

経済マンスリー [中国]

～経済政策において強まる景気への配慮～

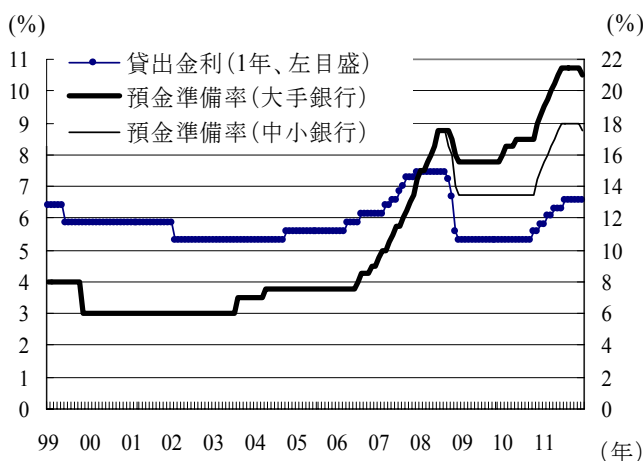
1. 経済動向

(1) 市場予想より早かった預金準備率の引き下げ

3 年振りの預金準備率引き下げ

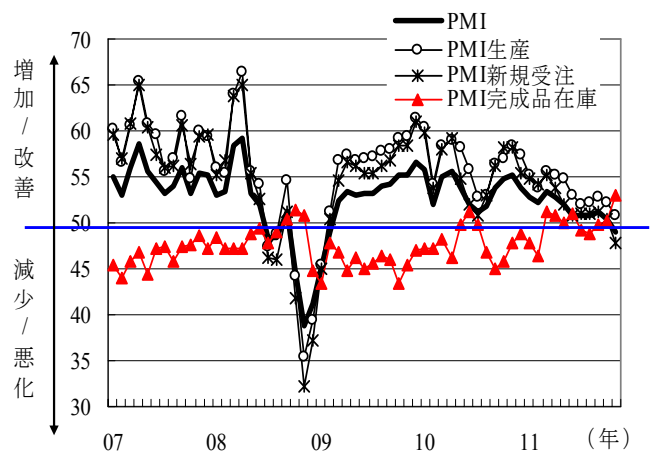
11 月 30 日、人民銀行（中央銀行）はほぼ 3 年振りに預金準備率の引き下げを決定した（12 月 5 日実施、引き下げ幅 0.5%、第 1 図）。昨年秋以降、引き締めが強化されるなかで、預金準備率は大手銀行に対しては 21.5%という過去最高水準に達していたが、ようやく反転した。引き下げのタイミングは市場予想よりも早く、この背景には急速に広がる景気減速懸念があるとみられている。実際、翌 12 月 1 日に発表された 11 月の製造業購買担当者指数（PMI）は前月から 1.4 ポイント低下の 49.0 となり、景気の改善・悪化を判断する分岐点である 50 を 2 年 9 カ月振りに下回った（第 2 図）。

第 1 図：貸出金利と預金準備率



(資料) 人民銀行資料等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 2 図：製造業購買担当者指数（PMI）の推移



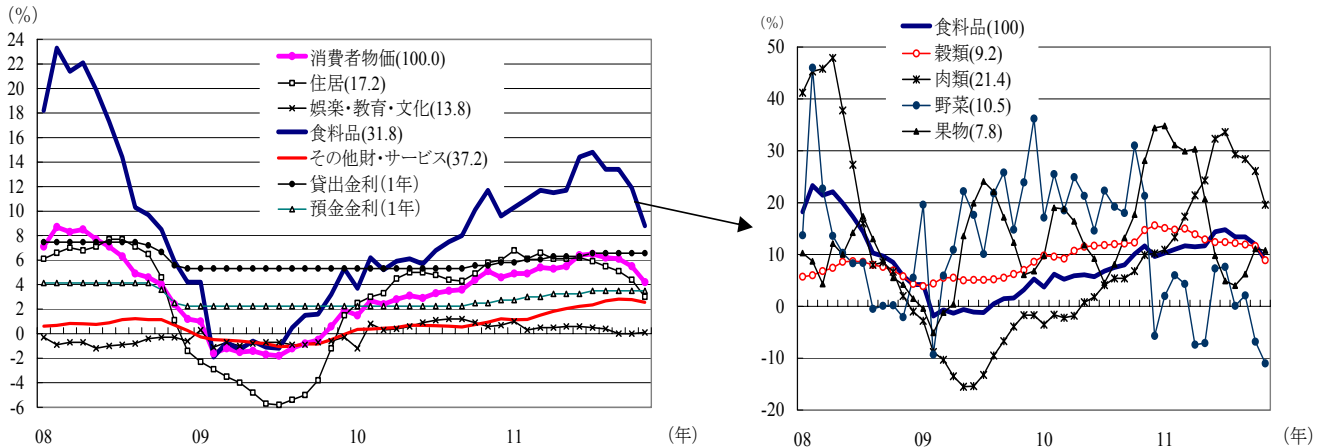
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

