

# 経済マンスリー [中国]

## ～投資・輸出型成長に強まる下方圧力～

### 1. 経済動向

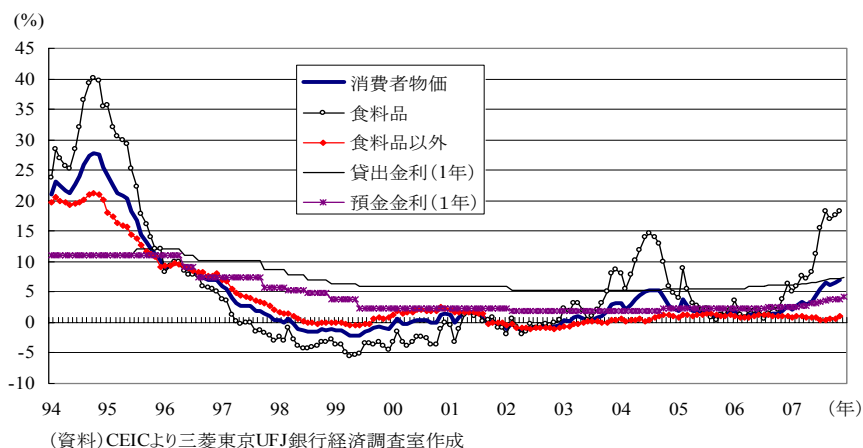
#### (1) インフレを背景に強化される引き締め

中国当局の引き締め姿勢は一段と強化されつつある。中国人民銀行（中央銀行）は 12 月 20 日に 2007 年 6 回目の利上げを決定した（翌日実施）。これにより 2007 年中に 1 年物貸出金利は合計 1.35%引き上げられて 7.47%と 98 年以来の高水準に達した。一方、預金準備率は 2007 年 10 回で合計 5.5%引き上げられたうえ、2008 年に入っても 1 月 16 日に 0.5%引き上げが決定され、15%と過去最高水準の更新が続いている（25 日実施）。

また、金融当局は 10 月の共産党大会（5 年に 1 度の最重要会議）後、窓口指導を強化し、商業銀行に対し、年末まで貸出残高を増やさないよう指示した。2008 年に入っても厳しいスタンスを継続している模様である。銀行全体の貸出増加額の目標値は 2007 年以降、公表されていないが、2008 年については 12%に設定されたとの報道もあり、これに沿って設定された個別の貸出増加枠を超過した銀行は低利の中央銀行手形の強制買取りなどの罰則に処するとの観測も出ている。2007 年 11 月時点で同年の貸出増加額は前年比+17%となっており、2008 年の目標が 12%とすれば相当に厳しい目標といえよう。

ここまで当局の引き締め姿勢が強まった背景には、2003 年以降、引き締め政策を継続しているにもかかわらず、投資の勢いを抑えきれなかったことに加え、足元、物価上昇が 11 年振りの高水準に達し（第 1 図）、国民の不満が急速に高まっていることがあろう。食料品価格の高騰が主因で、それ以外は総じてみれば安定を保っているとはいえ、石油を始めとして国際商品価格が高騰する状況下では全面インフレに対する警戒は怠れまい。

第1図：物価と金利の推移



ただし、今後、景気の落ち込みを防ぐための引き締め緩和の可能性は残されていよう。人民銀行筋の発言などから、サブプライムローン問題による世界経済減速のリスクも十分認識していることが窺われる。貸出増加額の目標を示していないのも、状況に応じて柔軟に対応するための布石との見方もある。90年代半ばには1年物貸出金利を最高12%超まで引き上げるほど引き締めを強化した結果、97年にアジア危機が発生したというタイミングの悪さもあり、長期の景気低迷を余儀なくされた。この苦い経験は忘れられてはいまい。

なお、政府は物価抑制策にも余念がない。12月24日、財政部は伝染病の影響で特に高騰が目立つ豚肉価格対策に152億元を投入し、各種補助金の支給など10項目の支援策を発表した。

また、財政部は、小麦、米、とうもろこし大豆などの穀類ならびに穀物製品に関して、12月18日に付加価値税還付を取り消し（従来の還付率は5~13%、12月20日実施）、続いて、12月30日には5~25%の輸出税を課すなど（2008年1月1日実施）、輸出抑制による国内需給の緩和を図っている。

さらに、2008年に入ると、1月9日、国务院（中央政府）常務会議で、①石油製品、電力、公共交通などの統制価格を当面は引き上げないこと、②生活必需品メーカーに対し値上げを当局に申告させる臨時措置を導入すること、③価格つり上げや売り惜しみなどの違法行為への取り締まりや罰則を強化すること——などが決定された。

