

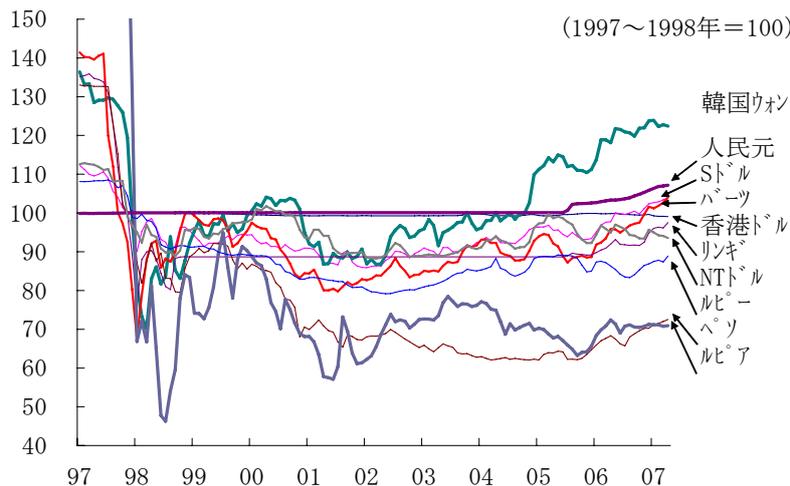
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

中国経済動向～内外での不均衡を伴う高成長が続く～

- 1～3月期の中国の成長率は前年同期比 11.1%であった。投資と消費の伸び率格差や、都市と農村の所得格差の縮小は緩やかなペースに留まり、貿易黒字はむしろ拡大、内外での不均衡を伴う高成長という基本的な構図が維持された。
- 貿易黒字は年初のような急激な拡大には歯止めが掛かる見通しだが、インフレ率は3月単月では年間目標の3%を突破、食品価格が主因ではあるものの、旺盛な需要と政策要因から全般的に物価上昇の圧力が強まっているため、警戒が必要となっている。
- 外貨の大量流入には、市場介入で人民元の切り上げペースを調整する為替政策と、過剰流動性の吸収に主眼を置いた金融政策の組み合わせでの対応が継続された。結果として、実効為替相場で見た価格競争力は維持されているが、マネー・サプライ、銀行貸出の高い伸びが続いており、流動性のコントロールは十分になされていない。
- 追加利上げは不可避ながら、小幅、且つ、緩やかなペースは崩せず、過剰流動性と対外的な不均衡に起因する摩擦への政策対応には決め手を欠く状況は続こう。

相対的に緩やかな人民元のドル高調整のペース



(資料) IMF

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/>

＜ 中国経済動向～内外での不均衡を伴う高成長が続く～＞

● 1～3月期も不均衡を伴う高成長が続く

(投資主導で 11.1% の二桁成長、貿易黒字は倍増)

19日に中国の1～3月期の主要経済指標が公表され、成長率は前年同期比 11.1% で 2006年4～6月期以来の11%超と大方の予想を上回る高成長であったことが明らかになった。

1～3月期の固定資産投資(都市部)は、前年同期比 25.3%、消費の指標である社会商品小売総額の同 14.9% を大きく上回っており、1～3月期を通じて、引き続き投資が成長をリードした(図表1)。

もう1つの成長の牽引役である輸出も、前年同期比 27.8% と力強い拡大が続いた。輸入の伸びは同 18.2% と輸出を大きく下回った結果、貿易黒字は1～3月期の累計で 464.8 億ドルとなり、年間の貿易黒字額が史上最高となった 2006年1～3月期の 241.7 億ドルから倍増した。

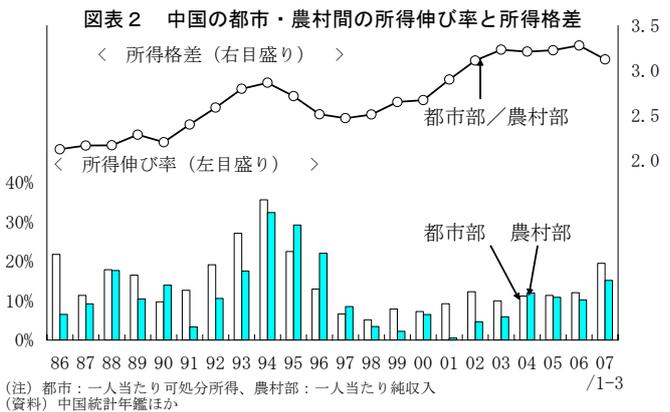
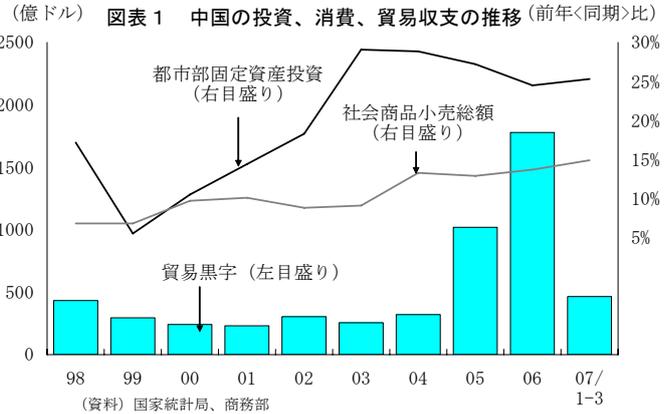
インフレ率の主要指標である消費者物価上昇率は通年で前年比 1.5% となった 2006年に比べ上振れており、3月単月では年間目標の「3%以下」を上回ったものの、1～3月では 2.7% と目標圏内となったこともあり、国家統計局は「安定的な高成長の持続」という判断を維持した。