9 日に発表された経済指標においても、工業生産は前月から 0.8%低下の前年比+12.4%と 2 年 4 カ月振りの低水準となり、投資も同+21.2%と

生産、投資は減速
目立つも、消費は
持ち直し

2011 年初の統計変更後で最低の伸びとなった。一方、消費者物価上昇率は食料品の上昇率が 2011 年で初めて 1 桁の伸びに収まったことから、同 4.2%と前月の同 5.5%から大幅に低下した（第 3 図）。インフレが収まってきたため、消費の伸びは実質ベースで同+12.8%と前月（同+11.3%）から高まっており、経済情勢は悪化一辺倒というわけではない。

第 3 図：消費者物価上昇率の推移



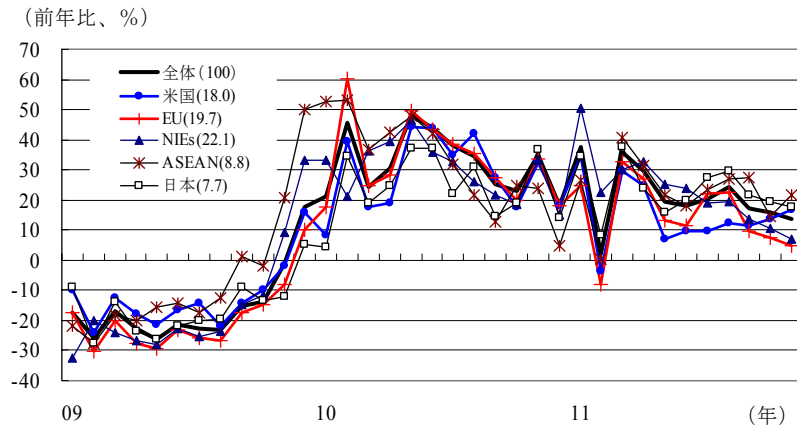
(注) () 内は消費者物価に占めるシェア
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 輸出減速のなかで迎えた WTO 加盟 10 周年

EU 向けを中心に
輸出減速

輸出は減速基調にあり、11 月には前年比+13.8%と旧正月要因を除くと過去 2 年間で最低の伸びとなった。地域別にみると、EU（同+5.0%）、NIEs（同+6.9%）向けの不振が目立つ（第 4 図）。一方、ASEAN（同+21.5%）、日本（同+17.7%）、米国（同+17.0%）向けは堅調を維持している。ただし、欧州債務問題の広がりにより、これら堅調な地域への輸出にも失速リスクが煽っている。

