

～海外情報～

2012年6月20日 全7頁

中国：成長の“調整”に徹する中国政府

経済調査部
後藤 あす美

利下げのアナウンスメント効果を盾に景気刺激策は小出しに

[要約]

- 5月の経済指標は、好転を確認できるほどの兆候は見られなかった。一部では中国政府の政策効果が景気鈍化をカバーしているようにも受け止められる。6月8日に3年半ぶりに実施された利下げは、金利設定の自由度を高め、預金者保護と融資拡大を両立し、景気下支えの大きなアナウンスメント効果となっただろう。この効果を盾に、中国政府は、消費刺激策などを経済成長の巡航速度の引き下げ（成長力の健全化）の微調整役として扱い、小出しにするだろう。
- また、この調整局面を利用して、中国政府は金融市場の改革を着々と進めている。長期的な戦略であるが、中国が世界の覇権を名実ともに得るには、産業構造の転換と対外開放を前進させ、“中国企業の国際化”を図る必要がある。そのための土台作りと言えよう。足元の景気鈍化が鮮明になれば、間接的な企業活動の刺激策として金融市場改革速度は前倒しされる可能性もあろう。

5月の統計は需要鈍化と政策効果の綱引きが垣間見られる

政策効果で穴埋めが
みられる生産

2012年5月の鉱工業生産は前月の前年比+9.3%から若干上昇し、同+9.6%となった。中国経済の失速感が鮮明になった前月から、大きく反転する兆候は見られない。

ただ、保障性住宅の建材などに使われるセメント産業の生産は底堅く、公用車への国産車積極採用策やエコカー開発で活性化を促されている自動車産業の生産は、徐々に息を吹き返してきている様子が見て取れた。また、電力産業では、7月1日より家庭向けの新制度を全国で試験導入する。これまで電力料金の設定に規制があり、電力会社は燃料費の高騰を転嫁できず、業績悪化から円滑な設備投資がしにくい状況にあり、慢性的な電力不足の要因となっていた。これで生産意欲の改善が期待できるだろう。同様に鉄鋼業でも老朽化した設備の淘汰と省エネ化で生産効率性を刷新していく政策が続けられているが、中国政府主導による生産の調整と押し上げに繋がる動きがみられる。

方向性が読めない外
需

また、生産低迷の要因だった外需の動向は2012年1-5月期の輸出が前年同期比+8.7%（1-4月期：同+6.9%）、輸入が同+6.7%（同+5.1%）と多少持ち直した。中でも注目されていた国・地域別輸出の伸びは対米で前年同期比+14.4%（1-4月期：同+12.0%）、対欧で同▲0.8%（同▲2.0%）、対ASEANで同+14.8%（同+10.9%）、対日で同+9.8%（同+9.0%）と全てが改善。1-5月期の輸出の57.8%を占める電子部品・製品の輸出が好調だったことが背景にある。それでも政府目標である年間10%成長を維持するにはぎりぎりの水準だ。5月に入って、外資の対中投資額（実行ベース）は前年並みに戻り（92.3億ドル、前年同月比+

0.05%)、年初来累計の前年同期比のマイナス幅も縮小傾向にあるが、1-4 月期の一定の規模以上の企業の利益の伸びを見ても、輸出を支える外資企業（香港・マカオ・台湾も含む）は前年同期比▲13.2%であり、投資意欲を駆り立てる材料が存在するか疑問である。

中小企業向け融資は改善か？

ただ、5月の金融統計を見ると、新規人民元建て融資額は7,932億元と増加。需要は年初前後に集中していた短期融資から中長期融資にシフトしている模様。預金増加額も1.22兆元と4月のマイナスから好転した。中小企業にみられた運転資金の逼迫状況が緩和してきていると考えられる。深圳証券取引所のベンチャー・ボード「創業板」の年初来のIPO調達額が香港を上回っていることからみても、中国政府の中小企業・戦略的7大産業の育成・保護指導が功を奏し始めたということだろう。

