

経済マンスリー [中国]

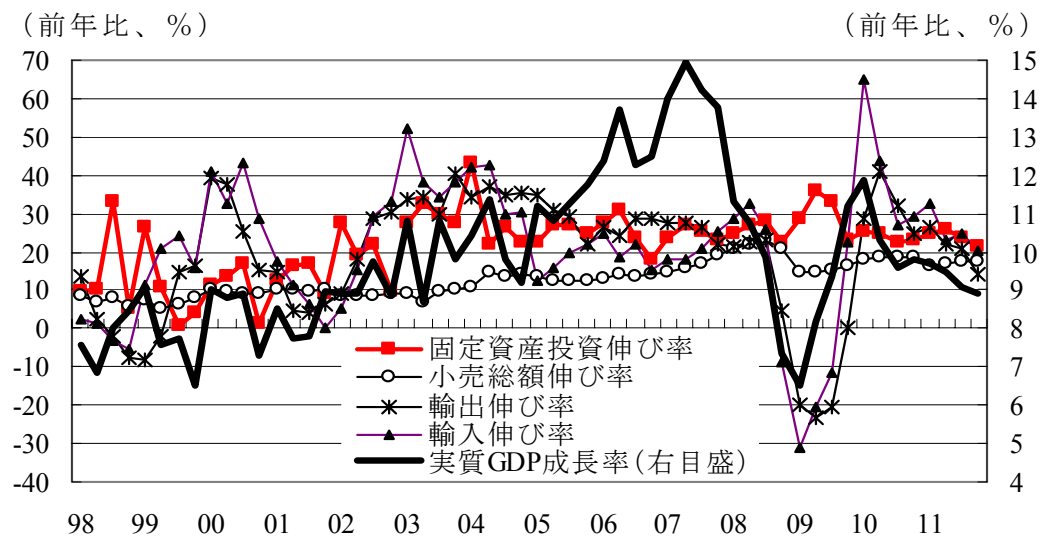
～景気減速の下、難度を増す成長と構造調整との路線選択～

1. 経済動向

(1) 第 4 四半期の成長はさらなる減速

2011 年第 4 四半期の実質 GDP 成長率は前年比 8.9%と前期（同 9.1%）を下回り、2 年半振りに 8%台の低水準となった（第 1 図）。前期比ベースでも 2.0%と前期の 2.3%から低下した。この結果、2011 年通年では 9.2%成長と前年の 10.4%から大きく減速した。

第 1 図：GDP 成長率と関連指標



(資料) CEIC等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

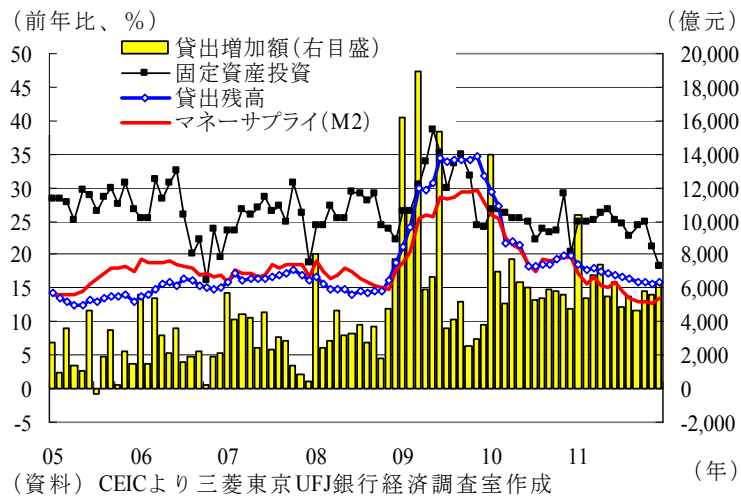
(年)

輸出には欧州債務問題の影響

第 4 四半期の内訳をみると、輸出は前年比+14.3%と前期の同+20.6%から減速した。欧州債務問題の影響から欧州（前年比+6.5%）、NIEs（同+9.0%）向けが失速したことが主因である。一方、輸入の伸びは同+20.2%と前期（同+24.9%）から低下したとはいえ、輸出を上回り、この結果、外需の寄与度は▲1.5%とゼロ近傍であった前期から大幅に悪化した。