(国内の不均衡の一層の拡大は回避)

このように、今年1～3月期も、内外での不均衡を伴う高成長という基本的な構図は維持、格差の是正は緩やかなペースに留まった。

投資と消費の伸び率の格差は、過剰投資へのコントロールが続く一方、消費の伸びは緩やかに高まっているため、2003年をピークに縮小方向にあるものの、そのペースは緩やかである。

都市と農村間の所得格差の是正のために、税・コストの見直しで農村部の所得引き上げに取り組んだことで、農村部の所得の伸びが前年同期比 15.2% と 10年振りの高い伸びとなった。都市と農村の所得格差は、2006年通年の 3.28 倍から、今年1～3月期は 3.12 倍に低下したものの、なお大きな開きが存在している(図表2)。



(対外不均衡は続くが、極端な拡大には歯止め)

1～3月期の貿易収支の拡大は、月次で見ると1～2月に急増した後、3月は輸出の急減速で前月比、前年比ともに減少するというパターンであったことがわかる(図表3)。

近年の中国では、貿易黒字は、欧米のクリスマス商戦に向けた輸出の増加によって10～12月期に拡大し、年明け後は縮小するというパターンとなっていた。今年1～3月期に、これを大きく逸脱したのは、

昨年秋以降、相次いで打ち出されてきた輸出抑制型の政策^(注1)の一層の強化を懸念し、出荷が前倒しされたことがあると考えられている。

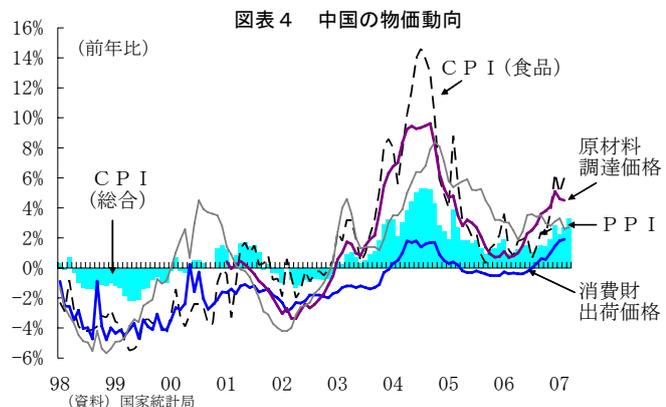
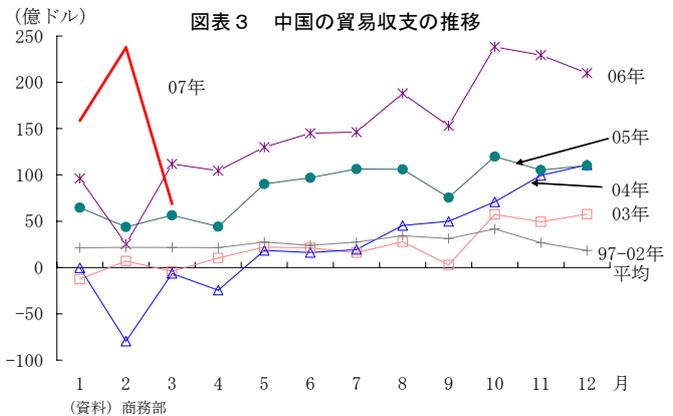
4～6月期以降は、出荷前倒しによる影響が緩和する一方、貿易不均衡改善のための米国製品の調達など輸入促進策などが実施されることで、貿易不均衡の極端な拡大には歯止めが掛かる見通しだ。しかし、輸出生産能力の向上、輸入代替の進展、投資過熱抑制の取り組みの継続、割安な人民元相場といった基調的な要因は変わらないため、高水準の貿易黒字を計上する姿自体には変わりがないと思われる。

