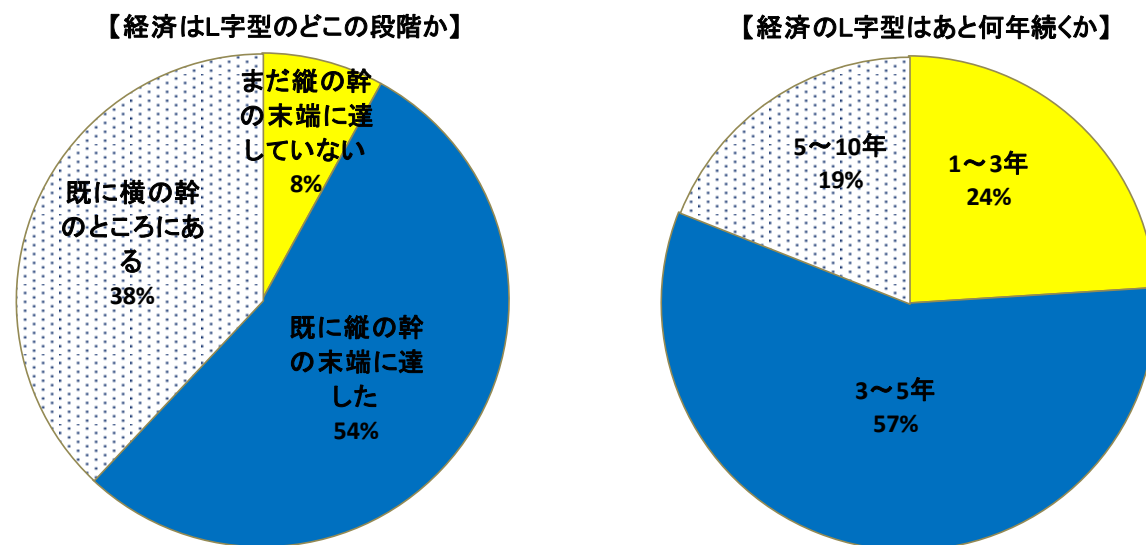
景況感：改革の呼びかけの広がりもあり明るいムード。不動産の不安定感は新たな懸念

9 月から 10 月にかけての景況感は明るいムードだった。方向としては、政策や宣伝・イベントの要因に加えて、臨時的な要因が加わり、改善が強まった。政府は、構造改革がなお道半ばとしながらも、「適度な需要拡大と構造改革の一定の進展、新産業の好調、企業効率の改善などがみられる」、「キーワードは、総体平穩、穩中有進（安定の中の前進）、穩中提質（安定の中の質の向上）、好于預期（期待より良くなる）である」と自信を示した（10 月 19 日、国家統計局記者会見）。他方、巷間では、9 月の G20 サミットや中秋節の後に、国慶節（10 月 1~7 日）、有人宇宙飛行の成功（10 月 17 日）、長征勝利 80 周年（10 月 21 日）等の祝賀が続いたことや、減税終了前の自動車販売が更に強まったことで、負の要素が一層薄められた。筆者はこの時期、成長率ワースト 1、2 の遼寧省、山西省、それに北京と上海の中間地点に位置し、発展への期待が高い山東省に出向いたが、それぞれの地域で、商業のレベルアップや観光開発、電気自動車普及事業など、活発な構造改革への取り組みを目の当たりにした。また、遼寧省と山東省で参加したフォーラム等では、中央・省政府要人・エキスパート等による構造改革や一帯一路への呼びかけが熱心になされ、各地で影響力のある市県政府要人や学者、大学生などへの浸透が図られていた。成果が出るには時間がかかろうが、「経済成長が減速しても、失速・混乱する訳ではない」、「中国は安定的に台頭していく」という期待・希望が広がっていることが見て取れた。

一方、巷間の最大の関心は、大都市で価格高騰抑制策が採られた不動産にあった。1 級と一部の 2 級の大都市では、この抑制策が価格の急落を招くという懸念が出ているが、その他の都市では、価格がもともと大都市ほど高まっておらず、懸念は少ない。巷間の不動産市場に対する見方は、総じてみれば、抑制策実施後もなお強気といえよう。大都市での販売・購入に関してはデベロッパー・購入者とも「様子見」をみせているが、大都市の外ではむしろ活発になっている。今後、抑制策の影響が不動産市場に対する見方を変えていくのか、次の販売シーズンとなる春節明けまで段々と不透明になっていくと考えられる。

経済に対する専門家の見方は、7~9 月の成長率が期初の見通しよりも強めになったことで、足元については上方修正の方向（2016 年通年+6.6~6.7%）だが、先行きについては引き続き厳しい。10 月 17 の経済観察報に掲載された「2016 第三季度経済学人調査」では、経済は L 字型成長の「既に縦の幹の末端に達した」（回答の 54%）、「既に横の幹のところにある」（同 38%）と、成長が急減速する局面を脱しつつあるとの判断が示されたが、L 字型成長そのものは「3~5 年」（同 57%）、「5~10 年」（同 19%）と回答された（図表 1）。数年で構造改革の苦境を脱するとはみられていないのだ。成長減速の一服で一息ついた感があるが、不動産という不安定要因が強まったことをみるにつけても、安定感を持つてくるにはやはり多くの曲折が予想される。

図表1 経済成長パスに関するアンケート



(資料) 経済観察報「2016第三季度経済学人調査」(2016.10.17)

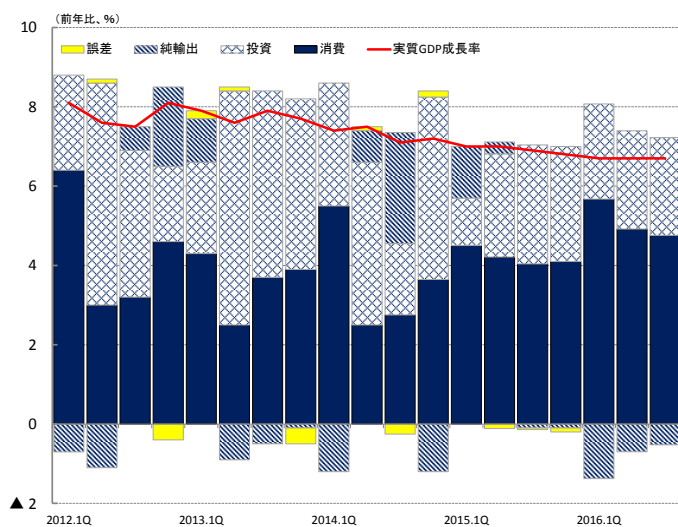
景気指標：7～9月は+6.7%。投資が押し下げ役、消費と純輸出が押し上げ役

10月19日に発表された7～9月の実質GDP成長率は前年比+6.7%（4～6月同+6.7%）と、3四半期連続で同率の伸びとなった（図表2）。過剰在庫・設備調整圧力を背景とする生産・投資の軟調さが成長を押し下げた一方、ネット販売や自動車販売の好調による消費の堅調さと、人民元安にもかかわらず鈍い輸出数量の拡大テンポ及び輸入単価の上昇による輸入数量の鈍化（純輸出のマイナスの縮小）が成長を押し上げた模様である。

