

2016年8月号

主要経済指標^{p1} / 政策の最新情報^{p5} / 最新時事問題の分析^{p6}

China Economic Quarterly

- 季刊シリーズ 中国経済 -



普华永道

www.pwc.com/jp



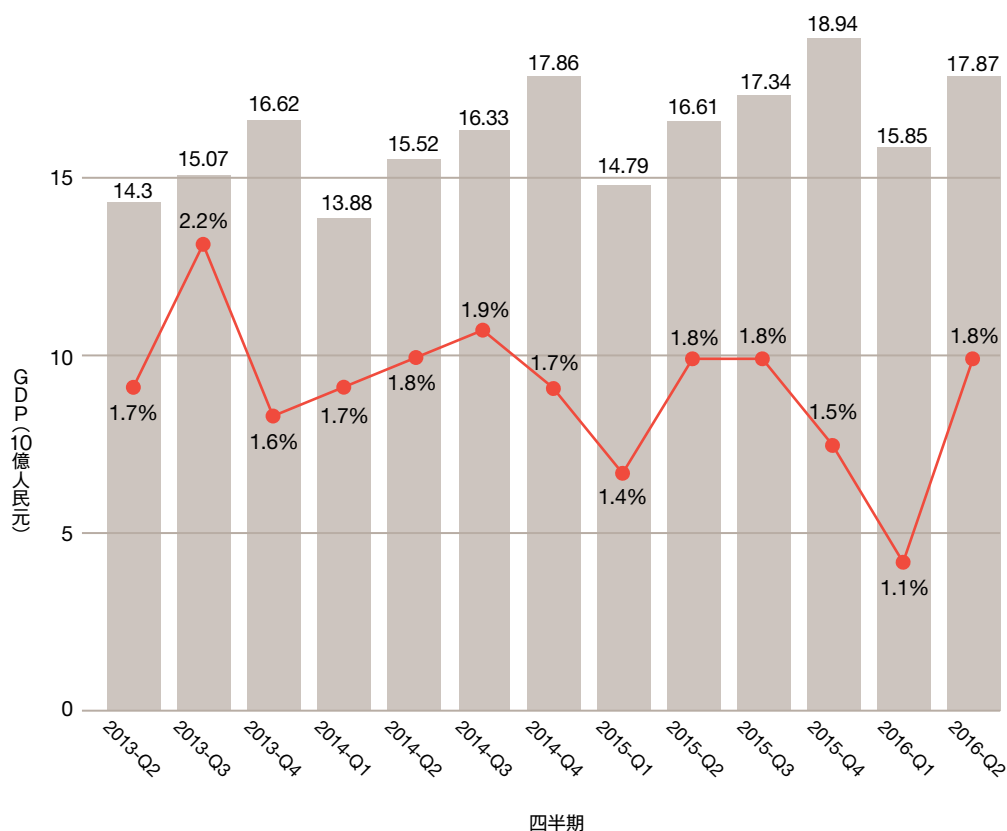
目次:

I. 主要経済指標	1
II. 政策の最新情報	5
III. 最新時事問題の分析	6
さらなる人民元安の可能性?	6
英国のEU離脱問題が中国投資家に与える影響	8

主要経済指標

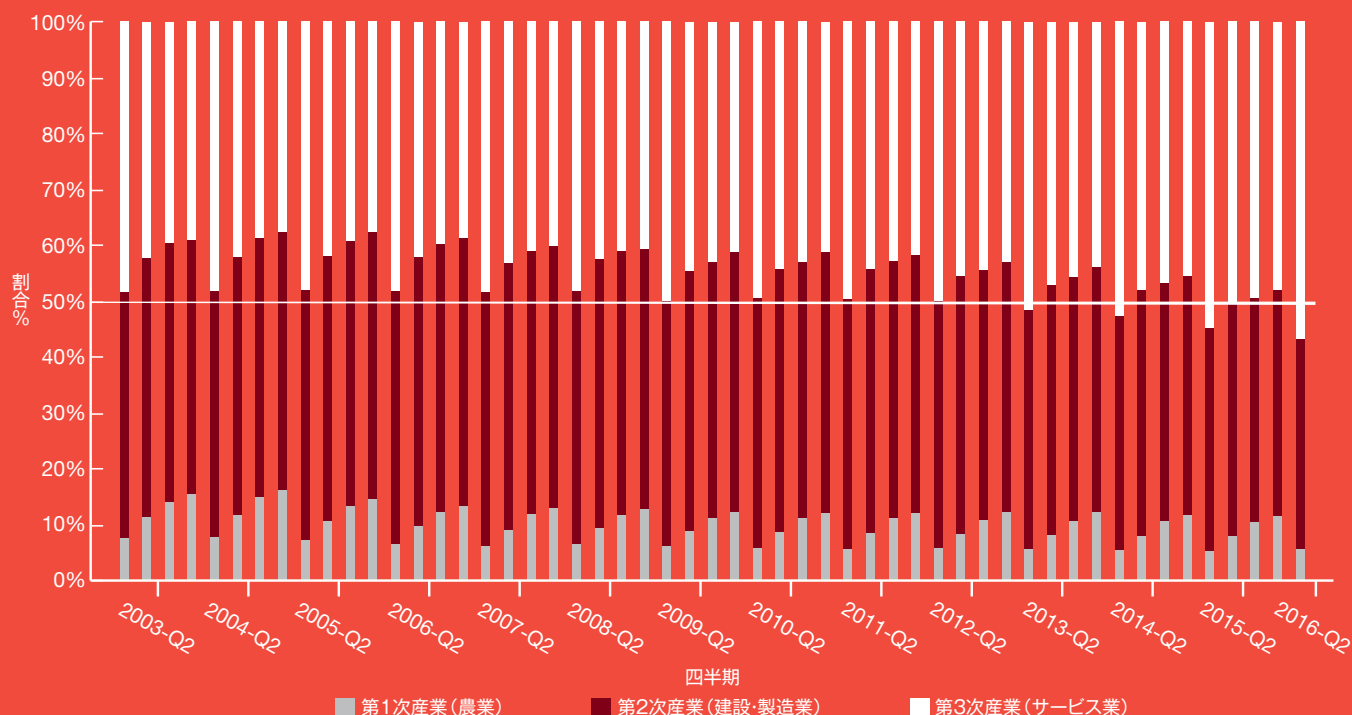
● GDP成長率および産業構造

グラフ1：四半期別GDPおよび季節調整済GDP成長率



出典: 中国国家統計局

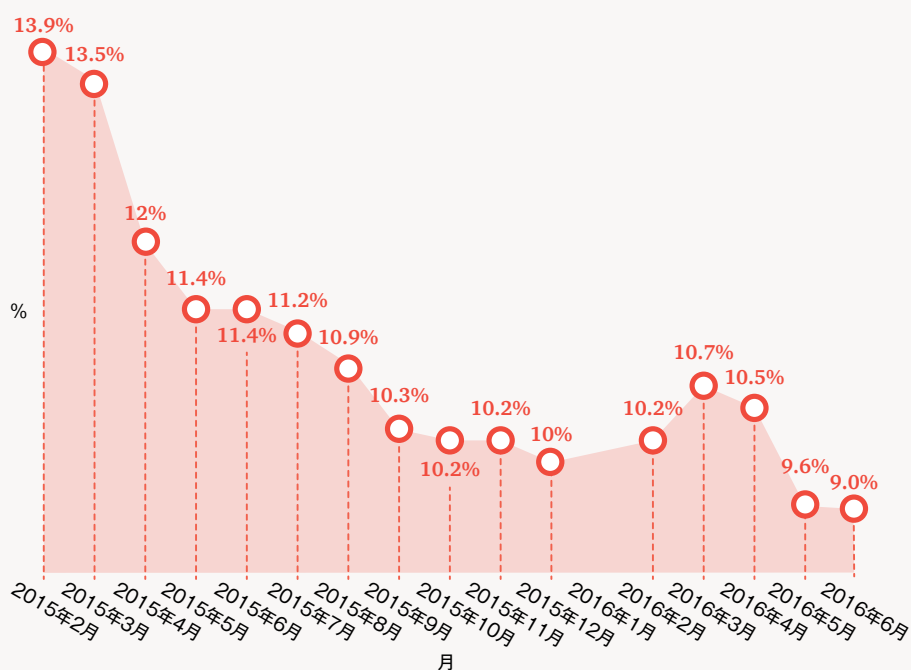
グラフ2：各セクターが四半期別GDPに占める割合



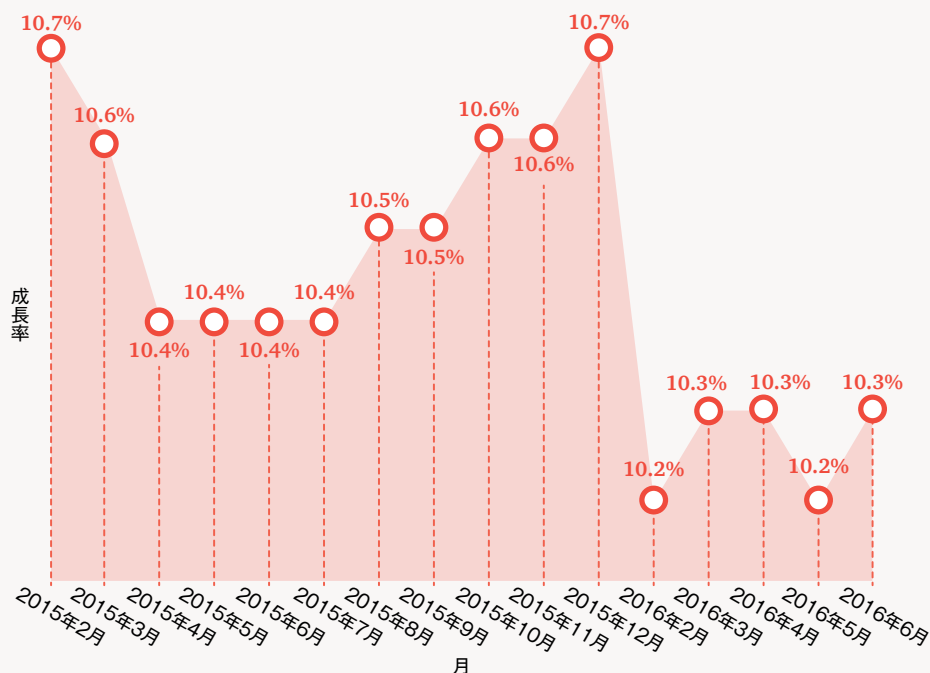
● 経済成長ドライバー

- ・ 拡張的財政・金融政策のかいあって、2016年第2四半期のGDP成長率は第1四半期と同じく6.7%を維持しており、これは2015年の6.9%をわずかに下回ったにすぎない。また不動産投資およびインフラ投資の持ち直しが2016年の経済成長を後押しする可能性がある。とはいえ、長期的な政策支援の持続可能性や、供給側の構造改革との間に存在する潜在的矛盾については不確定要素も多い。
- ・ 中国が投資・輸出主導の成長から消費・サービス主導の成長に**経済転換**を遂げるにつれ、その産業活動およびサービス産業がGDPに占める割合はそれぞれ6.1%および7.5%増加して2016年6月末現在でそれぞれ39%および54%に達している。サービス産業は経済成長の最大ドライバーとなっており、消費のGDP成長への貢献度は2015年から13.2%増の73.4%である。

