

Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

不均衡是正のための人民元高加速の可能性

- 中国では 2006 年入り後も、高成長は投資、輸出に牽引されており、内外での不均衡拡大への懸念は払拭できない。マクロ・コントロールの強化による成長鈍化は、雇用悪化や対外不均衡の拡大を招くおそれがあるため、政策面では、高成長を維持しながら構造転換を促すよう、消費喚起策を継続する一方、小幅な利上げと投資過剰分野での構造調整が推進されている。人民元政策にも、人民元の対ドル変動幅が前日比±0.1%を超えるケースが散見されるようになるなど柔軟化方向への変化が見られる。
- 人民元高の加速を求める立場からは、人民元の切り上げは、経常黒字の削減と消費主導の成長への移行を促すことで内外の不均衡を同時に解消する効果を持ち得るとの主張もある。しかし、加工貿易が黒字の源泉となっている中国の場合、通貨調整による黒字削減の効果が不透明な一方、デフレを招くリスクは軽視できない。
- 政策当局は、不均衡の是正に種々の政策の組み合わせで対応する基本スタンスを継続、人民元政策については、これまでの政策の効果を見極めるためにも、政策当局がコントロール力を確保し、人民元高への調整テンポを緩やかなものに抑えらると思われる。

変動幅は拡大しつつあるが、切り上げ調整のペースは緩やか



主任研究員 伊藤 さゆり (いとう さゆり) (03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北4-1-7 3F

ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

＜ 不均衡是正のための人民元高加速の可能性 ＞

●2006 年入り後も内外の不均衡拡大は続く

（ 2006 年は成長方式の転換を目指す「第 11 次五ヵ年計画」の初年度 ）

2006 年が初年度となる「第 11 次五ヵ年計画（規格）」では、成長率の見通しを第 10 次五ヵ年計画期（2001～2005 年）の実績 9.5%^{（注 1）}よりも低い平均 7.5%とする一方、従来の経済成長方式を転換し、成長の持続可能性を高めることを目標としている。

投資と輸出に依存した製造業中心、量的拡大指向の強い従来の成長方式を改め、消費主導の成長への移行、産業構造の合理化、資源の利用効率や環境への配慮を高めることなどが課題と位置づけられている。

（注 1）第 1 回全国経済センサス反映後

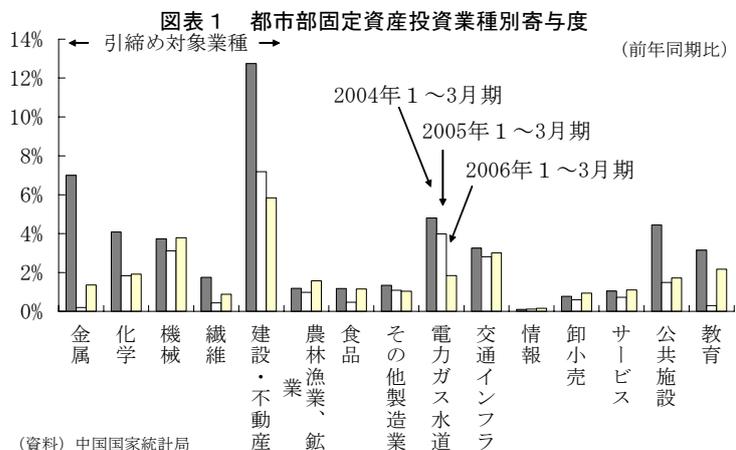
（ 2006 年入り後、投資と貸出の伸びが加速 ）

構造改革が効果を挙げるまでに時間を要することもあり、2006 年に入ってから、高成長は投資、輸出に牽引されており、内外での不均衡拡大への懸念が払拭できない状況が続いている。

1～3 月期の経済成長率は前年同期比 10.2%で 2005 年 10～12 月期の 9.9%から加速した。産業部門別には、第 1 次産業が 4.6%、第 2 次産業が 12.5%、第 3 次産業が 8.7%となっており、2003 年から続く製造業牽引型に変化は見られない。

