

China Economic Outlook 2017年5月

中米100日計画／一帯一路フォーラム／減速した4月経済指標／金融引き締め

2017/5/31

- ・**米中関係**：10項目の「100日計画」合意文書発表。農業、牛肉、電子決済サービスなどUSTRが要望を出していた項目のいくつかに回答。センシティブな分野は今後の交渉に。米国が一帯一路フォーラムに参加。これを受け日本も参加。一帯一路は中国が提唱した国際的イニシアティブとの性格を強める。米中関係の改善を一步進める
- ・**景気指標**：3月好調の反動で生産、投資、輸出等が鈍化。ただし、企業収益の改善や、企業活動を刺激する各種開発や減税、政府の宣伝等もあり、景気のムードは良好
- ・**金融情勢**：実体経済から大きな減速懸念が薄らぐ中で、デレバレッジや金融リスク削減を進めため、金融引き締め、金融機関・地方政府等の管理強化が強まる

「100日計画」の合意と一帯一路フォーラム開催～中国の国際的地位・役割を内外にPR

[米中は「100日計画」を発表]

5月の中国は、通商・外交中心に大きなイベントが続いた1カ月となった。労働節の連休明けから1週間ほどたった11日、米中両国は「100日計画」の合意文書を発表した（図表1）。同文書には、中国による米国産牛肉輸入の解禁や、米国による中国産加工鶏肉の輸入解禁など10項目が盛り込まれた。フロリダでの米中首脳会談から100日目となる7月16日までに一定の進捗が実現される予定である。但し、同文書の中身は、米中ともに歩み寄りが比較的容易なものであり（USTRが3月に発表した対中要求のポイント主要7項目中3項目。先月号参照）、米国が重視するサイバーや知的財産権に関するところ、また、中国が重視するハイテク製品の輸出制限に関するところなどはなく、今後の大きな進展を予期させるようなものではなかった。

「100日計画」の発表は、「一帯一路」フォーラム開催の直前であった。今回の発表は米中関係改善による具体的な成果を双方が急いだこと。特に中国が通商・外交で最も重視している「一帯一路」を米国が支持することで、中国は、「中国版マーシャルプラン」との揶揄を避けること、米国は北朝鮮問題での協力や、一帯一路事業への米国企業の参入（米国企業はGEなどが一帯一路事業に興味を示している）を促すことが背景にあったようだ。これで7月16日の100日目は、今回の10項目の合意の進捗確認と、より包括的な対話への出発点となった。

[「一帯一路」フォーラムで中国は7,800億元の資金供給を表明]

続く14～15日、中国は「一帯一路」国際協力フォーラムを開催した。このフォーラムには、日米の高官が参加。習近平主席が提唱した一帯一路を日米がバックアップした。米中関係の改善が進むなか、日中関係も改善が図られた形となった。同フォーラムでは、中国からシルクロード基金1,000億元の増額を含む7,800億元の資金の用意や、一帯一路の5つの共通認識、5つの協力原則、5大項目76中項目270項目の成果リストが発表され、中国のイニシアティブが示された（図表2、3）。平和、繁栄、開放、創業、文化の道であるとの理念や保護貿易に反対する声明は、ナショナリズムやポピュリズムが広がりがちな国際社会、特に新興国には広く受け入れられた。また、具体的な事業は、成果リストをみると、事業が有機的に計画されているとは言い難く、一帯一路地域の活性化に大きく寄与するかは不透明だが、今後の事業は中国からの金融支援が得られやすくなることや、投資促進・貿易円滑化のための協議が幅広く行われることなども盛り込まれており、今後の発展を期待させるものであった。一方、中国以外の二国間・多国間では具体的なものがみられず（「中国版マーシャルプラン」との揶揄）、一帯一路が中国による国際社会へのイニシアティブ提供となったとは言い難い部分もあった。

〔「中米経済貿易関係に関する研究報告」。米中補完関係をPR〕

そして、これらのイベントを経て、月末 25 日、商務部は「中米経済貿易関係に関する研究報告」（関于中美経貿関係的研究報告）を発表した。同報告は、米中経済関係の重要性と米国に対する貿易・投資の関係改善策を示すもので、中国語で 73 ページ、英文で 116 ページに及んだ。内容は 4 部構成になっており、第 1 部は「中米経済貿易関係の時代背景」に関して、グローバル化のなかでの両国関係の意義、補完的な両国関係の重要性などが強調された。そして、第 2 部は「米中経済貿易関係のウインウイン関係」に関して、直接的利益と間接的利益、第 3 部は「米中双方の経済貿易関係における関心事」、第 4 部は「米中経済貿易協力の不断の発展の促進」が示された。

第 3 部の経済貿易関係における関心事を見ると、米国側については、①貿易赤字、②人民元レート、③過剰生産能力、④市場開放、⑤知的財産保護。中国側については、①WTO 加盟議定書第 15 条（市場国認定）、②対中輸出規制、③中国企業の対米投資の不公平性、④米国の貿易救済措置の乱用について概要が短く指摘されただけであった（米国側の中国への要望は、「中国側からみた米国側の要望」であり、米国側が実際に言っていることとは必ずしも一致しない）。

また、第 4 部の不断の発展の促進では、対米インフラ協力、米中両国の対外開放促進（公平な扱い）、二国間投資協定交渉促進、米中の地方間協力強化、米国からの輸入拡大（天然ガス、石油、大豆、綿花、牛肉、飛行機、半導体、工作機械、映画、旅行、教育）、電子商取引拡大が示唆された。但し、これは具体的な措置ではなく、中国として協力可能な部分を示すものであった（牛肉については「100 日計画」で 7 月 16 日までに輸入が開始される予定。天然ガスは公平な扱いを確保）。

このようにみると、米中関係では、中国側にとっては対米関係を改善させたい、米国側にとっては北朝鮮問題などで中国の協力を得たいとの意図。中国と他の国との関係では、中国にとっては対外進出を拡大させたい、他の国にとっては中国からの支援を引き出したいとの意図があり、それぞれ思惑はややずれている。カギを握る米中関係は、今後の交渉もさることながら、トランプ大統領の振り子のようなパーソナリティに掛かっており、双方の思惑から大きく外れず推移するかは、不確定と言わざるを得ない。また、各国の経済・社会のナショナリズムや、米中ロのパワーバランスからの影響、テロの拡散の可能性なども、各国の通商・外交を揺さぶっている。米中合意、中国の世界への約束がどこまで良い効果を発揮していくか、引き続き注意が必要だろう。

