

BTMU CHINA WEEKLY

三菱東京UFJ銀行 国際業務部

MAY 18TH 2016

■ TOPICS

- 第1四半期の不動産市場～大幅に改善するも先行きは不透明

■ WEEKLY DIGEST

【経 済】

- 4月の主要経済指標 投資・生産・消費いずれも減速

【産 業】

- 4月の新車販売台数 前年同月比+6.3%

【貿易・投資】

- 4月の対内直接投資額 前年同月比+6.0%

【金融・為替】

- 4月の外貨準備高 前月比+70.9億米ドル 2ヶ月連続の小幅増

■ RMB REVIEW

- 不確実性の高まりが上値を抑えよう

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思わ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。

TOPICS

第1四半期の不動産市場
～大幅に改善するも先行きは不透明～

今年第1四半期の中国 GDP 伸び率は 6.7%と、2009 年第1四半期以降、7年ぶりの低水準に減速したとはいえ、大方の予想の 6.2～6.5%を上回った結果となった。インフラ投資の拡大、輸出改善のほか、不動産投資の回復が景況改善の重要な一因となったと見られている。

本稿では、最近の不動産市場の状況を確認した上で、「営改増(営業税から増値税に移行する税制改革)」の影響、土地所有権の継続など不確定要素を考え、不動産開発投資の持続可能性について考えてみたい。

I. 最近の不動産市場

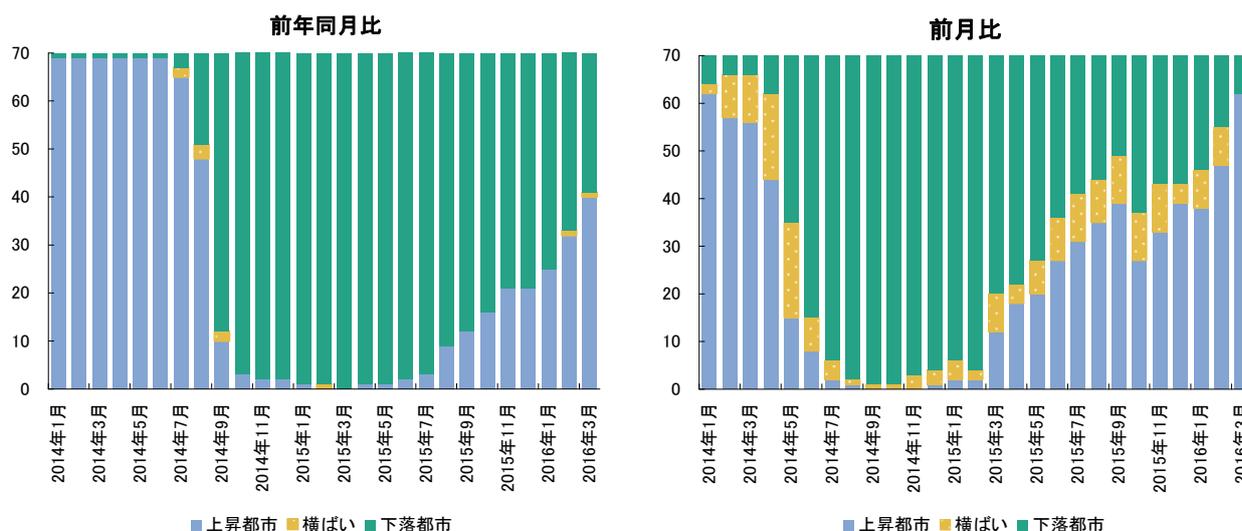
➤ 70 大中都市新築住宅価格

3月の70大中都市新築住宅価格は、前月比でみると、上昇した都市は前月より15都市増の62都市となり、下落した都市は7都市減の8都市となった。伸び率では、廈門市(5.4%増)、合肥市(4.6%増)、上海市(4.3%増)、深圳市(3.7%増)、北京市(3.3%増)が上位5都市となった。

前年同月比でみると、上昇した都市は8都市増の40都市、下落した都市は8都市減の29都市となった。伸び率では、深圳市(62.5%増)、上海市(30.5%増)、南京市(17.8%増)、北京市(17.6%増)、廈門市(15.9%増)などが堅調な上昇を示した一方、丹東市(3.8%減)、錦州市(3.1%減)、湛江市(2.8%減)などは下落した。

統計局は、今年に入り新築住宅価格が持ち直す傾向を見せてはいるものの、上昇幅が高いのは主に一線都市¹であり、多くの二・三線都市では不動産在庫の削減が難航しており、不動産市場における二極化は依然として深刻であると述べている。

