

BTMU CHINA WEEKLY

三菱東京UFJ銀行 国際業務部

AUGUST 2ND 2017

■ WEEKLY DIGEST

【経 済】

- 7月製造業PMI指数 前月比0.3ポイント下落の51.4
- IMF 中国の2017年成長率予測を6.7%に上方修正

【金融・為替】

- 6月分野別貸出統計 不動産向け貸出 2期連続で伸び鈍化

■ RMB REVIEW

- 官製相場がボラティリティを抑制しよう

■ EXPERT VIEW

【日系企業のための中国法令・政策の動き】

- 「国务院の新世代人工知能発展計画の印刷・発布に関する通知」
- 「税関総署の『外商投資産業指導目録（2017年改訂）』執行関係問題に関する公告」他

本邦におけるご照会先:

三菱東京UFJ銀行国際業務部 東京:03-6259-6695 (代表) 大阪:06-6206-8434 (代表) 名古屋:052-211-0544 (代表)

- ・本資料は情報提供を唯一の目的としたものであり、金融商品の売買や投資などの勧誘を目的としたものではありません。本資料の中に銀行取引や同取引に関連する記載がある場合、弊行がそれらの取引を応諾したこと、またそれらの取引の実行を推奨することを意味するものではなく、それらの取引の妥当性や、適法性等について保証するものでもありません。
- ・本資料の記述は弊行内で作成したものを含め弊行の統一された考えを表明したものではありません。
- ・本資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、その正確性、信頼性、完全性を保証するものではありません。最終判断はご自身で行っていただきますようお願いいたします。本資料に基づく投資決定、経営上の判断、その他全ての行為によって如何なる損害を受けた場合にも、弊行ならびに原資料提供者は一切の責任を負いません。実際の適用につきましては、別途、公認会計士、税理士、弁護士にご確認いただきますようお願いいたします。
- ・本資料の知的財産権は全て原資料提供者または株式会社三菱東京UFJ銀行に帰属します。本資料の本文の一部または全部について、第三者への開示および、複製、販売、その他如何なる方法においても、第三者への提供を禁じます。
- ・本資料の内容は予告なく変更される場合があります。

【経済】

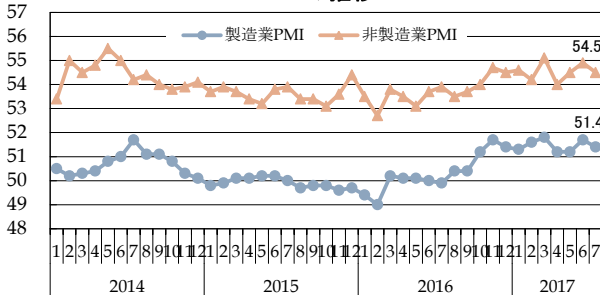
◆7月製造業 PMI 指数 前月比 0.3 ポイント下落の 51.4

国家統計局、中国物流購買連合会の7月31日の発表によると、7月の製造業 PMI 指数は前月比▲0.3 ポイントの 51.4 と3ヶ月ぶりに下落したものの、12ヶ月連続で景況感の分岐点となる 50 を上回った。7月に入って広範な地域に亘る高温と一部地域の豪雨・洪水災害により生産活動が減速したことが下落要因と分析している。

主要項目別では、生産高指数が前月比▲0.9 ポイントの 53.5、新規受注指数が同▲0.3 ポイントの 52.8、新規輸出受注指数が同▲1.1 ポイントの 50.9、輸入指数が同▲0.1 ポイントの 51.1 と何れも下落した一方、生産経営活動期待指数は同+0.4 ポイントの 59.1 と3ヶ月連続で上昇し、楽観的な見通しが窺われた。

なお、7月の非製造業 PMI 指数は前月比▲0.4 ポイントの 54.5 となった。うち、サービス業が前月比▲0.7 ポイントの 53.1 となった一方、建築業が同+1.1 ポイントの 62.5 と、旺盛なインフラ投資需要に支えられ、近年では高水準の指数となっている。