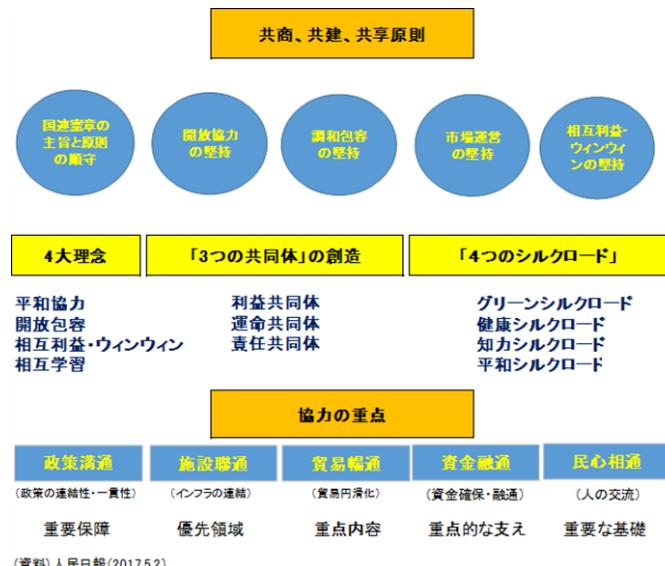
但し、中国にとって、これまで一帯一路や AIIB に慎重または否定的な態度をとっていた日本との関係まで改善したことは、今後の中国の通商・外交をよりスムーズにするため、大きな得点だったといえる。

図表1 米中 100 日計画の概要

①	国際食品安全基準、動物健康基準に合致した牛肉を7月16日までに中国が輸入開始
②	加工鶏肉を米国が速やかに輸入開始。7月16日までにルールを発表
③	中国国家生物安全委員会（NBC）が5月末までに8つの米国産バイオ製品の評価を行う。NBCは遅滞なく残りのレビューを行う。合格した製品には20営業日中に承認を与える
④	米国からLNGを輸入する。米国のLNG輸出当局は中国を他の非FTA諸国より劣位に扱わない。中国企業は全種の契約を米国輸出業者と交渉できる。4月25日、米エネルギー省は192億m ³ ／日の天然ガス輸出を非FTA諸国に認めた
⑤	7月16日までに中国は100%外資の信用格付け機関の進出を許可する
⑥	7月16日までに米国の商品先物取引委員会（CFTC）は、上海精算所の6ヶ月間の現行のノーリアクション救済の期間を3年に延長する
⑦	7月16日までに中国は米国の電子決済サービス（EPS）がライセンス獲得に向けた手続きを始められるようにする。中国の銀行が複数通貨決済のカード発行を許可し、米国のEPSサプライヤーが外貨建て決済の取り扱いをできるようにする
⑧	米国連邦規制当局は中国の金融機関に対して、他の外国の金融機関と同様の監督規制基準を適用する
⑨	7月16日までに米国の2金融機関に債券の引き受け・発行のライセンスを与える
⑩	米国が一帯一路フォーラムに代表団を送る

（資料）米国商務省

図表2 一帯一路の共通認識・協力原則



図表3 成果リストの概要

「一带一路」融資指導原則	
「一带一路」エネルギー協力のビジョンと行動の推進、「一带一路」による農業協力のビジョンと行動の共同による推進、ほか、環境、海上協力	
「一带一路」建設促進センター設立	
中国との個別分野の協力協定・MOU	
国際輸送・運輸	ウズベキスタン、トルコ、ベラルーシ（国際輸送）、カンボジア、パキスタン、ミャンマー（運輸）
鉄道	ベラルーシ、ドイツ、カザフスタン、モンゴル、ポーランド、ロシア（中欧班列）
原子力、エネルギー	タイ（原子力）。スイス、パキスタン（エネルギー）
水資源、水利	マレーシア、ポーランド
パキスタン	1号鉄道改良とHavelianランドポート建設
アフガニスタン	通信・情報技術
国家開発銀行	インドネシア（高速鉄道）、スリランカ、ラオス、エジプト等のインフラ。カザフスタン、アゼルバイジャン、マレーシア等の国有企業等との生産能力協力
輸出入銀行	セルビア（鉄道、電信）、カンボジア、エチオピア、カザフスタン（道路）、ベトナム（LRT）、モンゴル（橋梁）、ミャンマー（空港）、ケニア（インランドコンテナ港）、エジプト、モロッコ、ウズベキスタン、サウジアラビア（電力網・石炭火力発電等）、フィリピン（戦略協力）、ベラルーシ、ラオス、パキスタン（その他）
貿易協力協議署名 ：パキスタン、ベトナム等30か国	
自由貿易協定・同MOU等署名 ：グルジア、スリランカ、モルドバ、モンゴル	
「一带一路」貿易円滑化協力建議 ：60の国・国際機関国境経済協力区、経済技術協力、生産能力協力：ネパール、ミャンマー（国境経済）、スリランカ、モンゴル、キルギス、チェコ、ハンガリー、ベトナム（経済技術協力）、キルギス、アラブ首長国（生産能力）	
農業協力のMOU署名・行動計画 ：セルビア、アルゼンチン、チリ、エジプト	
税関・国際道路等 ：国際道路運輸公約の設立、検疫等の協力	
2018年より中国国際輸入博覧会開催	
金融協力 ：シルクロード基金増額（1,000億元）、人民元海外基金等（3,000億元）、中露地区発展投資基金（1,000億元）、多国間開発融資協力センター設立、国家開発銀行特別貸出（2,500億元）、輸出入銀行特別貸出（1,300億元）	
個別金融機関協力 ：下表	
国家開発銀行	フランス国家投資銀行と中国-フランス中小企業ファンド（二期）に投資。ほか、イタリア、イラン、エジプト、ハンガリー、フィリピン、トルコ、オーストリア、カンボジア、マレーシア等の開発銀行等と、開発融資や債券当面協力することで合意・署名。
輸出入銀行	マレーシア輸出入銀行、タイ輸出入銀行等「アジア輸出入銀行論談」会員機構と授信額度枠組み協議に署名。
中国出口信用保険	国連工業発展機構と“一带一路”沿線国家持続的工業発展の共同声明に署名。
中国人民銀行	ペラルーシ、セルビア、ポーランド、スリランカ、エジプト等の同業機構と協力協議に署名。エジプト、ラオス、カンボジア、インドネシア、ポーランド、ケニア、イラン等の財政部門と、サウジアラビア、トルコ、パキスタン等の国家金融機関と協力協議に署名。
中国工商銀行	IMFと協力してファンド-中国能力建設センターを設立。沿線諸国に金融の訓練を提供
各種民間協力 ：科学技術協力、シンクタンク協力等などがある。	