産業別にみると、第1次、第2次、第3次産業別で加速をみせたのは、第1次産業（前年比+4.0%）、第3次産業（同+7.6%）であり、第2次産業（同+6.0%）は2四半期ぶりに鈍化した。加速した第3次産業では、不動産販売の好調を受けた不動産（同+8.8%）と、サービス消費の好調を受けたその他（個人サービス等（同+8.8%））が高い伸びとなったほか、物品販売の堅調さを受けた卸小売（同+7.0%）、運輸倉庫（同+6.5%）が加速した（図表3）。総じてみると、消費と不動産周辺が経済を支えた形だ。

同じく産業別について、名目成長率と実質成長率の差をとると、第2次産業のマイナス幅が大幅に縮小するな

図表2 GDP 成長率



図表3 産業別 GDP 成長率と名目-実質差

	2015				2016		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q
GDP(前年比%)	7.0	7.0	6.9	6.8	6.7	6.7	6.7
第1次産業	3.1	3.7	4.2	4.1	2.9	3.1	4.0
第2次産業	6.3	6.1	5.8	6.2	5.9	6.3	6.1
第3次産業	8.0	8.6	8.6	8.2	7.6	7.5	7.6
運輸倉庫	5.4	4.0	4.6	4.6	3.3	5.7	6.5
卸小売	6.1	5.8	6.1	6.3	5.8	6.5	7.0
ホテル飲食	5.7	5.8	6.6	6.6	7.0	6.8	6.5
不動産	1.0	4.8	5.0	4.2	9.1	8.8	8.8
金融	15.8	19.3	16.0	12.7	8.1	5.3	5.6
その他	8.9	8.7	9.6	10.0	8.7	9.0	8.8
GDP名目-実質差	▲ 0.3	0.2	▲ 0.9	▲ 0.7	0.4	0.6	1.1
第1次産業	0.6	3.5	▲ 1.9	0.5	10.4	3.3	▲ 1.4
第2次産業	▲ 4.3	▲ 4.3	▲ 5.4	▲ 5.8	▲ 4.9	▲ 2.8	▲ 0.7
第3次産業	2.7	3.5	3.4	3.7	3.5	3.1	3.3
不動産	2.5	5.8	5.9	5.2	8.5	6.2	7.5

(資料) 国家統計局、CEIC

かで、全体のプラス幅が拡大した（4～6月+0.6%ポイント→7～9月+1.1%ポイント）。足元は 2015年に強くみられたデフレ圧力が一旦緩和し、安定してきたと言ってよい。

10～12月については、減税終了前の自動車の駆け込み需要で消費が引き続き堅調が続けるとみられる。また、投資の減退を避けるべく公共投資が前倒しされたことや、民間企業の収益・金融環境が改善の兆候をみせていることから、投資が下ブレしにくくなっている。そのため、成長率はほぼ横ばいであろう。これは、4～6月の実質GDP成長率が発表された 7月中旬時点より、若干強めの見方である。

但し、こうした強めの見方は長続きしない。2017年については、公共投資や不動産取引、自動車販売において反動的な鈍化が出やすい。成長率はむしろ鈍化しやすいといえよう。

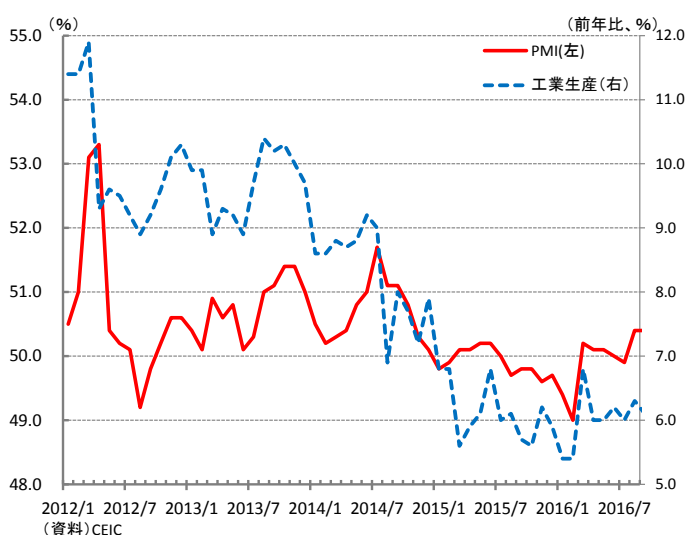
工業生産：全体は一進一退であるも、マイナスの伸びの製品は減少傾向

7～9月の工業生産は前年比+6.0%（4～6月同+6.2%、9月同+6.1%）となった。8月は、鉄鋼・石炭等の減産緩和の動きや電機業界の好転によって生産が上向いたが、9月は小幅鈍化となった（図表4）。これは、①8月頃から見られ始めた石炭の減産緩和の動きが、中央政府による全国査察を受けて一旦先送りとなったこと（但し、後述のように、炭鉱の操業制限は10月に入って大幅に緩和されている）、②電機の好転は続いたが、五輪終了の影響等で主力のテレビが2015年5月以来の前年割れとなったこと。また、携帯電話が従来製品の失速により、3カ月連続の鈍化となったこと、などが要因である。

他方、鉄鋼は、価格の持ち直しを受けて生産が引き続き加速。自動車も、駆け込み需要を受けて引き続き加速した。また、過去数カ月を遡ってみると、インフラ、アップグレードなどの投資などに伴う、建設機械、工作機械などで生産の改善傾向がみられるようになっており（図表5）、政府が呼びかけてきた構造改革の効果が生産を幾ばくか下支えする可能性が出てきている。

なお、足元最も注目されている鉄鋼・石炭に関しては、鉄鋼では、10月11日にドバイで開催された世界鉄鋼協会の 2017年の中国鉄鋼需要見通しが、前年比▲2%の6.52億t（2016年は同▲1%の6.66億tの見通し）と、足元の生産加速と矛盾する見通しとなった。8月末までの生産能力削減が予定の77%に達する傍ら、中小業者が価格上昇に乗じて生産を加速させる状況となっており、需要が見通し通りに減少すれば、鉄鋼市場は再度在庫増と価格下落に見舞われることになる。大手業者でも、9月に宝鋼集団と武漢鋼鉄集団が経営統合を発表し、そのなかで生産能力の4分の1に当たる1,660万t（宝山1,320万t／武漢442万t）の能力削減が決定される一方、

