

BTMU CHINA WEEKLY

トピックス: 当局の微調整が効果発揮か ～ 改革の促進にも期待

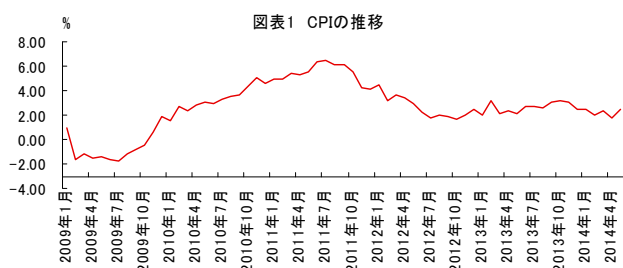
2009 年の「4 兆元景気刺激策」から、2010 年の不動産購入制限、2011 年の預金準備率の引き上げまで、中国政府の経済に対するコントロールは継続されており、大規模な経済刺激策は中国経済を危機から救い出すとともに、今後の発展に多くの不確実性を与えている。2013 年、習近平、李克強政権が登場してから、中国政府は徐々に過去の全体的なコントロールから、現状を入念に分析したうえで特定分野への対策を打つという手法に移行しつつあり、中国の経済改革は新たな「微調整」時代に突入した。

I. 最近の微調整およびその効果

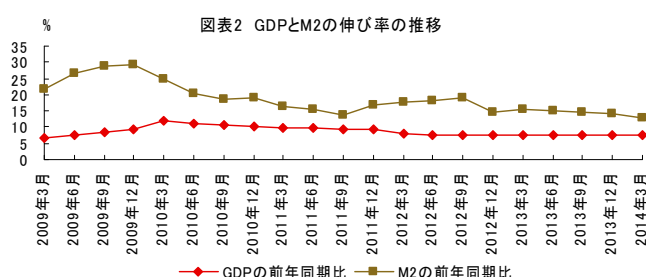
➤ 「4 兆元景気刺激策」の教訓

2007 年末から始まった世界金融危機は中国経済に大きな衝撃を与え、輸出の大幅鈍化や農民工（農村出身労働者）の失業など、中国経済はかつてない大きな危機に直面した。かかる背景の下、中国政府は「4 兆元景気刺激策」を打ち出した。これによって市場予想は好転し、株式市場は底を打って上昇に転じ、不動産市場も最も危機の大きかった 2008 年第 4 四半期を乗り越え、再び価格上昇に転じた。「4 兆元景気刺激策」は当時の中国経済を危機から救い出し、さらに世界経済にも希望を与えたことは否定できない。しかしこの猛烈な刺激策はその後の経済成長に大きな問題をもたらすこととなった。

1. 流動性過剰によるインフレ問題。2009 年 2 月から 2010 年 5 月まで、マネーサプライ(M2)の前年同月比増加率は 16 ヶ月連続で 20%を超え、2009 年 11 月には 29.74%と記録を更新した。マネーサプライの急拡大により、中国経済はわずか一年で回復したが、その副作用として現れたのは物価の上昇である。消費者物価指数(CPI)は 2009 年にマイナスからプラスに転じた後、2010 年末は 5.1%、さらに 2011 年は 6.45%に達した。物価の急上昇に当局の金融政策は追いつかず、中国人民銀行(中央銀行)は 2010 年から 2011 年にかけて数回の預金準備率の引き上げでインフレを抑制しようとしたが、現在に至っても、巨額なマネー(ストックベース)は物価・不動産価格安定の最も大きな不確実要素となっており、中央銀行の金融政策制定にも影響を及ぼしている。