(資料)一带一路フォーラム

4月の経済指標は3月の加速の反動で減速をみせる

[景気のムード：政治、社会のムードは良好。暗い材料に目を向ける暇を与えず]

5月のムードは、①4月中旬に発表された1~3月の実質GDP成長率及び主要経済指標が、景気の加速を示したこと、②4月末に発表された2016年及び2017年1~3月の上場企業決算が好調だったこと、③1,200億元の追加企業負担軽減策（5/17）や、3年間（2018~20年）1,500万件のバラック住宅改造（5/24）といった景気下支えに寄与する政策が打ち出されたこと、④先述のような通商・外交イベント（5/11、5/14~15、5/25）、月初・月末の労働節（5/1）・端午節（5/30）の三連休などイベントがあったことなどから、総じて明るいものであった。

一方、①3月までの素材在庫積み上げの勢いが落ち着いてきたことや、自動車好調の反動が出てきたこと、②不動産投機抑制や金融監督管理強化の姿勢が一段と鮮明になり、不動産販売が減速してきたことや、企業の資金調達に影響を与えたことから、景気は今後緩やかながら減速していくという見方が専門家の間で強まった。とはいっても、こうした減速見通しも、過剰生産能力削減や不動産・金融リスク低減の道程のなかで生じているので、中国経済を悲観させるようなものではなかった。

国内を見回すと、地域開発としては、「一带一路」、「雄安新区（4/1発表、北京市南部・河北省保定市の新都市開発）」、「特色のある城鎮（村の中心）」、産業振興としては、「中国製造2025」（5/17、国務院常務会議がスマート製造のモデル地区を「中国製造2025モデル区」とすると提起）、「電気自動車」（4/19～28、上海モーターショー、5/23、外国企業投資産業指導目録の規制緩和）、「ビッグデータ」（5/26、ビッグデータ博覧会）、「中欧班列（中国・欧州鉄道コンテナ貨物郵送）」など、「リストラ」よりも「新しいもの」が注目された。

こうしたことを背景に景気のムードは良好なものとなった。

[景気指標：安定の中の好転（穩中向好）]

生産活動～工業生産は資本財が好調。素材と消費財が鈍化

4月のPMIは51.2（3月51.8）と、2017年に入って初めて前月を下回った（図表4）。原材料在庫、輸入など調達活動を抑える動きがやや目立っていること、主要原料調達価格に続き、工場出荷価格が低下していることから、3月までの在庫積み増しの反動が表れ始めた。企業規模別では、小企業が改善し、好不況の判断ラインとなっている50を超えてきた一方、大企業が悪化した。大企業は、物価が上昇する局面では、高い資金調達力を背景に、急いで在庫を積み上げる傾向があり、足元は一次産品価格の調整を受けて、悪化したものとみられる。投資、消費、輸出は揃って拡大傾向にあるため、短期的な在庫調整一巡後は安定してくると考えられる。

4月の工業生産をみると、前年比+6.5%（3月同+7.6%）と、PMI同様に前月の伸びを下回った。製品別にみると、素材が相対的に振るわず、資本財は総じて堅調、消費財は、主力の自動車、携帯電話、家電が振るわなかった。

素材は、粗鋼が前年比+4.9%（3月同+1.8%）、鉄鋼製品が同+0.5%（3月同▲0.7%）、銅が同+5.5%（3月同+8.5%）、エチレンが同+1.1%（3月同▲2.5%）、化学繊維が同▲6.3%（3月同▲7.0%）、合成ゴムが同+4.1%（3月同+10.5%）。資本財は、ボイラーが同+10.1%（3月同+9.0%）、エンジンが同+13.5%（3月同+15.9%）、ショベルが同+62.7%（3月同79.6%）、金属切削機械が同+12.5%（3月同+1.5%）、産業用ロボットが同+57.4%（3月同+78.2%）と、建設土木関連、工場設備が好調となった。但し、農業機械はやや振るわなかった。

図表4 PMI

PMI	生産	新規受注	原材料在庫	就業人員	サプライヤー配送配送時間	関連指標 (%)								
						受注		調達活動		在庫状況		見通し		
						新規輸出受注	輸入	調達	主要原料調達価格	工場出荷価格	完成品在庫	手持受注	生産経営活動見通し	
2016年4月	50.1	52.2	51.0	47.4	47.8	50.1	50.1	49.5	51.0	57.6	51.7	45.5	44.8	55.0
5月	50.1	52.3	50.7	47.6	48.2	50.4	50.0	49.6	51.2	55.3	49.7	46.8	45.1	55.1
6月	50.0	52.5	50.5	47.0	47.9	50.7	49.6	49.1	50.5	51.3	47.0	46.5	45.0	55.2
7月	49.9	52.1	50.4	47.3	48.2	50.5	49.0	49.3	50.5	54.6	50.0	46.8	45.5	55.8
8月	50.4	52.6	51.3	47.6	48.4	50.6	49.7	49.5	52.6	57.2	52.0	46.6	45.0	56.4
9月	50.4	52.8	50.9	47.4	48.6	49.9	50.1	50.4	51.9	57.5	51.5	46.4	45.2	57.3
10月	51.2	53.3	52.8	48.1	48.8	50.2	49.2	49.9	52.4	62.6	55.5	46.9	45.8	58.2
11月	51.7	53.9	53.2	48.4	49.2	49.7	50.3	50.6	52.9	68.3	58.3	45.9	46.7	59.0
12月	51.4	53.3	53.2	48.0	48.9	50.0	50.1	50.3	52.1	69.6	58.8	44.4	46.2	58.2
2017年1月	51.3	53.1	52.8	48.0	49.2	49.8	50.3	50.7	52.6	64.5	54.7	45.0	46.3	58.5
2月	51.6	53.7	53.0	48.6	49.7	50.5	50.8	51.2	51.4	64.2	56.3	47.6	46.0	60.0
3月	51.8	54.2	53.3	48.3	50.0	50.3	51.0	50.5	53.4	59.3	53.2	47.3	46.1	58.3
4月	51.2	53.8	52.3	48.3	49.2	50.5	50.6	50.2	51.9	51.8	48.7	48.2	45.0	56.6

（資料）国家統計局

消費財は、自動車が前年比+0.3%（3月同+4.8%）、携帯電話が同+4.1%（3月同+14.5%）と、自動車はこれまでの好調の反動、携帯電話は3月の集中出荷の反動が表れた。住宅ブーム背景に好調が続いた家電は、エアコンでは同+20.5%（3月同+13.4%）と持続したが、冷蔵庫では同+3.1%（3月同+14.1%）と減速した。