図表1 70大中都市新築住宅価格の推移

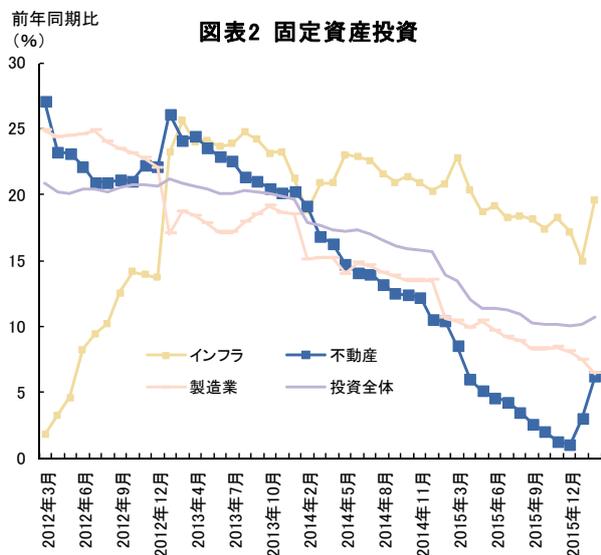


出所: 国家統計局によりBTMU(China)中国調査室作成

¹ 国家統計局が発表する「70大中都市住宅販売価格」統計で、一線都市は北京、上海、広州、深圳の4都市、二線都市は省都、副省都都市を含めた31都市、三線都市は70都市から一線・二線都市を除いた35都市と定めている。

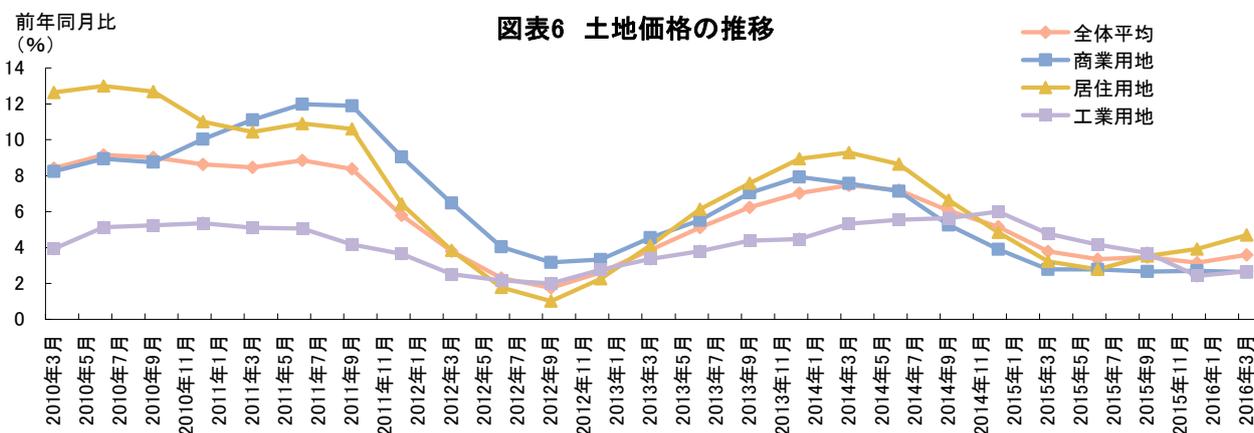
不動産開発投資

第1四半期の不動産販売面積は前年同期比33.1%増で、販売金額は54.1%増となり、そのうち住宅の販売面積、販売金額はそれぞれ35.6%増、60.3%増といずれも大幅な伸びを見せた。不動産販売の好調を受け、不動産開発投資も改善に向かっている。第1四半期の不動産開発投資は前年同期比6.2%増で、伸び率は2015年通年(1.0%増)より5.2ポイント、2016年1-2月より3.2ポイント上昇し、投資全体の回復に大きく寄与した。



土地価格

「全国主要都市土地価格モニタリング報告」によれば、2016年第1四半期の全国主要105都市の平均地価は3,668元/m²で前年同期比3.6%上昇し、景気の好転、潤沢な流動性、および一連の不動産購入促進策の実施が土地価格を押し上げたと見られている。ただ、同報告は、不動産購入促進策の効果が地域により異なり、一線都市の不動産市場はすでに過熱気味であるのに対し、三線、四線都市では不動産在庫水準が依然として高く、選択的な政策対応が必要との見方も示している。



出所：国土資源部によりBTMU(China)中国調査室作成

II. 今後の見通し

「営改増」の影響

今年の全国人民代表大会において、李克強総理は5月1日から建築業、不動産業、金融業、生活サービス業に増値税を適用することを公表し、3月24日に財政部と国家税務総局はその実施細則として「営業税から増値税に移行する税制改革(以下、「営改増」)の試行を全面的に推進する通知」(以下、通知)を発表した。4業種の増値税税率について、建築と不動産はそれぞれ11%(営業税の場合、不動産は5%であった)、金融と生活サービスがそれぞれ6%に設定された。いずれの業種も営業税に比べ増値税税率が高くなったものの、仕入税額の控除や重複課税の排除などにより、企業の税負担は総じて軽減される見通しである。その中でも、不動産業に関しては、企業ごとにその影響も異なり、主体別で見た影響は以下の通りである。

①不動産デベロッパー

不動産デベロッパーとしては、建築・内装コストが変わらない場合、土地購入価格がある程度まで安くなると、仕入税額として控除される金額が低くなり、「営改増」による効果は小さく、場合によっては税負担が営業税額より増加するというケースも考えられるが、土地購入価格が高く粗利益が低いデベロッパーは「営改増」から受ける恩恵が大きいと見られる。同様に土地価格が一定で建築・内装コストが高いデベロッパーはより大きなプラス効果が及ぼされる見通しであり、これを企業別でいうと、高級住宅、高級マンションをメインとするデベロッパーにより有利であるということである。