グラフ3：固定資産投資：累積成長率



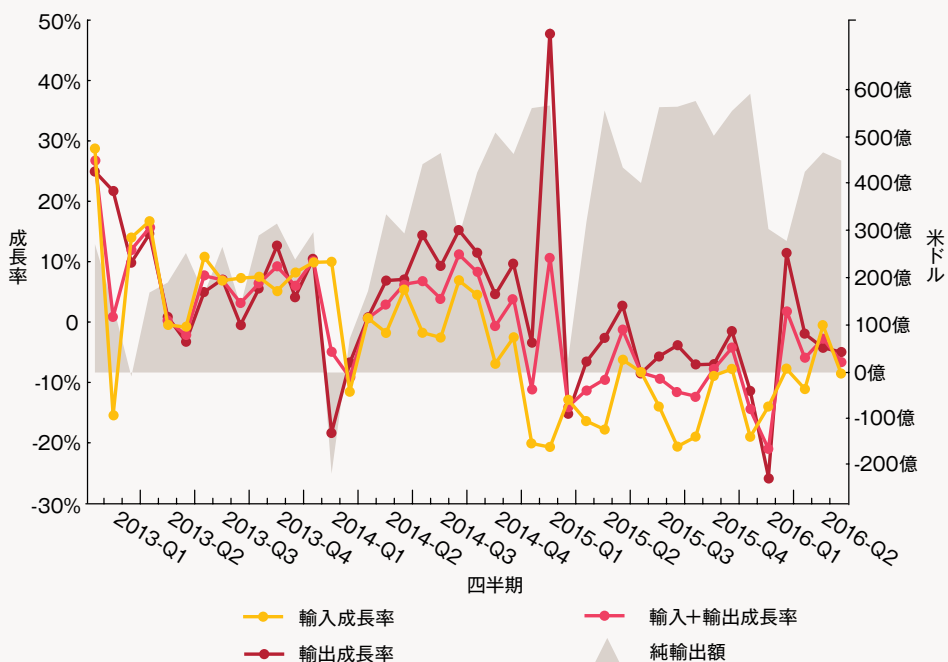
グラフ4：消費財の小売総額：累積成長率



出典：中国国家统计局

・2016年上半期には**固定資産投資**は前年比9.0%増(価格形成要因を排除した実質成長率では11.0%)の計25.8兆人民元に達している。政府消費に後押しされてのインフラ投資は同期間に20.9%増の4.9兆人民元に達し、サービス投資は11.7%増となっている。しかし2016年上半期の国家投資が23%増加した一方で民間投資の成長率は2.8%にとどまっており、民間投資の伸び悩みは将来の経済展望に対する期待感の欠如を反映するものとなっている。国有企業投資は同期間に顕著に増加しており、今後も政府目標達成のために引き続き高い水準にとどまる見通し。