図表4 工業生産とPMI



図表5 主要製品生産量

(前年比%)	15/3Q	15/4Q	16/1Q	16/2Q	16/3Q	16/8	16/9
石炭	▲ 2.6	▲ 1.4	▲ 4.5	▲ 14.4	▲ 12.1	▲ 11.0	▲ 12.3
化学繊維	11.0	16.4	10.3	9.5	2.9	4.0	▲ 7.7
プラスチック製品	2.1	1.3	8.4	5.6	1.2	1.8	1.4
セメント	▲ 3.8	▲ 4.6	24.0	2.8	1.6	1.0	2.9
平板ガラス	▲ 10.3	▲ 8.1	2.4	1.0	5.5	7.0	2.7
粗鋼	▲ 3.7	▲ 3.3	2.9	1.3	3.2	3.0	3.9
10種非鉄	8.3	▲ 0.2	4.4	0.5	1.5	1.2	2.7
アルミ	12.9	2.0	2.7	▲ 1.2	▲ 0.4	▲ 0.8	1.2
銅製品	9.0	16.1	13.8	11.2	11.4	11.8	9.2
産業用ボイラー	▲ 3.6	1.7	15.1	8.0	3.6	3.8	3.0
エンジン	▲ 11.2	6.2	9.5	6.5	20.9	19.4	23.9
金属切削機械	▲ 12.0	▲ 15.0	▲ 1.5	▲ 4.9	7.8	10.9	14.1
掘削機	▲ 12.0	▲ 20.0	▲ 6.7	12.0	31.7	34.0	34.0
セメント機械	▲ 10.1	▲ 7.5	26.1	7.9	12.1	3.5	27.4
自動車	▲ 7.5	12.4	8.9	5.5	27.2	24.7	31.5
冷蔵庫	▲ 4.6	▲ 5.7	11.5	▲ 7.7	10.9	9.0	16.4
エアコン	▲ 4.5	▲ 4.5	▲ 2.0	▲ 7.3	14.8	15.7	18.7
携帯電話	3.7	11.8	18.7	22.2	17.8	15.9	14.0
コンピュータ	▲ 13.9	▲ 18.9	0.6	▲ 12.1	▲ 6.5	▲ 5.0	▲ 7.0
半導体	5.2	9.1	23.4	17.8	21.2	25.6	21.9
テレビ	9.1	14.4	25.2	9.1	2.9	4.2	▲ 3.9

(資料)国家統計局、CEIC

9月末に出た首都鋼鉄と河北鋼鉄の経営統合は早くも流れる状況となっており、大手業者による調整にも曲折がみられる。

一方、石炭では、生産制限によって生産量の前年比 2 ケタ減が続く傍ら、国内需要を満たすための海外スポット市場からの調達価格を押し上げ（9 月生産前年比▲12.3%、輸入同+37.6%）、国内の石炭供給の安定に懸念をもたらしていた。そのため、9 月に入って発展改革委員会によって生産制限の緩和が図られ、9 月 28 日までは、主要 74 社の増産量が日量 100 万 t（月 3,000 万 t、月間輸入量の凡そ 1.5 カ月分。9 月生産実績は日量 923.3 万 t）と決定された（10 月 25 日に発展改革委員会が主要 22 社に対して増産の加速を要請）。10 月に入ると生産増が一部実現したようであり、石炭備蓄が急増をみせている。但し、この措置は 12 月末までの暫定的な措置（延長の可能性あり）であり、冬の石炭需要期が終われば制限が復活する予定となっている。

図表 5 をみればわかるように、生産動向は去年の「停滞・まだら模様」から、足元は「底這い・伸びのマイナス品目減少」となっており、持続性が高まっているとはいいにくい、下ブレしにくくなっている。

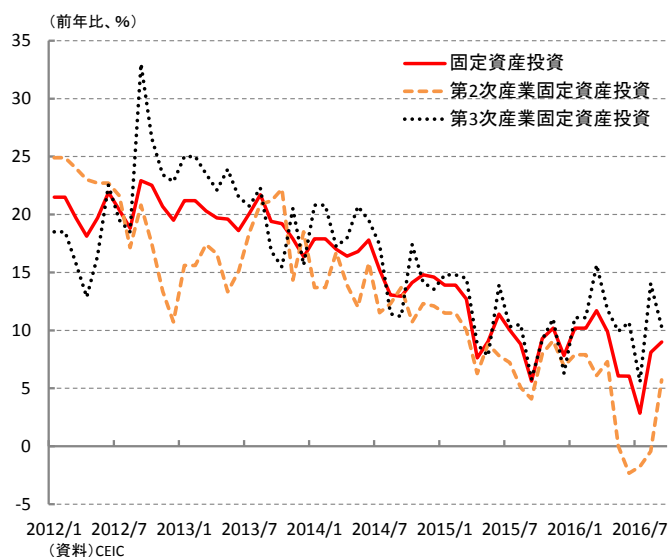
投資：消費関連で加速傾向がみられる一方、インフラの伸びにピークアウト感

〔投資実績〕

7～9 月の固定資産投資は前年比+6.6%（4～6 月同+7.3%、9 月同+9.0%（統計局公表））となった（図表 6）。注目される民間投資は同+1.9%（4～6 月同▲0.1%、9 月同+5.7%（当社計算））となった。7 月の発射台が低かったため、7～9 月の全体では 4～6 月よりも減速したが、単月では、8、9 月と加速しており、政策による下支えが効いたとの評価が出ている。

但し、実際には、①8 月は、7 月までの悪天候による工事の遅れに対する反動的な加速、②9 月は、石炭の増産や不動産・インフラ投資への期待を背景とする採掘や非金属など一部の素原材料工業での回復。及び、電気機械や文化・スポーツ、娯楽といった消費関連産業での加速によるところが大きい。9 月のインフラ投資は、図表 7 の通り、鉄道・道路以外の交通運輸、水利、環境、公共施設のうちの公共施設、教育、衛生、社会事業などで減速している。9 月 18 日に始まった中央政府による全国一斉査察を受けて、各地の地方政府が重点投資事業一斉着工式などを行ったため、インフラ投資が加速した印象があるが、この着工が投資を下支えするのはまだ先である。消費関連投資を除けば持続的な加速を確信することは難しく、また、インフラ投資の下支えも今以上の寄与は難しいと考えられる。

図表 6 固定資産投資



図表 7 産業別固定資産投資(単月)

(前年比%, %ポイント)				
	7月	8月	9月	
第1次産業	17.6	27.8	24.2	
第2次産業	▲1.9	▲0.5	5.7	
採掘業	▲42.1	▲27.7	▲0.1	
製造業	1.2	1.4	5.5	
非金属	1.5	▲3.1	9.1	
鉄鋼	▲3.0	▲2.8	▲9.2	
非鉄	▲1.5	▲20.3	▲7.0	
一般機械	▲14.0	▲3.8	▲5.3	
自動車	12.5	8.5	▲10.2	
電気機械	6.0	12.2	16.9	
電子機器(計算機等)	22.4	25.8	9.1	
電力、熱供給、ガス、水道	4.3	▲1.7	7.3	
第3次産業	5.4	14.0	10.3	
交通運輸、倉庫、郵便	5.7	17.5	11.9	
水利、環境、公共施設	14.1	21.7	20.0	
教育	19.6	20.0	7.5	
衛生、社会事業	20.0	30.8	6.5	
文化、スポーツ、娯楽	▲3.5	18.1	28.0	

(資料) 国家統計局、CEIC

〔企業収益〕

9月27日に国家統計局から発表された1～8月の工業企業収益は前年比+8.4%（1～7月同+6.9%）、8月単月では同+19.5%（8月同+11.0%）となり、回復が鮮明となった。価格低迷に苦しんでいた鉄鋼、石炭、石油化工などが大幅増益となったほか、自動車、電気機械、コンピュータ通信なども好調となった。

