

経済マンスリー [中国]

～景気回復に伴い再浮上する人民元問題～

1. 経済動向

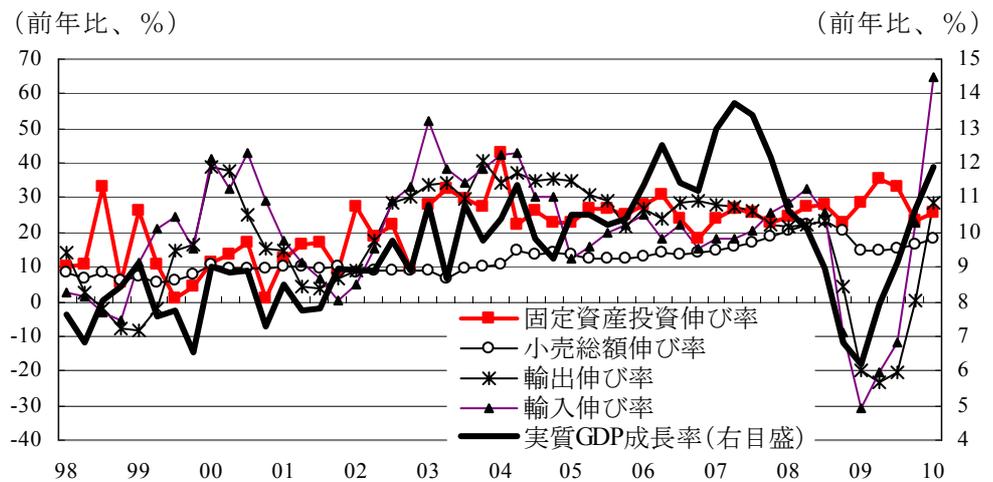
(1) 第 1 四半期は 2 四半期連続の二桁成長

第 1 四半期の実質 GDP 成長率は前年比 11.9%と前期（同 10.7%）から加速し、2 四半期連続の二桁成長となった。

輸出は前年比+28.7%と 1 年半振りにグローバル危機以前の 20%超の増加ペースに復し、世界経済回復の好影響が実感される段階に入った（第 1 図）。もっとも、内需拡大、資源価格の高騰などを背景に輸入の伸びは同+64.6%まで高まっている。この結果、外需は引き続きマイナス寄与となったが、寄与度のマイナス幅は▲1.2%と前期（約▲4%）に比べ縮小した。

輸出の伸びはグローバル危機以前の高水準に復調

第 1 図：実質 GDP 成長率の推移



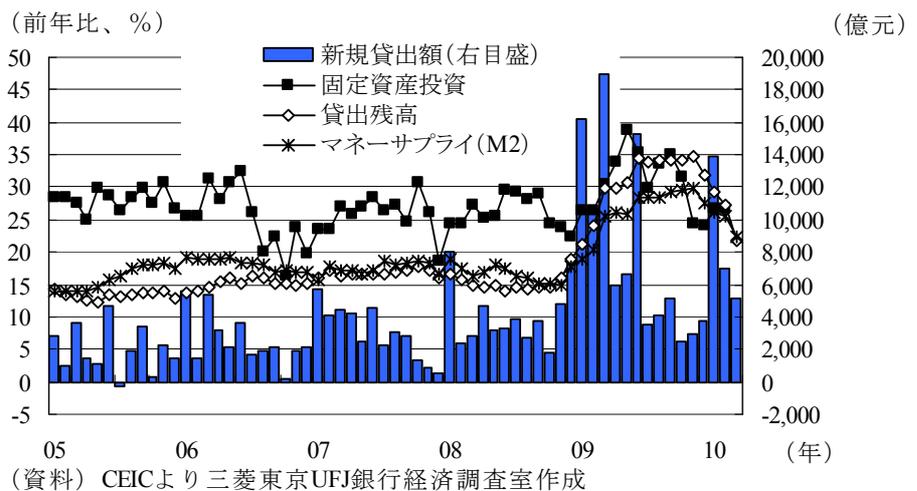
(資料) CEIC等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(年)

政策効果による貸出抑制もあり、投資過熱は回避

一方、投資は前年比+25.6%と前期（同+23.3%）に比べ加速したものの、昨年1～9月（同+33.4%）にみられた過熱感は薄らいでいる。これには貸出の勢いが収まったことが奏功したとみられる。1月には、銀行が今後の引き締め強化への警戒感から貸出を急増させたが、当局は、資金吸収オペレーションの強化、2度の預金準備率の引き上げに加え、貸出額を急増させた銀行に対する個別の窓口指導などで対処した（第2図）。