②商業不動産の販売

また、「通知」では、増値税納税者は2016年5月1日以降に取得し、かつ会計上固定資産として計上した不動産、または2016年5月1日以降に取得した不動産に対して行われている建設中の工事は2年間にわたり仕入税額を売上税額から控除することができるとした。これはすなわち、企業がオフィスビルなど商業施

設の購入にかかるコストも仕入税額から控除できることを意味し、間接的ではあるが、商業不動産の販売を促すことが期待されている。

③個人間の取引

個人の不動産取引に対しては、税率では営業税も増値税も 5%であるが、増値税は外税であるため、その納税額は営業税より少なく、税負担が軽減されることとなる。例えば、住宅販売価格が 100 万元とすると、「営改増」の前の営業税額は 100 万元×5%=5 万元であったのに対し、「営改増」後の増値税額は 100 万元/(1+5%)×5%=4 万 7,619 元となり、若干ではあるが、税負担が軽減される。

➤ 土地使用权継続の可否

3 月、浙江省温州市では、住宅用地使用权が満期となり、継続取引ができない事件があった。温州市当局は土地使用权を継続したい場合、不動産価格の約 3 割に当たる土地使用权継続料金を支払うよう求めた。

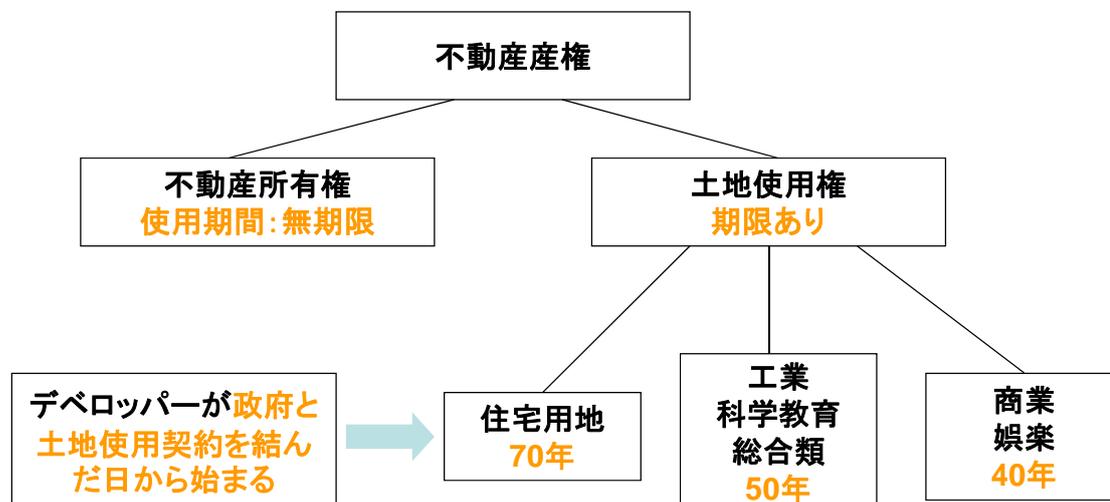
① 中国における不動産の「産権」

中国で不動産の購入をする場合、その不動産の「産権」を取得するというが、実際にはその「産権」は①建物の所有権と、②土地の使用权の 2 つの部分からなっている。建物の所有権については、「物権法」第 64 条で、「私人は合法的な手段により取得した収入、住宅、生活用品、生産道具、原材料などの動産、不動産に対して所有権を無期限に有する」と規定されており、すなわち建物が壊れない限り、その所有権は購入者のものである。

しかし、その一方で、土地の使用权については、土地の用途別に使用期間が規定されている。「憲法」と「土地管理法」では、中国の土地の所有権はすべて国家に帰属し、企業、国民は土地の使用权しか有することはできないと規定されている。そして、1990 年に発表された「都市部国有土地使用权譲渡に関する暫定条例」は用途別に土地の使用期間を規定しており、それぞれ居住用地は 70 年、工業用地は 50 年、商業・旅行・娯楽用地は 40 年、総合・その他の土地は 50 年とされている。

土地の使用期間は、消費者がデベロッパーから不動産を購入した日からではなく、不動産デベロッパーが政府と土地契約を結んだ日から起算される。例えば、一般住宅の場合、土地の使用期間が 70 年間であるが、デベロッパーが政府から土地を取得してから、資金調達、建設、内装などに 3 年間かかったとすれば、消費者はデベロッパーから新規住宅を購入したにもかかわらず、その土地の使用期間は 67 年しかないということとなる。

図表 7 用途別の土地使用权期間



では、なぜ温州に使用期間 20 年の住宅用地があるかという点、90 年代初頭、温州市政府は温州市の状況に基づき、住宅用地使用権を 20～70 年の異なる期間でデベロッパーに譲渡していた。キャッシュフローが充足していないなどの理由で、譲渡価格が比較的安い 20 年のものを選んだデベロッパーもある。なお、これは温州だけでなく、青島、深圳などにもあった。