グラフ5：四半期の貿易収支



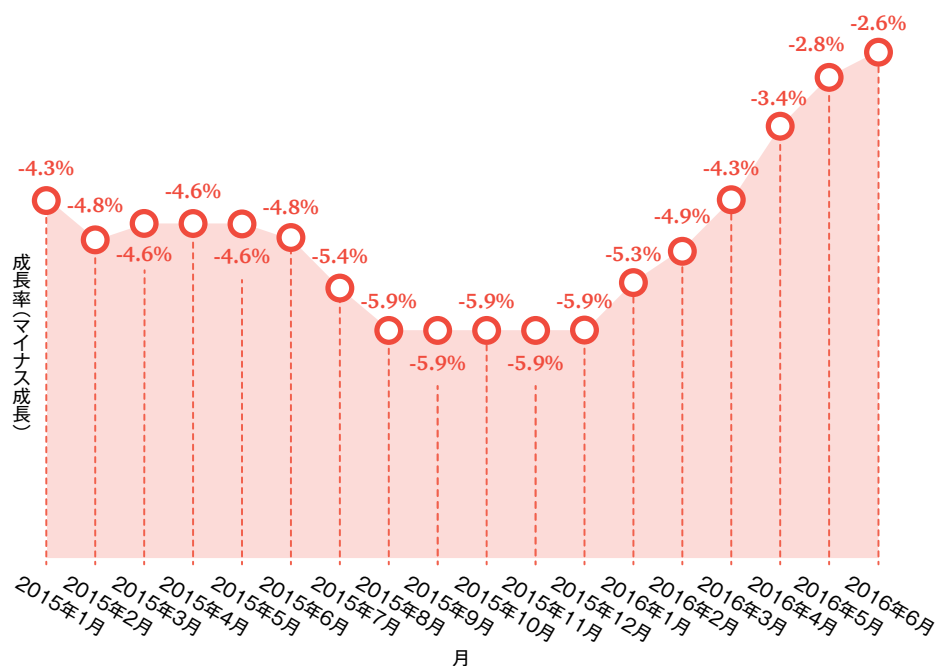
出典：中国国家统计局

・2016年上半期の**小売総額**は前年比10.3%増の15.6兆人民元に達している。財およびサービスのオンライン売上も依然堅調であり、売上高は前年比28.2%増の2.24兆人民元に達した。

・2016年上半期の**輸出入総額**は、第1四半期の前年比5.9%減から比べれば回復したものの、前年比3.3%減の11.1兆人民元であった。中国の貿易黒字は1.67兆人民元で、貿易総額の約15%にあたる。輸入および輸出は2015年にそれぞれ14.7%および16.1%減少していることに鑑み、2016年下半期における中国の国際貿易のさらなる成長の見通しは明るいとは言えない。

● 製造業および景気指数

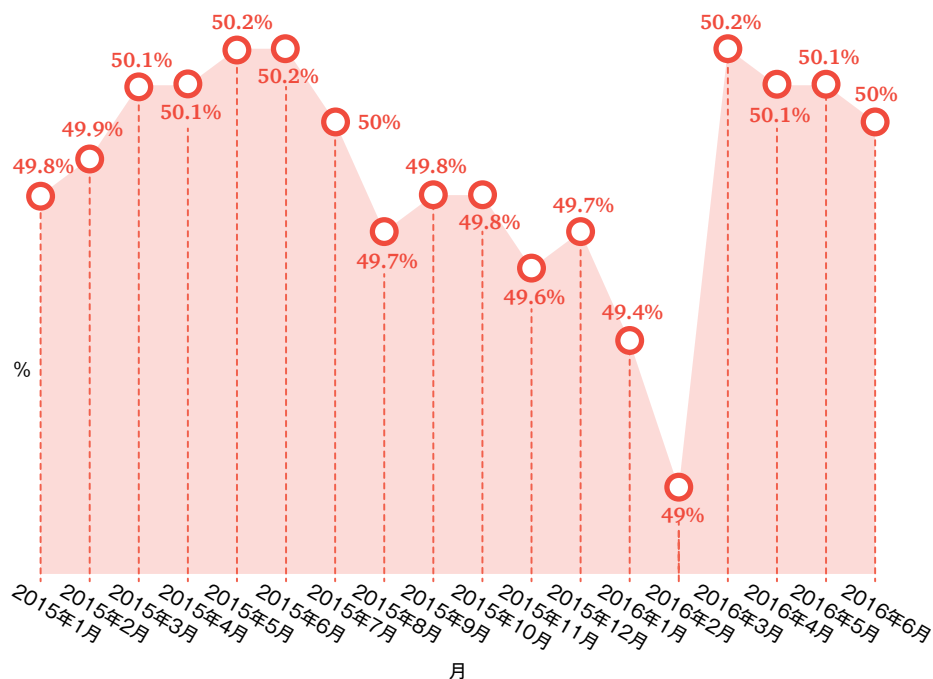
グラフ6:生産者物価指数



出典:中国国家统计局

- 消費者物価指数(CPI)は上半期に前年比で2.1%上昇し、結果としてデフレ圧力は緩和された。生産者物価指数(PPI)は年初より回復基調にある。
- 6月の購買担当者指数(PMI)は、成長と収縮の中間点である50%であり、連続4カ月間50%以上を維持している。大規模な国有製造会社のPMIは51%であったが、中企業、小企業ではそれぞれ49.1%および47.4%であった。非製造企業の6月のPMIは53.7%であり、サービス企業の堅調な展望を反映している。

グラフ7:購買担当者指数 (PMI)