素材の調整は短期的なものか。資本財の好調は、新しい産業構造に向けた投資の強まりによるものか、それともインフラブームによるものか。消費財の鈍化は、内需の鈍化によるものか。中国経済の成長の安定化にとって重要な課題が表れている。

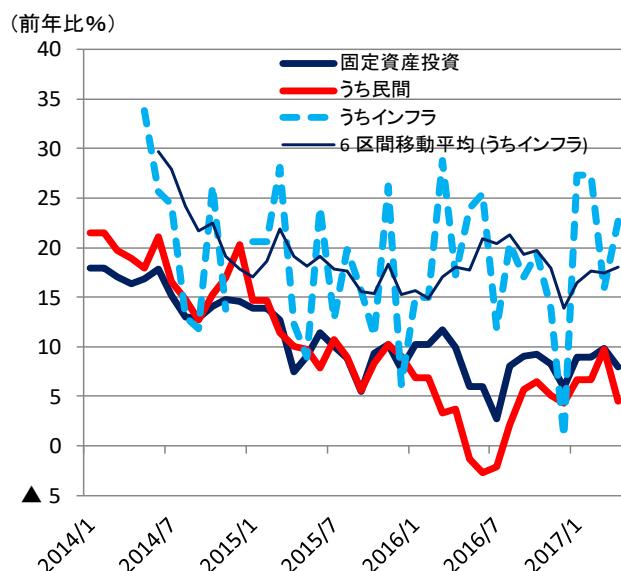
需要動向（投資・不動産）～投資は企業収益改善、自動化・新製品対応などで拡大傾向

4月の固定資産投資は前年比+8.0%（1～4月同+8.9%、3月単月同+9.8%）。そのうち民間投資は同+4.5%（1～4月同+6.9%、3月単月同+9.7%）となった（図表5）。1～3月の加速の反動が表れた形であり、先述の工業生産資本財の生産状況などから判断して、基調としては回復が続いている。

今後については、①新規着工事業投資計画額は2015年後半以降の急増の反動で前年比マイナスに陥った（1～4月前年比▲5.9%）一方、建設中事業投資計画額は今年になって2割増ペースに加速した（1～4月同+19.0%）こと（図表6）や、②大手企業を中心に収益の回復が強まっていること（後述）（図表7）、③高付加価値化・人件費節約のための設備自動化・省力化へのムードが「中国製造2025」やネットブーム報道等で盛り上げられていることなどから、急減速に陥る状況ではないだろう。懸念材料である不動産投資とインフラ投資については、4月の不動産投資は前年比+9.9%（1～4月同+9.3%）と、投機抑制策によって販売が減速してきているものの、大都市では在庫が不足しており、在庫の積み上げが不動産投資を下支えしやすい状況となっている。また、インフラ投資は、昨年急伸したことから、今年は減速せざるを得ないが、「一带一路」への取り組みを背景に交通インフラ投資が加速しており、減速は緩やかになると期待されるようになっている。

注目業界の動きをみると、自動車については、4月末の上海モーターショー前後に多くのメーカーが2020年の販売目標を示した。中国政府は電気自動車（EV）を中心に自動車産業の規制緩和に動き出しており、増産・関連投資が出やすくなっている。これまで外資の地場メーカーとの合弁は2社までであったが、5月22日、VWは江淮汽車（安徽省合肥市）とEVで合弁した。今後、EVを中心に連携・合弁が加速する可能性がある（やや過熱しており、中期的には注意が必要）。

図表5 固定資産投資



（注）発表統計は年初来累積前年比だが、ここでは前年比に転換
(資料)国家統計局、CEIC

図表6 新規着工及び建設中投資



（資料）国家統計局

液晶については、5月23日の21世紀経済報道が、2016年の建設合意・着工・生産開始液晶パネル事業が12事業、3,358億元となったことと、さらに今後3年で5,000億元の事業が追加されるとの見通しを報じた。中小乱立との懸念も聞かれるが、中国への液晶生産シフトが起きており、勢いは当面続きそうである。

なお、4月末に発表された1~3月の上場企業3,032社の純利益は前年比+30.7%（4/29、中国証券報）となった。2016年通年（3,205社）は同+3.9%（金融除くベースでは同+27.1%）（図表7参照）であり、足元、大幅増益が続いている。1~6月の見通しは、1,127社の見通しによれば、3/4にあたる837社が増益または黒字転換、236社が減益または赤字転換となっている（5/19、中国証券報）。これには、一次產品価格の上昇や不動産販売の好調といった要因が大きく働いており、通年でこのような好調が続くとはみられていない。しかし、最悪の状況は完全に脱したとの判断が強まっており、企業収益は投資の押し上げ材料になっている。

実際、新華社が行った企業トップに対するインタビュー特集（5/26、中国証券報）をみると、「マクロ経済の状態が良い方向に向かうなか、消費等の機会が顕現してきている」と総評しつつ、「中国製造2025や一带一路もあり、将来の中国経済に対する自信に満ちている」（エアコン・家電大手・志高集団）、「産業構造調整等の政策により我が国経済の状況は安定的に好転してきており、そのなかでも情報サービス等新技術産業は高成長を維持している」（ハイテク大手・中科曙光）、「社会に足りないものを探し、市場に投入するという『心経』をもって、一片のガラスから始まり、今に至っている。これを続けていく」（ガラス大手・福輝玻璃）など、企業家の自信のほどを紹介した。5月は、各種イベントを通して企業家のマインドが強く刺激されたと思量される。

なお、政府が今年も最重要任務の一つとしている過剰生産能力については、5月10日、国務院常務会議が、5月現在の鉄鋼の過剰生産能力処理が年間計画の63.4%にあたる3,170万t、石炭が同46%にあたる6,897万tに達したと報告した。4カ月足らずで計画の半分余りを消化した。他方、同日、国家エネルギー局は、石炭火力発電の削減に関連して、2020年までの石炭発電計画に対する「建設リスク警報」を発表。湖南省と海南省を除く地域が建設不適格地域と判断された。3つ設定された判断項目のうち、発電所の「①投資リターン（経済性）」については、西部地域を中心に不適格が11地域、「②大気汚染状況等（資源制約）」については、北京・上海・広東及びこれらの周辺に不適格が8地域、「③設備余剰度」については、湖南、海南、江蘇を除くすべての地域が不適格または準不適格であり、環境問題よりも電力需給の悪化が問題であることを改めて示した。過剰生産能力は根深い問題であるが、今後改善が続くとの期待が広がっており、投資に対するマイナス材料としての注目が低下している。