実際の処理について土地使用期間を 20 年からほかの住宅用地と統一し、70 年に延長することで意見が一致している。但し、どういった基準で料金を徴収するかは不動産所有者と政府の間で大きく意見が分かれている。今回の件で、土地使用権が 70 年の満了後どうなるかという問題が再び国民の目に留まり、温州の対応は今後のほかの地域の見本となる可能性もあるため、一気に全国から注目が集まっている。

② 慎重な対応が必要

中国における土地使用権は 1986 年に発表された「中国土地管理法」から始まり、その後、国務院は 1990 年に「都市国有土地使用権譲渡・取引に関する暫定条例」、1994 年に「中国都市不動産管理法」をそれぞれ発表し、土地使用権の譲渡を規範化した。2007 年に「物権法」が発表され、個人が法律に従い取得した不動産に対する所有権を明確にした。

個人の不動産取得に対して最大の争点となったのは、住宅用地使用期間満了後の対応である。「都市不動産管理法」第 22 条では、土地使用権が満了になった後、使用権を継続する場合、土地使用権譲渡契約を更新し、関連規定に従い土地使用権譲渡金を支払うとされた一方、「物権法」第 149 条では、住宅用地の土地使用権が満了となった後、自動的に継続すると規定されている。

規定が矛盾している場合、どちらに準ずるかについては、関係者の間では「物権法」が「都市不動産管理法」より後に発表されたものであるから、「物権法」に従うべきとの見方が多いが、その場合、「物権法」にある「自動継続」をどう認識するかがポイントである。

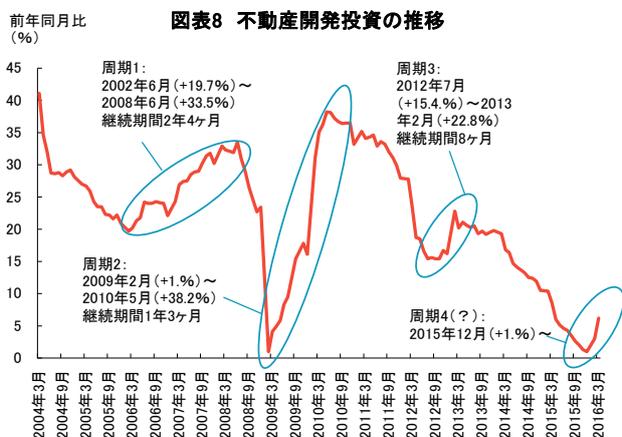
一般的に自動継続には、①住宅建設用地は使用期間満了後、政府が回収してはならず、別の個人・企業に再譲渡してはならないこと、②不動産所有者は自ら土地使用権の継続を申請する必要はなく、土地使用期間が満了になった後も引き続き居住できる、といった意味合いが含まれていると思われる。肝心の土地使用権継続料金を徴収するか、しないかは明確にされていないが、社会安定の観点から、徴収するとしても、一般家庭が受容できる金額に抑えることが望ましいと思われる。

土地使用権継続料金を徴収する場合、誰からどう徴収するかということも重要な課題であり、メディアの報道を見ると、当局は不動産所有者から土地使用料を徴収しようとしているが、ただこうなると、土地使用期間が満了になったものの、土地使用権継続料金を払わない不動産所有者が多く出てくることが予想される。その理由は簡単で、取引さえ行なわなければ、高額な土地使用料を支払う必要もないからである。あるいは、実質的に取引が発生したにもかかわらず、双方がコストを引き下げるため、不動産所有者の名義を変更しない方法に踏み切る可能性も考えられる。これは「小産権」住宅と類似しており、法律上は様々な問題を抱えているが、価格が安いいため依然として多くの地域で取引されている。

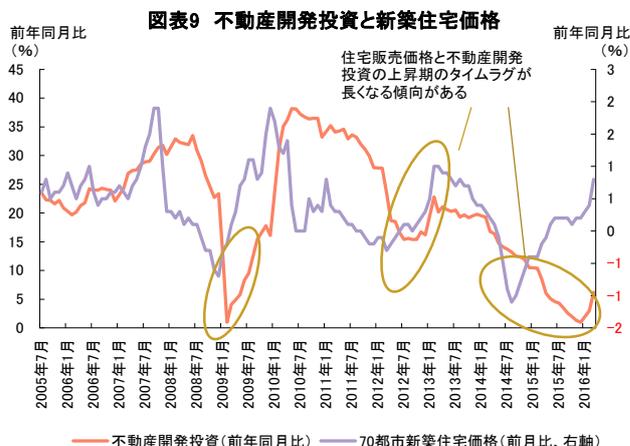
このように、今後もし土地使用期間継続に際し不動産価格の 3 分の 1、あるいは 2 分の 1 の料金が徴収されるとしたら、膨大で、かつ法律上のグレーゾーンにある不動産市場が生まれかねず、これは決して当局が望んでいる結果ではない。しかし、逆の場合、強制的に徴収するとしたら、不動産の購入を控える人が出てくる可能性があり、これは不動産販売、不動産開発投資の減速をもたらすほか、経済成長、社会の安定にもマイナスとなるため、当局にとって関連規定の制定により土地使用権の継続について明確化することが急務である。