## (2) 注視すべき輸出の先行き

中国では、2002年後半から輸出が前年比+30%を超えるペースで伸び、貿易摩擦の深刻化、大幅な貿易黒字に伴う過剰流動性といった問題が発生した。このため、政府は、付加価値税還付率引き上げ、加工貿易禁止品目の拡大など輸出抑制策を強化してきた。加えて、人民元相場の上昇もあり、輸出は8~12月

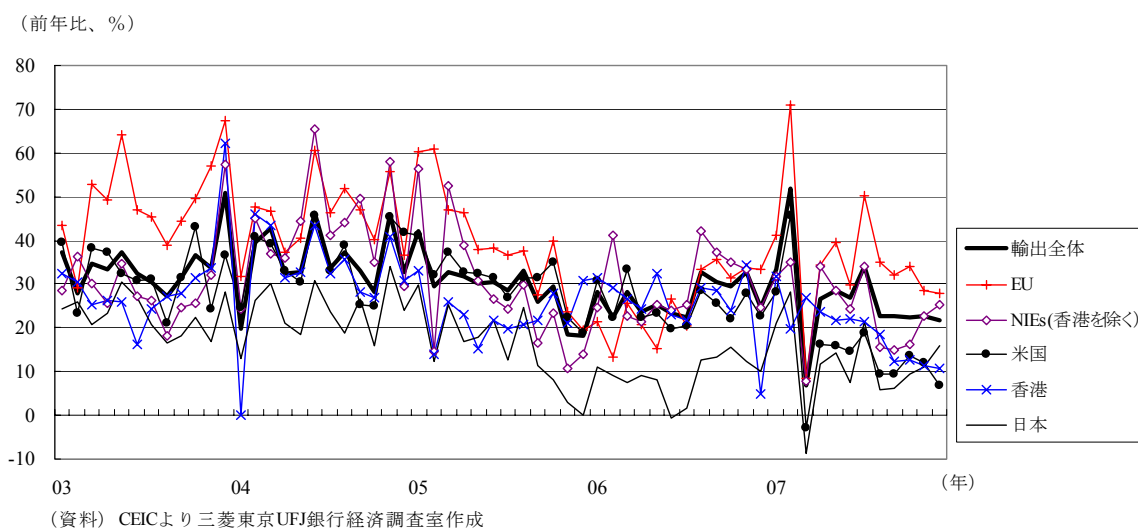
には5カ月連続で前年比+21~22%台と減速してきた。

それでも、貿易黒字は毎月200億ドル超で積み上がっていることから、輸出抑制策は拡充されている。12月21日に、商務部・税関連名の公告で、動植物製品、動植物油脂、食品、飲料、鉱産品、化学製品、プラスチック・製品、鋼鉄・製品、アルミ製品など589品目を加工貿易禁止対象に加えた(2008年1月21日実施)。

また、同じく21日、財政部は輸出税の引き上げを発表した。エネルギー多消費型・高汚染型産業の製品として、棒鋼、鉄筋、薄板など一部の鉄鋼半製品については15%、鉄鋼製品、合金鉄、コークス、鋼ビレットなどについては25%とした(2008年1月1日実施)。

ただし、輸出の地域別動向をみると、先行きには不透明感も広がっている。米国、香港向け輸出は前年比+10%近辺まで伸び率が低下し、人民元高とともにサブプライムローン問題に伴う米国の景気減速の影響を窺わせる(第2図)。これに対し、EU向けは人民元の対ユーロ相場下落傾向もあり、依然として同+30%と好調を維持し、中南米、アフリカ、ロシアなど新興地域向けの好調と同様、下支え役を果たしている。しかし、今後、米国の景気の底が深まり、その悪影響が世界経済全体に色濃く波及してくると、中国は輸出依存度が高く、好調な輸出によって投資ブームで急拡大した生産能力が大幅な調整を免れているだけに、楽観視できなくなる。その際は、輸出政策の迅速な見直しも必要となる。

