

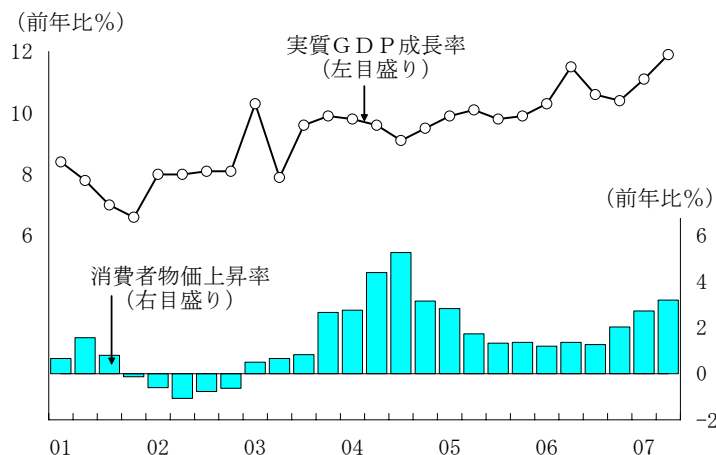
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

中国経済動向～続く高成長と政策のジレンマ～

- ・ 中国の成長率は、4～6月期に過去12年で最も高い前年同期比11.9%に加速、消費者物価上昇率は同3.2%と中国人民銀行が設定した年間目標の3%を上回った。
- ・ 政策面では、行政措置と金融・為替政策の組み合わせで、高めの成長と物価の安定を確保しつつ、構造転換を図っているが、投資と消費の伸び率格差は大きく、都市と農村の所得格差、貿易不均衡は拡大、過剰流動性は高止まるなど、十分な効果は見られない。
- ・ 今後、追加利上げや人民元の調整加速が見込まれるが、着実に穏やかな引締めと人民元の基本的な安定維持という枠を大きく超えることはないだろう。即効性と実効性が高い政策発動が見込み難いことに加え、投資需要の高さ、貿易構造面での要因を踏まえると、当面、中国経済の急減速や、内外の不均衡の急速な改善は見込み難い。
- ・ CPIは、足もとで強い上昇圧力となっている食品の需給改善で、年末頃には沈静化が見込まれる。今後注目されるのは、上昇に転じつつある消費財価格の動きだ。財価格の上昇、人民元高調整の進展という流れは、安価な財を大量に供給し、世界的な財価格の安定に寄与する役割が、次第に低下することを意味する。

4～6月期の成長は加速、インフレ率は目標の3%を突破



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/>

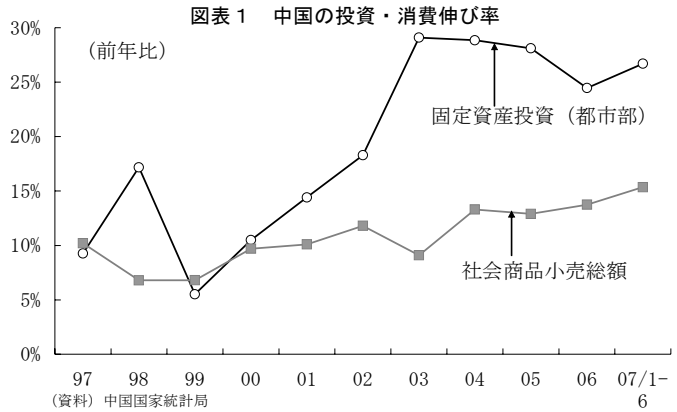
＜ 中国経済動向～続く高成長と政策のジレンマ～ ＞

●内外の不均衡を伴う高い成長が持続

(4～6月期の成長率は12年振りの高水準)

中国の成長率は、1～3月期の前年同期比11.1%に続き、4～6月期は過去12年で最も高い同11.9%に加速、1～6月期の成長率は前年同期比11.5%で、2006年通年の11.1%を上回った。

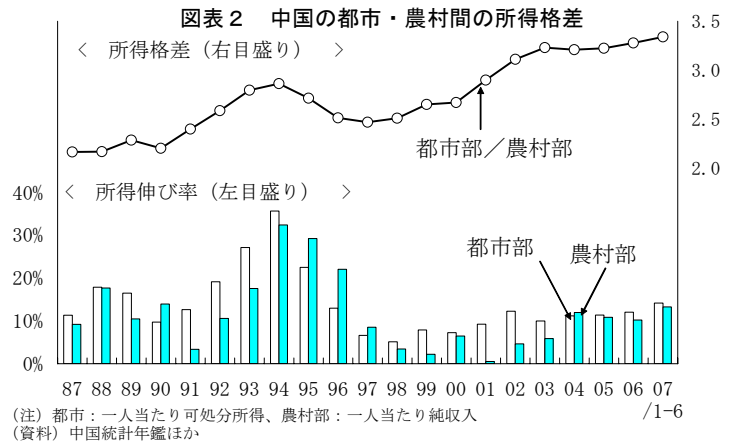
消費者物価上昇率(以下、CPI)は、卵、肉類などの食品価格の高騰が主因となって、4～6月期に前年同期比同3.2%と中国人民銀行が設定した年間目標の3%を上回った。(表紙図表参照)。特に、6月は前年同月比4.4%と2004年10月以来の4%台まで伸びが加速した。