Ⅲ. 不動産開発投資～回復は短期間にとどまる可能性も

2004年からこれまでの不動産開発投資には大きく3つの周期が観測できる。その中でいくつかの特徴が挙げられる。



出所: 国家统计局によりBTMU(China)中国調査室作成



注: 新築住宅価格の動きをより繊細に反映するには前月比を用いている
出所: 国家统计局によりBTMU(China)中国調査室作成

- 3つの周期(図表8)の中で、谷間からピークまでの持続期間は徐々に短縮しており、それぞれ2年4ヶ月、1年3ヶ月、8ヶ月であった。
- 不動産投資の改善と住宅販売状況の好転の間のタイムラグが長くなっている。周期1において投資と販売はほぼ同時期に改善していったのに対し、周期2、周期3の投資改善は不動産販売の好転よりそれぞれ約3ヶ月、5ヶ月遅れていた。今回の不動産投資改善に至っては、昨年7月から始まる販売好転から約半年経っている。
- 周期1の投資改善は経済上昇期にあり、貸出金利はかなりの高水準であったものの、持続期間が最も長かった。一方、2009年の金融危機以降、中国経済は下降期に入り、流動性供給が十分であるにもかかわらず継続期間が短縮している。これはすなわち、不動産開発投資は資金調達コストより景気の動きから受ける影響の方が大きいと考えられる。
- 政策面では、周期1において不動産販売関連政策は終始引締め気味であった。周期2、周期3では、不動産販売・投資が改善される前は緩和的であったが、回復に向かったとたん、再び引締めに移っていった。

このように2000年以降の不動産開発投資の推移から、①不動産投資の改善と住宅販売状況の好転の間のタイムラグが長くなっていること、②不動産開発投資は金利より景気動向に影響されやすいこと、③当局としても不動産市場にバブルが膨らむことを極力避けようとしており、不動産開発投資のむやみな拡大を容認しないといった特徴が観測できる。

これに加え、今年に入り深圳、上海などの不動産価格は再び大幅に上昇し、政府はこれらの状況に対し既に購入制限を強化する方針を示している。政府側に立ってみると、一線都市が抑制、三四線都市は在庫削減という選別的な方針であると思われるが、北京、上海、広州、深圳の4つの一線都市の新築住宅取引額は全国の2割、中古住宅の取引額は3割を占めている。そのため、これらの都市に対する購入制限の強化の不動産開発投資への長期的な影響も無視できないことを考えると、今回の不動産開発投資の反発は短期的、弱いものととどまる可能性があると思われる。

三菱東京UFJ銀行(中国) 中国投資銀行部
中国調査室 余興

WEEKLY DIGEST

【経済】

◆4月の主要経済指標 投資・生産・消費いずれも減速

国家統計局の14日の発表によると、1-4月の固定資産投資は前年同期比+10.5%（1-3月:+10.7%）、4月の工業生産（付加価値ベース）は前年同月比+6.0%（3月:+6.8%）、社会消費財小売総額は同+10.1%（3月:+10.5%）と、何れも伸び率が前月より下落した。

固定資産投資については、不動産開発投資が前年同期比+7.2%（1-3月:+6.2%）と伸び率が上昇、インフラ投資額が同+19.0%（1-3月:+19.6%）と小幅減速、民間投資が同+5.2%（1-3月:+5.7%）と減速した。特に民間投資は内需低迷や企業の投資意欲の減退等を背景に、今年に入り下落を続けていることから注視する必要があるとしている。

一方、消費はネット販売が前年同期比+27.5%（1-3月:+27.8%）と好調を維持したものの、一部地域での自動車排ガス規制強化により、4月の自動車販売が減速したことが消費の減速に繋がったという。

また、4月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比+2.3%と、上昇幅は3ヶ月連続で横ばいとなった。品目別では、食品が同+7.4%、非食品が同+1.1%。食品のうち、豚肉が同+33.5%、生鮮野菜が同+22.6%と伸びが高かった一方、果物は同▲7.9%。非食品のうち、交通機関用燃料が同▲9.9%と下落幅が大きかった。

4月の工業生産者出荷価格指数（PPI）は同▲3.4%と、4ヶ月連続で下落幅が縮小。石油・天然ガス採掘業や石炭採掘業の下落幅縮小に起因するものと見られる。

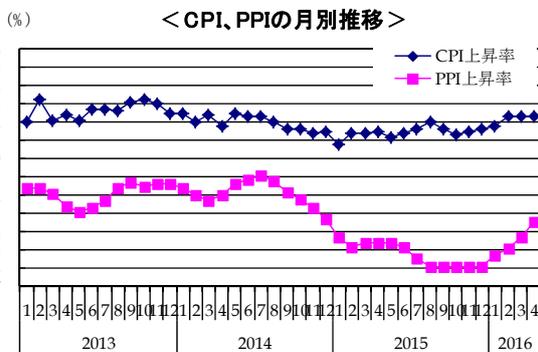
＜4月の主要経済指標＞

項目	金額	前年比(%)
固定資産投資(除く農村企業投資)*	(億元) 132,592	10.5
第一次産業	(億元) 3,300	21.7
第二次産業	(億元) 52,754	7.3
第三次産業	(億元) 76,538	12.4
民間固定資産投資*	(億元) 82,393	5.2
工業生産(付加価値ベース)**	-	6.0
社会消費財小売総額	(億元) 24,646	10.1
消費者物価上昇率(CPI)	-	2.3
工業生産者出荷価格(PPI)	-	▲3.4
工業生産者購買価格	-	▲4.4
輸出	(億米ドル) 1,727.6	▲1.8
輸入	(億米ドル) 1,272.0	▲10.9
貿易収支	(億米ドル) 455.6	-
対内直接投資(実行ベース)*	(億米ドル) 98.9	6.0