第2図：地域別輸出伸び率の推移



### (3) 福田首相の訪中

12月27~30日、福田首相が訪中し、胡錦濤国家主席、温家宝首相、呉邦国全人代委員長との会談、天津市、山東省等地方の視察、北京大学での講演、中国

中央テレビインタビュー、民間友好団体との交流などを行い、日中関係の進展をアピールした。

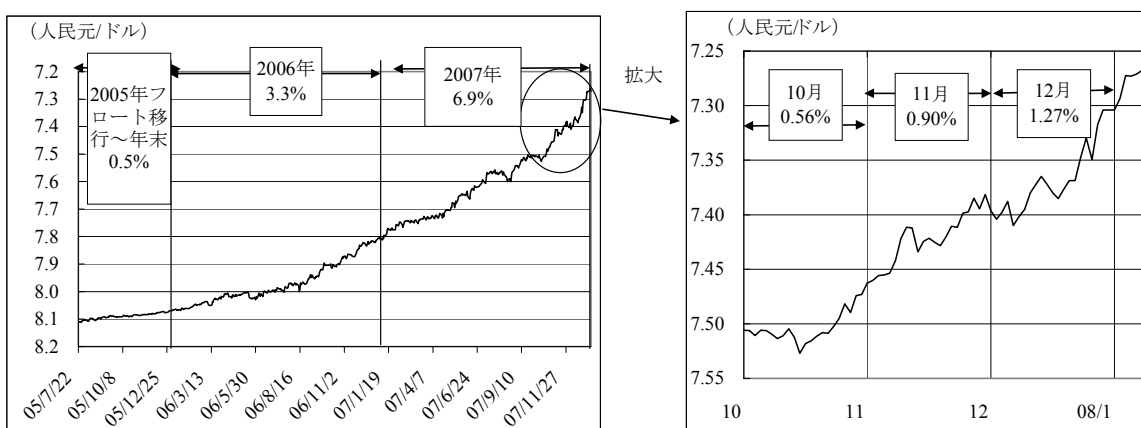
会談の結果、「環境・エネルギー分野における協力推進に関する共同コミュニケ」、「気候変動問題を対象とした科学技術協力の一層の強化に関する共同声明」「両国首脳の前シナ海問題に関する新たな共通認識」など5文書が合意に至った。日中ハイレベル経済対話同様、省エネ・環境保護の面での協力が全面に押し出されたものの、東シナ海ガス田問題などで具体的な進展はみられず、成果は乏しいとの見方もある。しかし、中国政府の省エネ・環境保護への意欲、それを踏まえた日本への期待ならびに日中友好強化の姿勢が確認されたことは、中国ビジネスに関わる日本企業にとって朗報といえよう。

## 2. 金融情勢

### (1) 人民元相場

人民元の対ドル相場の月間上昇率は11月0.9%、12月1.3%とそれまでの0.5%程度のペースから一気に加速した（第3図）。この結果、2007年通年の上昇率は6.9%と前年の3.3%からほぼ倍となった。

第3図：人民元相場の推移



(注) □内の%は矢印で示された期間の対ドル上昇率  
(資料) CEIC等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

足元の人民元高の要因として、12月12～13日の第3回米中経済戦略対話（半年に1回開催）が考えられる。過去2回の戦略対話同様、開催のタイミングに合わせ、人民元の上昇加速をアピールするというものである。それでも、米国側を満足させることは難しかった。確かに、中国の食品・医薬品の安全性やエネルギー分野での協力強化、外国企業の人民元建て株式・債券の発行容認など一定の成果を上げたものの、最も期待された人民元問題については進展がなかったとの評価が一般的である。

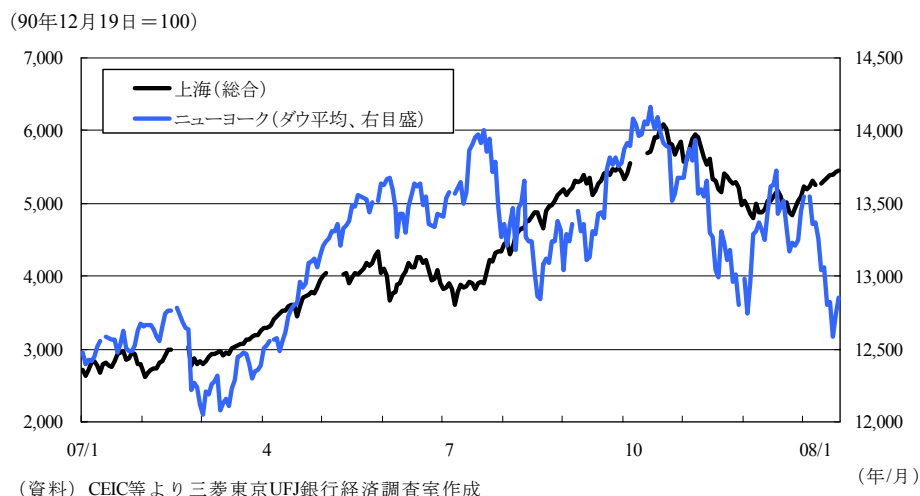
対話後も人民元の上昇ペースは衰えていない。ここからすれば、当局が輸出とそれに伴う過剰流動性の抑制、ならびに、足元のインフレ対策としての輸入価格の低下といったメリットを意識したという要因も大きいと考えられる。ただし、この元高ペースが継続されるか否かは、米国の景気減速が世界景気を通じて中国の輸出にどの程度マイナスのインパクトを与えるのかに左右されよう。