第 4 図：地域別輸出伸び率の推移

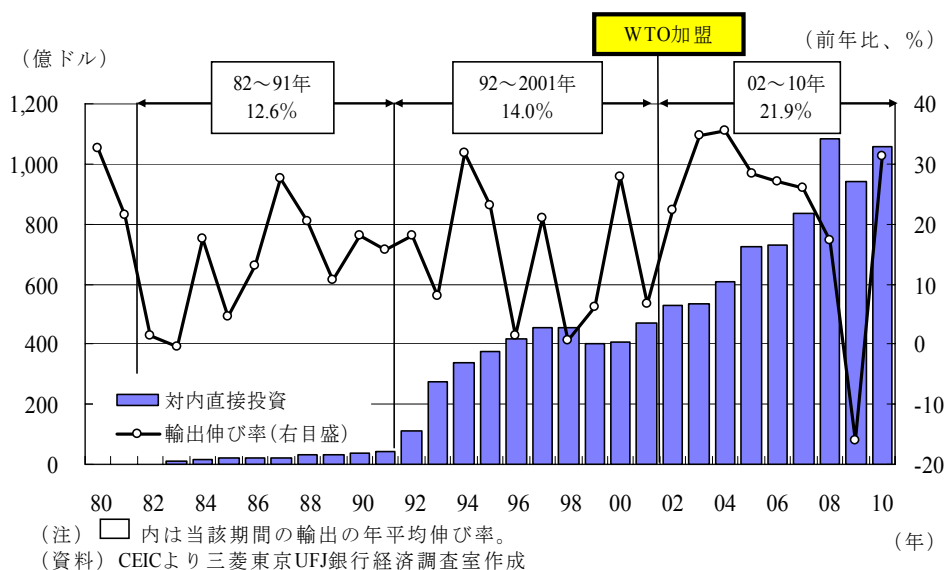


(注) () 内の数値は2010年の全体に占めるシェア
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

**WTO 加盟に伴う
直接投資、輸出急
拡大**

おりしも、中国は 2001 年 12 月 11 日に WTO に加盟して以来、10 周年を迎えた。この間、中国は海外からの投資を呼び込んで、「世界の工場」としての生産基盤を増強し、輸出・投資を牽引役とした高度成長路線を邁進した（第 5 図）。この結果、2009 年には世界最大の輸出国、2010 年には日本を抜いて世界第 2 の経済大国に躍り出た。加盟前には、農業、自動車、銀行など少なからぬ分野で中国企業が大きなダメージを受けるとの懸念もあったが、巧みな産業政策等もあり、杞憂に終わった。

第 5 図：直接投資と輸出の推移



もともと、中国の輸出大国化に伴い、他の加盟国からはアンチダンピング措置など対中輸入規制の強化とともに、市場開放の遅れや保護主義の台頭への批判も高まるようになった。また、経済大国化により、賃金ならびに本国通貨の上昇に伴う競争力の低下も避けられなくなっている。WTO 加盟 10 周年にして、中国の貿易を巡る環境は大きな転換点を迎つつある。

(3) 中央経済工作会議で決定された 2012 年の政策方針

12 月 12～14 日、中央経済工作会議が開催された。同会議は毎年末に当年の経済情勢を総括し、翌年の経済政策を決定するための重要会議である。開催は例年より遅れ、その背景には、金融政策を巡り、インフレ対応を最優先する現状維持派と景気悪化を警戒する緩和派の間での激しい対立が示唆されている。

会議の結果、積極的な財政政策と穏健（中立的）な金融政策という基本方針は継続されることになった（第 1 表）が、内容には変化がみられる。財政政策においては構造的減税政策が強調されている。同政策は 2008 年

**財政・金融政策と
もに基本方針は継
続**

の中央経済工作会議で言及されて以来、3年振りに再登場したもので、新税導入も含めて、税制を見直し、最適化を図るネット減税政策とされている。また、産業政策とリンクする形で、低所得層向け住宅、発展の遅れた地域、技術革新、省エネなど重点分野への投資は政策支援対象とされ、これらを中心に適度な投資規模を維持することによって景気を下支える意向が窺われる。5カ年計画の初年度という名目での無計画な投資拡大の回避が志向されていた前年とは趣が異なる。

第1表：中央経済工作会議で提示された主要政策

2012年		2011年	
①	マクロコントロールの強化・改善を継続し、安定的で比較的速い経済発展を促進する。経済成長、構造問題、物価を統一的に捉えて処理する。積極的な財政政策と穏健な金融政策を継続実施する。	①	マクロコントロールを強化・改善し、安定的で健全な経済を維持する。経済成長、構造改革、インフレ期待の管理を一層的確に処理する。積極的な財政政策を継続し、穏健な金融政策を実施する。為替相場形成メカニズムを改善し、人民元為替相場の合理的かつ均衡の取れた水準での基本的安定を維持する。
②	三農（農業、農民、農村が抱える困難な状況）対策に注力し、農産物の供給保障能力を増強する。	②	農業の近代化を推進し、安全性も含め、農産品の有効な供給を確保する。
③	経済構造の調整を加速し、経済の自律的・協同的發展を促進する。消費拡大、産業構造の高度化、省エネ・環境保護、地域間の協同的發展——などを推進する。	③	経済構造の戦略的調整を加速し、経済発展のバランスと競争力を強化する。消費の牽引力強化、投資の質と効率の向上、産業構造の調整を通じたコア競争力の強化——などを推進する。
④	重点分野と中核部分の改革を深化させ、対外開放の水準を高める。財政移転の見直しを含む税財政改革を図る。金利の市場化と為替相場形成メカニズムの改革を深化させ、人民元為替相場の基本的安定を維持する。	④	基本公共サービスを完備し、社会管理メカニズムを刷新する。教育、雇用、年金、医療、住宅などの分野で具体的に民生改善に取り組む。
⑤	民生を強力に保障・改善し、社会管理の強化・刷新をはかる。教育、雇用、社会保障システム、農民工、医療、住宅などの問題に取り組む。	⑤	改革の課題解決への注力を強化し、経済発展パターンへの転換を推進する。所得分配改革案を策定し、所得格差の拡大傾向の是正に努力する。
		⑥	互恵的な開放戦略を堅持し、国際経済協力の余地を広げる。