出典:中国国家统计局

政策の最新情報

- **習主席**は7月26日の共産党政治局会議において2016年の下半期の経済政策優先事項として**供給側の構造改革推進を強調**し、「国有企業・金融機関改革の深化が過剰生産および脱レバレッジを抑える鍵であり」、「不動産の過剰供給の解消は、都市化推進と歩調を合わせて実施し、同時に資産バブルの抑制と税負担の軽減を実現しなければならない」と述べている。

現時点での供給側改革の進展は、社会的安定性や税収減に対する地方政府の懸念や、構造障壁に阻まれ緩慢である。また政府が不動産バブル抑制のためにいかなる具体的政策を実施するのかは依然として不明である。

- **李首相**は天津における夏季ダボス会議にて**財政・金融対策の余地を強調**。李首相によれば、中国政府の総債務残高対GDP比は40%にとどまっており、そのうち中央政府に属する部分は16%のみであること、また高い貯蓄率(対GDP比で50%)と相まって、中国は安定した経済成長を維持するための十分な政策ツールとシステミックリスクの管理能力を有していることに言及した。

しかし実際の中国政府および企業の債務レベルは公表された統計金額をはるかに超えており、しかもさらに増大していると考えられている。債務問題は安定的な経済成長にとって最大の脅威であると言える。

中国政府は公式の経済成長目標を達成するための財政的・金融的措置を強化する可能性が高いと思われる。

- 国家発展改革委員会は7月20日に「**中長期鉄道網計画**」を公表した。これによれば、2020年までに高速鉄道網は3万kmに達し、中国大都市圏の8割を網羅する見通しである。また長期的には、主要な「八縦八横」路線に地域線を連結した鉄道網は20万kmまで伸張され、そのうち高速鉄道は4万5,000kmに達する見込みである。

第十三次5カ年計画(2016年-2020年)に基づく鉄道投資(地方への投資は含まない)は2.8兆人民元を超える予定である。これにより新規事業機会が供給され、中国経済成長を維持するための新たな刺激となる見込みである。

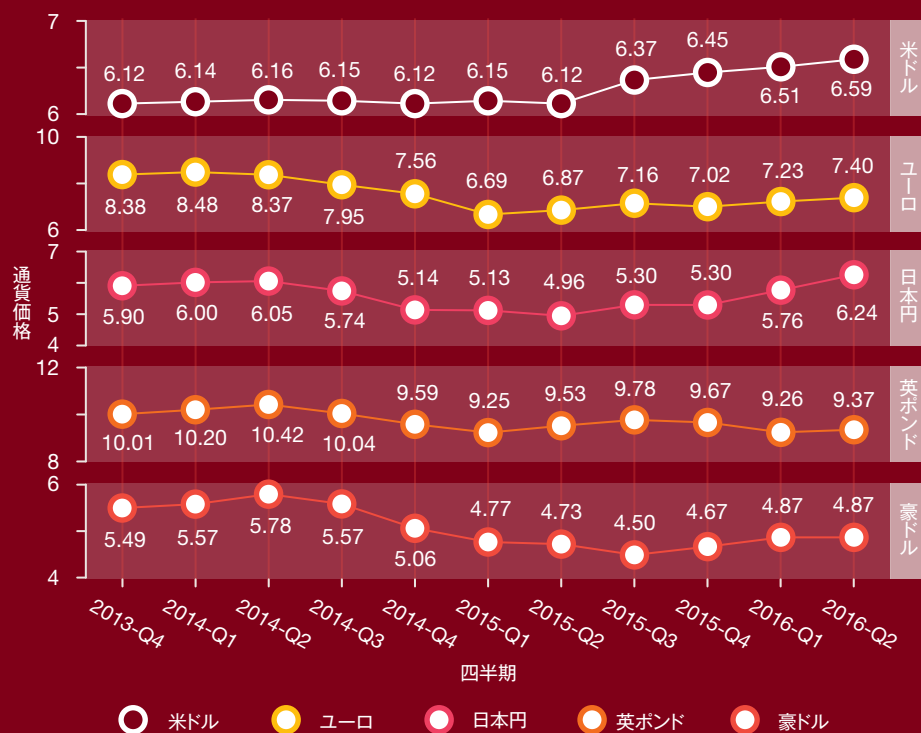


最新時事問題の分析

● さらなる人民元安の可能性？

最近の人民元の変動を受け、その推移が重要な関心事となっている。人民元の対米ドル価値は7月に1米ドル約6.20人民元から約6.68人民元へと8%下落してここ数年の底値を記録し、高騰している日本円を含む他の主要通貨に対しても同様に人民元安となっている。とはいえ、為替が一様に元安方向に進んだわけではなく、ユーロに比して人民元は比較的強く、英国のEU離脱投票後には英国通貨に対しては元高となっている。