投資は、1～3 月期の全社会固定資産投資の伸びは同 27.7%で前年同期の 22.8%から加速した。月次ベースでの投資統計は都市部に限られるが、1～4 月期は同 29.6%増と前年同期の 25.7%を上回る勢いを維持している。ボトルネックの解消が課題とされるインフラ関連投資や、製造業に比べて発展の度合いが低いサービス業の投資拡大など、構造改善への動きとして前向きに評価できる動きも見られる。その一方、生産能力の過剰化への懸念から 2004 年に引締め対象となった金属等の投資の再加速や、2005 年に引締めが強化された不動産投資が依然高い寄与となっていることなどの懸念材料もある（図表 1）。

投資の拡大と同時に、その資金源となっている貸出の伸びも加速している。人民元貸出の残高増加率は 4 月も同 15.5%と 3 月末の同 14.7%から加速、人民元建て新規貸出金総額は 1～4 月ですでに年間目標額 2 兆 5000 億元の 62.8%に達している。



(消費は堅調ながら、投資の伸びとの格差は大)

消費の喚起は、投資偏重の成長パターンの是正、供給過剰の解消、貿易摩擦の緩和という中国が直面する問題の有効な解決策として期待されている。消費の伸びを抑制する構造的要因となっている都市と農村、高所得者と中低所得者との所得格差の緩和のため、低所得者の所得引き上げ策（最低生活保障補助金の引き上げ、企業の最低賃金基準の調整など）、負担軽減（農業税の廃止や個人所得税の控除額引き上げ）、個人ローンの拡充策などが講じられている。

一連の政策効果もあって、1～3月の社会商品小売総額は、前年同期の13.7%は下回ったものの前年同期比12.8%とおおむね堅調な伸びを示した。3月は前年同月比13.5%、4月は前年同期比13.6%と伸びの加速も見られるものの、投資との伸びの差は依然大きいものとなっている。

(貿易不均衡の拡大で外貨準備の積み増しも続く)

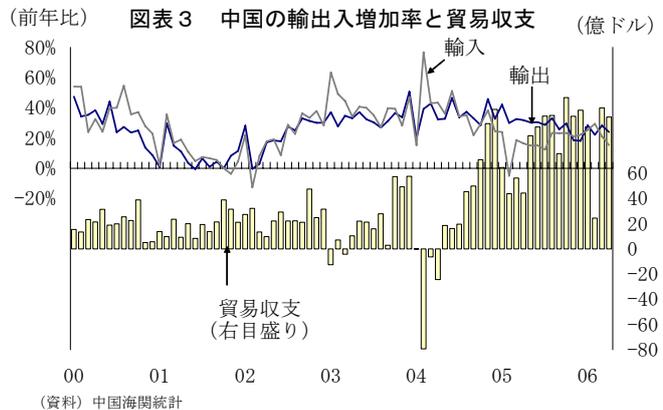
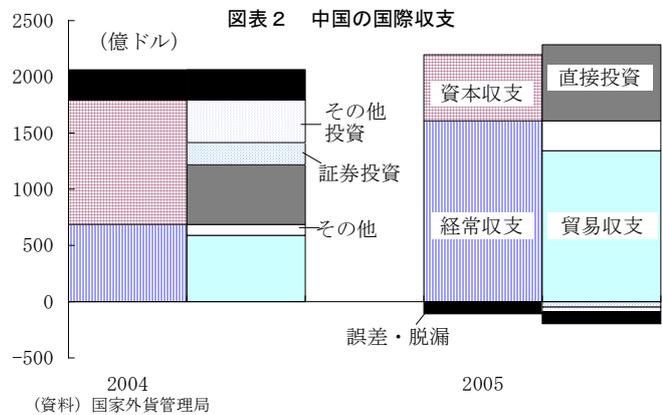
国際収支面では、2005年も経常収支と資本収支が共に黒字となり、前年同様に多額の外資流入が続いたが、経常収支と資本収支のウェイトは逆転した(図表2)。

経常収支の黒字は、年前半に原材料の在庫調整や引き締めの影響で輸入が減速し、貿易黒字が前年比で倍増したことから、2004年の656.6億ドルから1608.2億ドルへと大幅に増加した。