出所: 国家統計局データにより作成



出所: 国家統計局、中国人民銀行データにより作成

2. レバレッジ比率の上昇。2009 年の刺激策には政府主導のプロジェクトが多く含まれており、これらの投資は地方政府にとって大きな負担となり、地方債務問題の根源ともいわれている。審計署(日本の会計検査院に相当)によれば、地方政府債務残高は 2010 年末時点の 6 兆 7,109 億元から 2013 年 6 月末時点では 10 兆 8,859 億元と大きく膨らんでいる。また株式市場の低迷や実質金利の低下などにより、大量の資金が不動産市場に流入し価格を大きく押し上げた。これは家計部門にも広がり、家計部門負債率の上昇も懸念されている(招商銀行の「中国都市部家庭財富報告」によれば、2009 年末時点、負債率が 40%超の家庭は全体の 3 割を占めている)。

3. 不動産バブルの拡大。投資先が限られ、マネーが次々と不動産市場へ流入したため、不動産バブルは金融危機後に一段と膨らんでいた。その後、当局の不動産抑制策はある程度功を奏したが、2012年半ば、特に2013年3月以降、一部の沿海都市を中心に不動産価格はまた急上昇した。今年に入り、経済減速に伴い不動産市場に調整色が強まったが、一部地域で「不動産で経済を刺激」という考え方が働き、規制を緩めようとする動きも出てきている。
4. 構造転換の遅れ。経済刺激策の実施により、資本形成(投資)は中国経済の安定成長を維持する主力となり、GDPへの寄与率は最終消費を大幅に上回った。これは短期的に中国経済を持ち直させる効果はあったが、経済構造の不均衡さがより深刻となったほか、投資依存の成長パターンを一層定着させることとなった。

ある意味で、政府の大規模な経済政策の実施により中国経済は他国よりも早く回復できたが、一方で、以上のような副作用や歪みももたらされることになった。このような経験と教訓に基づき、新政権はマクロコントロールを今までの全面・全体的な刺激から、特定分野に対する微調整、微刺激へシフトしようとしている。

➤ 今後のコントロールは微調整に転換

李克強総理は4月のボアオ・アジア・フォーラムで今年の経済政策について、大規模な刺激策を採らない、財政赤字を拡大しない、金融緩和をしないと明確に表明した。しかし第1四半期の経済指標は、中国経済の下ぶれ傾向が依然として強いことを示し、安定成長、構造転換、国民生活水準の向上といった課題をめぐり、中国政府は同月以降ここまで特定分野に対する微調整政策を次々と打ち出してきている(図表3、一部抜粋)。

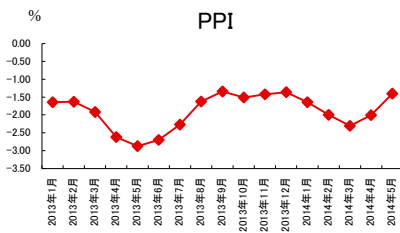
図表3 微調整政策の一覧

分野	主導部門	時期	政策	詳細
投資	国務院常務委員会	4月2日	鉄道投融资体制改革の深化	社会資本の導入などで2,000億元～3,000億元規模の鉄道発展基金を設立する。新たな鉄道建設債券の発行品目・方式を開発し、鉄道債券投資収益の所得税優遇策を実施する
	国務院常務委員会	4月2日	バラック地域改造、インフラ整備における金融の役割を強化する	住宅金融専用債券の発行などバラック地域の改造、およびインフラ整備をサポートする、商業銀行、社会保険基金、保険会社の参入を推奨する
	国務院常務委員会	4月23日	インフラ建設などの分野で民間資本参入を許可	交通、新エネルギー、石炭、石油など80項目のプロジェクトを発表。合併、独資、特許経営などの方式で民間資本の参入を推奨
金融	中国人民銀行	4月22日	一部金融機関に限定した預金準備率の引き下げ	県レベル農村商業銀行、農村合作銀行の預金準備率をそれぞれ、2ポイント、0.5ポイント引き下げる。4月25日より実施。
	中国人民銀行	5月9日	一部金融機関に限定した預金準備率の引き下げ	「三農」、および小型・零細企業向け貸出残高が一定割合以上の商業銀行の預金準備率を0.5ポイント引き下げる。6月16日より実施。
財税	財政部	4月8日	小型・零細企業の所得税減免	小型・零細企業所得税減免の課税対象額を6万元から10万元へ引き上げ、実施期間を2016年末まで延長する。
	財政部	4月30日	増値税改革	通信業を増値税改革の対象に含め、6月1日より実施する。税率は、基礎通信サービス業が11%、付加価値通信サービス業は6%。
貿易	国務院常務委員会	4月30日	貿易安定促進政策	サービス貿易の発展を促し、貿易構造の転換を推進する。ハイテク設備、コア部品の輸入を推奨し、一般消費財、生活必需品の輸入を合理的に増やす。また輸出品サンプル検査を減らし、通関手続きの簡素化を図る
	中国人民銀行	6月11日	貿易の安定成長に関する11項目措置	クロスボーダー貿易・投資に関する人民元決済の手續の簡素化、クロスボーダー人民元資金集中運營業務の展開、銀行業金融機関と支払機関のクロスボーダー人民元決済業務の展開、人民元為替レートメカニズムの改善、企業の海外進出向けの全面的な金融サービスの提供などが盛り込まれた。