こうした輸出環境悪化に加え、2010年秋以降の引き締め政策の重石もあり、投資も前年比+21.3%と前期（同+23.9%）からの減速は避けられなかった。2011年のマネーサプライ（M2）が前年比+13.6%と通年の目標である+16%を大幅に下回るなか（第2図）、とくに、中小企業へのダメージは大きく、高利の民間金融への依存による経営不振が問題視された。

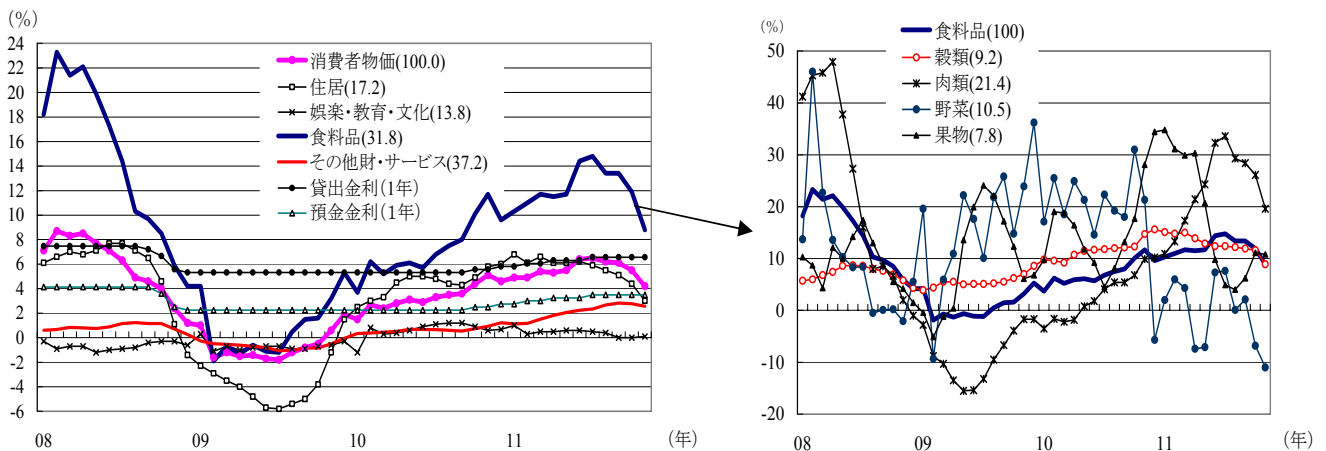
第2図：貸出と投資の推移



インフレピークアウトに伴い、金融緩和余地

これに対し、消費者物価上昇率は7月の前年比6.5%のピークから12月には同4.1%まで低下してきた（第3図）。このため、金融緩和の余地は広がり、当局は12月に市場予想よりも早いタイミングで3年振りの預金準備率の引き下げに踏み切った。ただし、引き下げ後でも大手銀行で21.0%と依然高水準にあり、市場では旧正月後に再度の引き下げを見込む向きが多い。

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

輸出・投資に減速傾向が目立つ一方で、消費は前年比+17.5%と名目ベースでは前期に比べ小幅加速にとどまったが、物価上昇を考慮した実質ベースでは加速が顕著となっており、インフレ緩和による購買意欲持ち直しが窺われる。もっとも、消費の牽引役であった自動車については、2010年末の大型販売振興策の期限切れの影響が2011年を通じて収まらず、販売台数は前年比+2.5%にとどまった。

こうして2011年は総じて景気減速基調を辿ってきたが、2012年は、従来であれば、政権交代期の大規模な党・政府人事異動を睨み、実績作りのための景気拡大志向が前面に押し出される年である。しかし、政府内には、グローバル危機に際しての積極財政・金融緩和の下での構造調整の棚上げ、不動産バブルなど弊害への反省の声がある。さらに、高成長期から安定成長期へのステージ移行を踏まえて、構造調整を進める必要上、安易な金融緩和・景気拡大路線に与すべきでないとの論調も強い。