<PMIの推移>



(出所) 国家統計局、中国物流購買連合会の公表データを基に作成

<製造業PMI指数の主要項目の推移>

		製造業 PMI 指数の主要項目						
		製造業 PMI 指数	生産高指数	新規受注指数	新規輸出受注指数	輸入指数	雇用指数	生産経営活動期待指数
2017年	1月	51.3	53.1	52.8	50.3	50.7	49.2	58.5
	2月	51.6	53.7	53.0	50.8	51.2	49.7	60.0
	3月	51.8	54.2	53.3	51.0	50.5	50.0	58.3
	4月	51.2	53.8	52.3	50.6	50.2	49.2	56.6
	5月	51.2	53.4	52.3	50.7	50.0	49.4	56.8
	6月	51.7	54.4	53.1	52.0	51.2	49.0	58.7
	7月	51.4	53.5	52.8	50.9	51.1	49.2	59.1

(出所) 国家統計局、中国物流購買連合会の公表データを基に作成

◆IMF 中国の 2017 年成長率予測を 6.7%に上方修正

国際通貨基金(IMF)はこのほど、「世界経済見通し」を発表した。中国の GDP 成長率予測について、2017 年は 6.7%、2018 年は 6.4%と、2017 年は前回の 4 月から 0.1 ポイント、2018 年は 0.2 ポイントそれぞれ上方修正した。

中国の経済成長について、2017 年は緩和的政策や、過剰生産能力削減に向けた努力等の供給側改革により、第 1 四半期の成長率が予想より高くなったことを反映して 2016 年と同レベルの成長を維持できるものと

分析。2018 年については、中国政府が 2010 年から 2020 年までに GDP 倍増の目標達成のため、大規模な公共投資を維持するものと予想。ただし、その為に必要な財政規律の調整が遅れると債務の大幅な増加を招き、景気の下振れリスクが高まると指摘。また、金融リスクの処理や過剰な信用増大の抑制に失敗した場合、他国に対し貿易、資源価格等のマイナスの影響をもたらし、急激な成長減速につながるとの懸念も示した。

なお、世界経済の成長率については、2017 年は 3.5%、2018 年は 3.6%と、いずれも前回の 4 月から据え置いた。

<IMFによる中国・世界経済のGDP成長率予測> (%)

		2017年	2018年
		中国	2017年1月発表
	2017年4月発表	6.6	6.2
	2017年7月発表	6.7	6.4
世界	2017年1月発表	3.4	3.6
	2017年4月発表	3.5	3.6
	2017年7月発表	3.5	3.6

(出所) IMF「世界経済見通し」(2017年7月)を基に作成

【金融・為替】

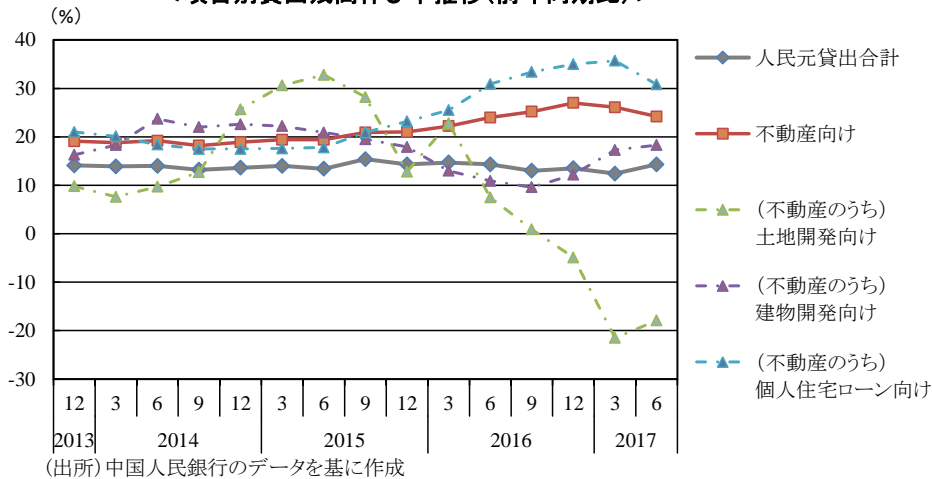
◆6月分野別貸出統計 不動産向け貸出 2期連続で伸び鈍化

中国人民銀行は7月21日、2017年1-6月の金融機関分野別貸出統計を発表した。1-6月の人民元新規貸出額は前年同期比+4,362億元の7兆9,700億元、うち、不動産向けが前年同期比+1,100億元の3兆400億元となり、人民元新規貸出全体に占める割合は38.1%と、1-3月の40.4%より減少した。