先行きにとって好材料は、9月のPPI（生産者物価）が前年比+0.1%と、2011年以来54カ月ぶりにプラスに転じたことだ（図表8）。これまで企業の収益は、労働分配改善の要請を背景とした相対的に高い賃上げや、高い債務水準を背景に幾分高止まりした金利支払い、成長減速を背景としたPPIの低下などによって圧迫されてきた。足元は、タイト気味な労働市場環境が続くなか、相対的に高い賃上げが個人消費ひいては企業売上を下支えし、また、緩和的な金融環境・金融革新の普及が大手企業やベンチャー企業を中心に金利コストを下げ、企業収益の悪化を緩和してきた。これにPPI上昇が加わることは、需給の改善によってメーカーの小売・消費者に対する力関係が改善してきていることを意味する。これは今後の企業収益の見方を更に改善させる可能性がある。

〔官民パートナーシップ（PPP）及び企業改革の促進〕

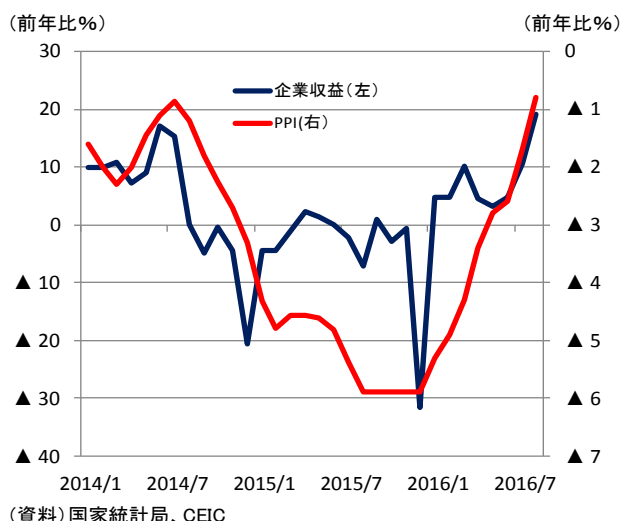
9月号では、官民パートナーシップ（PPP）が諸問題を含みながらも動きつつあることを紹介した。PPPは民間企業に公的な事業の一翼を担ってもらうというコンセプトであり、地方政府にとっては公的な事業の効率化、財政・債務負担の軽減につながるが、民間企業にとっては新たな負担・リスクを抱える可能性がある。

中国経済の最大の問題の一つは企業の高い債務比率であり、「デレバレッジ」は、構造改革の重要な5つの項目の一つとなっている。デレバレッジの推進とPPPの普及はどう釣り合うのか？

10月13日の発展改革委員会の記者会見で、趙辰昕報道官は「過剰設備削減の核心は容易に揺るがない」と述べる一方、「デレバレッジは一つの過程であり、ある意義の下では安定を優先して低下させる（先穏后降）」と発言しており、デレバレッジが経済の収縮につながることは認められないとしている。また、第13次5カ年計画が具体的に動き出そうとしているなか、これらの計画を端からつぶすわけにはいかない。そのため、デレバレッジをしつつ、経済を拡大させることを目指している（図表9）。最適解は、民間の効率性・収益性への高い意欲を活用した公的な事業の実施ということになるが、もとより効率性・収益性の低い事業を高い事業に転換できるかということには限界がある。

他方、10月8日の国务院常务会议は、これまで実施してきた投資事業の政府認可手続きの更なる簡素化（図表10）や外資企業の審査認可管理の簡素化を決定した。また、PPPにおいても国有企業改革においても、最大の懸念材料とされる地方国有企業対策でも、企業再編、債務の株式転換の試験ケースなどが打ち出されてきた。更に2017年までの中央企業会社制改編や2025年までの鉄鋼業再編案も出された。改革の行方に目が離せなくなった。

図表8 企業収益とPPI(生産者物価)



図表9 企業のデレバレッジ対策

・企業合併の積極的推進
——企業内再編と地域、所有制を跨ぐ再編。
・近代的企業制度の強化と改善
——デレバレッジのメカニズムの強化
・企業の既存資産の活用
——企業の資産を適切に分類し、多様な形式で活用(証券化など)
・企業債務構造の優良化
——財務負担の引き下げ
・銀行債務の株式化
——困難に直面している潜在的な優良企業のサポート
・法に則った企業破産の取り組み
・株式による資金調達の積極的な発展

(資料)「企業のデレバレッジを積極的かつ適切に引き下げるに関する意見」(2016.10.10)

図表 10 投資事業の政府審査認可手続きの簡素化

権限 移譲	・コンテナ専用ふ頭、内河水上運輸・アビオニクス拠点、自動車用エンジン、都市快速軌道交通システム等を1級行政政府認可に ・中国鉄路総公司による鉄道、橋梁、トンネルなどの事業は自ら決定することを認める ・医療、教育、文化、スポーツなど社会分野を民間に開放する度合いを強める
認可 抑制	・鉄鋼、石炭、電解アルミなど過剰生産分野は生産能力の新規拡大を認めない ・ガソリン自動車メーカーの新規建設を原則認可しない
監督 強化	・審査認可部門・主管部門の監督管理責任を追及する ・土地節約、省エネ、節水、技術、安全などに関する参入基準を引き上げる ・資源配分において市場の役割が決定的となるようにする。政府の役割をより効果的に生かす

(原典)新華社(2016.10.8)、(資料)中国通信

図表 11 9月から10月の主要な投資促措置

外資 企業 対策	外資企業の審査認可管理の簡素化(10/10)(國務院常務會議) ・自由貿易試験区の経験を広げる ・外資系企業の審査認可制度を届出制度に改める(条件付き)
国有 企業 改革	国有企業の分類改革に向けた審査制度計画(9/26)(國務院) ・国有企業を「商業類」と「公益類」に分けて審査 中国国有企業構造調整基金(基金規模3,500億元)設立。(9/26)(国資委)
民間 投資 促進	・中国通誠、中国郵政、招商局、中国兵器鋌業、中国石化、神華、中国移动、中国交通建設等参加 ・8月等に中国国有資本風險投資基金等も設立 民間投資の健全な発展を促進するための若干の政策措置(10/12)(發展改革委員會) ・6方面、26条の措置により民間投資の問題を軽減する 第3期PPP事業516件、1,17兆元(期限17年9月末)を発表(10/13)(財政部等20部門) ・第1期30件、1,800億元(期限16年末)、第2期206件、6,589億元(同17年3月末)に次ぐ 地方政府傘下融資平台の債務調査実施(10月中旬)(財政部)