図表7 上海・深圳上場企業2016年純利益

	2016			2016		2015	
	億元	前年比（%）		億元	億元		
軍事	72	1,443.7	▲29	自動車	1,224	10.6	1,075
非鉄金属	219	207.8	3	医薬バイオ	815	9.4	709
鉄鋼	171	133.3	▲517	電気設備	348	8.4	299
農林牧漁	314	112.5	138	紡織衣類	184	5.7	192
建築材料	227	58.7	133	建築装飾	1,150	3.7	1,037
商業貿易	280	40.4	157	食品飲料	614	2.2	555
電子	461	38.8	315	銀行	12,137	▲5.6	13,032
化学	1,054	30.5	745	総合	40	▲6.0	31
不動産	1,377	27.3	1,020	交通運輸	793	▲7.0	827
軽工業	263	25.7	193	機械設備	330	▲27.0	338
家電	504	23.6	413	公共事業	735	▲27.1	1,098
コンピューター	383	18.2	311	銀行以外の金融	1,915	▲37.8	3,036
メディア	429	15.6	386	通信	93	▲48.4	191
レジャーサービス	60	13.2	63	採掘	114	▲71.4	357
合計	28,558	3.9	27,481	合計（金融除く）	14,505	27.1	11,414

（注）上記の合計金額は、各項目の合計金額と異なる。記載の金額、前年比は経済観察報による数字

（資料）経済観察報（2017.5.1）

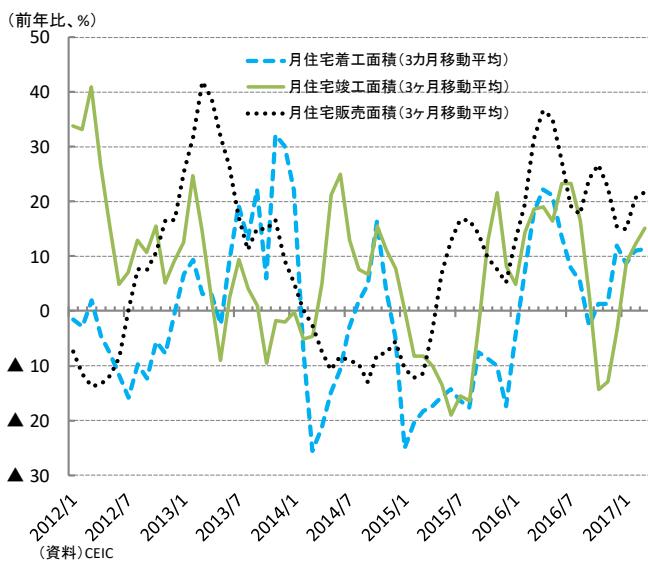
昨年9月末の不動産投機抑制策以降鈍化をみせていた不動産販売は、1~4月前年比+15.7%（1~3月同+19.5%）（図表8参照）、4月単月では同+7.7%とブレーキが強まった。昨年投機抑制策が大都市に広まった後の11月にも単月で同+7.9%を記録したが、その後2017年年初には再度前年比2割増まで回復したので、ブレーキは4月で2度目だ。4月単月について、地域別では、一線都市が前年比▲34.6%、二線都市が同▲34.5%、三線都市が同+11.1%であった。一・二線都市の減少は業界見通しよりも強いものであった。

3月中旬に北京から広まった投機抑制策再強化策によって、不動産市場は「限購（購入制限）」、「限貸（貸出制限）」、「限価（価格制限）」、「限售（売却制限）」、「限商（大都市の全面的な不動産商業行為制限）」により「五限時代に入った」と言われており（5/19、東方財富網）、昨年末よりもブレーキの効果が続くのではとの見方が出てきている。5月23日には「雄安新区」の設立が決定した河北省保定市で、購入後10年間売却禁止という厳しい措置が導入され、翌24日には広東省珠海市でも同様の措置が導入された。これは最も厳しい措置と言われており、今後広まっていく可能性が高い。

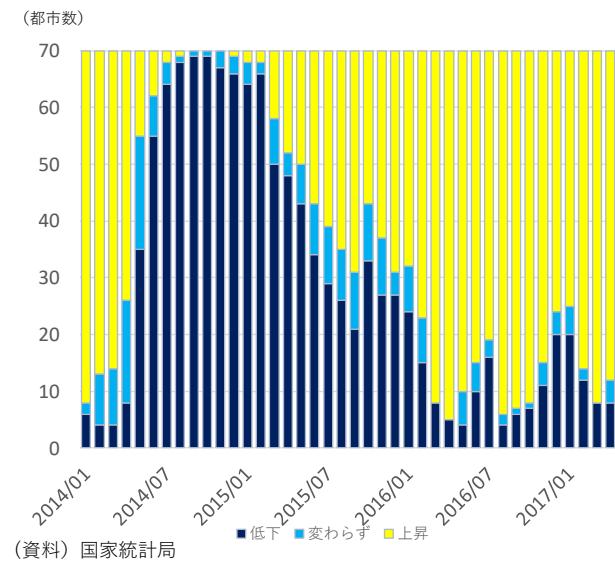
一方、北京では、富裕層がキャッシュで大型物件を購入する動きが4月後半に一時的に強まった。投機抑制策がどうであろうが、立地や品質の良い物件が求められる状況は変わっていないようだ。また、デベロッパーによる土地の購入単価は、4月、前年比5割も上昇した。良い物件を供給していれば大丈夫だとみる向きも変わっていないようだ。買い手・売り手ともに強気であり、投機抑制策は「一時的な抑制」にしかなっていない。

価格は、3月に比べると落ち着きを見せ、4月は前月比で上昇した都市が主要70都市中58都市と、3月よりも4都市減少した（図表9）。但し、下落した都市は8都市と変わらず。報道では、1割程度の割引のオファーが増えていると報じられているが、実際は高止まりした状況といえよう。

図表8 不動産販売面積及び着工・竣工（参考）



図表9 不動産価格



需要動向（消費・輸出）～消費は安定的な拡大が続く

4月の社会消費品小売総額は前年比+10.7%（3月同+10.9%）と鈍化した（図表10）。所得の伸びの鈍化の一つや雇用の引き続きの拡大（1~4月の新規雇用増加数465万人。前年差+22万人）、2月以降の物価の急落（特に4月のCPIでは食品が前年比▲3.5%。そのうち野菜が同▲21.6%となった。非食品は同+2.4%）（図表11）によって、家計の購買力が改善をみせており、消費は安定の基盤を強めている。消費マインドは、不動産価格上昇による一種の資産効果が都市部中間層家計に働いていることや、地域公共交通整備の急な進展やネットショッピングの普及が地方都市・農村家計に新たな消費機会をもたらしていること、地域間公共交通の整備が短い連休の旅行機会を作っていることなどが、マインドを盛り上げている。