2017年6月末の人民元貸出残高は前年同月比+12.9%の114兆5,700億元と、伸び率は3月末から0.5ポイント拡大した。うち、不動産向けは同+24.2%の29兆7,200億元と、伸び率は3月末から1.9ポイント鈍化し、2期連続の鈍化となった。

不動産向け貸出残高の内訳は、土地開発向けが前年同月比▲17.9%(3月末:▲21.5%)の1兆3,600億元、建物開発向けが同+18.3%(3月末:+17.3%)の6兆4,000億元、個人住宅ローン向けが同+30.8%(3月末:+35.7%)の20兆1,000億元と、個人住宅ローンの伸び率は11期ぶりに鈍化した。

<項目別貸出残高伸び率推移(前年同期比)>



RMB REVIEW

◆官製相場がボラティリティを抑制しよう

今月(7月)の人民元相場は、当局による人民元安抑制策(元買い材料)や米利上げ観測の後退(ドル売り材料)を背景に、約9ヶ月ぶり高値を更新した。党大会を控える中で、当局は「人民元相場の安定(元安抑制)」を優先している。中長期的な元安見通しは不変ながらも、短期的な下落リスクは小さいだろう。来月もレンジ内の安定推移(やや底堅い動き)が継続しそうだ。尚、足元のドル売り地合を考慮し、今回より予想レンジを全体的に元高方向に修正する。

・7月のレビュー

今月(7月)の人民元相場(対ドル)は、月初6.7760で寄り付いた後、中国内企業による旺盛なドル買い需要(海外株主への配当支払い)を背景に、安値6.8095(7/7)まで下値を拡げた。しかし、基準値の元高設定や為替介入観測が続落を阻むと、米医療保険制度改革(オバマケア)見直し頓挫や米利上げ観測後退を受けた「ドル売り」も重なり、月末にかけて、2016年10月以来、約9ヶ月ぶり高値6.7206(7/31)を更新している。(第1図)。

第1図：オンショア人民元相場の推移



第2図：リスクリバーサル率の推移



・人民元安抑制策の長期化は難しい(党大会を前にした一時的な措置と考えられる)

約8年7ヶ月ぶり安値(6.9666)を示現した昨年12月までの動きとは一変し、2017年の人民元相場は、底堅い動きが継続している。党大会を今秋に控える中で、政府当局が「人民元相場の安定(元安抑制)」を優先していることが背景と考えられる。事実当局は、①資本規制の強化や、②為替介入観測、③市場金利の高め誘導や、④基準値設定における裁量幅拡大といった一連の人民元安抑制策を駆使することで、対ドルでの元安を抑制してきた。この間、オンショアとオフショアの価格差は縮小し、値動きの方向性を示唆するリスクリバーサルも急低下(第2図)。人民元の先安観はひとまず後退したと判断できる。但し、こうした取り組みが長期化するとは考え難い。かねて指摘してきた通り、政府当局が主導する「人民元安抑制策」には、以下4つの点で副作用を伴う恐れがあるからだ。人民元安抑制策は早晚緩和(解消)に向かう公算が大きく、その過程で人民元には下落圧力が加わると予想する。

・元安抑制策の長期化が困難な理由①～資本規制長期化の難しさ～

第1の要因として「資本規制の長期化が容易では無い」点が挙げられる。政府当局は昨年来、資本流出を抑制すべく、国境を越えた資金移動の監視強化に注力してきた。今年に入ってからはこうした動きに拍車がかかり、企業活動への直接的な支障(送金など經常取引に係る支障など)も見られ始めた。外資による中国向け投資意欲の減退や、中国企業による対外投資の減少¹など、副作用も顕在化した。こうした事態が長期化すれば、国内に不満が蓄積され、潜在的な資本流出圧力を助長しかねない(資本規制の抜け道を模索する動きが拡がりかねない)。この為、資本規制の長期化は見込みづらく、今後はむしろ段階的な資本開放が想定される。