利下げは融資加速と預金者保護を両立

加えて、中国人民銀行は6月8日に利下げを実施。貸出金利の下限を基準金利の0.8倍（従来は0.9倍）、預金金利の上限を基準金利の1.1倍（従来は基準金利が上限）にし、借り手と預金者を同時に保護する政策を打ち出した。今秋に開催とみられる党大会を前に、中国政府は景気の底入れを確認したいところだ。そこで利下げ効果の実体経済への波及を逆算すると、タイムリミットが近づいたこの時期に念には念を入れた刺激策を実施した形だろう。実際今回の利下げで、預金金利の上限は切り上がり、利下げ前より高い預金金利を採用する銀行も出てきている。預金意欲が高まり、その預金を原動力に、銀行は中小企業や戦略的7大産業（省エネ・環境保護産業、新世代情報技術産業、バイオ産業、ハイエンド装置製造産業、新エネルギー産業、新素材産業、新エネルギー自動車産業）へ融資がしやすくなる。くしくも、5月のCPIは前年同月比+3.0%と、10年7月以来の低水準となった。預金準備率の引き下げも含め、多様な金融緩和の手法を採用する余地も広がりつつあり、中国政府がまだ持ち球を持っていることを考慮すると、ハードランディングを強く危惧する時期には達していない。

消費刺激策は、押し上げでなく、あくまで下支え

頼みの綱の消費は底堅い？

利下げにも踏み切り、全面的に景気下支えをアピールしている中国政府だが、最終的に鍵を握るのは内需である。12年5月の小売総額は前年同月比+13.8%と、06年8月以来の低水準を記録した。消費の大半を占める都市部の消費意欲が若干弱い。実質ベース（名目小売総額伸び率-CPI伸び率）でみると、同+10.8%と底堅いと捉えられ、例えば、1-5月期の自動車販売台数も前年同期比+1.70%と、マイナスだった1-4月期（同▲1.33%）からは好転している。ただ、景気的不安定さを払拭するほどの勢いはない。

刺激策は一部商品で滑り出し好調になる可能性も

この状況下で、中国政府は消費意欲の刺激策として、5月16日に排気量1.6L以下のエコカー購入への補助金給付策を採択し、60億元投入するとした。また、薄型テレビ、エアコン、冷蔵庫、洗濯機、湯沸かし器の購入への補助金給付策「省エネ製品惠民プロジェクト」を暫定的に12年6月1日から13年5月31日までとし、265億元投入する。排気量の大きい古い自動車を一掃し、排ガス削減に繋がったり、エアコンのような季節商品や、ロンドンオリンピック開催で商機を迎える薄型テレビは好調な滑り出しを見せたりするかもしれない。

効果の表れ方にばらつきが懸念される

ただ、①これまでも行われてきた「家電（自動車）下郷」「家電（自動車）以旧換新」の焼き直しである、②自動車購入補助金では半ば強制的に作り出した需要で

消費サイクルが乱れ、11年は低迷する結果となっており、買い替え需要が低い可能性がある、③過去の政策では、途中で期間延長と対象地域・製品の拡大など調整に迫られており、今回も補助金の規模が小さい懸念がある、④過去の傾向を見ても、効果は期限切れ前の駆け込み型である、など、その効果は巨額の公共投資と比較して読みにくい。各方面の有識者からも不安視する声が出ている。

そもそも、家電と自動車は消費全体の約7%、約27%であり、特に家電市場の25%から30%程度を押し上げたとしても、さほど消費全体を活性化させるに及ばないだろう。逆に、国家発展改革委員会は消費の18%前後を占める石油製品の価格を6月9日より08年12月以来で最大の引き下げを行うと発表しており、自動車購入刺激策と合わせて効果的と思われる。

また、重慶市は今回独自の家電・自動車購入補助金給付策を提示した。重慶市の企業、もしくは重慶市で作られた製品が対象となる。パソコンも対象となっており、多くのハイテク企業の工場を誘致してきた重慶市は民営企業の支援を兼ねた政策にアレンジしている。成長・財源の余裕度により地域間で消費刺激策の波及効果にばらつきが出ると考えられる。