第2図：貸出と投資の推移



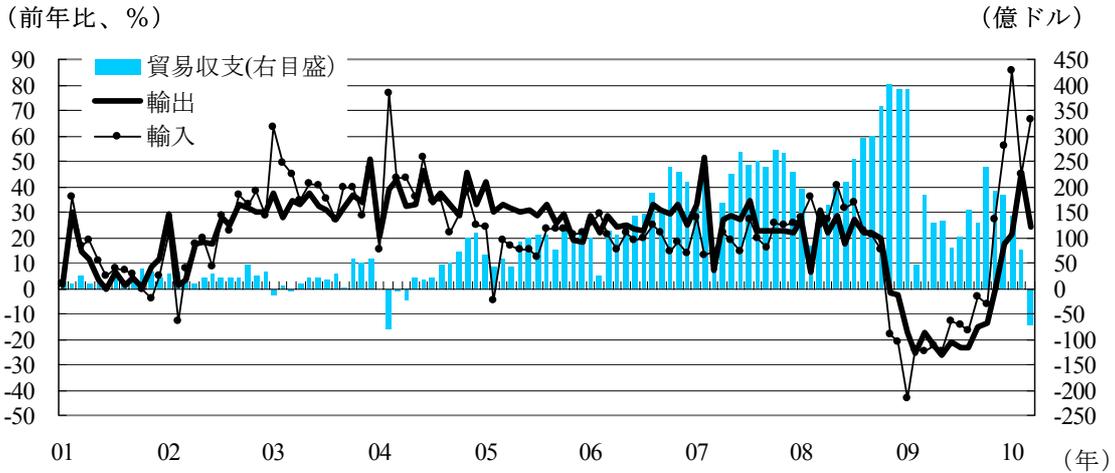
自動車販売の激増が消費を牽引

消費も前年比+17.9%と前期（同+16.5%）から加速した。景気回復の下で、消費振興策の対象となっている自動車、家電を中心に購買意欲が刺激されたことが大きい。とくに自動車については、2010年からは小型車減税幅が縮小されたため、その悪影響を懸念する向きもあったが、販売台数が前年比+71.8%と3四半期連続で70%を超える大幅拡大となった。中国の世帯当り自動車保有率は都市部でも1割程度と低いだけに、一般市民への普及に向けての本格的なブーム到来の兆しが感じられる。

(2) 6年振りの貿易赤字

3月には、輸出が前年比+24.3%と前月（同+45.7%）から減速する一方、輸入は同66.0%と前月（同+55.7%）から一段と伸び率が高まった結果、貿易収支は▲72億ドルの赤字となった（第3図）。中国が貿易赤字に転落したのは、2004年4月以来、ほぼ6年振りのことである。

第3図：貿易動向

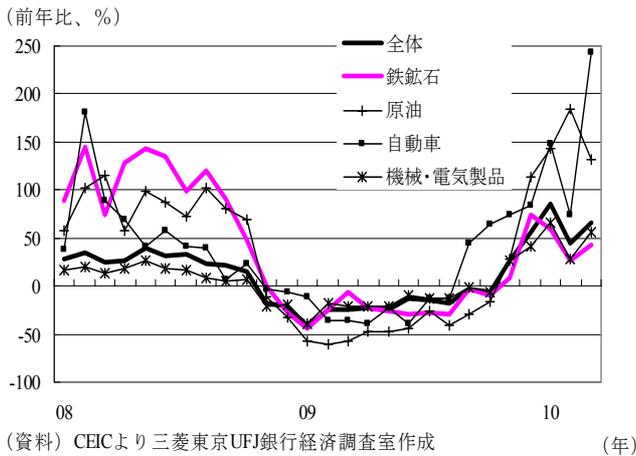


(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

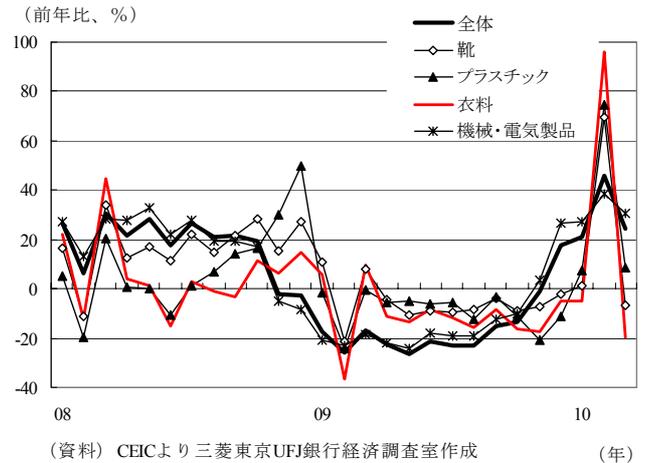
輸入の大幅増加により赤字転落

輸入の大幅増加は、原油、鉄鉱石をはじめとする資源輸入に牽引されたところが大きく、景気拡大のみならず、資源価格高騰も大きく影響した。例えば、原油の場合、数量ベースでは前年比+28.9%であるが、金額ベースでは同+131.2%に膨らんだ。加えて、自動車(同+243.4%)、機械・電機製品(同+56.0%)など、消費振興策の影響を窺わせる商品も顕著な増加を示している。もっとも、輸入には輸出用原材料・部品も多く含まれていることから、貿易赤字が定着することはないとの見方が一般的で、さらに、今後は世界経済の回復とともに輸出が一段と勢いを増すと指摘もある。