(資料)各種資料より作成

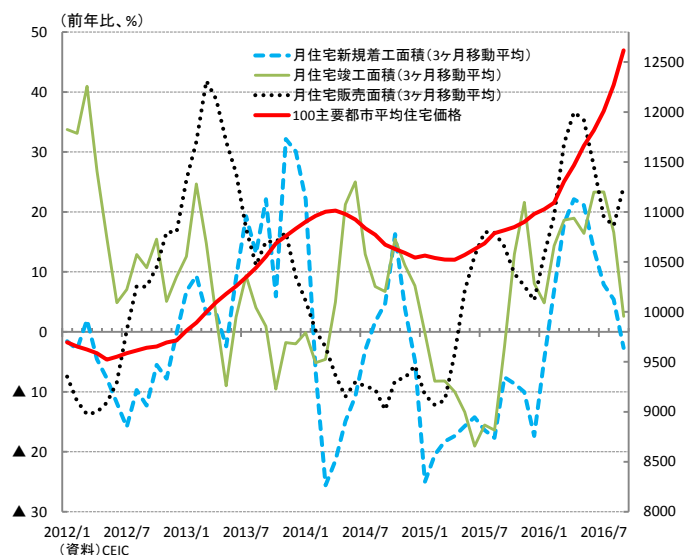
不動産:22 都市で住宅ローンの条件厳格化等の不動産価格高騰抑制策を再実施

[国慶節までの状況]

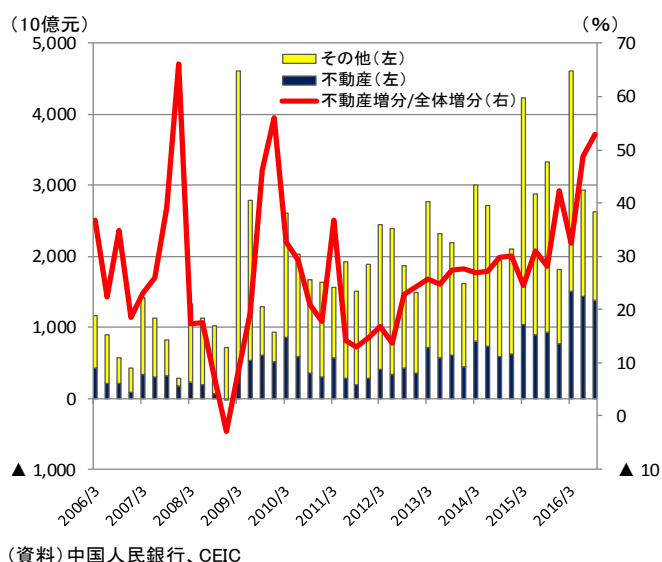
1~9月の不動産販売面積は前年比+26.9%(1~8月同+25.5%)(図表12)、デベロッパーの土地購入面積(政府からみると土地譲渡)は同▲6.1%(1~8月同▲8.5%)と、改善方向に向かった。投資も同+5.8%(1~8月同+5.4%)、販売価格を販売面積で割った販売単価も同+12.7%(住宅、1~8月同+11.5%)と加速した。1級都市と一部の2級都市で再度強化された住宅ローンの条件厳格化等の動きが、10月の国慶節でさらに広がるだろうとの見通しから、駆け込み購入が起こった模様だ。

専門家の間では、不動産投資利回りの低下や不動産関連金融の急拡大が起きていることもあって、不動産投資が過熱しているとの見方が強まった。住宅の販売単価(1~9月は前年比+12.7%。うち100大都市が同+16.6%、10大都市が21.5%(100大都市と10大都市は指数研究院による))及び住宅用土地価格(同前年比+61.7%(平均3,333元/㎡))が値上がりしたことや、銀行の貸出増加額に占める不動産の割合が急上昇(9月は全体の52.9%)したこと(図表13)などから、デベロッパーや銀行に対する懸念が強まった。

図表 12 不動産の状況



図表 13 用途別不動産価格変動率



(資料)中国人民銀行、CEIC

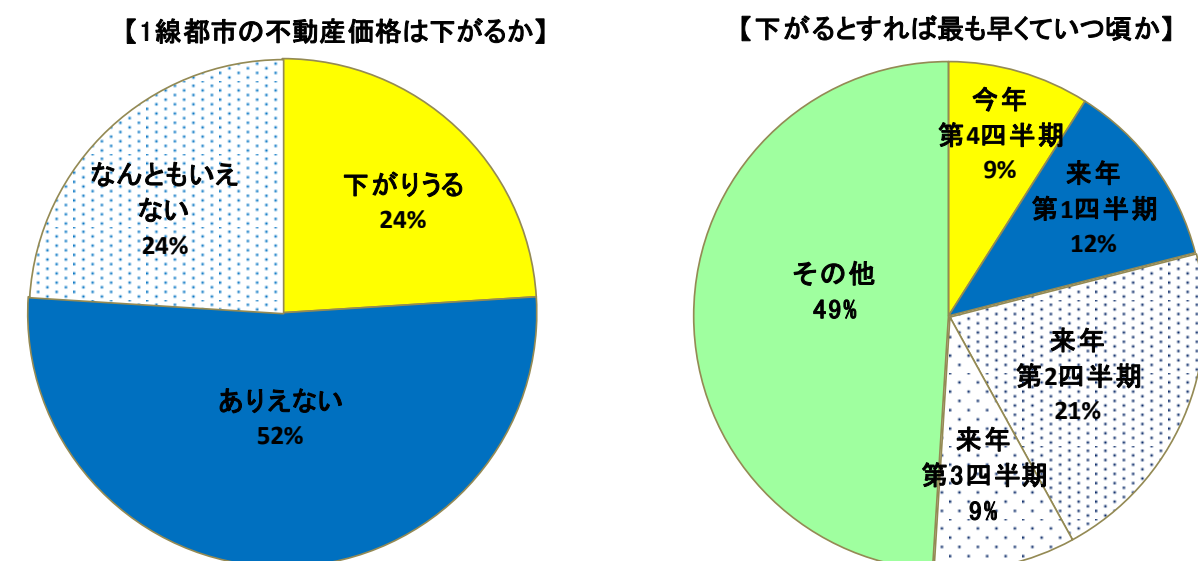
【国慶節後の状況】

10月に入ってから、1級、2級都市の一部で販売が落ち込んだ一方、3級都市で販売が急増をみせた。易居研究院によれば、10月上旬の販売面積は、1級都市は前月同期比+6%、2級は同+6%、3級は同+49%となった。また、中原地产によれば、10月上旬の販売面積は、北京市が前月同期比▲42%、上海市が同▲16%となったほか、浙江省蘇州市、山東省済南市、福建省厦門市（これら3市は3カ月前の平均から7割減）、江蘇省南京市、広東省仏山市、江西省南昌市（これらは同4割減）などが減少をみせた一方、広州市、深圳市、浙江省杭州市、山東省青島市、雲南省昆明市などが増加をみせた。22都市で不動産購入・販売の規制が再強化されたため、ブームの重心は大都市から中小都市にシフトしたが、大都市でもブームが続いているところが多いようだ。そもそも価格高騰抑制策を採った大都市も、全てが価格高騰に見舞われていた訳ではなかった。2016年9月時点で住宅価格指数が前年比+10%を超えていたのは、主要70市のうち20市しかなかった。広東省広州市や深圳市の周辺の市には、両市が抑制策を採ることによって、ブームがシフトしてくるのを防止する目的で、抑制策を採ったところもあった。