いずれにせよ、総じてみると、底力が試される国慶節や春節を控えた時期の消費力の下振れを予防する程度とみるのが正しいだろう。利下げによって得られた景気下支えのアナウンスメント効果を盾に、中国政府は、消費刺激策などを経済成長の巡航速度の引き下げ（成長力の健全化）の微調整役として扱い、小出しにするだろう。よって、経済見通しの成長率予測に変更はない。

消費刺激策はあくまで成長速度を調整する下支え

進む金融市場の改革

景気鈍化の深刻化を防ぐために矢継ぎ早に政策が打たれているが、それと並行して、中国政府は中国企業の産業構造転換と対外開放による引進來（外資引き込み）の再燃に向けた下地作りを着々と推進している。具体的には、①人民元の国際化、②要件緩和による金融市場への参入促進、である。

6月1日より人民元と日本円の直接取引開始

特に人民元の国際化は活発な動きがみられる。中国人民銀行は4月16日から人民元の対ドルレートの変動幅を基準値から±1.0%（従来は±0.5%）に拡大したが、5月12日には人民元と日本円の取引を、6月1日より対米ドルレートを軸としたクロスレートからマーケットメーカー制へ移行させると発表した。人民元と取引が可能な通貨は9つ存在し、そのうち豪ドルと加ドルは11年11月から採用になったばかりである。取引には2種類の手法が存在し、ユーロなど主要通貨はクロスレート制を採用しているが、今回日本円で採用されたマーケットメーカー制はマレーシアのリングgit（10年8月開始）、露ルーブル（10年11月開始）で取り入れられていただけである。つまり、中国政府は人民元の国際化に向け、日本円で1つの大きな挑戦をし始めたわけだ。

目的はオフショア人民元の吸収拠点としての日本

日中ともに重要な貿易相手国となっているが、その決済の約6割強が米ドル建てと、両国の需給とは関係ない為替リスクを伴いながら、年間30億ドルともいわれる為替取引手数料を収めており、人民元と日本円の直接取引はその圧縮を図る目的がある。さらに外貨準備高でもドル依存体制を打開し、リスク分散に取り組みたいという共通の認識がある。ただ、中国政府の思惑はさらに深く、より流動性が高い為替市場を有する東京市場で人民元取引を間接的に活発化させ、香港と同様、人民元の吸収機能を担ってもらい、吸収したオフショア人民元を中国企業

への融資の原資として活用することだろう。また、その原資は中国で技術移転の担い手として期待されている日本の中小企業の中国進出の手助けにもなり、中国側としても外資導入の円滑化を図ることができる。

広がる人民元建て決済の背景には人民元切り上げ期待

ちなみに、12年1-5月期のクロスボーダー人民元建て決済は貿易で9,926億元、直接投資で906億元だった。11年のクロスボーダー人民元建て決済の実績（貿易：2兆813億元、直接投資：1,109億元）と比較すると、中国の貿易や直接投資の総額に占める人民元の利用率は若干高まっているように見える。香港や台湾とはCEPAやECFAなどを利用しながら金融業の蜜月化が進んでおり、他国よりも中国への投資や人民元の活用法が多様化されている。ただ、他地域では人民元の切り上げ期待から保有するメリットが先行している。

中韓FTA交渉で通貨の直接取引をどう考えるか？

特に、中国が貿易赤字を抱えている韓国やASEANはその志向が強いだろう。中国政府としては、貿易・投資の活発化のツールとしての人民元のプレゼンスを高めたいわけであって、それにはこれらの地域での人民元の兌換性・流動性を高める術が必要になる。12年5月13日には日中韓投資協定が署名され、中韓FTA交渉は2年以内に妥結すると表明されているだけに、関税引き下げなどのコスト圧縮メリットについて議論する中で、通貨の直接取引がどう捉えられるかによるが、日本円に続き、すでに通貨スワップ協定が締結されている韓国ウォンとの直接取引の可能性も将来的にはあるだろう。