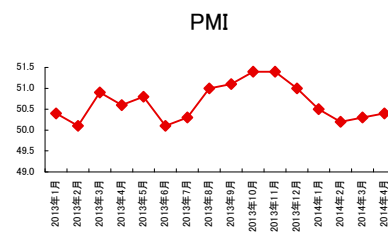
出所:各政府機関発表により作成

微調整政策は効果が現れるまでに時間を要するが、5月の製造業購買担当者指数(PMI)は3ヶ月連続上昇の50.8、輸出は前年同月比7%増の1,954億7,291万米ドルと2ヶ月連続のプラスとなり、生産者物価指数(PPI)は▲1.4%とマイナスが続いたが、減少幅は4月より0.6ポイント縮小するなど、一部の経済指標は回復基調となっている。

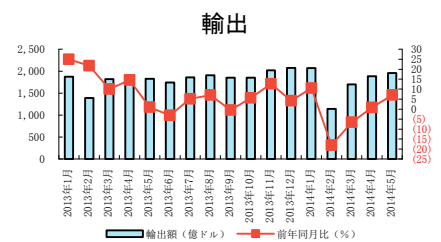
図表4 5月の経済指標



出所: 国家統計局データにより作成



出所: 国家統計局データにより作成



出所: 税関総署データにより作成

また、第1四半期のGDPに占めるサービス業の割合は49%で、前年同期より1.1ポイント拡大し、製造業を4.1ポイント上回った。1~4月の都市部新規雇用は473万人で前年同期比3万人増、民間投資は同20%増、3月の新規企業登録数は前年同月比5割増など、構造転換も着実に進行している。

李克強総理は6月10日の両院(中国科学院、中国工程院)院士(アカデミー会員)大会で、今年に入り経済は全体的に安定しており、主要な経済指標も合理的なゾーンで推移し、構造転換には積極的な変化が現れ、市場の予想が改善しつつあると前向きに評価した上で、今後の方針について、「経済の中・高度成長を維持するには、イノベーションによる牽引が不可欠で、特に科学技術のイノベーションと経済体制のイノベーションによる相互融和・促進が今後の重点である」と強調した。

II. なぜ微調整政策が適切か

➤ 現段階の中国経済には大規模な刺激策は必要なし

目下の中国経済が困難、かつ複雑な局面を迎えているのは確かであるが、大規模な刺激策はまだ必要ないと思われる。中国経済は7%以上の成長を維持し、雇用も安定している。金融面においては、貿易黒字と外貨ポジションの増加を維持しており、この間上海インターバンク金利(Shibor)のオーバーナイトが直近2年間の最安値を記録するなど、預金準備率の更なる引き下げによる流動性補充の必要性も高くはないと思われる。