(投資と消費の伸び率格差はなお大きく、都市部と農村部の所得格差は拡大)

内需の指標は、都市部固定資産投資(以下、投資)が前年同期比26.7%、社会商品小売総額(以下、消費)は同15.4%となった。投資の伸びは前年同期よりも低下し、消費は、農村部や都市低所得者層の所得引上げ策の効果もあり、1997年以来最高の伸びとなったが、投資との伸び率格差は依然大きい(図表1)。

所得の伸びも加速したが、格差の解消は進んでいない。1～6月期の、都市部・可処分所得は前年同期比14.2%と農村部・純収入の同13.3%を上回り、所得格差は3.34倍に拡大した(図表2)。



(貿易黒字も拡大)

1～6月期の貿易黒字は1125億ドルとなり、通年で史上最高となった2006年の同期の実績を8割以上上回り、貿易面での不均衡もさらに拡大した(図表3)。月次の輸出の動きは、輸出税制の変更が行われている影響などで不規則な動きとなっているが、1～6月期の累計では前年同期比27.6%と高い伸びを維持した。一方、輸入は、金属価格等の上昇で価格の伸びは拡大している

が、産業構造合理化・最適化のための政策の影響などもあり、数量の伸びは鈍化、同 18.2%に減速したことによる。

1～6月期は、貿易黒字だけでなく、直接投資の流入額も前年同期比 12.2%増の 319 億ドルと前年を上回った。その他の形態も含めて、大量に流入した外貨を吸収するための人民元売り介入が継続された結果、外貨準備高は 6 月末に 1 兆 3,326 億ドルと昨年末から 2663 億ドル増加した。

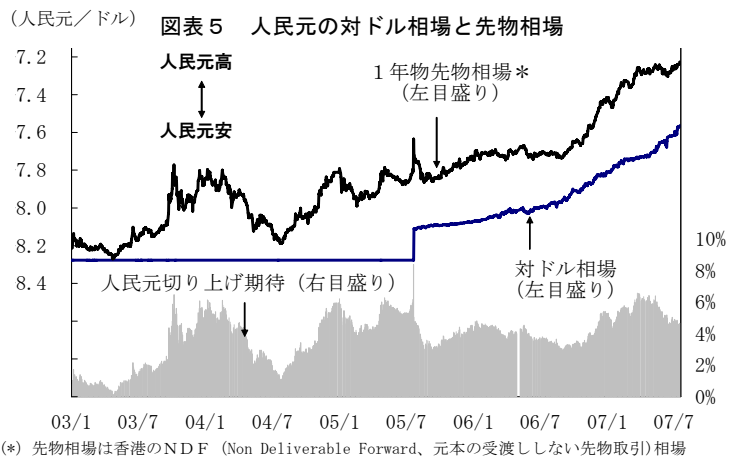
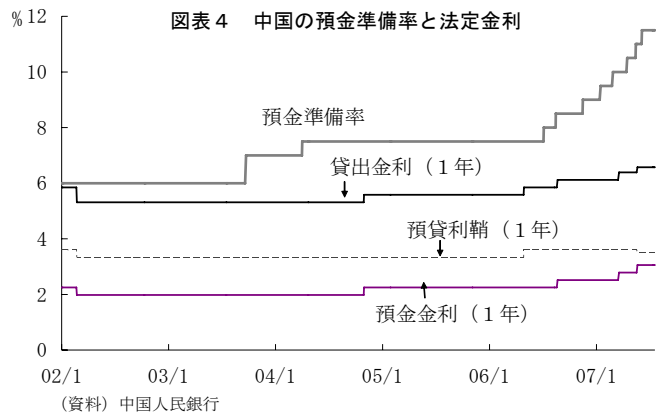
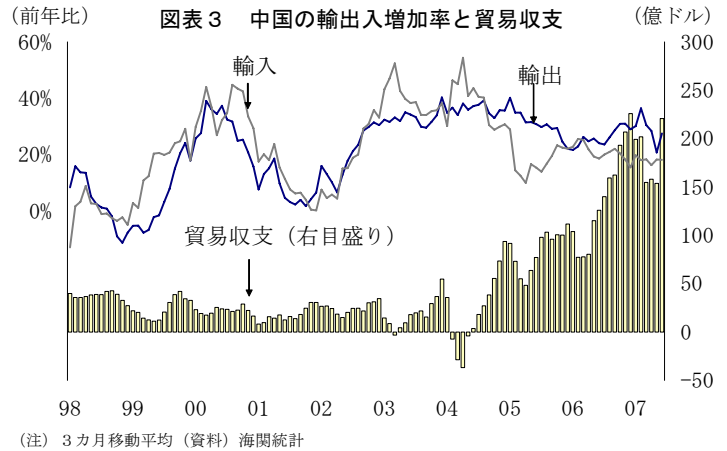
(金融引締め、人民元高調整は加速)