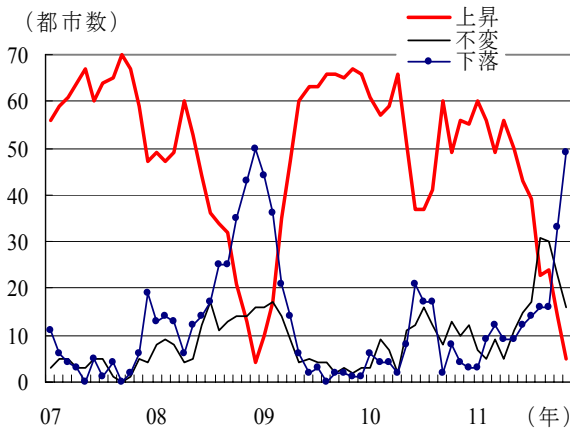
（資料）各種報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

金融政策にも、経済情勢に応じて適時適度に事前調整・微調整を行うという文言が盛り込まれ、実態的には若干の緩和方向に含みを持たせたものとなっている。このため、市場では、今後、数回の預金準備率の引き下げを織り込み、加えて、利下げも視野に入ってきたとの見方が浮上している。

なお、景気減速に伴い、不動産規制についても緩和期待があったものの、「不動産コントロールと住宅価格の適正水準への回帰」の方針が決定され、当面は封じ込まれた。主要70都市において住宅価格が下落した都市の数は急速に増え、11月には49都市に達したとはいえ、価格水準は高止まっており、ピークから2%以上下落しているのは2都市にとどまる以上、当然ともいえる（第6図）。もっとも、住宅販売・建設ともに前年比減少している（第7図）。不動産投資は投資全体の4分の1を占め、地方財政は土地譲渡収入に支えられるなど、中国経済は不動産への依存度が高い。銀行業監督管理委員会の劉明康主席（当時）は7月に銀行は不動産価格の50%の下落にも耐え得るとのストレステスト結果を示した。しかし、不動産バブル崩壊の悪影響は多方面に波及し、想定を上回るマイナスのインパクトをもたらす可能性が否定できないだけに、顕在化の兆しがあれば、迅速な対応が求められよう。

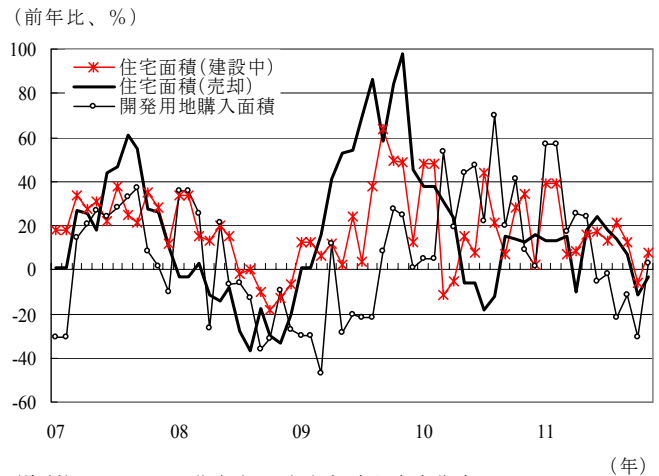
不動産コントロールと住宅価格の適正水準への回帰

第6図：住宅価格の騰落状況



(注) 70都市中、住宅価格が上昇、下落、不変の都市数。
 (資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：不動産動向