・元安抑制策の長期化が困難な理由②～外貨準備残高の減少～

第2に「外貨準備減少に伴う介入余力の低下」が挙げられる。当局はこれまで、人民元安が加速する局面で都度「為替介入」を通じた下落速度の調整を図ってきたと見られているが、外貨準備が有限である以上、こうした取り組みを長期間続けることは難しい。事実、中国の外貨準備残高は、2014年6月をピークに約1兆ドル急減している。ここ数ヶ月は、資本流出圧力の緩和²やドル安圧力の高まりを受けて、外貨準備残高が微増に転じているが、先行きは楽観視出来ない。貿易不均衡是正を目的に、米国からの輸入が増えたり、米国への輸出が減少すれば、外貨準備の原資となる經常黒字が減少する恐れがあるからだ。この為、当局は今後外貨準備を温存する姿勢を強めると見られ、介入頻度は徐々に低下すると考えられる。

・元安抑制策の長期化が困難な理由③～市場金利の高め誘導の限界～

第3に「市場金利の高め誘導に伴う金融市場の不安定化」が挙げられる。当局は年初来、MLF 金利(中期貸出ファシリティ)や SLF 金利(常設貸出ファシリティ)、リバースレポ金利を引き上げ、引き締め寄りの政策を主導してきた。背景には、過度なレバレッジの抑制(金融リスクの取締り)の他、米中金融政策格差に伴うドル買い/人民元売りを抑止する狙いがあったと考えられる。但し、市場金利の高め誘導は、株安や債券利回りの上昇を通じて、金融市場の不安定化をもたらしかねない。社債や地方債の発行が困難になるなどの支障も想定される。景気下振れリスクが見込まれる中で、当局の金融政策は年後半にかけて、引き締め色が弱まると予想する。

・元安抑制策の長期化が困難な理由④～官製相場が招くプレゼンス低下～

第4に「人為的な相場形成が招くプレゼンスの低下」が挙げられる。2015年8月の対ドル基準値改革以降、市場実勢と人民元バスケットを考慮した「より透明」な基準値運営が続けられてきたが、5/26に発表された新算出方法では、基準値設定における当局の裁量余地が拡大するなど、かつての「不透明」な基準値運営に逆戻りした。人民元国際化への逆行は、SDR(特別引き出し権)構成通貨として相応しくない上³、中国が進める債券相互取引⁴や株式相互取引を前進させる際の足枷にもなってしまう。MSCI 新興国株指数への採用が決まったことなども考慮に入れば、プレゼンス改善への取り組みは必須と見られ、官製相場の長期化は考え難い。当方では、党大会後に、一段の規制緩和など人民元国際化に向けた取り組みが強化されると想定している。

¹ 中国商務省によると2017年1～6月の中国の対外直接投資(ODI、除く金融)は、前年比45.8%減の481億9000万ドルとなった

² 定例記者会見において、中国の為替当局は国境をまたぐ資本フローは上期に安定したと指摘した

³ SDR構成通貨の採用条件は、①財・サービス輸出額が上位であること、②自由取引可能通貨であること

⁴ 香港返還20周年記念式典後の7/3、香港と中国本土を結ぶ債券相互取引「債券通(ボンドコネクト)」が始まった

・今後の見通し

以上の通り、政府当局が続ける人民元安抑制策は、様々な面で副作用が内在している。それでも尚、政府当局がこうした取り組みを続ける背景には、5年に1度の党大会を前に、政治不安を退けたいとの狙いが透けて見える。裏を返せば、党大会が終了し、政治的安定が実現すれば、こうした取り組みを続ける必要性は低下する。結果、政府当局による締め付けは次第に和らぐと考えられる。事実、中国人民銀行が発行する「金融時報」は7/12、専門家の話を引用する形で、①為替介入を減らすべき、②人民元の変動幅拡大に向けた措置を講じるべきと、為替介入や官製相場に否定的な論説記事を掲載した。市場参加者の間では、新たな為替制度改革への布石と捉える向きも少なくない。無論、党大会前の重要なタイミングでわざわざ市場の混乱を招く恐れのある措置が講じられる可能性は低い。但し、習近平氏への権力集中が既に相当程度進んでいるのであれば話は別だ。事実7月は、次世代のホープと見られていた重慶市前トップの孫政才氏の失脚⁵と、その後任に習近平氏の元側近陳敏爾氏（貴州省党委書記）が据えられるサプライズ人事が発表された。5月に発表された蔡奇北京市長の北京市党委書記への三段飛びサプライズ昇進と併せて、習近平氏への権力集中が想像以上に進んでいる可能性も見逃せない。当方では、メインシナリオ（60%）、サブシナリオ（25%）共に、党大会までの安定推移を見込んでいるが、上述の通り、足元の政治動向を考慮すれば、政府当局が党大会を待たずして構造改革や市場開放に動き出す可能性も否定出来ない。よって、党大会前の人民元安再開を、リスクシナリオ（15%）として念の為想定しておきたい。