10月21日に臨時発表された10月上旬の住宅価格指数は、深圳市と四川省成都市が前月比で低下したが、他の主要な市は緩やかながら前月同期比上昇が続いた。価格水準が高く、また、価格上昇率が前年比4割に達する北京市をみると、価格指数は小幅上昇した。買い手は、住宅ローンの条件厳格化によって頭金の負担が重たくなったため、購入に慎重になっている。一方、売り手は、売り惜しみを余りせず供給を続けている。しかし、今のところ買い手の購入意欲は根強いものがあり、価格は低下していない（但し、単価の高い物件の売れ行きは落ち込みにより、平均契約単価は落ち込んでいる）。価格下落の見通しはエコノミストのなかでも少数だ（図表14）。

10月12日、中国人民銀行は商業銀行17行に対して不動産貸出会議（住房信貸會議）を招集。銀行に対して不動産に理性的になること、貸出管理を強化し、リスク管理をしっかりと行うよう要請した（中国人民銀行上海総部は同様の会議を25行に対して10月19日に開催）。翌日、銀行業監督管理委員会審慎規制局の王勝邦副局長は「不動産価格と不動産貸出が増加している。全体的な問題としては厳しいものではないが、金融の安定性を損ない得る」と述べた（同委員会は国内行に対して不動産リスク管理の強化を10月22日に指導）。現状の不動産市場は、価格の過熱は部分的あり、また、供給は総じて抑制的であるので、実のところ問題は限定的だが、不動産は金額が大きく、金融への影響が大きいと、価格高騰抑制策によるブームの拡散の可能性には注意が必要だ。

図表14 不動産の状況



（資料）経済観察報「2016第三季度経済学人調査」（2016.10.17）

消費：小売・雇用は堅調。所得は鈍化が継続。消費の下押しとなりやすい状況へ

〔消費動向〕

7～9月の社会消費品小売総額は前年比+10.6%（4～6月同+10.3%、9月同+10.7%）と加速が続いた（図表15）。小売店におけるモノの消費は、四半期単位でみると、前四半期と比べて、自動車、衣料、化粧品、家電で加速したもの、食品、宝飾、日用品、文化・文房具、薬品、通信機器、機器、家具、建材・内装品で鈍化した。8月の回復が、自動車や不動産関連、洪水被害修繕関連、新学期商戦関連によるものであったことから、持続性にやや疑問を持っていたが、9月になって自動車、家電以外が失速気味となったところを見ると、やはり持続性への疑問を深めざるを得ない。中期的にモノの消費は鈍化してくると思われる。

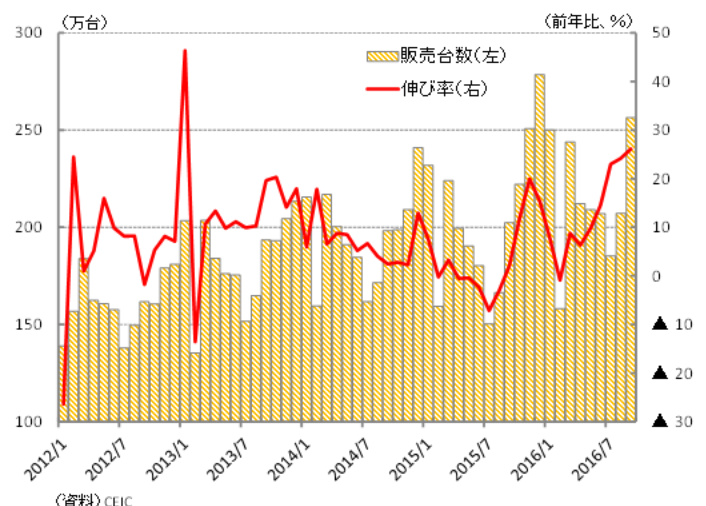
9月の自動車販売台数は前年比+26.1%（256.4万台）と、先月、先々月より更に高い伸びを記録した（図表16）。小型車減税の終了を受けた駆け込み購入は益々強まっている。足元に高いゲタを履くため、来年後半の成長率が大きく鈍化すると予想されるが、年3,000万台の販売が射程に入るなかで、業界内では強気の見方も台頭しやすくなると考えられる。なお、今年の販売実績で好成績を残しているのは主に中国系と日系である。2018年頃にかけての結婚・出産増傾向を受け、若いカップルによる結婚必需品としての購入（都市郊外で住宅を購入する傾向が強いため）がけん引していると考えられる。

9月下旬の中秋節の消費に続き、10月の国慶節（10月1～7日）の消費も堅調であった。重点商業・サービス小売額は前年比+10.7%（1.2兆円）であった。但し、2013年以降の国慶節を時系列的にみると、2013年の同+13.6%から、2014年同+12.1%、2015年同+11.0%となっており、2016年はこれまでの国慶節のなかではやや不振といえる。主要な指標は、①国内旅行者数が同+12.8%（5.93億人）、国内観光収入が同+14.4%（4,822億円）、②海外ツアー旅行者数が同+11.9%（140万人、個人旅行者数含めると過去最高の約600万人（過去最高））、③銀聯カード決済回数が同+14%（5.7億回）、同決済金額が同+36%（8,819億円）であった。

ネット消費が比較的好調を続けるなか、伝統的な百貨店やショッピングセンターの閉鎖が頻繁に聞かれるが、国慶節を前に新規開店の増加がみられた。「2016年上半期主要零售（小売）企業開店（閉店）統計」によると、1～6月の閉店は22社41カ所（ショッピングセンター及び2,000㎡以上のスーパー）、閉店総面積は60万㎡に及んだ。一方、中秋節・国慶節休暇に合わせた大型商業施設の開店は100カ所以上に及んだ（9月23日、北京商報）。これは、2～3年前の、状況がまだ良好な時期に着手した大型商業施設の建設が、ここにきて竣工を迎えたからである。新規開店ラッシュは、短期的には明るいムードを作るかもしれないが、中期的には過当競争を招くものであり、消費の先行きに不透明さが出てきたなか、新規店舗の集客状況に目が離せなくなっている。

図表 15 社会消費品小売総額

図表 16 自動車販売



[所得]

個人消費の前提条件となっている雇用・所得環境は、前者は1～9月の就業者増加数1,067万人(年間目標1,000万人)、9月末の登録失業率4.04%(調査失業率は5%以下と発表)となっており、良好な状態が維持されている。1～9月の企業登録が前年比+27%の401万件(個人事業主を含む全体は+13.7%の1,211万件)となっており、活発な起業が雇用を生んでいる。一方、後者の所得は1～9月の全世帯可処分所得が年初来累計前年比+8.1%と、名目GDPの伸びより高い伸びを続けているものの、7期連続で鈍化しており、政策当局に不安を与え始めている。鈍化の最大の要因は賃金の伸び悩みであり、今年は最低賃金の引き上げも見送り気味になっている。移転所得の伸びは所得の伸びのなかで既に最も高い伸びとなっているため、今後賃金が高まらなければ、所得の伸びは一段と鈍化してくると予想される。