QFII資格の要件緩和に向けた動き

要件緩和による金融市場への参入促進に関しては、4月3日、中国证券监督管理委员会はQFII（適格外国機関投資家）とRQFII（人民元適格海外機関投資家）の投資認可額上限を拡大する（それぞれ、300億ドル→800億ドル、200億元→700億元）政策を打ち出したが、これに続きQFII資格の要件緩和に向けた動きが出ている。6月15日に明らかにされた修正案には、①銀行間債券市場や株式指数先物取引、信用取引への参入許可、②資産管理機関や保険会社、年金基金などに求める証券資産管理規模の引き下げ（50億ドル以上→5億ドル以上）や、設立からの年数の短縮（5年→2年）、が挙げられている。中国政府は長らく「引進來」政策を行ってきたが、グリーンフィールド投資から証券投資へと手法を拡大させ、中国企業の資金調達が多様化を進め、同時に第三次産業の一角である金融サービスの育成に注力したいのだろう。

地固めされる中国企業の国際化への道

狙うは中国企業の国際化

現在進められている通貨・金融市場の改革は、単にこれまで米国をはじめとする諸外国から指摘されてきた「自由化」に対する圧力を緩和するために行うわけではないだろう。どちらかと言うと、今回の中国の景気鈍化の根底に隠されている中国企業のコスト競争力の後退問題を解決しようという動きである。最低賃金の上昇をきっかけに農民工の賃金はそれ以上の上昇を見せている。一方で、世界的な需要減退から売上高を伸ばしにくい。中国企業が生産性向上や対外進出を模索しながらコスト削減に対して積極的な景気鈍化局面で、淘汰と保護を混在させながら（＝政策を小出して微調整にとどめ）、抜本的に企業経営に重要なシステムを国際（自由）化で中国企業に世界展開に必要な体力をつけさせている。よって、足元の景気鈍化が鮮明になれば、間接的な企業活動の刺激策として通貨・金融市場改革の速度は前倒しされる可能性もあろう。

大和総研による中国経済見通し一覧

(前年比、%)	2007	2008	2009	2010	2011	2012 (F)	2013 (F)
実質GDP成長率	14.2	9.6	9.2	10.4	9.2	8.5	9.0
固定資産投資(名目)	25.8	26.6	30.4	24.5	23.8	18.5	20.0
小売総額(名目)	18.2	22.7	15.5	18.3	17.1	15.5	17.0
消費者物価指数	4.8	5.9	-0.7	3.3	5.4	3.4	4.0
貿易収支(通関ベース、億米ドル)	2,643	2,981	1,957	1,815	1,553	1,319	1,109
輸出	26.0	17.2	-16.0	31.3	20.3	7.5	13.0
輸入	20.8	18.5	-11.2	38.8	24.9	9.5	15.0
貸出基準金利(1年物、期末)	7.47	5.31	5.31	5.81	6.56	6.06	6.06
人民元レート(対ドル、期末)	7.30	6.83	6.83	6.62	6.30	6.25	6.07