この間、マクロ政策は、行政措置と金融・為替政策を組み合わせ、高めの成長と物価の安定を確保しつつ、産業構造の合理化・最適化や資源利用の効率化による成長の質の向上、所得格差の縮小、投資・輸出主導型から消費主導型への成長方式の転換を目指すという大枠の下で運営されている。

最近の特徴の 1 つは、公開市場操作で流動性の吸収に努める一方、2006 年以降、利上げが 4 回、預金準備率の引き上げが 8 回行われるなど、金融引締めのピッチが速められていることにある(図表 4)。但し、国内の脆弱なセクターや、資金流入圧力への配慮から、利上げの幅が抑えられている点は変わらず、足もとの預金金利は 1 年物で 3.06%と実質マイナスとなっている。

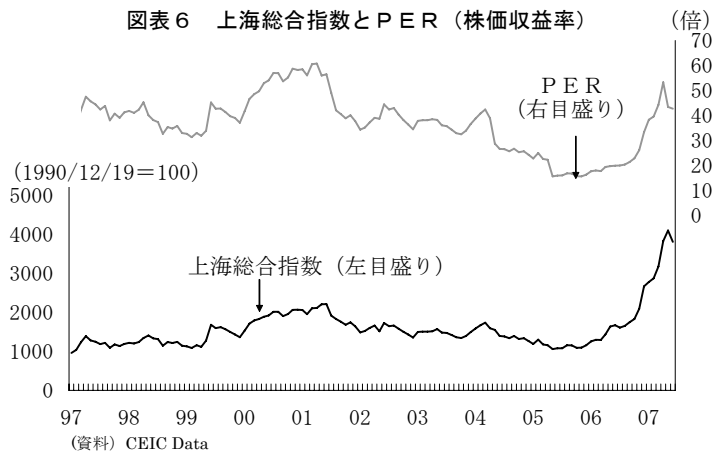
人民元政策も、5 月に一日の変動幅の上限が±0.3%から±0.5%に拡大する制度変更が実施され、実態面でも、より大幅な変動を許容するようになっている(図表 5)。人民元の増価率は 2005 年 7 月の制度変更時の 2.1%を含めると 9.4%となったが、人民元のドル高調整のペースは、アジア通貨や欧州通貨に遅れをとっており、実効ベースで見た人民元高のペースは遥かに抑えられている。

この他、株式市場が、市場構造の健全化の進展(注1)と、潤沢な流動性と実質マイナス金利とい



う金融環境の相乗効果から過熱の様相を呈したことも問題化しており、5月末に証券取引印紙税率が引上げ（0.1%→0.3%）など、需給調整のための政策が実施されている（図表6）。

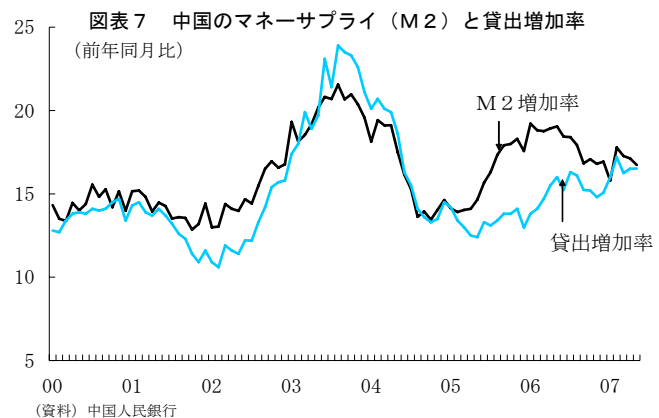
（注1） 2004年1月に公布された国务院「9条意見」で提唱された方針の下で包括的な改革が進展している。株価の重石となってきた非流通株の流通株への転換（2005年4月～）、外国機関投資家への国内株式市場の部分的開放（2002年12月～）、国有商業銀行など有力銘柄の上場、不動産への投資規制強化も資金流入を促す要因と考えられる。



（ 成長パターンの転換への政策効果は限定的 ）

高成長の一方で、投資と消費の伸び率や都市と農村の所得格差が広がり、貿易不均衡が拡大した、6月までの経済実績は、一連の政策が、成長パターンの転換という面で、十分な効果を発揮していないことを示すものと言えよう。