メインシナリオ（60%、党大会までは安定推移、党大会後に元安再開）

党大会を今秋に控える中、元高であれ元安であれ一方向の動きは想定し難く、暫くはレンジ内（6.600～6.820）での安定推移（米ドル主導の動き）が見込まれる。もっとも、党大会終了後は、構造改革や市場開放が想起されることから、人民元安の再開が想定される。状況次第では、向こう1年以内に心理的節目7.00を突破する可能性もあるだろう。当方では、円やユーロは対ドルで上昇すると見込む一方、人民元については、対ドルでの下落を想定している。

予想レンジ（メインシナリオ）

予想レンジ	8月～9月	10月～12月	1月～3月	4月～6月
USD/CNY	6.6000～6.8200	6.5500～6.8250	6.6500～6.9250	6.7500～7.0500
CNY/JPY	15.8～17.1	15.6～17.0	15.1～16.6	14.6～16.2

サブシナリオ（25%、党大会終了後も底堅い動きが継続）

サブシナリオでは、党大会終了後も人民元の安定推移が継続すると予想する。但し、以下4つの条件を満たす必要があるだろう。①世界経済の復調と中国経済の下振れ回避、②利便性向上に伴う準備資産としての人民元保有ニーズの高まり、③債券通などを通じたインバウンドフローの活性化、④米利上げ観測の後退やトランプ期待の剥落に伴う広範なドル売り継続。

リスクシナリオ（15%、党大会前の元安サプライズ）

リスクシナリオでは、政府当局が党大会終了を待たずして、人民元安抑制姿勢を和らげるシナリオを想定する。この場合、市場にサプライズがもたらされることから、2015年8月の人民元切り下げ時と同様、資本流出を通じて人民元に強い下押し圧力を加えるだろう。状況次第では、更なる切り下げリスクも台頭しかねない。リスクシナリオでは、メインシナリオを超える大幅な下落を想定する。

⁵ 中国共産党中央規律検査委員会は7/24、重慶市前トップの孫政才氏を「重大な規律違反の疑い」があるとして、調査し立件することを発表した

第3図：人民元相場の見通し



(資料) Bloomberg より 三菱東京 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

(7月31日作成) グローバルマーケットリサーチ

日付	USD				JPY(100JPY)		HKD		EUR		金利 (1wk)	上海A株 指数	
	Open	Range	Close	前日比	Close	前日比	Close	前日比	Close	前日比		指数	前日比
2017.07.24	6.7610	6.7490~ 6.7656	6.7505	-0.0176	6.1004	0.0399	0.86460	-0.0022	7.8682	-0.0126	3.4000	3404.29	12.93
2017.07.25	6.7525	6.7457~ 6.7560	6.7512	0.0007	6.0631	-0.0373	0.86469	0.0001	7.8654	-0.0028	2.8800	3397.26	-7.03
2017.07.26	6.7550	6.7534~ 6.7595	6.7545	0.0033	6.0373	-0.0258	0.86471	0.0000	7.8502	-0.0152	3.4400	3401.26	4.00
2017.07.27	6.7370	6.7235~ 6.7460	6.7376	-0.0169	6.0531	0.0158	0.86260	-0.0021	7.8990	0.0488	3.4400	3403.00	1.74
2017.07.28	6.7440	6.7402~ 6.7490	6.7429	0.0053	6.0605	0.0074	0.86302	0.0004	7.8908	-0.0082	2.8000	3407.98	4.98