(注1) 2006年には、貿易不均衡への対応、産業構造の合理化・最適化を目的に、エネルギーの大量消費や環境汚染につながる素材、労働集約的製品を対象とする輸出増徴税(付加価値税)の還付率引き下げ・還付停止(9月14日)、輸出入関税の賦課(11月1日)、加工貿易に関する制限強化(=保税扱いでの輸出入を禁止する措置。一般貿易は可能だが輸入関税と増徴税が付加されるため大幅なコスト増要因となる)などが行われた。4月15日には昨年9月に続く鉄鋼製品の輸出増徴税の還付率の大幅な見直しが行われた。

(物価はペースこそ緩やかながら上昇傾向)

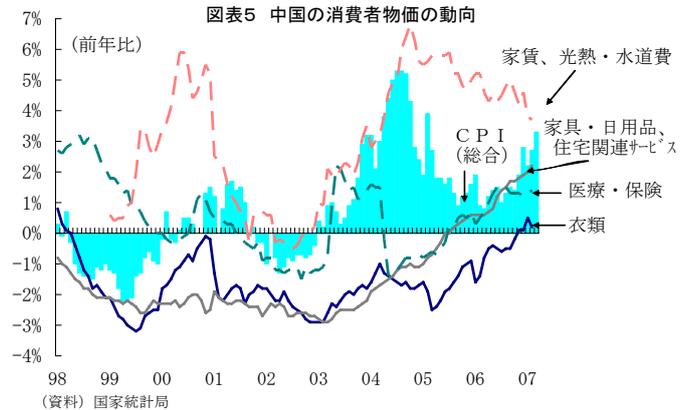
消費者物価上昇率は、1～3月期を通してみると年間目標の「3%以下」に収まったものの、昨年12月に前年同月比2.8%に跳ね上がった後、1月同2.2%、2月同2.7%、3月は同3.3%と上昇傾向が強まっている。

生産者物価(PPI)は、1月の前年同月比3.3%、2月同2.6%、3月同2.7%と下げ渋っている。原油価格が前年比で



マイナスに転じる一方で、非鉄金属や石油製品などの中間投入財価格が高止まり、最終消費財の出荷価格も上向くなど、全般に上昇圧力の強まりが見られる（図表4）。

消費者物価上昇の主因は、ウエイトが大きい食品価格だが、家賃、光熱・水道費など居住関連の物価も高止まっており、医療・保険は上昇、さらに2003年～2004年半ばにかけてエネルギー・素材価格が高騰した局面でも低下が続いた家具・日用品や衣類等の価格もプラスに転じている（図表5）。



物価の全般的な上昇の背景には、4年超に亘る二桁成長下での旺盛な需要の一方、過剰投資の抑制や産業構造の適正化、所得格差是正への政策的な取り組みの結果として生産要素価格が上昇していることがある。低賃金労働の担い手となってきた出稼ぎ労働者の賃金は人手不足により上昇している。石油製品や電力・水道料金など公共料金の価格統制の見直し、土地管理の強化などの政策は、供給面からの物価上昇圧力となる。

このままインフレが高進するリスクは、消費財がなお広範な分野で供給過剰となっていることから、高くはないと思われる。人手不足も、部分的なものであり、労働市場は全体として供給過剰となっている。しかしながら、成長戦略の見直しを迫られる過程で、ここ数年間の高成長と低インフレの両立を可能にしてきた要因は変化しつつあると見るべきであろう。

●金融政策は過剰流動性のコントロールに重点

(大量の外貨流入には人民元の安定重視の為替政策と過剰流動性吸収策で対応)

1～3月期は、貿易黒字が464.8億ドルと前年同期から倍増、対内直接投資（実行額）も159億ドルで前年同期を11.6%上回った。さらに、国有銀行等が海外市場でのIPO（新株公開）で調達した資金の送金などもあり、大量の外貨流入が続いた。

大量の外貨流入には、引き続き市場介入で人民元の切り上げペースを調整する為替政策と、過剰流動性の吸収に主眼を置いた金融政策の組み合わせによる対応が継続された。

(人民元の対ドル高調整は緩やか)

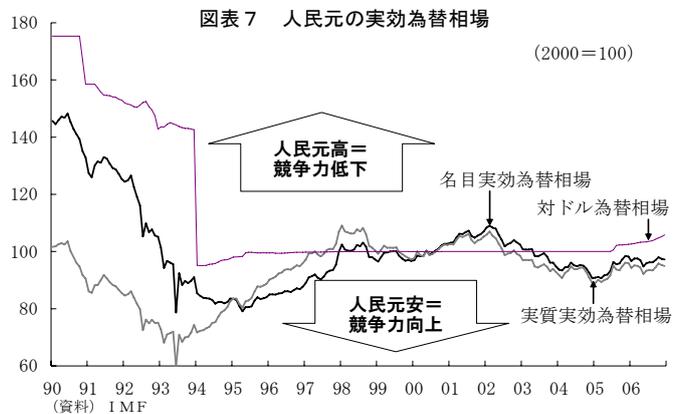
この間、人民元の対ドル相場は緩やかに切り上がっており、2005年7月の制度変更時の2.1%の切り上げを含む累計の切り上げ幅は7.2%となった（図表6）。