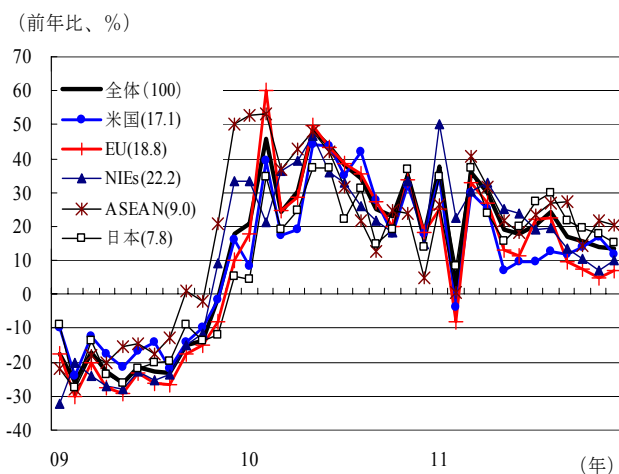
成長と構造調整との路線選択

成長と構造調整のどちらの路線が優先されるのか、その結果として、足元の景気後退、逆に中長期的なハードランディングをともに回避して、持続可能な安定成長軌道に乗せられるのか、世界経済への影響力を格段に高めた中国が高成長期の終焉を迎えようとする節目にある今日、その帰趨は世界的にも大きな注目を集めている。

(2) 2011年の貿易黒字は3年連続の縮小

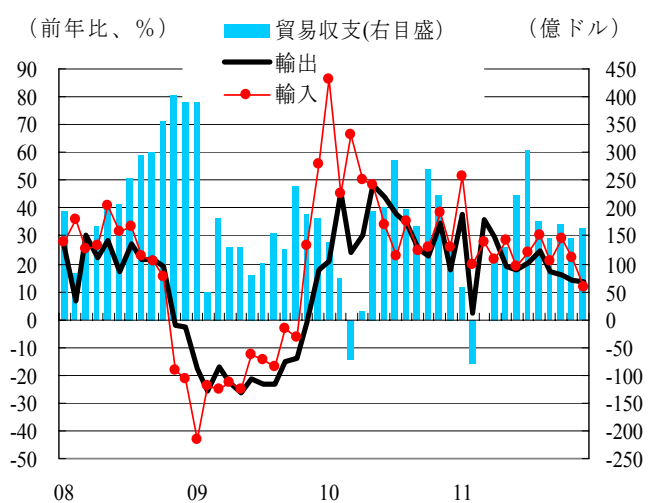
12月の輸出は前年比+13.4%と前月（同+13.8%）から若干の減速となった。地域別にみると、EU（同+7.2%）、NIEs（同+10.0%）、米国（同+11.9%）向けが不振である一方、ASEAN（同+20.5%）、日本（同+15.2%）向けは堅調を維持している（第4図）。一方、輸入は同+11.8%と前月（同+22.1%）から大幅に伸びが低下した結果、貿易黒字は前年同月比で拡大となった。

第4図：地域別輸出伸び率の推移



(注) () 内の数値は2011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

第5図：輸出入伸び率の推移



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年)

貿易不均衡は是正されるも、対外摩擦は収まらず

もつとも、2011年通年では輸入の伸び(同+24.9%)が輸出(同+20.3%)を上回り、貿易黒字は1,551億ドルと3年連続、同▲14.5%の縮小で、過去最大であった2008年の2,981億ドルからほぼ半減した。GDP比で見ると2007年の7.6%から2.1%にまで縮小してきており、貿易不均衡は急速に是正されていることになる。それでも、海外からは中国に対するアンチダンピング措置など対中輸入規制の強化も人民元への上昇圧力も収まる気配はなく、中国政府は憂慮の念を深めている。

(3) 全国金融工作会議の開催

1月6～7日、全国金融工作会議が開催された。同会議は、金融政策・金融改革の方向性を定めるための重要会議で、アジア危機が発生した1997年を初回として、5年毎に開催され、今回は4回目となる。

重要政策として、①金融サービスの向上、②金融機関の改革の深化、③金融監督管理の強化による金融リスクの防止、④地方政府の債務リスクの防止・解消——など8項目が掲げられた。主な内容は第1表のとおりである。