輸出入:大幅減少は見込みにくくなるも、引き続き停滞気味

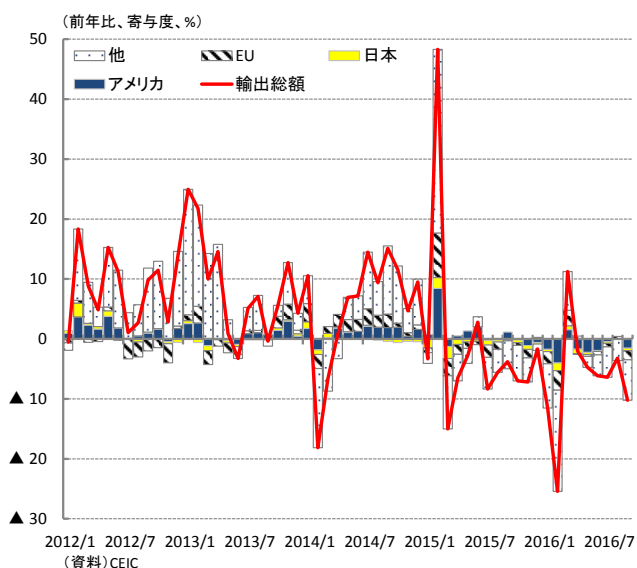
[貿易動向]

7～9月の財の輸出(ドルベース)は前年比▲6.7%(4～6月同▲4.4%、9月同▲10.2%)となり、マイナス幅が拡大した(図表17)。今年2月以来プラスの伸びに転じていた輸出数量が、9月に再度マイナスに転じ、7～9月の伸びを押し下げたからである。9月のマイナスは、輸出地域である華南・華東地域を台風が襲ったことに加えて、国内市況の回復やG20開催を受けて鉄鋼の輸出が大きく落ち込んだこと(9月は2カ月連続減少の前年比▲21.8%)などが影響したとみられる。今後は、台風という一時的な要因はなくなるが、海外需要は弱含み、しかも、ドル高に連れて名目実効ベースの人民元は再度割高感が出やすい状況になっている。そのため、輸出の先行きは引き続き不透明といえよう。

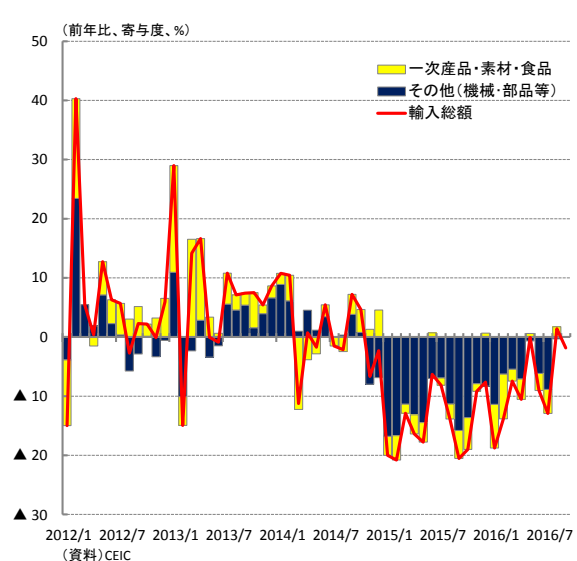
財の輸入(ドルベース)は前年比▲4.7%(4～6月同▲6.7%、9月同▲1.9%)と減少が続いた(図表18)。9月単月でも2カ月ぶりのマイナスとなった。但し、マイナス幅は縮小したことから、7～9月の貿易収支は1,443億ドルの黒字(9月単月は420億ドルの黒字)と、前年より12%黒字が縮小した。

過剰生産に関連して、9月の鉄鉱石輸入は前年比+8.0%(9,299万t)と、2015年12月以来過去2番目の水準。石炭輸入は同+37.5%(2,444万t)となった。国内生産の抑制を輸入で補っている形だが、先述の通り、鉄鋼は国内需要減少が継続する、石炭は減産が緩和されているため、今後輸入が鈍化してくる可能性が高い。

図表 17 輸出(地域別)



図表 18 輸入(主要商品別)



貿易の先行きについては、海関総署が調査する外貿輸出先導指数が7月以降3カ月連続で上昇しており、政府は10～12月に輸出の下押し圧力が低下することを期待している。海関総署は10月の記者会見で、「輸出入構造は市場の多元化、貿易主体と製品構造、貿易条件の高度化・改善が進んでいる」と、ハイテク製品貿易、民間貿易、対一帯一路貿易に期待を寄せている。

一方、先述の通り、実効ベースの人民元高、国内需要の鈍さは、引き続き貿易の不安要因だ。さらに、政府が指摘する下押し要因は、①世界貿易見通しの下方修正（9月27日、世界銀行は2016年の世界貿易見通しを4月の予測の前年比+2.8%から同+1.7%に下方修正）、②貿易摩擦（1～8月の貿易救済措置のなかで中国を対象としたものは、貿易救済調査が前年比+49%の85件、対象金額が同+94%の103.21億ドル。米国の337条調査15件）などだ。後者については、9月のG20コミュニケでは、あらゆる形の保護貿易主義に反対し、新しい保護貿易主義的措置を回避、減らす公約を2018年末まで延長するとし、貿易拡大を自ら率先する姿勢を示したが、対中保護貿易措置は増える一方であり、前途は多難だ。

金融:対ドル人民元レートは SDR 採用後、元安傾向が強まる

〔為替〕

G20、SDR(IMFの特別引き出し権)採用などのイベント要因を背景に安定を続けていた対ドル人民元レートは、10月に入って元安傾向が強まった。10月下旬には1ドル=6.77元台をつけた。年末6.8元突破はかなり高い確率で起きよう。背景には、米国の利上げ見通しの高まりが最も大きく、次いで英ポンドの下落による連れ安がある。実効レートベースで考えると、ドル以外の先進国通貨に対してやや人民元高になっており、実効レートは横ばい強含みとなっている。

10月下旬、通貨当局が人民元買いの介入を行ったと報じられた。外貨流出が貿易などの経路を通じて強まっており、人民元売りへの警戒が強まっているためとみられる。

この時期2つ注目されるレポートが出された。一つは米財務省の為替報告である。中国は、対米貿易黒字が大きく、ドイツ、日本、韓国、台湾、スイスとともに「監視リスト」対象国に指定されている。指定の基準は、①対米貿易黒字の大きさ（年200億ドル以上）、②経常黒字比率（対GDP比3%以上）、③ドル買い介入の度合い（12カ月でGDP比+2%以上）であり、2項目該当以上で指定される。中国は前回報告で、①、②が該当していたが、今回は①のみの該当となった（③については、中国は2016年8月までの1年間、5,700億ドルの人民元買い）。今回の報告で中国が対象外になる可能性が出ている。

もう一つは、中銀香港（中国銀行系）の人民元の外貨準備利用に関するレポートである。このレポートによると、SDR採用を背景に世界の外貨準備に占める人民元は、3年後に現在（1,300億ドル、世界の外貨準備の1.8%）の3倍の4,000億ドル、9年後の2025年には5倍の6,800億ドルになり、世界第3の基軸通貨になるとされた。