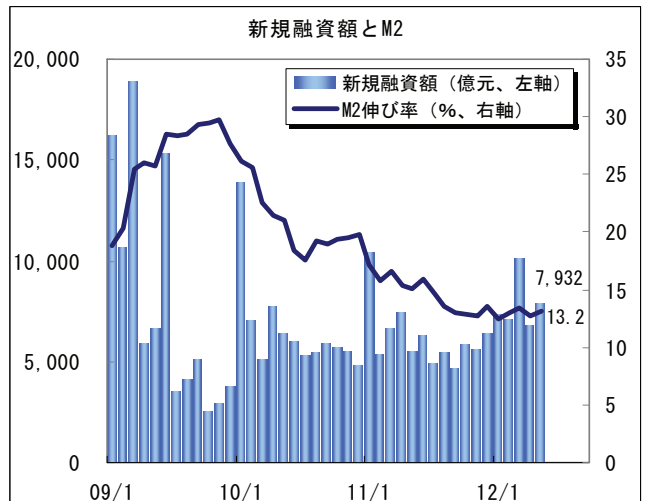
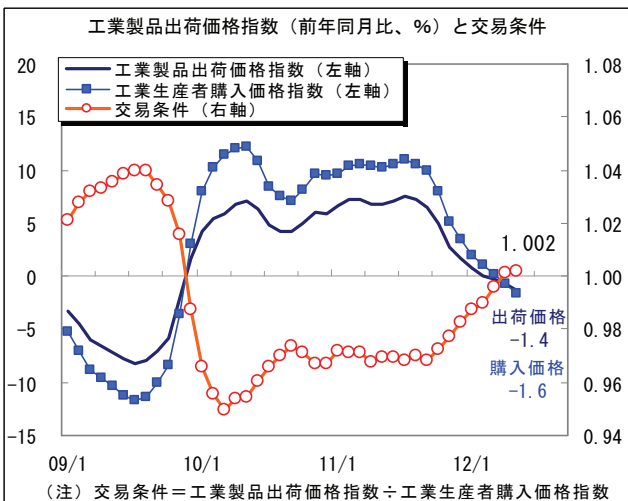
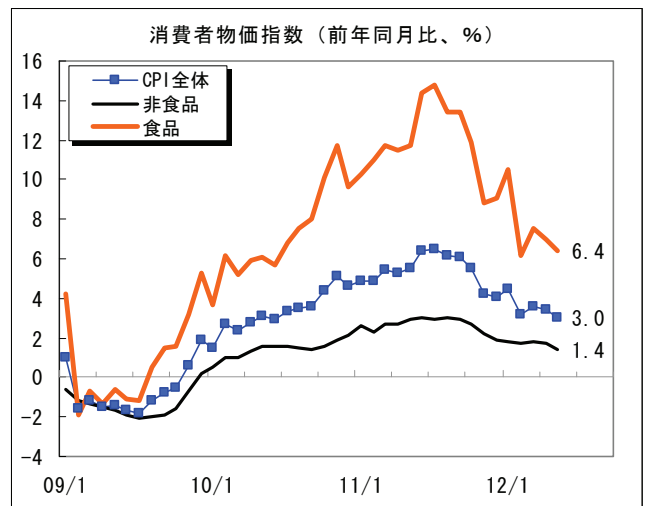
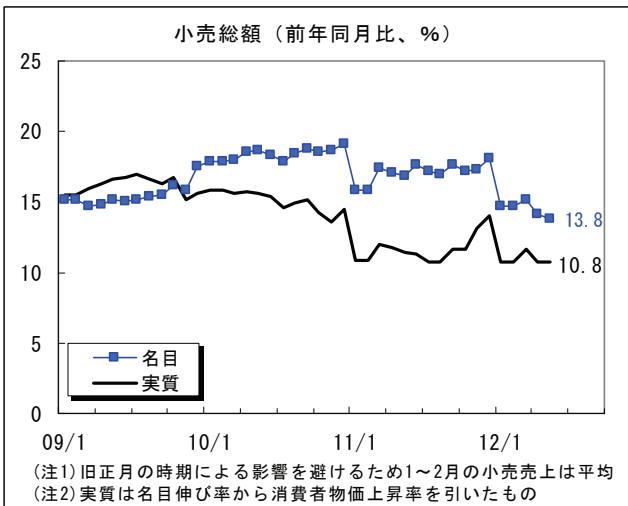
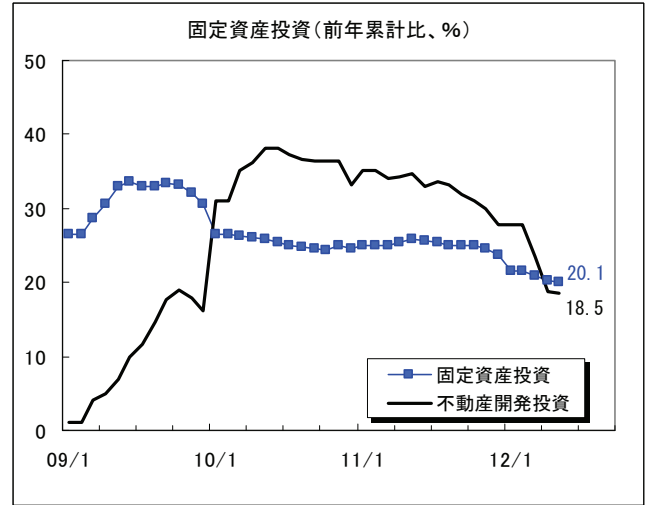
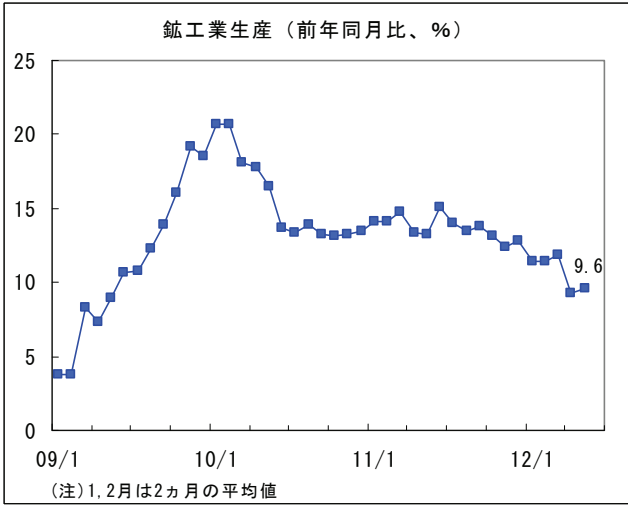
(出所) 実績は中国統計年鑑、中国人民銀行。見通しは大和総研