不動産市場が過剰供給によるターニングポイントを迎えるかどうかは最近の話題となっており、地方政府の不動産購入制限の緩和なども期待されている。しかしながら、価格は市場の需給によって決まるもので、いくら刺激しても市場が過剰供給である場合には思った通りの結果にはならない。今までの「不動産価格は下落しない」という神話を打破することは、不動産バブルの解消、および市場の合理性の向上にプラスであり、地方政府が不動産価格抑制策を緩和しようとしても、中央政府がそれを容認するとは考えにくい。

一方で、企業イノベーション能力の欠如、利益率の低下、金融商品の未発達といった中国経済における根本的な問題は、大規模・全面的な刺激策などでは解決できず、より指向性の高い政策出動が必要と思われる。

➤ 微調整が適切か

微調整への転換は、政府がこうした問題点をピンポイントに改善しようとするものである。たとえば、企業登録時の最低資本金の撤廃や、小型・零細企業への税収減免などは、雇用の促進、一部企業へのサポートなどで市場の予想を好転させ、中国経済を活性化することができるほか、それらの政策自体が改革の一環となる。

金融面において、不動産市場のバブルにより一部の流動性が吸い上げられ、農業やベンチャー企業など実体経済に融資難という問題をもたらした。国務院は昨年、ストック資金を有効に活用し、不動産向け貸出を制限する方針を示したが、オフバランス、シャドーバンキングなどを通じ、不動産市場への資金流入は依然として続いている。今年に入り、当局は金融同業、オフバランス貸出の規範化に力をいれている。これらの措置は融資コストを引き下げ、資金が実体経済へ流れ込むのを促すと同時に、金融リスクの未然の防止にもプラスである。また、資産証券化、IPO 制度改革、個人株オプション、デリバティブ商品など金融イノベーションも推進しており、これらの措置は企業の資金調達、銀行のリスク管理に有益な手段を提供したほか、今後の金利自由化の重要な基礎付けとなった。

微調整の最終目標は経済の安定成長と改革の推進であり、その中核は政府の介入を減らし、イノベーション・資源配置において市場メカニズムに役割を果たさせ、中国経済の持続可能な成長を実現することである。微調整で改革に有利な環境をつくり、短期的な経済減速の容認と引き換えに長期的な繁栄を目指すのは賢明な選択との見方が多い。

Ⅲ. 微調整と改革

次々と打ち出された微調整政策に伴い、構造改革が棚上げされないか、微調整の重なりが大規模刺激に拡大しないか、といった議論が盛んになっている。

このような議論が盛んになった理由は、前述したように大規模な経済刺激策による副作用に対する警戒感が働いているのではないかとと思われる。その懸念ポイントとして以下が挙げられる。

- 現段階の微調整政策を見ると、投資で短期的需要を刺激するものが多く、長期的な対策は少ない。地方レベルにおいてはその傾向がより強く、依然として経済成長の確保が第一目標で、構造転換がおろそかになることが懸念されている。
- 地方政府は依然として不動産市場で経済を持ち直そうとしている。不動産価格が下落する兆しが見え始めた途端、一部の地方政府は不動産コントロールを緩和しようとし、GDP 増加と財政収入を維持する意図が明らかである。
- 刺激強度の増加、および各種政策効果の累積により、微刺激は大規模刺激へ変わるおそれがある。たとえば、今年の鉄道投資は直近 4 ヶ月ですでに 3 回調整され、通年の投資総額は 8,000 億元以上とされ、2009 年の「4 兆元景気刺激策」の時 (7,000 億元) をも上回る。
- 港、鉄道、送電網にせよ、バラック改造、保障性住宅にせよ、ほとんどの投資は依然として政府主導で行われている。当局は民間資本の導入、混合所有制の制度改革を進めようとしているが、巨大な投資金額、低い収益性、発言権の欠如などにより民営企業の関心度は低く、今までの政府主導の投資方式から大きく変わることは期待できない。
- 金融面において量的緩和の可能性が残っている。中央銀行は「2014 年第 1 四半期貨幣政策執行報告」で今後の金融政策について、「金融政策の連続性を保ち、能動的に行動」としたが、現段階の経済状況の下、「能動的に行動」が何を指すか注目に値する。