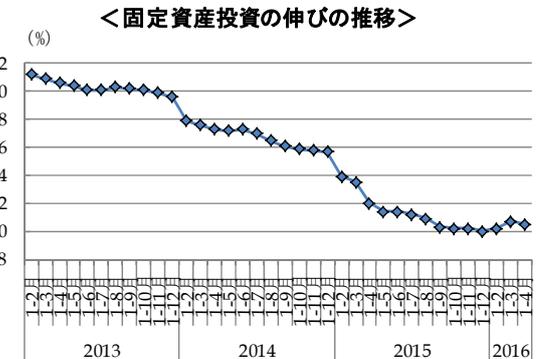
*: 1~4月の累計ベース。

**：独立会計の国有企業と年間販売額2,000万元以上の非国有企業を対象。

(出所) 国家統計局等の公表データを基に作成。



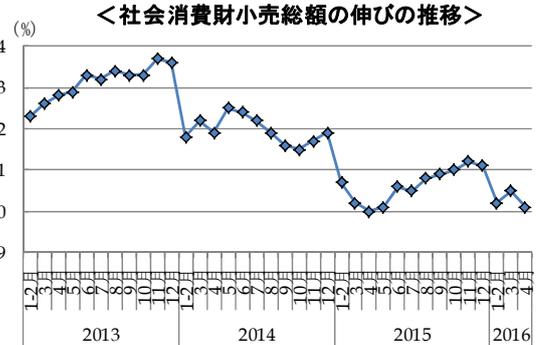
(出所) 国家統計局の公表データを基に作成



(出所) 国家統計局の公表データを基に作成



(出所) 国家統計局の公表データを基に作成



(出所) 国家統計局の公表データを基に作成

【産業】

◆4月の新車販売台数 前年同月比+6.3%

中国自動車工業協会の11日の発表によると、4月の自動車販売台数は前年同月比+6.3%の212.2万台と、伸び率は前月の+8.8%から鈍化した。

車種別販売では、乗用車が前年同月比+6.5%の177.9万台、うち、排気量1,600cc以下の小型車は税制優遇策(注)を受け好調な販売が続いており、前年同月比+12.1%(3月:+10.7%)の128.0万台と、乗用車販売全体の71.9%(3月:71.2%)を占めた。一方、商用車は同+5.4%の34.3万台となった。

乗用車のタイプ別では、セダンが同▲2.9%の90.5万台、SUV(スポーツ型多目的車)が同+31.6%の60.9万台、MPV(多目的車)が同+7.5%の18.0万台と、SUVが引き続き高い伸びで推移している。

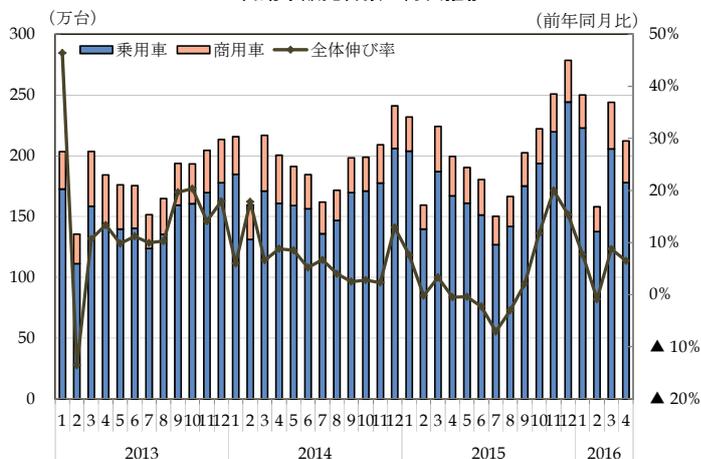
乗用車のモデル別販売台数トップにおける日系の販売状況を見ると、セダンではSylphyが3.0万台(2位)、Corollaが2.6万台(5位)、SUVではXR-Vが1.5万台(6位)、CRVが1.5万台(7位)、Vezelが1.4万台(8位)、X-Trailが1.3万台(10位)となっている。

乗用車の国別販売シェアでは、中資系42.0%(3月:43.4%)、独系19.5%(3月:19.2%)、日系16.1%(3月15.7%)、米国系11.1%(3月:11.7%)、韓国系8.3%(3月7.4%)、仏系3.0%(3月:2.6%)と、米国系を除き、外資系はともに前月よりシェアを伸ばし、日系は引き続き外資系の第2位を維持した。