第4図：商品別輸入伸び率の推移



第5図：商品別輸出伸び率の推移



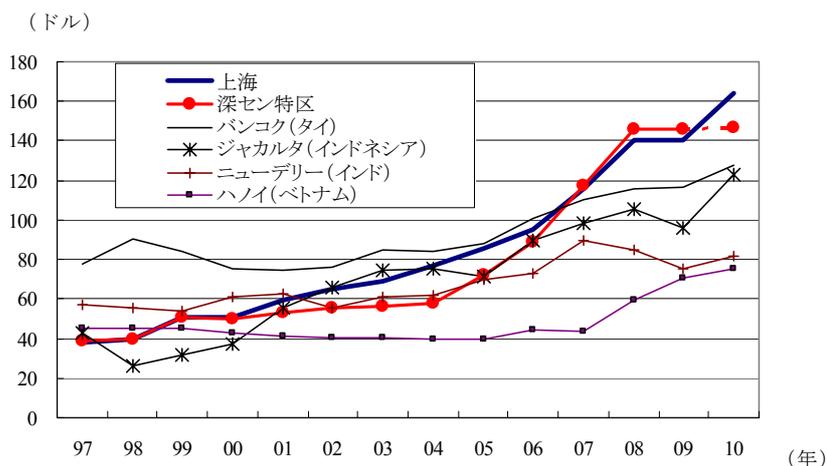
輸出も減速とはいえ、地域別では、日米欧向けで約2割増、NIEs、ASEAN向けで約4割増と、先進国・途上国ともに安定的に伸びている。商品別で

は、全体の6割を占める機械・電気製品が前年比+30.4%と引き続き牽引役を果たしているが、衣料(同▲19.9%)、靴(同▲6.5%)等の労働集約型製品はまたもや減少に転じた(第5図)。

賃金上昇・労働力不足による輸出競争力の低下に注意

雇用・所得環境をみると、労働集約型製品の輸出の先行きには楽観できないものがある。景気拡大に伴い、南部を中心に出稼ぎ労働者の不足が再び顕在化しつつあり、去年は凍結された最低賃金の引き上げも2月の江蘇省に始まり、沿海各地に広がっている。引き上げ幅をみると、揚子江デルタでは上海市16.7%、江蘇省12.9~13.6%、浙江省14.6~15.9%となっており、珠江デルタでは広東省各市(19.5~19.8%)、福建省(20%)とさらに高水準に達している。広東省深セン市は未発表ながら、年半ばには引き上げが予定されている。こうした動きは、ASEAN、インドなどとの賃金格差拡大による輸出競争力の低下に結び付きかねないものとして警戒を要しよう(第6図)。