人民元の先行きは短期下落、中期安定という見通しとなっていると言える。

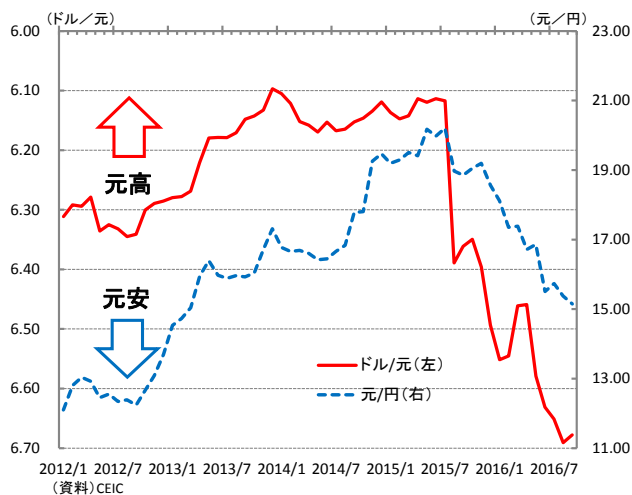
〔銀行貸出構造と企業・地方政府債務の問題〕

10月に入って中国の金融問題が世界的にクローズアップされている。10月上旬にIMFは「中国の貸出は複雑性と不透明性が増している」と指摘。IMFが10月14日に発表したレポートのなかでは「中国の信用の伸びが世界標準からみて非常に高く、債務問題に対処しなければ銀行危機が発生したり、経済成長が急減速したりするリスクがある」と懸念を示した。中国の地方査察チームが調査したところでは、「銀行の貸し渋りにより民間投資が阻害されている。銀行は地方政府・企業の債務改善のための債務の株式化に消極的である」と、不動産向け貸出が活発な一方で、企業や地方政府に対する資金提供が滞っていることを指摘した。

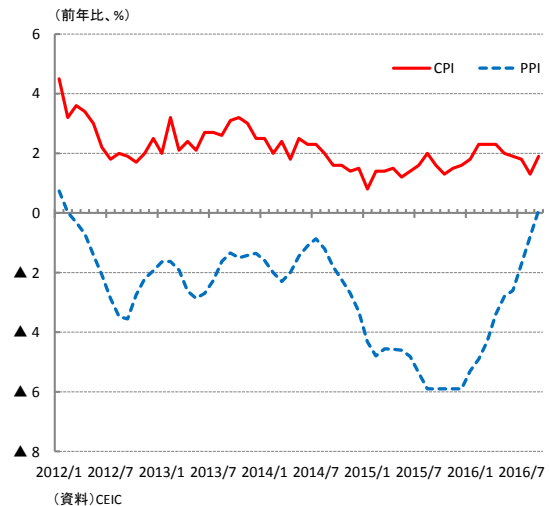
こうしたことを受けて、①10月10日には、企業債務引き下げに関する方針（同時に地方国有企業である雲南

錫業の債務株式化、武漢鋼鉄向け債務再編が発表される)、②同日には、9回ものデフォルトを起こした東北特殊鋼の会社更生法受理、③10月12日には、17商業銀行を招集しての「住房信貸會議」の開催(不動産に対して理性的になること、貸出管理を強化し、リスク管理を強化すること)などが行われ、銀行に対して貸出構造の改善、地方政府・企業の債務改善への協力が要請された。発展改革委員会は、債務の株式化により企業の負債比率は10～20%低下すると期待している。

図表 19 為替レート(対ドル・対円)



図表 20 CPI・PPI(参考)



図表 21 主要経済指標(参考)

		14/3Q	4Q	15/1Q	2Q	3Q	4Q	16/1Q	2Q	3Q	7m	8m	9m
実質GDP成長率	前年比%	7.1	7.2	7.0	7.0	6.9	6.8	6.7	6.7	6.7	-	-	-
工業生産	前年比%	7.9	7.7	6.4	6.2	6.0	5.8	5.8	6.2	6.0	6.0	6.3	6.1
粗鋼生産量	前年比%	4.3	▲ 9.5	▲ 1.7	0.3	▲ 3.5	▲ 4.6	▲ 3.2	▲ 1.1	2.6	2.6	3.0	3.9
発電量	前年比%	1.7	10.0	▲ 0.1	4.0	2.1	▲ 6.2	1.8	0.4	8.3	7.2	7.8	6.8
PMI(製造業)	期末	51.1	50.1	50.1	50.2	49.8	49.7	50.2	50.0	50.4	49.9	50.4	50.4
完成品在庫	期末	47.2	47.8	48.6	47.7	46.8	46.1	46.0	46.5	46.4	46.8	46.6	46.4
固定資産投資(年初来累計)	前年比%	16.1	15.7	13.5	11.4	10.3	10.0	10.7	9.0	8.2	8.1	8.1	8.2
住宅(年初来累計)	前年比%	9.8	7.9	5.7	2.3	1.1	▲ 0.2	5.6	5.1	-	3.8	3.9	-
社会消費品小売総額	前年比%	11.8	11.7	10.6	10.2	10.7	11.1	10.3	10.3	10.6	10.2	10.6	10.7
可処分所得(都市)	前年比%	6.5	6.5	7.0	6.4	7.0	6.0	5.8	5.8	5.5	-	-	-
輸出	前年比%	12.9	8.5	4.7	▲ 2.2	▲ 5.9	▲ 5.2	▲ 9.6	▲ 4.4	▲ 6.7	▲ 4.4	▲ 2.8	▲ 10.0
輸入	前年比%	1.2	▲ 1.6	▲ 17.6	▲ 13.6	▲ 14.4	▲ 11.8	▲ 13.5	▲ 6.7	▲ 4.7	▲ 12.5	1.5	▲ 1.9
貿易収支	億ドル	1,281	1,495	1,237	1,395	1,636	1,748	1,257	1,434	1,443	502.3	520.5	419.9
消費者物価	前年比%	2.0	1.5	1.2	1.4	1.7	1.5	2.1	2.1	1.7	1.8	1.3	1.9
生産者物価	前年比%	▲ 1.3	▲ 2.8	▲ 4.6	▲ 4.7	▲ 5.7	▲ 5.9	▲ 4.8	▲ 2.9	▲ 0.8	▲ 1.7	▲ 0.8	0.1
マネーサプライ(M2)	前年比%	12.9	12.2	11.6	11.8	13.1	13.3	13.4	11.8	11.5	10.2	11.4	11.5
社会融資規模(増額分)	前年比%	▲ 7.7	▲ 4.8	▲ 17.3	▲ 16.5	▲ 6.8	▲ 6.5	43.9	11.5	12.1	▲ 35.0	32.4	26.8

(注) 網掛けは前期を上回ったもの

(資料) 国家統計局、海関総署、中国人民銀行、CEIC

担当	丸紅経済研究所 経済調査チーム	T E L : 03-3282-7683 E-mail: TOKB4A1@marubeni.com SUZUKI-T@marubeni.com
住所	〒103-6060 東京都中央区日本橋二丁目7番1号 東京日本橋タワー 経済研究所	
WEB	http://www.marubeni.co.jp/research/index.html	

(注記)

- ・ 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- ・ 本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
- ・ 本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。
- ・ 本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど(以下「情報」といいます)は、当社の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私的使用および引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で、複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。