グラフ8：人民元為替レート



出典: China Foreign Exchange Trade System (CFETS)



人民元安には複数の原因が存在する。第一に、米国経済の回復を背景とした米ドル高の展望である。

第二に、中国経済の構造転換は短期的には達成されないとの予測である。これが2017年の米国での金利引き上げ予想とも相まって、中国からのさらなる資本流出、特に富裕層や民間企業からの資本流出が進む可能性がある。他方、中国政府は、人民元安が続けばさらなる資本流出を招いてしまうので、人民元が引き続き下落する根本的な理由はないと強調している。

人民元は為替相場市場化改革の初期段階という非常に重要な時期にあるため、中国政府は為替変動とそれが実体経済に及ぼす影響に非常に敏感になっており、為替相場改革実施における「自主性」、「漸進性」および「制御可能性」という三原則の固守を再び言明している。

人民元為替相場が市場化されれば、種々のステークホルダーが人民元価値に対する影響力を有することになり、一部の投資家が改革を利用して通貨に対する投機的な賭けに出る可能性もある。市場の安定性を維持するため、中国人民銀行には香港市場に頻繁に介入しスムーズな移行を確実なものにする必要がある。

とはいえ改革によって、完全市場主導の人民元為替相場が一晩のうちに実現するわけではない。この点は、過度の裁定取引や市場のボラティリティを排除するために中国人民銀行が市場に介入していることから見て取れる。中国政府は、経済的・社会的安定を改革よりも重要視している面もある。

まとめると、人民元価値が市場主導で決定されるようになるには長い時間が必要であるし、それに先立って人民元の変動を予測することは困難であり、通貨バスケット制が関係する場合には特にそう言える。2016年の残すところにおいて人民元は、米ドル回復に対して若干の人民元安となる可能性があることを除けば、他の主要通貨に対して比較的安定的であると思われる。無論上記の予測は、中国経済において、その成長速度がこれまでほどではないとしても、引き続き成長を維持すること、そして中国の比較的高い金利および厳しい資本規制が維持されることを前提としている。私たちは、市場の人民元安懸念がひとたび払拭された後には中国政府が人民元為替相場の市場化を加速することを期待している。人民元の対米ドル為替相場の趨勢は、改革の速度に顕著な影響を及ぼす可能性がある。

● 英国のEU離脱問題が中国投資家に与える影響

英国のEU離脱投票は世界に衝撃を与えた。英国における事業投資と消費者信頼感は後退し、英ポンドは最初の3週間に10%も下落している。PwCの最新の調査では、英国のEU離脱投票のもたらした政治的・経済的不確実性が原因で、英国の経済成長率は2015年の2%から2016年には1.6%、2017年には0.6%まで鈍化する見込みである。

中国投資家も影響を免れていない。英国はEU加盟国のうち中国からの投資額が二番目に多く、中国による対EU株式投資の4分の1が英国株式である。安定した政治システム、そして国際的金融サービスハブまたEU単一市場にアクセスするためのゲートウェイとしての役割ゆえに、英国はこれまで中国にとって魅力的な投資対象となっていたが、状況が一変したのである。

欧州での中心的な投資対象としての英国の魅力は弱まり、研究開発関連の企業／プロジェクトや教育プログラムは特に打撃を受けている。その結果、既存プロジェクトの市場価値は再評価が必要になるし、進行中のプロジェクトの一部にも著しい不確実性が存在することになった。英国をEU市場へのゲートウェイと位置づけていた企業、とりわけ欧州統括本部を英国に置く企業は、ビジネス全体または一部の欧州大陸移転を考えており、すでに移転を実行した企業も存在する。