(資料) 中国外貨取引センター、中国人民銀行、上海証券取引所資料より三菱東京 UFJ 銀行国際業務部作成

【日系企業のための中国法令・政策の動き】

今回は 2017 年 7 月上旬から中旬にかけて公布された政策・法令をとりあげました。

<p>[政策] 【産業政策】</p> <p>○「国務院の新世代人工知能発展計画の印刷・発布に関する通知」(国発[2017]35号、2017年7月8日発布・実施)</p>	<p>次世代人工知能(AI)産業の発展計画。目標、理論・技術・応用の重点分野、政策が述べられている。</p> <p>■発展の目標は、以下の通り。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 2020年までに技術と応用全般で世界先進レベルにし、人工知能産業を経済成長の新たな起点にする。人工知能の中心的産業の規模を1500億元超、関連産業の規模を1兆元超とする。 ・ 2025年までに基礎理論で重大な突破を実現、一部の技術と応用で世界トップレベルに到達させ、人工知能を産業の高度化と経済発展方式の転換の原動力とする。人工知能の中心的産業の規模を4000億元超、関連産業の規模を5兆元超とする。 ・ 2030年までに理論・技術・応用全般で世界トップレベルに到達させ、世界の主要な人工知能革新センターとなる。人工知能の中心的産業の規模を1兆元超、関連産業の規模を10兆元超とする。 <p>■主な発展政策は、以下の通り。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 資金面での支援:既存の政府投資基金での人工知能プロジェクトを支援、企業・業界団体による人工知能発展基金の創設を奨励、エンジェル投資・ベンチャー投資・資本市場での資金調達を誘導など。 ・ 研究・産業基地の建設:国際的にリードする若干の人工知能分野の「国家級科学技術革新基地」を建設など。 ・ 国内外資源の活用:国内の人工知能企業の海外進出を奨励、国外の人工知能企業、科学研究機関による中国での研究開発センターの設立を奨励など。 <p>■原文は、中央人民政府ポータルの下記サイトをご参照。 http://www.gov.cn/zhengce/content/2017-07/20/content_5211996.htm</p>
<p>【住宅政策】</p> <p>○「住宅・都市農村建設部等の人口純流入大中都市での住宅リース市場発展加速に関する通知」(建房[2017]153号、2017年7月18日発布・実施)</p>	<p>人口流入の多い大中都市の住宅問題を解決するための住宅リース発展政策。</p> <p>■主な政策は、以下の通り。</p> <ol style="list-style-type: none"> ① 不動産開発企業・不動産仲介機構・不動産管理サービス企業の子会社設立による住宅リース、国有企業の住宅リース業への転換を奨励。 ② 住宅リース企業の社債、資産担保証券等の発行を支援。 ③ 地方政府の優遇政策による不動産投資信託基金(REIT)の発展を奨励。

- ① 2017年7月28日から、「外商投資産業指導目録(2017年改訂)」(以下、2017年版という)の奨励類に属する外商投資プロジェクト(増資プロジェクトを含む)で、総投資額の範囲内で輸入する自社用設備および契約により設備に付帯して輸入する技術、付属部品、予備部品については、輸入関税を免除し、輸入増徴税を徴収する。
- ② 2017年7月28日より前にプロジェクトの認可または届出が完了した外商投資プロジェクト(増資プロジェクトを含む)で、「外商投資産業指導目録(2015年改訂)」(以下、2015年版という)の奨励類に属する場合は、同じく輸入関税を免除し、輸入増徴税を徴収する。ただし、2018年8月1日より前に、投資主管部門が発行した「国家発展奨励の内外資項目確認書」、外商投資企業設立(増資)の同意書または届出受領書等をもって税関に「減免税届出申請」をしなければならない。期限を過ぎた場合には、税関は受理しない。
- ③ 2015年版で奨励類に属さない建設中の外商投資プロジェクトで、2017年版で奨励類に属する場合、新たに輸入する設備、技術、付属部品、予備部品については、税関に申請すれば、上記と同様の税優遇を受けることができる。但し、既に税が徴収された場合には、税を還付しない。

■原文は税関総署の下記サイトをご参照。

<http://www.customs.gov.cn/customs/302249/302266/302267/715924/index.html>

(本シリーズは、原則として隔週で掲載しています。)

三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社
コンサルティング事業本部 国際アドバイザー事業部
シニアアドバイザー 池上隆介

～アンケート実施中～

(回答時間:10秒。回答期限:2017年9月2日)

<https://s.bk.mufig.jp/cgi-bin/5/5.pl?uri=ZIJ6Qe>