2009 年の「4 兆元景気刺激策」により中国経済は 2 年間の「安定成長」を維持した後、2011 年第 4 四半期から再び減速を始めた。2012 年上半期に「4 兆元景気刺激策 2.0 版」が打ち出されたものの、経済の安定は 1 年弱しか続かず、国家発展改革委員会は 2013 年上半期、都市軌道交通 (地下鉄、LRT) プロジェクトなどの審査の加速等で、経済を持ち直すことを企図したが、2 四半期足らずで今般の微調整に至った。

このように、投資の限界効用が逡巡している中、従来の投資により経済を牽引する成長方式はすでに効果が薄まり、構造的問題は構造的改革を通して解決しなければならない。目下の一連の微調整政策が地方政

府の GDP 崇拜などで改革・構造転換の促進という本筋から逸れないよう、中央政府は常に監督・管理に気を配らなければならない。最近、中央は地方に監察グループを派遣し、政策の執行状況を調べ始めた。

現段階において、産業構造の転換、イノベーションの促進など長期的な発展の源泉の掘り起こしに取り組んではいるが、ただこういった内生的成長力の生成には長い時間が必要となるため、その間に微調整を通して経済の急落を避けると同時に、経済、産業構造の転換に良い外部環境を提供することが、当局の政策決定の出発点であろう。中国政府が 7~7.5% の経済成長を維持しようとしているのは雇用確保のほか、様々な経済問題に対応する安定したマクロ環境の創出という意図もあると思われる。

このように、刺激策の実施と改革は必ずしも二者択一の問題ではなく、適切な微調整政策は経済の安定成長を維持し、改革の堅実な基礎づくりとなるもので、中国経済の失速はないということを市場に伝え、自信を持たせることが重要と思われる。

三菱東京 UFJ 銀行（中国） トランザクションバンキング部
中国調査室 余 興

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、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては全てお客様御自身でご判断くださいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当店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います。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。

三菱東京 UFJ 銀行(中国)有限公司トランザクションバンキング部 中国調査室
北京市朝陽区東三環北路 5 号北京發展大廈 4 階 照会先:石洪 TEL 010-6590-8888ext. 214

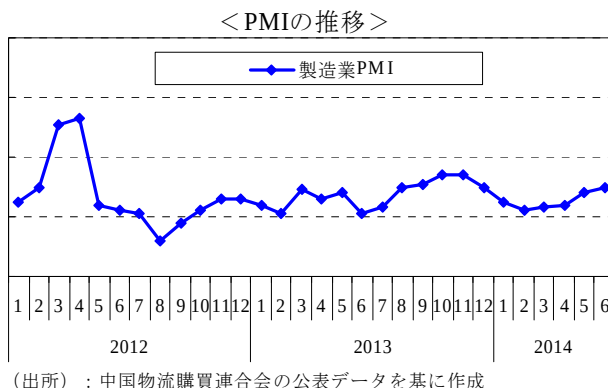
CHINA WEEKLY

WEEKLY DIGEST

【経済】

◆6月の製造業PMI指数 4ヶ月連続で上昇

中国物流購買連合会、国家統計局の1日の発表によると、6月の製造業PMI指数は前月より0.2ポイント上昇して51.0と4ヶ月連続の上昇となり、引き続き景況感の分岐点となる50を上回った。政府の景気下支え策が奏功して、製造業の動向は上向き、安定が続いているとした。主要項目別では、新規受注指数が前月比0.5ポイント上昇して52.8、新規輸出受注指数が前月比1.0ポイント上昇して50.3と、内外需の改善が示された。その他、生産指数が前月比+0.2ポイントの53.0、輸入指数が同+0.2ポイントの49.2、完成品在庫指数が同+0.2ポイントの47.3と、小幅な改善が見られるものの、輸入、完成品在庫等の指数は50を下回っており、PMIを押し上げる力は均衡ではないとしている。加えて、これから夏の閑散期を迎える為、引き続き一定の政策支援が必要と指摘した。