テリーザ・メイ(Theresa May)英国新首相はEU離脱の手続きにかかる第50条を年末までに発動することはないことを明言していることから、今後2年半は法律・規制上の観点からは何ら変化が起こることではない。2年～3年の協議を経てから離脱実施プロセスに入ることを考慮に入れると、英国が2020年以降の最初の数年までは、正式にEUを離脱することはないと思われ、その間はEU加盟国として振る舞い、EUの恩恵を引き続き享受することになる。EUと英国の対話の結末がいかになる結果になろうとも、両者にとって、自由市場における緊密な経済的結びつきを保つことは重要な関心事である。とはいえそこでは移民の流入と管理に関する非常に難しい問題が争点となるだろう。短期的には英国の金融市場に混乱が生じ、英ポンド安の圧力に直面する可能性があり、中国企業は状況の変化に対応できるよう不測事態への対応策を策定する必要がある。

長期的には、英国経済の基盤となる健全な法制度、活気ある金融市場、多様性に富む人材プール、円滑なビジネス環境、有利な税率、トップレベルの大学、活発な企業家精神やイノベーションエコシステムなどが損なわれることはなく、これらが強力なドライバーとなって英国を再び持続可能な成長の道筋へと引き戻すことになる。中国国際海運集装箱(集団)股份有限公司や万達グループ、楽遊科技控股有限公司のような先見の明ある中国投資家はすでに有利な為替レートのチャンスを生かしており、最近も英国への最新の投資ディールを発表している。英国の国民投票以来、英ポンドは15人民元強から8.5人民元～9人民元まで下落しており、中国投資家にとっては対英国投資戦略を再考する好機となっている。

執筆者:

Allan Zhang

Chief Economist

PwC China

+86 10 6533 7280

allan.zhang@cn.pwc.com

G. Bin Zhao

Senior Economist

PwC China

+86 21 2323 3681

bin.gb.zhao@cn.pwc.com

Marketing and Communications:

Cynara Tan

Head of Marketing and Communications

Asia Pacific

+852 2289 8715

cynara.sl.tan@hk.pwc.com

お問い合わせ先

PwC中国 上海事務所

11/F, PricewaterhouseCoopers Center 202
Hu Bin Road Shanghai 200021, PRC

吉田 将文

ディレクター 監査／税務全般

masafumi.g.yoshida@cn.pwc.com

www.pwc.com/jp

PwC Japanグループは、日本におけるPwCグローバルネットワークのメンバーファームおよびそれらの関連会社（PwCあらた有限責任監査法人、京都監査法人、PwCコンサルティング合同会社、PwCアドバイザリー合同会社、PwC税理士法人、PwC弁護士法人を含む）の総称です。各法人は独立して事業を行い、相互に連携をとりながら、監査およびアシュアランス、コンサルティング、ディールアドバイザリー、税務、法務のサービスをクライアントに提供しています。

PwCは、社会における信頼を築き、重要な課題を解決することをPurpose（存在意義）としています。私たちは、世界157カ国に及ぶグローバルネットワークに208,000人以上のスタッフを有し、高品質な監査、税務、アドバイザリーサービスを提供しています。詳細はwww.pwc.comをご覧ください。

本報告書は、PwCメンバーファームが2016年8月に発行した『China Economic Quarterly』を翻訳したものです。翻訳には正確を期しておりますが、英語版と解釈の相違がある場合は、英語版に依拠してください。

電子版はこちらからダウンロードできます。 www.pwc.com/jp/ja/japan-knowledge/thoughtleadership.html

オリジナル（英語版）はこちらからダウンロードできます。 www.pwccn.com/home/eng/china_economic_quarterly_aug2016.html

日本語版発刊月：2016年9月 管理番号：I201609-3

©2016 PwC. All rights reserved.

PwC refers to the PwC Network and/or one or more of its member firms, each of which is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details. This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.