第6図：アジアの最低賃金(月額)の推移

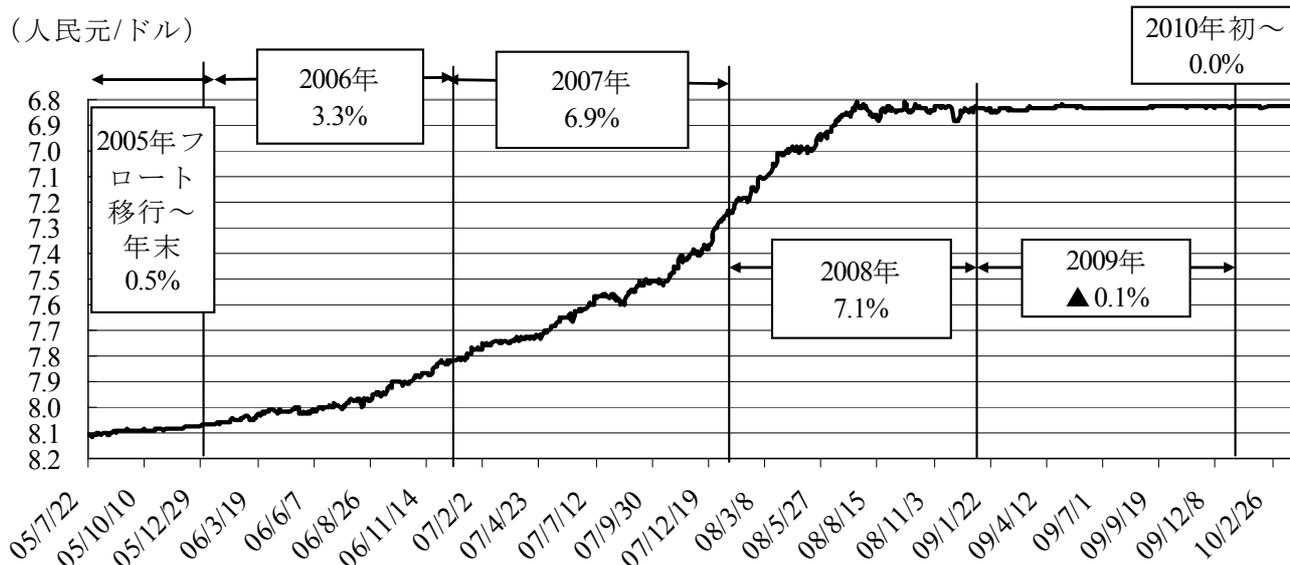


(資料) ジェトロ「アジア主要都市・地域の投資関連コスト」等より
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 金融情勢

人民元の対ドル相場は2008年7月以来、1年9カ月の長期に渡り、極めて安定的に推移してきた(第7図)。グローバル危機に伴う輸出不振への対応策としての人民元安は、中国が世界経済を下支え、米国債の最大の外国投資家としてのバーゲニングパワーを発揮する状況下で容認されてきた。しかし、世界景気の回復局面に入り、中国の輸出も大きく反動増に振れるなかで、秋の中間選挙を視野に米議会の圧力が急速に強まりつつある。

第7図：対ドル相場の推移



米議会は、4月15日に公表が予定されていた米財務省の為替政策報告書（半年に1度）でも、中国を為替操作国と認定するよう強い働きかけを行い、認定の可能性が高いとする報道も出た。ところが、米財務省は、4月3日、報告書の公表延期を発表した。ガイトナー財務長官は、その理由として、5月の米中戦略・経済対話や6月のG20首脳会議など、今後3カ月に渡り、世界経済の持続的成長や不均衡是正に向けて極めて重要な会合が予定されていることをあげた。

4月12日にはワシントン開催の核安全保障サミットに出席するために訪米した胡錦濤国家主席と米オバマ大統領との間で米中首脳会談が行われた。オバマ大統領が人民元改革を促す一方、胡主席は外圧ではなく自主的な判断で人民元改革を進めるとし、双方が国内的な面目を保つ形となった。これに先立つ8日に、前日までインドを訪問していたガイトナー長官が、急遽、訪中して、王岐山副首相と会談しており、事前準備を整えた節が窺われる。

中国政府内では、為替相場制度改革の一環として、1日の対ドル変動幅を現在の0.5%から拡大するという案が浮上していると報じられている。むろん、実際の人民元上昇を伴わなければ、米政府も議会を中心とする米国内の元高圧力を抑えることは困難であろう。中国では二桁成長の一方、インフレ懸念が台頭していることなどを考え合わせると、元高容認のタイミングは近付いていると考えられる。

米議会のヒートアップと国内のインフレ懸念から近づく人民元上昇

(2) 株価動向

上海総合株価指数は2009年には通年で前年末比80.0%の上昇となったが、2010年に入ってから、ほぼ3,000~3,200のレンジで安定推移している（第8図）。景気回復に伴う業績好転というプラス要因と引き締めへの警戒感というマイナス要因が拮抗する様相を呈している。

第8図：上海総合株価指数



注視される信用取引・先物取引解禁の影響

1月に、国務院は株の信用取引および先物取引の解禁を原則承認したが、そのうち、信用取引が先行して、3月31日に実現に至った。ただし、株価を乱高下させるリスクを踏まえて、制限は少なくない。対象銘柄は上海上場50社と深セン上場40社の大企業、取り扱い可能な証券会社は大手6社に限定され、投資家の口座開設には最低50万元の預かり資産を要する。

さらに、4月16日には株価指数先物取引も、上深300指数（上海ないし深セン市場に上場する主要企業300社の株価に基づく）を対象に解禁された。

こうして市場の厚みが増せば、理論的には合理的な株価形成に寄与するはずである。ただし、短期取引志向の個人投資家が多い中国市場においてはボラティリティを高めかねないとの指摘もあり、先行きには注意を要する。

照会先：経済調査室 中村 明（総括）akira_nakamura@mufg.jp
萩原 陽子（中国）youko_hagiwara@mufg.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当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、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊社ホームページ<http://www.bk.mufg.jp>でもご覧いただけます。