5月には、労働節と端午節で2回3連休があった。月初の労働節については、北京市の重点観測大手小売業販売額が前年同期比+7.2%、重慶市が同+12.3%、南京市が同+12.1%、陝西省が同+13.8%などとなった。国泰君安証券によると(5/3、中国証券報)、このところ大手小売業はインターネットショッピングに押され気味で、2016年は前年比マイナスとなる月が多かった(2016年の百貨店売上は前年比▲1.6%)が、2017年はプラス傾向に転じた。筆者が地方のショッピング街を訪問すると、インターネットショッピングの影響で大都市の情報が流れこんでおり、それに応じるように人気ブランド店が進出していたり、ショッピングモールのリニューアルが行われていたりしているのをよく見る。また、公共交通の整備で都市内の交通移動が一段と活発になっているのもよく見る。新しい消費環境の出現で家計の財布のひもが緩んでいるようだ。

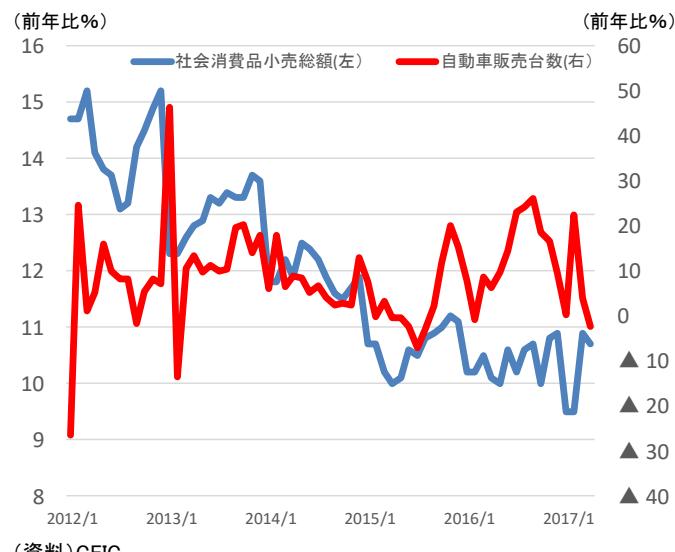
なお、商品別の消費をみると、住宅に関連した家具、建材・内装材料、家電が前年比2桁増となったほか、食のレベルアップや外食ブームで食品、飲料が同2桁増を記録した。一方、自動車は4月の販売台数が前年比▲1.8%と、1年2カ月ぶりにマイナスに転じた。但し、高級車へのシフトから販売金額は持ち直した。

4月の輸出(ドルベース)は前年比+4.2%(3月同+12.3%(計算値))。政府発表値は4月同+8.0%、3月同+16.4%。2017年に入ってから実数値前年比と政府発表値の差が4~5ポイント開いており、実態が見えにくくなっている点に注意)と、2カ月連続のプラスとなった(図表12)。連続してプラスになったのは、2014年11月以来、凡そ2年半ぶりであり、輸出の基調が改善していることが示されたといえよう。新興国向けに加えて、先進国向けが増加基調に転じており、輸出への危機感は大きく低下している。なお、最近の輸出では、安いものを輸出しているというよりも、質の高いものを輸出しているとの認識が強い。こうした自信は、欧米での有名企業買収や、新興国への工場進出などでさらに強まっている。人民元安傾向は一服しているが、再度人民元安を求める声は輸出業者から聞かれない状況となっている。

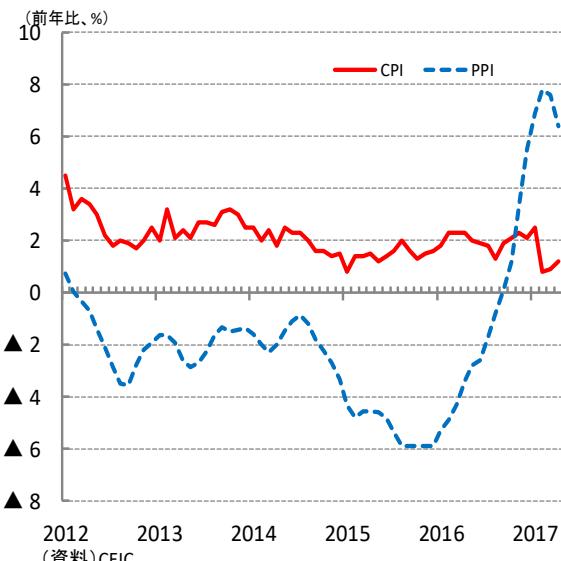
他方、同期間の輸入(ドルベース)は前年比+11.6%(3月同+19.6%(計算値))と、輸出同様鈍化したものの、2桁の伸びを維持した(図表13)。6カ月連続の増加であるが、伸び率はここ2カ月低下している。国際商品価格上昇を受けた原材料等の在庫積み増し意欲が、国際商品価格の上昇一服・調整により落ち着いてきたことが要因とみられる。5月11日に発表された米国との100日計画では、先述の通り、牛肉、穀物などの輸入に繋がる模様だ。一带一路は、欧州、東欧などとの関係強化と輸送強化を通して飲料、乳製品、食品の輸入を促している。中国の輸入は原材料から最終製品、中間財・資本財から消費財へのシフトによる多様化が強まる様相だ。