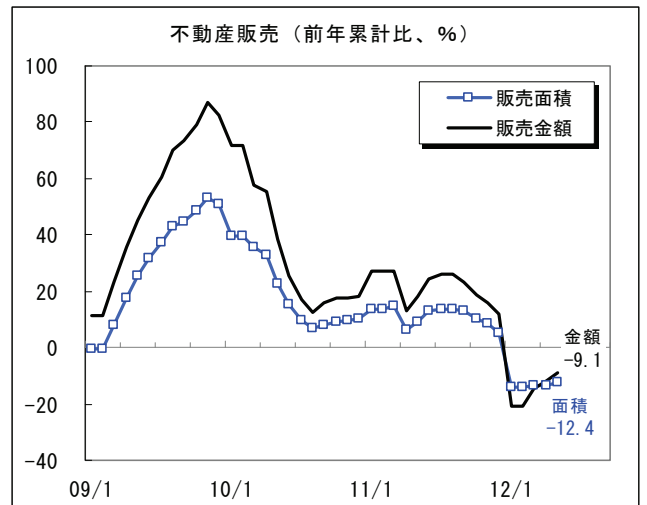
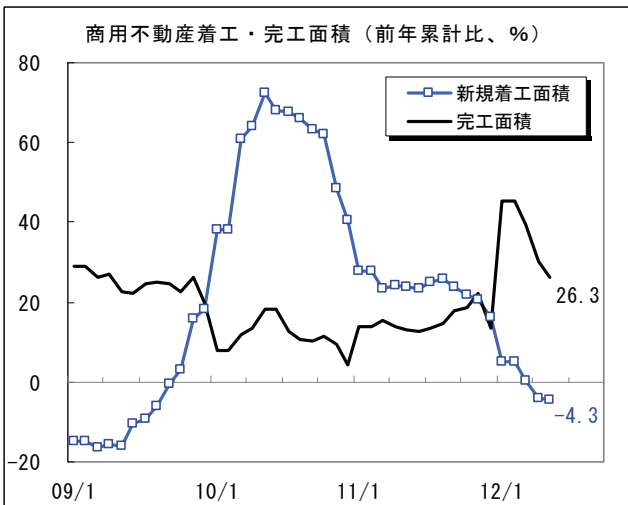
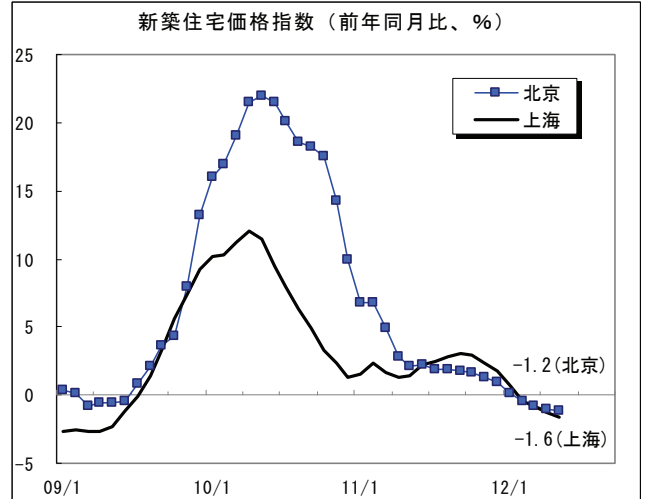
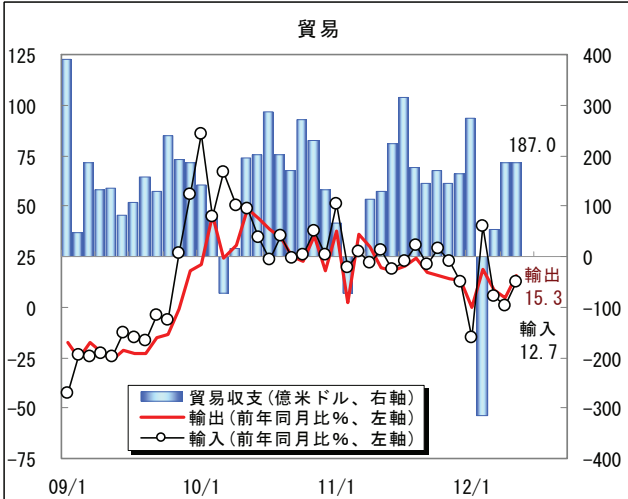
主要経済指標一覧