◆人民銀行2014年第2四半期景況感アンケート 景気減速感・不動産価格下落予想高まる

中国人民銀行は6月25日、企業、金融機関、都市部預金者を対象とした第2四半期の景況感アンケート調査を発表した。企業経営者のマクロ経済景況感指数は前期より0.6ポイント低下して32.8となり、足元の景気について、「正常」と感じる人の割合が前期の62.7%から62.5%に減少、「冷え気味」が前期の35.2%から36.1%に増加した。銀行経営者のマクロ経済景況感指数も前期より9.1ポイント低下して27.3となり、足元の景気についても、「正常」と感じる人の割合が前期の65.2%から50.9%に減少、「冷え気味」が前期の31.0%から47.3%に増加した。一方、預金者は、足元の物価について、「高すぎて受け入れ難い」と感じている人の割合が前期の55.8%から56.5%に増加した。足元の不動産価格については、「高すぎて受け入れ難い」と感じる人の割合は前期の64.3%から63.0%に減少。今後の不動産価格については、「上昇」と予想する割合が前期の28.3%から21.2%に減少、「不変」が前期の48.2%から50.3%に増加、「下落」が前期の10.2%から15.1%に増加した。

◆2013年3大経済圏の成長率 トップは珠江デルタ

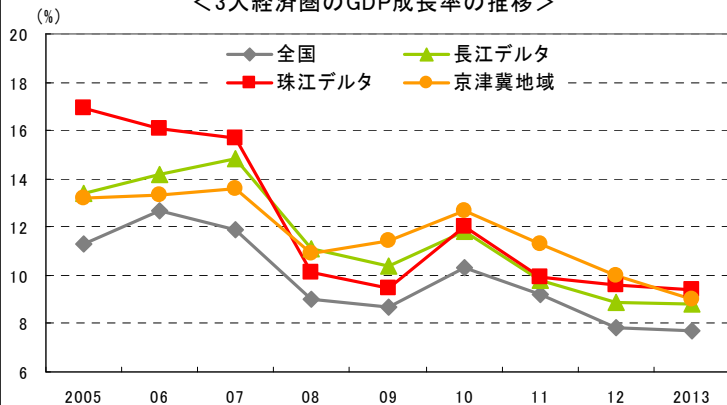
中国人民銀行は6月24日、地域経済・金融運営状況を纏めたレポートを発表した。中国3大経済圏の2013年GDP成長率について、長江デルタ（注1）は+8.8%、珠江デルタ（注2）は+9.4%、京津冀地域（注3）は+9.0%とどれも全国平均の7.7%を上回った。うち、珠江デルタは、過去4年間首位だった京津冀地域を抜いてトップに立った。特に、対外貿易の伸び率が、2012年の+7.9%から2013年に+11.0%まで回復し、他地域を大きく上回った。3大経済圏の2013年のGDP合計は全国の41%を占め、中国経済を牽引する重要な地域と位置づけられているが、何れの経済圏も経済発展方式の転換を目指し、現代サービス業、戦略新興産業、金融革新、先進的製造業等の発展促進に力を注いでいるという。

注1：長江デルタは、上海市、江蘇省、浙江省を含む地区を指す。

注2：珠江デルタは、広東省の広州市、深圳市、珠海市、仏山市、惠州市、肇慶市、江門市、中山市、東莞市の9都市を含む地区を指す。

注3：京津冀地域は、北京市、天津市、河北省を含む地区を指す。

＜3大経済圏のGDP成長率の推移＞



＜3大経済圏の2013年主要経済指標の増加率＞

	GDP	固定 資産 投資	社会 消費財 小売高	財政 収入	対内 直接 投資	対外 貿易
全国	7.7	19.3	13.1	10.1	5.3	7.6
長江デルタ	8.8	18.0	12.0	11.0	5.1	2.5
珠江デルタ	9.4	15.2	12.1	13.0	7.1	11.0
京津冀地域	9.0	15.3	11.9	12.2	10.1	6.6