第1表：全国金融工作会議の重点政策の概要

① 金融サービスの向上	<ul style="list-style-type: none"> 金融業のサービス機能の向上とカバー範囲を拡大、脆弱分野への金融支援を強化。 経済構造調整、省エネ・汚染物質排出削減、環境保護及び自主革新の重点的に支援、とくに農村金融サービスの不足、小企業の資金調達難問題を早急に解決。
② 金融機関の改革の深化	<ul style="list-style-type: none"> コーポレートガバナンスを強化し、有効な政策決定、チェック・アンド・バランスのメカニズムを形成し、規範化され有効な奨励・規制のメカニズムを確立。 株主の多元化を推進し、独占を確実に打破し、参入を拡大し、民間資本による金融サービス分野への参入、銀行・証券・保険等金融機関の制度改革・増資・株主拡大へ参加を奨励・誘導・規範化。 政策性金融機関は政策的業務を主体とすることを堅持し、政策的業務と自営業を明確に区分し、勘定の個別管理・個別計算を行う。国家開発銀行の商業化改革を深化。
③ 金融監督管理の強化による金融リスクの防止	<ul style="list-style-type: none"> 銀行業は、全面的に慎重かつ周到なリスク監督管理システムを構築。 証券業は市場制度を整備し、行為の監督管理を強化し、投資家の合法的な権益を保護。 保険業は支払余力の監督管理を強化し、個別監督管理制度を整備。
④ 地方政府の債務リスクの防止・解消	<ul style="list-style-type: none"> 当面、中国の政府債務は全体的には安全であり、コントロール可能ながら、地方政府の債務規模のコントロールとリスクの事前警告のメカニズムの構築を要する。
⑤ 資本市場・保険市場の育成と金融市場の協調的発展	<ul style="list-style-type: none"> 株式先物市場の安定的かつ健全な発展、各種取引所の整理、規範化され統一された債券市場ならびに保険市場の育成——等を推進。

⑥ 金融マクロコントロール・システムの整備	・ 金融政策と財政政策・監督管理政策・産業政策の協調性を強化し、経済発展と金融の安定を促進。
⑦ 金融の対外開放推進	・ 穏当かつ秩序立った資本取引の自由化を推進、外貨準備の運用管理水準を向上。香港・マカオ・台湾との金融協力を深化、香港を支援し国際金融センターとしての地位向上。上海国際金融センターの育成加速。
⑧ 金融インフラの強化と金融発展の環境整備	・ 金融法規の制定・整備を加速し、金融業の信用情報収集体制を確立し、登録・カストディ・支払・清算等の金融インフラを整備し、消費者の権益保護を強化。

(資料) 各種報道等より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

世界的金融混乱の下、改革よりもリスク回避優先

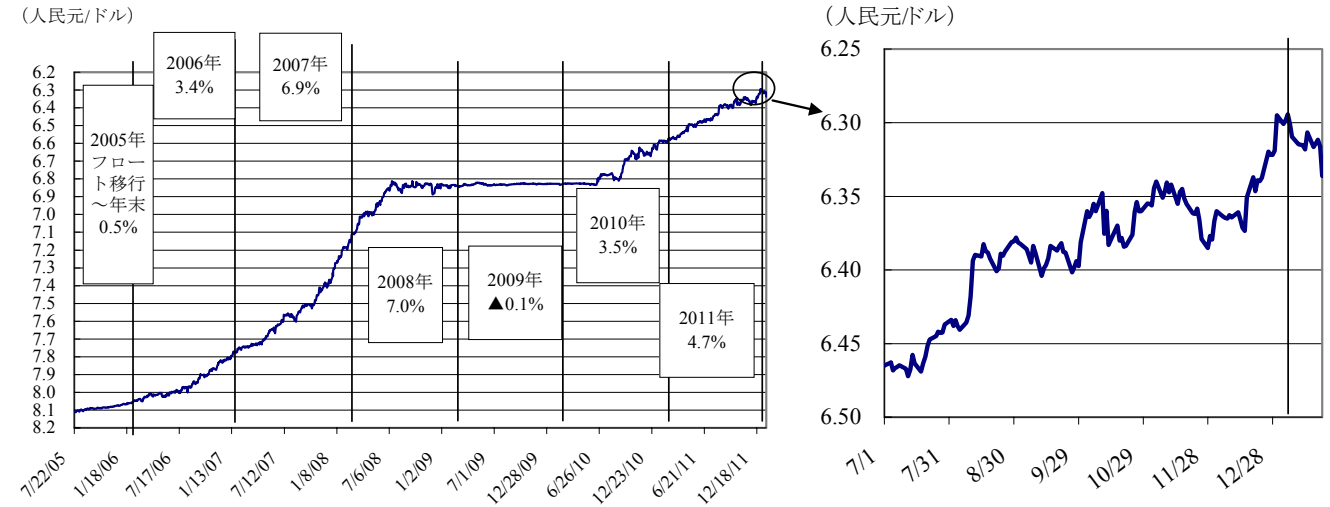
重点政策の筆頭に金融サービスの向上が挙げられた。これは、「金融は実体経済に奉仕するという本質的要求を堅持しなければならない」との基本方針に沿ったものである。引き締め政策下で、中小企業が高利の民間金融に依存せざるを得なくなり、正規の金融機関の実体経済への貢献が改めて疑問視されるようになった現状を踏まえたものといえよう。