一方、資本収支では、直接投資が531.3億ドルから678億ドルと拡大し、昨年が続いて貿易収支に次ぐ外貨獲得源となった。その一方、証券投資やその他の資本収支が赤字に転じたため、資本収支全体での黒字幅は縮小した。直接投資以外のルートでの資本の流出や、誤差脱漏のマイナスへの転化は、人民元の切り上げ、投機資金の向け先となった不動産投資に対する営業税の強化(2005年6月)、米中間の金利差の拡大などの要因が働いたものと思われる。

2006年入り後も、財貿易と直接投資を主要な経路とする外貨の流入は続いている。貿易黒字は3月、4月が各々111.9億ドル、104.6億ドルと2カ月連続で100億ドルを超えた。1～4月累計では337.6億ドルの黒字となっており、過去最高の2005年に並ぶ水準となっている(図表3)。直接投資も1～4月期の実行ベースの対内直接投資が184.8億ドルと前年同期比5.8%の増加傾向を維持している。

大幅な国際収支黒字を映じて、中国の外貨準備高は、2005年に前年末比でおよそ2000億ドル



増加したが、2005年末から2006年3月末の間にもさらに562億ドル増加、残高は8,751億ドルと日本を抜く世界一の水準となっている。

●投資過熱への対応を強化、人民元政策にも微妙な変化

投資、輸出主導の高成長が続いていることで、生産過剰が一層深刻化し、不良債権問題の悪化や対外貿易摩擦の一層の深刻化が懸念される状況となっている。マクロ・コントロールの強化によって成長が鈍化すれば、雇用悪化や対外不均衡の拡大を招くおそれがあるため、政策面では、高成長を維持しながら構造転換を促すよう、消費喚起策を継続する一方、小幅な利上げと投資過剰分野での構造調整が推進されている。

(金融面では小幅利上げと貸出のコントロールを強化)

4月末に金融政策面からの対応として、2004年10月以来となる基準貸出金利の引き上げと、2004年4月に続く貸出のコントロールを強化する措置が実施された(注2)。

4月28日に実施された基準貸出金利の引き上げ幅は、主たる貸出先である国有企業の経営への配慮もあり、6カ月物で0.18%、1年物で0.27%で前回(2004年10月29日)と同様に小幅に抑えられており、主たる狙いは「アナウンスメント効果」にあると考えられる。

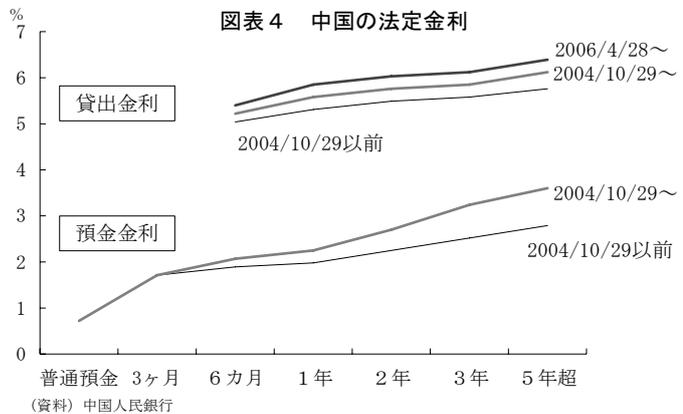
今回の利上げに際して預金金利は据え置かれており、その理由として、人民銀行は「消費者物価上昇率が落ち着いていること」、「投資・消費のバランスの改善と資産運用の多様化を促す狙い」などを挙げている。これらに加え、多額の外貨流入による過剰流動性が懸念される状況で、投機資金の流入を刺激することを回避する狙いもあったものと思われる(図表4)。

貸出のコントロールの面では、4月27日に開催された「窓口指導会議」(人民銀行が主催し、政策制銀行、国有商業銀行、株式制銀行が参加する会議)で、中小企業に対して十分な流動性を供給する一方、生産能力の過剰が問題とされる業種に対する貸出は適切なコントロールを行うことが決定された。さらに4月28日には国家発展改革委員会、人民銀行などが共同で、地方政府による銀行貸出への債務保証の禁止が通達された。