(注) 同税制優遇策の概要は本誌2015年10月21日号の「EXPERT VIEW」をご参照。

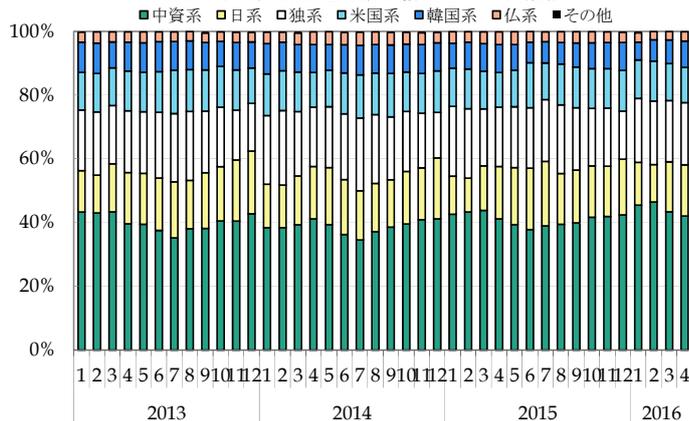
<http://www.bk.mufig.jp/report/inschiweek/415102101.pdf>

＜自動車販売台数の月次推移＞



(出所) 中国自動車工業協会の公表データを基に作成

＜乗用車の国別販売台数の構成比の月次推移＞



(出所) 中国自動車工業協会の公表データを基に作成

＜4月の乗用車のモデル別販売台数トップ10＞

順位	セダン		SUV		MPV	
	モデル	販売台数	モデル	販売台数	モデル	販売台数
1	Lavida	3.45	哈弗H6	4.39	五菱宏光	4.00
2	Sylphy	2.95	传祺GS4	2.51	欧诺	1.63
3	Jetta	2.95	宝骏560	2.50	宝骏730	1.51
4	Sagitar	2.93	Envision	2.03	欧尚	1.18
5	Corolla	2.56	Tiguan	1.90	风光330	0.92
6	Excelle	2.38	XR-V	1.54	菱智	0.92
7	Santana	2.28	CRV	1.52	幻速H3	0.90
8	Escort	2.23	Vezel	1.42	威旺	0.89
9	朗動	1.90	CS35	1.35	别克GL8	0.70
10	Emgrand	1.65	X-Trail	1.27	风光370	0.56

(出所) 中国自動車工業協会の公表データを基に作成

※色かけ部分は日系ブランドモデル。

【貿易・投資】

◆4月の対内直接投資額 前年同月比+6.0%

商務部の17日の発表によると、4月の新規設立の外資企業数は前年同月比+21.4%の2,342社、対内直接投資額(実行ベース)は同+6.0%の98.9億米ドルとなった。1-4月の累計では、新規設立の外資企業数は前年同期比+6.5%の8,298社、対内直接投資額(実行ベース)は同+4.8%の453億米ドルとなった。

国別では、1-4月の日本からの直接投資は前年同期比▲5.6%^(※)の13.6億米ドルと、1-3月の同▲4.7%から鈍化した一方、米国からは同+134.1%^(※)の20.6億米ドル、ASEANからは同+45.6%の24.5億米ドル、EUからは同+41.9%の35億米ドル、「一帯一路」周辺国からは同+23.0%の25.1億米ドルと大きく伸びた。(※当行計算ベース)

産業別では、1-4月のサービス業への直接投資が前年同期比+7.9%の318.8億米ドルと、1-3月(同+7.6%)に続き堅調に伸びた一方、製造業への直接投資は同▲1.5%の130.9億米ドル(1-3月:同▲1.6%)と引き続き減少した。

なお、1-4月の対外直接投資額は前年同期比+71.8%の600.8億米ドルと、伸び率、金額ともに対内直接投資を上回った。

また、同部は10日に開催された全国外資運営会議で、「第13次5ヵ年計画」期間(2016~2020年)は各国間の直接投資の大幅な変動や投資誘致競争の激化、中国の人件費等のコスト上昇などにより、中国の外資誘致活動は新たな挑戦にさらされると指摘。外資導入に当たって供給側改革を加速させる方針を示し、具体的には外商投資企業の設立手続簡素化、自由貿易試験区建設の質の向上、サービス業や一般製造業の開放拡大、外商投資の管理における透明性の向上等に取り組む姿勢を示した。

【金融・為替】

◆4月の外貨準備高 前月比+70.9億米ドル 2ヶ月連続の小幅増

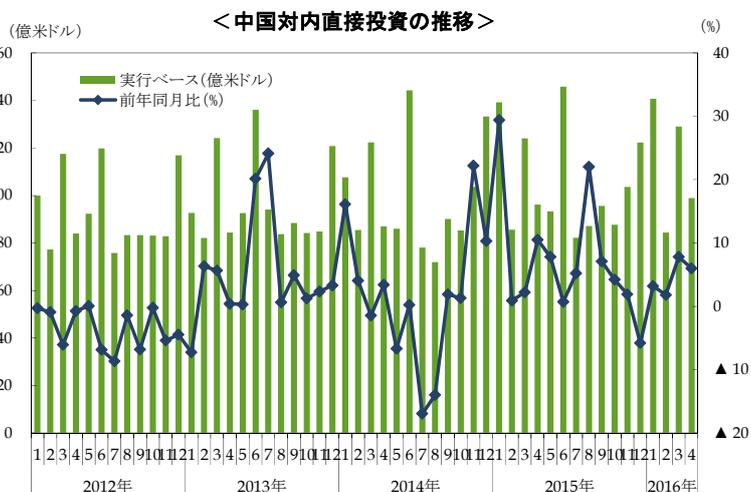
中国人民銀行の7日の発表によると、4月の外貨準備高は前月比+70.9億米ドルの3兆2,196.7億米ドルと、3月の+102.6億米ドルに続き、2ヶ月連続の小幅な増加となった。