他の政策をみるとリスク回避に関わる項目が多い。第2項目の金融機関の改革においては、コーポレートガバナンスの強化が強調され、第3項目では、銀行・証券・保険、それぞれに対し監督強化が要求され、第4項目では地方政府の債務リスク防止が盛り込まれた。一方、金利や資本移動の自由化については先送りの感が強いというのが一般的な評価となっている。米国に次いで欧州で世界を巻き込む金融混乱が発生し、深刻度を増している今日の状況からすれば、こうした政策選択は驚くには当たらない。今後は同会議の方針に従ってリスク管理の観点からの政策整備を中心とした金融政策の展開が予想される。

2. 金融情勢

人民元の対ドル相場は、2010年6月19日に人民銀行（中央銀行）が柔軟性拡大宣言を行って以降、再上昇局面に入り、年間上昇率は2010年に3.5%、さらに2011年には4.7%となった（第6図）。2011年の上昇率は2010年に比べ拡大したとはいえ、2010年の上昇期間はほぼ半年程度であることからすれば、2011年はむしろペースダウンともいえる。また、2012年に入っても、これまでのところ、前年末よりもやや人民元安水準にある。

第6図：対ドル相場の推移

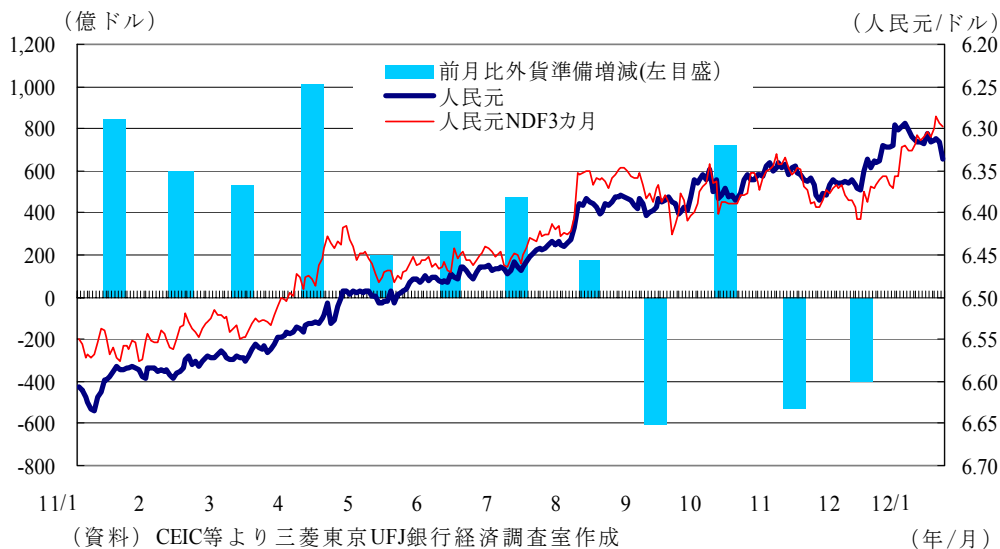


(注) 内の%は矢印で示された期間の対ドル上昇率
 (資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

人民元買い介入により外貨準備減少へ

詳細にみると、上昇ペースが鈍ったのは2011年9月頃からである。人民元については、市場の先高観を反映して、先物相場（NDF相場）が現物相場よりも元高となるのが通例であるが、しばしば元安となる逆転現象が生じた（第7図）。また、現物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い、下落を抑制する場面が増え、9月、11～12月には外貨準備が減少した。このような市場における人民元上昇期待の後退と輸出減速傾向を考え合わせると、2012年の人民元相場の上昇率は2011年よりも小幅にとどまる可能性が高まっている。

第7図：人民元相場と外貨準備増減



(資料) CEIC等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(年/月)

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。