(注2) 2004年の景気過熱時の政策対応については、「中国引締め策の対外的影響」(経済調査レポート No.2004-4 2004年8月)をご参照下さい。

(生産能力過剰業種を対象とする合理化措置も実施)

金融面での対応に加え、生産能力の過剰が問題とされる業種については、需給の改善と効率化



を目指す構造調整策も推進されている。

アルミニウム、鉄合金、セメント、コークス、石炭の5業種については、老朽化した設備の淘汰、新規参入の制限、乱立する中小規模の企業の合併・再編による企業の集約化・大型化などを通じた需給改善、効率性の向上を目指す産業構造調整策がすでに公表済みである。今後、鉄鋼など生産能力の過剰がすでに顕在化している業種や、潜在的に生産能力の過剰が懸念される自動車などでも構造調整策の実施が予定されている。

不動産に関しても、2005年6月の不動産の転売に課す営業税の強化、モーゲージ・ローン金利の引き上げなどの政策効果が剥落してきたことに対処し、高級住宅用の土地供給を制限し、5月17日には低コスト住宅用の貸出促進、5月19日には地方政府に対して中古住宅の売却益に対して20%のキャピタルゲイン課税を課すよう通達が出されている。

(1ドル=7元台をつけた後、対主要通貨のドル安進行もあり人民元高は足踏み)

人民元の対ドル相場の変動幅は、昨年7月21日の為替相場制度変更後も対ドル相場の変動幅は上限の前日比±0.3%に対して遥かに小さいものに抑えられ、増加のペースは緩やかなものに留まっている(表紙図表)。

5月15日には、中国人民銀行(中央銀行)が人民元の対ドル基準値を1ドル=7.9982元に設定、1994年1月の切り下げ以来初となる1ドル=7元台となった。その後、対アジア通貨でのドル安に修正が加わったこともあり、人民元も対ドルでやや弱含んでいるが、高値の更新に加え、3月中旬以降、前日比の変動幅が±0.1%を超えるケースも散見されるようになるなど、人民元政策にも柔軟化方向への変化が見られる。

●人民元の柔軟性向上は慎重に進められる見通し

(強まる人民元への国際的圧力)

4月21日の先進七カ国財務相・中央銀行総裁会議(G7)では、共同声明と同時に出された世界的な不均衡是正に関する付属文書で「アジア新興国、特に中国にとっての緊急の課題は、国内需要の振興や、輸出主導型成長戦略への依存度の引き下げ、金融セクターの強化とともに、必要な切り上げ調整が進むよう為替相場の弾力性を高めること」と従来よりも強い表現で人民元高調整が要請された。

米財務省も、5月10日に公表した「国際経済・為替政策報告書」^(注3)で、2005年下期の改革の成果や、外為市場の改革と為替相場の弾力性の向上や消費主導の成長への戦略転換の政策へのコミットメントを評価し「為替操作国」としての認定は回避したものの、「人民元の柔軟性向上は従来よりも速いテンポで進める必要(p.2)」があり、「加速するよう圧力をかけ続ける(p.2)」というスタンスを示した。同報告書では、国際通貨基金(IMF)が進める多国間為替監視機能の強化への支持も表明している。

今年11月には米国が中間選挙を控えていることもあり、当面は、人民元改革の行方に高い関心が寄せられる状況が続くものと思われる

(注3) The Treasury Department, “Report on Congress on International Economic and Exchange Rate Policies”, May 2006。「為替操作国」とは、国際収支の調整の阻害や国際貿易における不当な競争上の利益を得るために為替相場の操作を行なっている国であり、認定された場合には、為替相場政策是正のための協議の対象となる。

(人民元改革と種々の政策の組み合わせによる対応が継続)