これは金利や為替の調整が抑えられていることと共に、市場化の進展で投資プロジェクトへの直接介入や融資規制などの旧来型の政策が波及しない領域が拡大していることが原因と考えられる。



6月末の時点で、マネーサプライ（M2）が前年同月比17.1%、貸出残高は同16.5%と高めの伸びが続いており、過剰流動性のコントロールという点でも課題を抱えたままである（図表7）。

●年後半も政策運営の大枠は変わらず、高成長は続く

（ 政策面では穏やかな金融引締めと人民元の安定重視の基本スタンスは変わらず ）

当面、最も注目されるのは、今後、どのような追加的な引締め策が打ち出されるかであろう。

政策の課題自体、一定レベル以上の成長を維持しながら、内外の不均衡を是正し、大幅な所得格差に起因する社会的な緊張や、貿易不均衡の拡大による対外的な摩擦を緩和し、持続可能な成長を目指す点に変わりはない。

足もとまでの経済指標を踏まえた、政策当局の公的なスタンスにも変わりはない。上半期の経済実績に関する国家統計局のプレス・リリースでは、「安定的高成長の持続」という評価が維持されており、「マクロ・コントロールの強化・改善」と「構造改革」を通じて、「健全で速い成長を

実現する」方向が示されている。7月に開催された中国人民銀行の貨幣政策委員会^(注2)の第2四半期の会合の議事録でも同様に、「内外における不均衡や資源の大量消費」という問題はあるが、「経済金融情勢は全般に健全」で、金融市場の整備や人民元制度改革を進めながら、「着実に穏やかな引締めを継続すべき」という認識が伺われる。

こうした認識からは、政策路線の大幅な転換が必要という認識は伺われない。実質金利をプラスにするための小幅な金利の調整や、過剰流動性の緩和のために、人民元の調整スピードをさらに速めることはあったとしても、着実に穏やかな引締め、人民元の基本的な安定維持という枠を大きく超えることはないだろう。

(注2) 金融政策の決定権限は国务院(政府)にあり、政策決定機能は持たないが、人民銀行行長を議長に国务院や経済・金融関係の官庁の高官、金融界の代表、経済学者を交えて、踏み込んだ議論が行われる。

(投資・輸出主導の高成長は持続)

即効性と実効性が高い政策発動が見込み難いことに加え、投資需要の高さ、貿易構造面での要因を踏まえると、当面、中国経済の急減速や、内外の不均衡の急速な改善は見込み難い。

投資に関しては当面押し上げ材料が多い。収益好調の企業の投資意欲は高いことに加え、外国からの直接投資の流入も続いている。格差縮小という政策目標実現のための、産業インフラの整備や、医療・教育などの社会インフラの均等化のための公共投資も見込まれる。さらに、北京五輪(2008年)、上海万博(2010年)といった国家的なイベントに関わる投資も続く。

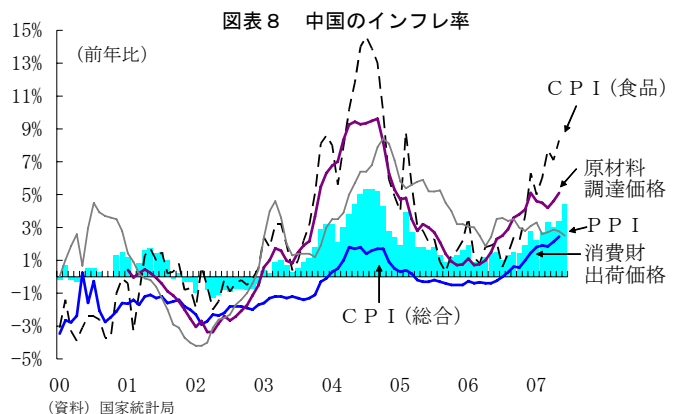
輸出も底固さを保ち、貿易収支の黒字は高水準で推移しそうだ。この間の高水準の設備投資の結果、生産能力の増強が進んでいること、輸出先の多角化が進展し、新興国の成長加速の恩恵が期待されること、人民元制度変更後も依然として相対的な価格競争力が大きく変化していないことが、輸出を支える要因となろう。

(食品価格は年末頃には落ち着く見込み、財価格の動きが今後の注目点)

CPIは、足もとで強い上昇圧力となっている食品の需給改善で、年末頃には沈静化が見込まれる(図表8)。

今後、注目されるのは、原材料調達価格の上昇に加え、賃金や土地などのコスト上昇が波及して上昇に転じつつある消費財価格の動きだ。

中国は、安価な財を大量に供給し、世界的な財価格の安定に寄与する役割を果たしてきた。財価格の上昇、人民元高調整の進展という流れは、こうした役割が次第に低下していくことを意味する。



(お願い)本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。