なお、4月の貿易収支は380億ドル(3月239億ドル)と、2カ月連続の黒字となったものの、黒字額は前年比2割弱と、黒字縮小傾向を続けた。

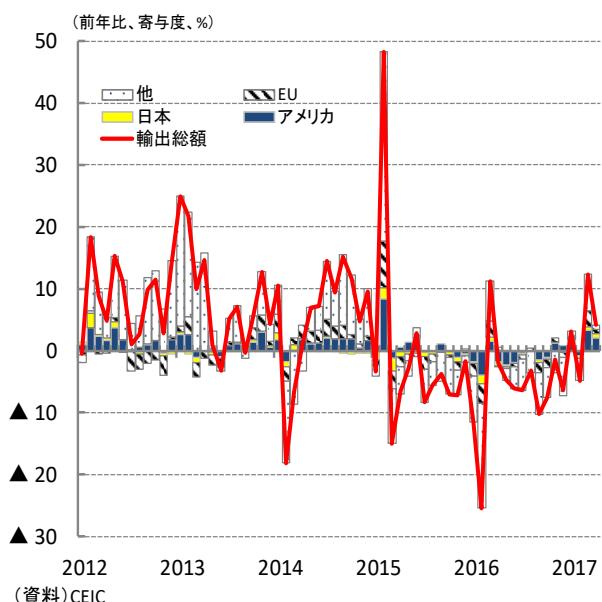
図表10 社会消費品小売総額と自動車販売



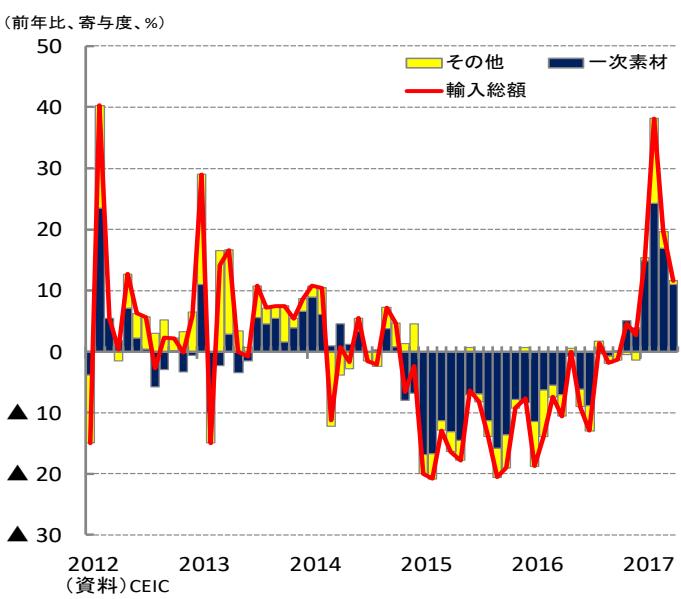
図表11 物価



图表 12 輸出



图表 13 輸入



様々な金融の変動を見せた 5 月の金融情勢

[資金調達・金利動向：引き締めを強める姿勢]

足元の金融政策運営は、流動性逼迫を避けるとしつつも、デレバレッジや金融リスク回避に向けて、さらなる引き締めが行われた。

4月の社会融資総額増加分は1.39兆元（前年同期差+6,133億元、前月差▲7,421億元）と、前年同期に比べて大幅な増加をみせた。内訳をみると、人民元貸出増加額が1.1兆元（前年同月差+5,422億元、前月差▲780億元）。そのうち家計が5,710億元、非金融機関・団体向けが5,087億元であり、家計、企業の強い資金需要がみられた。例年みられるパターンでは、年初要因で1～3月に非金融機関・団体向け貸出が多く出た後、4月は同貸出が一旦落ち着く。しかし今年は4月に入ても同貸出が落ちず、社会融資総額増加分を押し上げた。4月の銀行以外からの資金調達を、形態別にみると、昨年末以降の社債発行難がなお続くなか、信託貸出がその落ち込みを補っている。金利が多少高くとも資金を取ろうとする企業の意欲がみられた。

なお、債券市場は、10年物国債金利が昨年10月に2.6%台の水準まで低下した後、今年5月には3.7%近辺まで上昇した。今後の金利の行方については、すでに十分上昇したという見方と、まだ上昇余地があるとの見方があり、4月の経済指標が減速をみせたことなどで、前者の見方が強まっている。

[為替：強含みに推移。人民元中間値の決定方法を変更]

為替は幾分強含みに推移した。年初の資本移動・海外送金等の規制強化（4月中旬に送金規制は一部緩和）によって、2月以降、資本流出が小幅なものに収まるようになっていたことや、2月の米中首脳電話会談以降、両国関係の改善が進むなか、4月の米為替報告書において操作国認定を免れ、突然に人民元高圧力を受けるリスクがなくなったことが大きな要因である。5月の相場では、6月のFOMCで米国が利上げする可能性が高く、それが先行きのドル高材料として存在していたものの、トランプ政権のスキャンダルや政策運営の不透明性、フランス大統領選挙での極右候補の落選(5/8)、ドイツメルケル首相からのユーロ安けん制発言（5/23）等、ドル安材料が出ていたことや、中国当局による人民元安定への誘導が強まったことが、元高材料となつた。

なお、5月26日、中国人民銀行は毎日の人民元取引の基準となる中間値について、前日の終値と通貨バスケットを参考に決める方式が改められ、相場が大きく変動しても中間値を動かさない一種の裁量を入れる方式に

した（詳細は未公表）。これは、海外では人民元国際化の後退だと、マイナスに受け止められているが、かく言う海外で、政治的変動やテロの発生などによる突発的な変動が起こる可能性が高まっているなかでは、通貨防衛の予防的措置といえなくはない。一般的なビジネスでは、人民元のフロート化よりも、人民元の安定、資本移動・送金規制の緩和が求められており、中国当局の為替安定に向けた誘導は歓迎される一面もある。今後の運営において市場との対話がどうなっていくか注視していく必要がある。

【金融リスク：金融機関のリスク管理強化。一方、ムーディーズは格下げ】

4月25日、共産党中央政治局第40回集団學習で、習近平総書記は、金融の安全（システミックリスクの軽減）が重要であり、経済の安定かつ健全な発展の基礎であると述べて以降、政府の金融監督が一段と厳しくなっている。5月初旬、銀行業監督管理委員会は、シャドーバンキングに対する取り締まりの一環として、銀行の新業務に関するリスク審査に着手した。銀行間の譲渡性預金（NCD）発行、債券投資、間接的な株式投資、株主への融資、投融資に関する不正などが調査対象となった。他方、5月8日、財政部と発展改革委員会等は、地方政府債務の管理強化に関する通達を行った。融資平台と地方政府の明確な線引きや、PPP（官民連携）を抜け道とした起債の禁止、地方政府による担保提供の禁止（外国政府・国際組織除く）、「政府性債務管理指導チームの設立」などが盛り込まれた。

4月25日の習近平総書記が提起した金融の安定維持に向けた6つの任務（図表14）では、国内金融機関の管理強化が掲げられたが、丁寧に読むと、その前提には国内の金融リスクはなんとか制御可能だが、国外の金融リスクが少くないことと、外国のコピーではなく、国内の実状にあったリスク管理をしなければならないことも挙げられていた。5月の金融監督の見直しには、国内問題のみならず、外国からのリスク遮断が意識されていることに注意が必要である。