米国の追加利上げ観測の後退により人民元の下落圧力が一時的に緩み、企業・個人による外貨買い・人民元売りが減少したこと、また、米ドル安によるユーロや円建て資産の米ドル換算額の増加が増加要因とみられる。

＜中国外貨準備高の推移(月次)＞



(出所) 中国人民銀行の公表データを基に作成



(出所) 商務部の公表データを基に作成

RMB REVIEW

◆不確実性の高まりが上値を抑えよう

今週(5/9～)のオンショア人民元(CNY)は、6.4950 で寄り付いた。冴えない輸出入統計を背景に、元売り圧力が強まる中、CNYは週初より軟調に推移。中国の株価指数の下落も重石となると、5/10には、約2ヶ月ぶりとなる安値 6.5233 を記録した。翌5/11には、米国の株価指数の下落を受けたドル売りを背景に、一時高値となる6.4908 まで上昇するも、同水準では上値も重く、その後急反落。本稿執筆時点では 6.52 台前半まで軟化し、そのまま、安値圏で越週しそうだ。一方、オフショア人民元(CNH)は、週初に高値 6.5104 を示現するも、その後は、中国を巡る不透明感の高まりを背景に軟化。週末5/13には、約2ヶ月ぶり安値 6.5548 を記録し、同水準にて越週する見通しだ。

中国では全人代閉幕以降、良好な経済指標が続いてきたが、今般発表された貿易統計では、輸出入共に冴えない結果が示された。また、インフレ指標の予想外の上昇を背景に、当局による(景気下支えを目的とした)追加緩和へのハードルも高まる等、中国を巡る不確実性が、足許で一段と高まってきている。加えて、過剰流動性を背景に資金が流れ込んでいた商品先物市場や社債市場にも、足許で巻き戻しの動きが見られる等、相場急落の可能性が警戒される。こうした中、中国の株価指数は軟調に推移し、上海総合指数は5/12、約2ヶ月ぶり安値を記録している。

国内から国外への資本流出の動きは、当局による資本規制(個人の外貨両替規制の厳格化や、窓口指導を通じた企業の外貨買い制限、オフショアへの資金移動制限など)の強化を背景に、2月以降、急速に減退してきた。外貨準備の減少にも歯止めがかかり、足許では残高が増加に転じている。人民元相場も、米ドルに沿った動き(逆相関の動き)を続け、主体性に欠ける安定的な値動きを形成している。とは言え、過剰債務問題やサプライサイドの構造改革など、景気への下押し圧力は依然として根強く、足許の状態(ボラティリティが抑制された状態)が定着するとは考えにくい。

加えて、10月のSDR(IMFの特別引き出し権)組み入れ開始を前に、当局が人民元改革を一段と推進する可能性も指摘される。実際、国家外為管理局は4/21に行われた記者会見にて、「資本市場における人民元の交換性を推進する」「オンショアとオフショア市場の人民元レートの一本化を目指す」と発表。人民元国際化に向けた取り組みが本格化すれば、資本規制の緩和や、人民元相場の変動幅拡大、変動相場移行等が見込まれる為、ボラティリティの拡大が想定される。事実、オンショアとオフショアの価格差はじりじり拡大しており、元の先安観が再び高まってきている。

来週は、明日(5/14)発表の、鉱工業生産、小売売上高、固定資産投資に注目が集まる。予想を下回る結果となれば、中国経済に対する悲観論が再燃し、人民元に下押し圧力を加える公算が大きい。その為、米ドルの動きを睨みながらも、下値リスクに警戒が必要だ。

(5月13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
2016.05.09	6.4960	6.4960~ 6.5081	6.5068	0.0045	6.0333	-0.0455	0.83814	0.0007	7.4196	-0.0037	2.0500	2964.38	-84.37
2016.05.10	6.5213	6.5136~ 6.5240	6.5155	0.0087	5.9735	-0.0598	0.83910	0.0010	7.4186	-0.0010	2.3500	2964.71	0.33
2016.05.11	6.5148	6.5071~ 6.5150	6.5120	-0.0035	5.9907	0.0172	0.83887	-0.0002	7.4155	-0.0031	2.1000	2969.56	4.85
2016.05.12	6.4989	6.4988~ 6.5160	6.5122	0.0002	5.9815	-0.0092	0.83921	0.0003	7.4330	0.0175	2.1000	2968.71	-0.85
2016.05.13	6.5157	6.5106~ 6.5240	6.5202	0.0080	5.9969	0.0154	0.83987	0.0007	7.4025	-0.0305	2.4500	2958.93	-9.78

(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

～アンケート実施中～

(回答時間:10秒。回答期限:2016年6月18日)

<https://s.bk.mufig.jp/cgi-bin/5/5.pl?uri=M6AnfD>