一層の人民元高を求める立場からは、人民元の切り上げは、経常黒字の削減と消費主導の成長への移行を促し、内外の不均衡を同時に解消する効果を持ち得るとの主張も見られる^(注4)。しかし、加工貿易が貿易黒字の源泉となっている中国の場合、自国通貨高の輸出価格への影響は、素材・部品等の調達コストの下落によって相殺されることもあり、黒字削減効果は不透明な面がある。その一方、農村部における余剰労働力の存在や所得水準の絶対的な低さ、さらに社会保障制度の未整備からくる貯蓄性向の高さなど、消費を抑制する構造的な問題が残存しているため、人民元高による輸入品の価格低下が消費を刺激する効果は限られよう。輸出、投資へのマイナスの影響を十分に埋め合わせることができず、デフレに陥るリスクは軽視できない。

すでに見たとおり、昨年7月の為替相場制度の変更後、人民元の変動幅は抑制されてきたが、各種市場の整備や資本取引規制の緩和、金融改革の措置を相次いで打ち出し (p.7 図表5)、人民元の柔軟性向上への環境整備に取り組んできた。さらに、消費主導経済の転換に向けた取り組みや貿易構造の調整^(注5)も不均衡の是正に資する動きである。

中国の政策当局は、今後も、不均衡の是正には種々の政策の組み合わせで漸進的に対応する基本スタンスを継続するものと思われる。人民元政策については、これまでの政策の効果や市場の機能を見極めるためにも、当面、政策当局がコントロール力を確保し、人民元高への調整テンポを緩やかなものに抑えらると思われる。

(注4) 例えば、世界銀行は、5月10日に公表した中国経済に関する「四半期報告書(“China Quarterly Update”, May 2006, p.11)」の中で、中国経済が必要としている金融引締め強化の阻害要因となっている、金利上昇が外資の流入を誘発する問題には、人民元切り上げのペースの加速と資本流入規制の強化・流出規制の緩和という選択肢があるが、人民元高加速には経常収支の黒字削減と消費主導経済への移行の促進効果が期待されるとしている。人民元高によるデフレ・リスクには、財政政策とエネルギーや公共料金などの価格改革による対応が可能としている。

(注5) 貿易不均衡是正のための輸入促進措置として、昨年来の航空機等の購入に続き、胡錦濤主席の訪米に合わせて160億ドル相当の米製品の購入契約が締結された。輸出面では、2004年末の多国間貿易協定(MFA)の完全撤廃で急増した繊維製品に関しては輸出数量管理が導入されている。さらに、資源の急増が世界的な受給の逼迫、価格上昇をもたらしたことへの対応として、電解アルミや鉄合金などの「二高一資(エネルギー消費と環境汚染の度合いが高い、資源依存型の産品)」については輸出関税の賦課などの輸出抑制措置が講じられている。

図表5 2005年以降の中国における外為市場改革、資本取引規制緩和、金融改革の主要な動き

項目	年	月	内容
外国為替市場改革	2005年	5月	取引通貨の拡大 外貨間取引へのマーケット・メーカー制の導入
		7月	管理フロート制への移行
		8月	銀行間為替先物取引、対顧客・銀行間通貨 スワップ取引解禁
		9月	ドル以外の通貨に対する変動幅を拡大(1.5%→3%)
	2006年	11月	人民銀行、為替スワップ取引を実施
		1月	銀行間の人民元スポット取引に相対取引(OTC)、マーケットメーカー制を導入 初の人民元金利スワップを実施
		4月	銀行間為替スワップ取引開始
資本取引規制緩和	2005年	3月	企業の外貨保有限度額の緩和
		5月	中国企業の海外投資枠の拡大
		6月	適格外国機関投資家(QFII)の投資上限金額の引き上げ(40億ドル→100億ドル)
	2006年	5月	経常項目外貨口座の関連手続きの事後届出制 サービス貿易の支払い、個人の外貨購入手続き簡素化 銀行の海外資金運用業務、ファンドマネージメント会社、保険会社の証券投資の解禁
金融改革	2005年	4月	中国工商銀行増資 非流通株式の流通株式への転換に関するプログラムを開始
		10月	ADB、IFCに対して人民元建て債券の発行を認可
		11月	外国人戦略的投資家による国内上場株式への投資認可
		12月	中国建設銀行、香港上場
	2006年	6月	中国銀行上場(予定)
		12月末	外資系銀行への人民元業務の全面開放(予定)

(資料) 中国人民銀行ほか