こうした状況下、5月24日、ムーディーズは中国の長期信用格付けをAa3からA1に引き下げた。中国の2018年～2020年の政府債務対GDP比は40～45%に悪化する（Aa級の政府債務対GDP比平均は36.7%、同A級の平均は40.7%であり、これに準じたとしている）。これに対して、同日中国財政部は、「ムーディーズは経済的困難を大きく取り上げる一方、中国の改革の取り組みを正当に評価していない」と反論した。翌日の21世紀経済報道は、ムーディーズのMarie Diron氏、同じ格付け会社であるS&PのAndrew Fennell氏、財政部等へのインタビューを報じ、①ムーディーズは、GDP成長率の回復は景気刺激策によるものであり、潜在成長率を上回っていること（無理に景気テコ入れをしていること）や、それによりレバレッジの水準が高止まりしていることを懸念している。②S&Pは、中国当局の貸出抑制は合理的であり、短期的な社債等のデフォルトリスクはあるものの、これは中期的なシステムリスクを緩和するものにもなっていると評価している。③財政部は、成長率の回復、政府債務対GDP比の低さ（2016年36.7%）、これまでの地方政府債務の削減（2016年末は前年比▲4.3%）などからみて状況が大きく悪化する可能性が低いなど、それぞれの見解を紹介した。その上で、中国の国債の非居住者保有率は6%であり、ムーディーズの引き下げの国内への影響は小さいとした。

この引き下げのマーケットへの影響は結果として小さかったが、当局も、デレバレッジ、金融リスク回避を足元の金融政策の中心にしているように、この部分がリスクであることは、内外共通した認識である。また、国全体の債務の伸びが名目GDPの伸びを上回る状況を続けているのも事実である。中国の金融リスク問題は今後もしばしばマーケットを驚かすかもしれない。

图表 14 金融安定維持の 6 項目の任務

①	金融改革を深め、金融業のコーポレートガバナンス改革を推進し、金融機関がリスク管理責任を確実に担えるように促し、契約不履行に対する市場化・法治化処理の仕組みを整える
②	金融監督管理を強化し、金融機関、金融持株会社を統一的に管理監督し、金融システムの良好な運営を確実にする
③	リスクの処理を積極的に進め、レバレッジの比率を抑制する。
④	金融市場とインターネット金融に絞って全面的な調査・処分を行う
⑤	実体経済のために良好な金融環境を築く。直接金融を拡大し、先進製造業などに対する金融支援を強化する
⑥	指導幹部の金融に対する能力を高める

(資料) 新華社 (2017.4.26)、日刊中国通信 (2017.4.28)

图表 15 為替レート(対ドル・対円)(参考)



图表 16 主要経済指標(参考)

	2015	2016	15/1Q	2Q	3Q	4Q	16/1Q	2Q	3Q	4Q	17/1Q	17/1m	2m	3m	4m
実質GDP成長率	前年比%	6.9	6.7	7.0	7.0	6.9	6.8	6.7	6.7	6.8	6.9	-	-	-	-
工業生産	前年比%	5.9	6.0	5.6	6.3	5.9	5.9	6.8	6.1	6.1	6.1	6.4	6.3	7.6	6.5
粗鋼生産量	前年比%	▲ 2.2	0.6	▲ 1.3	0.3	▲ 3.5	▲ 4.6	▲ 4.0	▲ 1.1	2.6	5.0	4.6	5.8	1.9	4.8
PMI(製造業)	期末	49.7	51.4	50.1	50.2	49.8	49.7	50.2	50.0	50.4	51.4	51.8	51.3	51.6	51.8
	完成品在庫	46.1	44.4	48.6	47.7	46.8	46.1	46.0	46.5	46.4	44.4	47.3	45.0	47.6	47.3
固定資産投資(年初来累計)	前年比%	10.0	8.1	13.5	11.4	10.3	10.0	10.7	9.0	8.2	8.1	9.2	8.9	9.2	8.9
	住宅(年初来累計)	▲ 0.2	5.4	5.7	2.3	1.1	▲ 0.2	5.6	5.1	4.3	5.4	-	5.6	-	-
社会消費品小売総額	前年比%	10.6	10.4	10.2	10.2	10.7	11.1	10.5	10.2	10.5	10.6	9.9	9.5	10.9	10.7
可処分所得(都市)(実質)	前年比%	6.8	5.7	7.0	6.7	6.8	6.6	5.8	5.8	5.7	5.6	6.3	-	-	-
輸出	前年比%	▲ 2.6	▲ 6.4	4.6	▲ 2.2	▲ 5.9	▲ 5.2	▲ 9.7	▲ 4.4	▲ 6.7	▲ 5.2	4.2	3.1	▲ 4.8	12.3
輸入	前年比%	▲ 14.4	▲ 5.4	▲ 17.8	▲ 13.6	▲ 14.4	▲ 11.8	▲ 13.3	▲ 6.7	▲ 4.7	2.1	23.3	15.4	38.1	19.6
貿易収支	億ドル	6,017	5,471	1,237	1,395	1,636	1,748	1,257	1,434	1,443	1,337	661	513	▲ 91	380
消費者物価	前年比%	1.4	2.0	1.2	1.4	1.7	1.5	2.1	2.1	1.7	2.2	1.4	2.5	0.8	0.9
生産者物価	前年比%	▲ 5.2	▲ 1.3	▲ 4.6	▲ 4.7	▲ 5.7	▲ 5.9	▲ 4.8	▲ 2.9	▲ 0.8	3.3	7.4	6.9	7.8	7.6
マネーサプライ(M2)	前年比%	13.3	11.3	11.6	11.8	13.1	13.3	13.4	11.8	11.5	11.3	10.6	11.3	11.1	10.6
社会融資規模(増額分)	前年比%	▲ 6.1	15.6	▲ 17.3	▲ 15.5	36.0	▲ 3.5	43.9	▲ 24.9	13.5	27.9	3.4	7.0	30.7	▲ 10.7
															78.5

(注1)綱掛けは前期を上回ったもの。(注2)2016年通年の工業生産伸び率は政府発表値。月次、四半期との整合性があつてない点に注意。(注3)発電量は累計値より単月値を作成し、前年比をとったもの。政府発表の前年比とは異なる。(注4)社会融資規模は増額分の前年比。(注5)貿易統計は実額から前年比を計算したもの。政府発表伸び率と異なる場合がある。CEICデータベースに格納されている数字による。

(資料)国家統計局、海關総署、中國人民銀行、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。