## (2) 株価動向

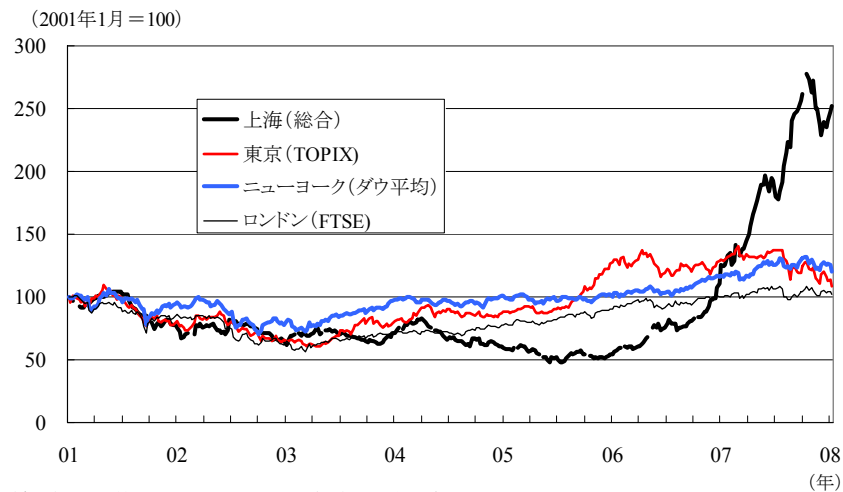
中国の株価は、株式市場改革の進展に伴い、2006年以降急騰していたが、当局の引き締め姿勢の強化を受け、2007年10月下旬から調整局面を迎えた(第4図)。タイミングとしては、米国のサブプライムローン問題に伴う世界的な金融・資本市場の動揺と期を同じくするが、海外市場の影響は乏しいと考えられる。というのも、中国では証券投資は対内、対外ともに厳しく規制され(注)、閉鎖的な株式市場となっているからである。実際、これまでも中国の株価と海外の株価の連動性は低い(第5図)。また、海外の株式市場の動揺は未だ収まっていないが、中国の株価は、国家保有株の大量売却の可能性を否定した当局者の発言が好感され、12月下旬以降、再度上昇している。

(注) 中国の上場株は、国内投資家向けに人民元で取引されるA株と外国投資家向けに外貨で取引されるB株の2種類に分かれており、B株の時価総額は2007年末時点で全体(約4.5兆ドル)のわずか1%にとどまる。認可を受けた適格外国機関投資家(QFII)はA株投資が可能であるが、QFII全体の投資枠は2007年12月9日に100億ドルから300億ドルへ引き上げられたばかりである。中国の投資家による対外証券投資は2006年から適格国内機関投資家(QDII)を通じて解禁され、投資枠はQDII全体で約600億ドルに達しているが、海外市場の不況、人民元高などもあり、実際の投資額は2007年10月末時点で286億ドルとなっている。

第4図：最近の株価動向



## 第5図：長期の世界の株価動向



もともと、中国の株式市場のPERは依然60倍前後と高く、先行きには、引き締め政策やサブプライムローン問題の世界景気への波及など不確定要素もあり、必ずしも楽観はできない。ただし、引き締め強化に基づく株価調整は家計への逆資産効果を通じて消費に一定のマイナス・インパクトはあろうが、中国の投資・輸出主導型成長パターンからすれば、影響は限定的と考えられる。一方、サブプライムローン問題が世界経済の低迷を通じて中国経済の失速を招き、これを受けて、株価調整に入った場合には、マクロ経済の悪化を増幅するリスクを孕む。

照会先：経済調査室（次長 佐久間） TEL:03-3240-3204

E-mail: [koji\\_sakuma@mufg.jp](mailto:koji_sakuma@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せよう、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、弊行ホームページ <http://www.bk.mufg.jp> でもご覧いただけます。