(出所) 中国人民銀行「中国区域金融運営報告(2013年)」を基に作成

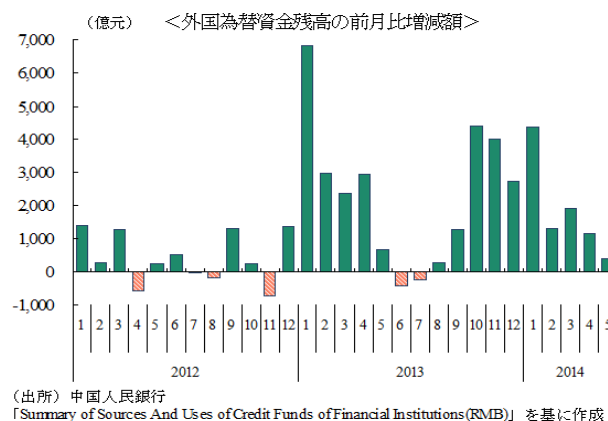
【金融・為替】

◆小口外貨預金金利の上限撤廃 上海自貿区から上海市へ拡大

中国人民銀行上海本部は6月26日、300万米ドル相当額未満の小口外貨預金の金利上限を撤廃する試行措置について、6月27日より上海市にも適用することを発表した。当面、法人預金のみを対象とする。同試行措置は中国政府が進めている金利自由化改革の一環で、今年3月1日に上海自由貿易試験区で開始し、3ヶ月余りの試行を経て今回上海市に拡大されたもの。今後、上海地区で改革の経験を積んだ上で、更に全国に広げる予定としている。なお、中国の金利制度の現状は、貸出については、外貨、人民元共に自由化されているが、預金については、小口外貨預金と人民元預金に対し、中国人民銀行が上限を定める制限が残っている。

◆5月外国為替資金残高 増加額が大幅に減少

中国人民銀行の15日の発表によると、5月末の外国為替資金残高は29兆5,408億元となり、前月より387億元増加し、10ヶ月連続の増加となったものの、増加額は2013年8月以来初めて1,000億元を割り込む低水準となった。同残高は中国で人民元に両替された外貨量を示し、残高の増加は海外からの資金流入量の増加を表す。外国為替資金残高の増加額の前月比減少は、2ヶ月連続となっており、人民元安観測の広がりから、企業や個人が保有外貨を人民元へ両替する意欲が低下したことが一因とみられている。



人民元の動き

今週は、人民元データのみを掲載させていただきます。

日付	USD				JPY(100JPY)		HKD		EUR		金利 (1wk)	上海A株 指数	前日比
	Open	Range	Close	前日比	Close	前日比	Close	前日比	Close	前日比			
2014.06.23	6.2260	6.2228~6.2286	6.2266	0.0006	6.1139	0.0091	0.80314	0.0002	8.4604	-0.0112	3.4700	2119.62	-2.39
2014.06.24	6.2266	6.2252~6.2317	6.2315	0.0049	6.1146	0.0007	0.80385	0.0007	8.4839	0.0235	3.5200	2129.72	10.10
2014.06.25	6.2342	6.2323~6.2377	6.2344	0.0029	6.1178	0.0032	0.80429	0.0004	8.4829	-0.0010	3.4700	2120.91	-8.81
2014.06.26	6.2308	6.2243~6.2340	6.2251	-0.0093	6.1156	-0.0022	0.80301	-0.0013	8.4762	-0.0067	3.6500	2134.67	13.76
2014.06.27	6.2260	6.2160~6.2260	6.2181	-0.0070	6.1324	0.0168	0.80228	-0.0007	8.4693	-0.0069	3.6400	2132.35	-2.32

(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

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)

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、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される情報に基づいて作成されていますが、当行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います。