人民元切り上げ期待の指標である香港



のNDF（Non Deliverable Forward、元本の受渡ししない先物取引）相場に織り込まれている切り上げ期待は、4%前後という切り上げ後の水準から、足もとでは6%程度まで拡大しており、人民元高調整のペースは今後速まってゆくとの期待の高まりが伺われる。

対ドル相場の動きに比べ、複数の通貨に対する為替相場を貿易ウエイトで加重平均した「名目実効為替相場」や、為替相場に当該国と相手国・地域との物価指数の比を乗じて貿易ウエイトで加重平均した「実質実効為替相場」では、人民元の上昇傾向は明確ではない（図表7）。これは、人民元が主要なアジア通貨に比べてドル高調整のペースが緩やかであることの反映である。例えば、韓国ウォンに対しては趨勢

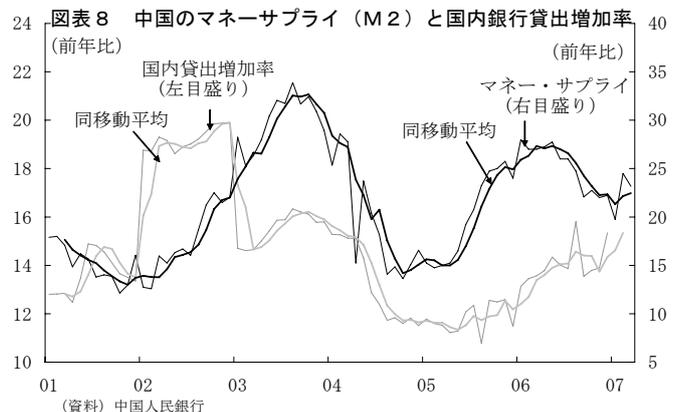


的な人民元安となっているほか、タイ・バーツ、シンガポール・ドル、マレーシア・リングなどのASEAN通貨に比べても、人民元の調整ペースは緩やかである（表紙図表参照）。実効ベースで見た調整ペースのマイルドさは、輸出が依然高い伸びを保っている理由の一つと考えられよう

（政策面では流動性吸収に重きを置くが、マネー・サプライ、貸出の高水準の伸びは続く）

大量の外貨流入に対し、元の対ドル相場の安定を維持するために巨額のドル買い介入が行われた結果、3月末の外貨準備は1兆2020億ドルで昨年末の1兆663億ドルから1,357億ドル増加した。

中央銀行の中国人民銀行は、巨額のドル買い介入による通貨供給量の増大が、投資過熱の再燃や、インフレにつながることを防ぐための不胎化介入（元売りドル買い介入によって市中に出回る元を中央銀行が保有する国債や中央銀行債の銀行への売却といった公開市場操作により吸収する政策）と預金準備率の引き上げによる流動性の吸収に重きを置いて政策を運営している。



しかしながら、銀行貸出の増勢は続き、マネー・サプライ（M2）の伸び率も、2006年初の19.2%をピークに鈍化したものの、今年3月も前年同期比17.3%と、2007年通年の目標である16%を上回っている。流動性のコントロールは十分になされていないといえよう（図表8）。

（追加利上げは不可避だが、慎重な構えは維持）

2006年以降、預金準備率の引き上げが0.5%ポイントずつ、合計7回行われているのに対し、

利上げは合計3回、それぞれ1年もので0.27%ポイントという小幅なものに抑えられている(図表9)。

利上げに慎重な姿勢を維持してきた背景には、主たる貸出先である国有企業の経営への配慮とともに、対米金利差の縮小が一層の資本流入をもたらすことへの警戒感がある。

公開市場操作と預金準備率による流動性吸収が十分な効果を発揮できていない

一方で、インフレ圧力の強まりが見られる1~3月期の実績は、追加利上げや人民元の一層の調整を促す内容である。しかし、行政手段による投資抑制、低めの金利、人民元の安定重視という政策枠組みを転換する可能性は低い。雇用創出のために一定以上の成長を維持する必要があり、金融市場の整備も十分に進展していないからである。過熱感を帯び、利上げに敏感になっている株式市場にも配慮が必要な状況となっている。

追加利上げは、実質金利をプラスに維持するためにも不可避となっているが、小幅、且つ、緩やかなペースは崩さないであろう。4~6月期以降も、過剰流動性と対外的な不均衡に起因する摩擦への政策対応に決め手を欠く状況は続こう。