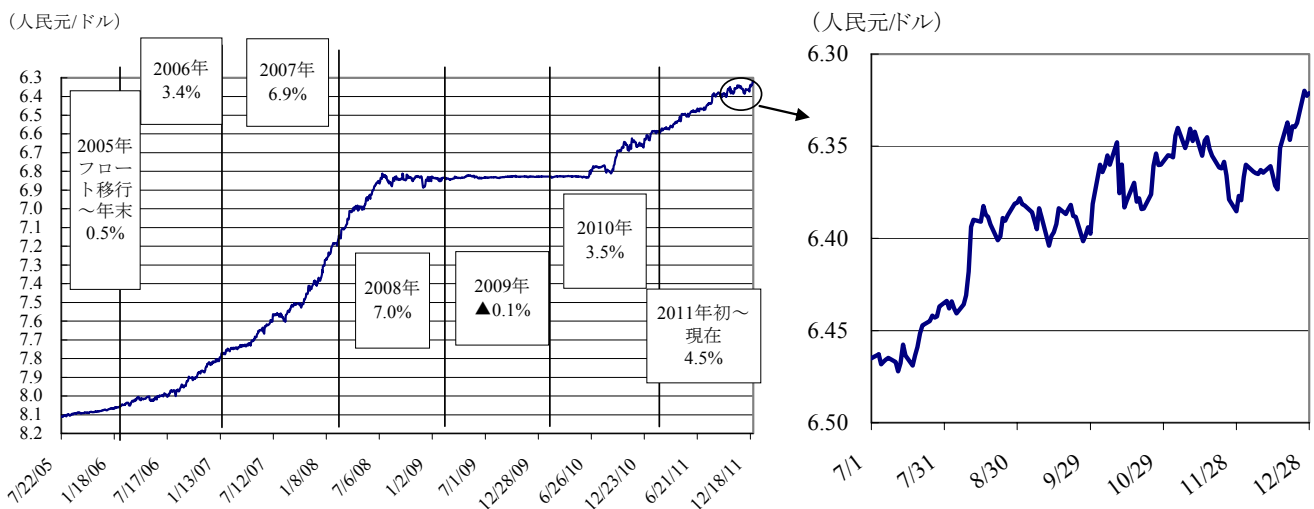
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 金融情勢

鈍る人民元の上昇ペース

人民元の対ドル相場は、人民銀行の柔軟性拡大宣言を経て、昨年6月以降、再上昇局面に入った(第8図)。しかし、9月以降、上昇ペースは鈍りつつある。また、公表相場から上下0.5%と規定されている日中の変動幅のなかで、従来と異なり、人民元がほぼ下限に近い水準で取引されるというケースが増えている。輸出の先行き不透明感が広がるなかで、人民元の上昇期待が剥落したためとみられる。中央経済工作会議における人民元相場の記述も、前年の「合理的かつ均衡のとれた水準での基本的安定を維持する」から「基本的安定を維持する」に切り替わり、上昇幅を限定する意向を窺わせる。

第8図：対ドル相場の推移



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

対米摩擦緩和のため、人民元下落は回避

こうした状況に反応して、市場では人民元売りが進み、これに対し、人民銀行が人民元買い介入を行った模様で、人民銀行の外貨買入ポジションは10、11月と連続で減少した。輸出が減速し、インフレも緩和しつつある今日、人民元相場の下落を阻止しようとする介入には違和感があるが、米国に対する対外摩擦の緩和策と考えれば首肯できる。

自国通貨を過小評価する国からの輸入品に報復関税を課するという為替政策法案は、10月11日に米議会上院で可決されたものの、下院では審議に至らず、廃案となる可能性が高いとみられている。しかし、2012年は米大統領選挙の年であり、人民元問題がクローズアップされるのは必定と考えられる。市場の圧力で元安に動いている以上、理論的には、米国側としても追及しづらはずであるが、中国当局としては摩擦を激化させかねない人民元下落は避けたいと考えても不思議ではない。

さらに、年末にかけては当局が一段と元高圧力を強化するなか、12月26日の終値は管理フロート制移行後の最高値である1ドル=6.3198元に達した。しかし、翌27日に米財務省が為替政策報告書（半年に1回）を公表し、中国の為替操作国への認定を見送った後は小幅下落した。今後とも、米中当局、さらには市場を加えた神経戦が続くとみられ、その帰趨には注意を要する。

照会先：経済調査室 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、宜しくお願ひ申し上げます。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。