	2011年12月	2012年1月	2月	3月	4月	5月
実質GDP成長率(四半期、前年同期比、%)	8.9	-	-	8.1	-	-
鉱工業生産(前年同月比、%)	12.8	11.4		11.9	9.3	9.6
固定資産投資(前年累計比、%)	23.8	21.5		20.9	20.2	20.1
不動産開発投資(前年累計比、%)	27.9	27.8		23.5	18.7	18.5
小売総額 名目(前年同月比、%)	18.1	14.7		15.2	14.1	13.8
実質(前年同月比、%)	14.0	10.8		11.6	10.7	10.8
消費者物価指数 全体(前年同月比、%)	4.1	4.5	3.2	3.6	3.4	3.0
食品(前年同月比、%)	9.1	10.5	6.2	7.5	7.0	6.4
非食品(前年同月比、%)	1.9	1.8	1.7	1.8	1.7	1.4
工業製品出荷価格指数(前年同月比、%)	1.7	0.7	0.0	-0.3	-0.7	-1.4
工業生産者購入価格指数(前年同月比、%)	3.5	2.0	1.0	0.1	-0.8	-1.6
新規融資額(億元)	6,405	7,381	7,107	10,112	6,818	7,932
M2伸び率(%)	13.6	12.4	13.0	13.4	12.8	13.2
輸出(前年同月比、%)	13.3	-0.5	18.3	8.9	4.9	15.3
輸入(前年同月比、%)	12.1	-15.0	40.3	5.3	0.3	12.7
貿易収支(億米ドル)	165.2	272.8	-314.8	53.5	184.3	187.0
新築住宅価格指数 北京(前年同月比、%)	1.0	0.1	-0.4	-0.8	-1.0	-1.2
上海(前年同月比、%)	1.8	0.7	-0.4	-0.8	-1.3	-1.6
商用不動産 着工面積(前年累計比、%)	16.2	5.1		0.3	-4.2	-4.3
完工面積(前年累計比、%)	13.3	45.2		39.3	30.2	26.3
不動産販売 面積(前年累計比、%)	4.9	-14.0		-13.6	-13.4	-12.4
金額(前年累計比、%)	12.1	-20.9		-14.6	-11.8	-9.1

(出所) 国家統計局、中国人民銀行、通関統計より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）





(出所) 国家統計局、中国人民銀行、通関統計より大和総研作成