

## 中国 景気過熱・不均衡拡大に変化はみられず

発表日：2007年7月12日(木)

～中国政府は対外不均衡の拡大と資産価格の急騰を抑制する政策を重視しており今後不均衡拡大に歯止め～

第一生命経済研究所 経済調査部

桂畑 誠治(かつらはた せいじ)

(03-5221-5001 : [seiji@dlri.dai-ichi-life.co.jp](mailto:seiji@dlri.dai-ichi-life.co.jp))

● 4～6月期も中国経済は消費、投資の好調を映じて高成長を維持した可能性が高い。そのような中、中国政府は対外不均衡の拡大、資産バブルを懸念し元の変動幅拡大と輸出増徴税の還付率引き下げを実施した。

● 2005年7月以降の元高、14回にわたる輸出増徴税の還付率引き下げ同様、今回の調整も構造変化を促すが貿易黒字の削減には繋がり難いと考えられる。しかし、通貨元の上昇が続くこと、高成長に伴う資源不足・エネルギー需要の高まり等から輸入の増加が期待できるため、貿易黒字の拡大には歯止めがかかろう。

● 急騰していた株式市場への対策として、中国政府は印紙税の引き上げ、海外への投資規制の緩和等を実施した。今後、株への過度な資金流入が抑制される可能性があるものの、中国経済の高成長を背景に企業業績の好調が続くとみられ株価の大幅な調整は回避される可能性が高い。

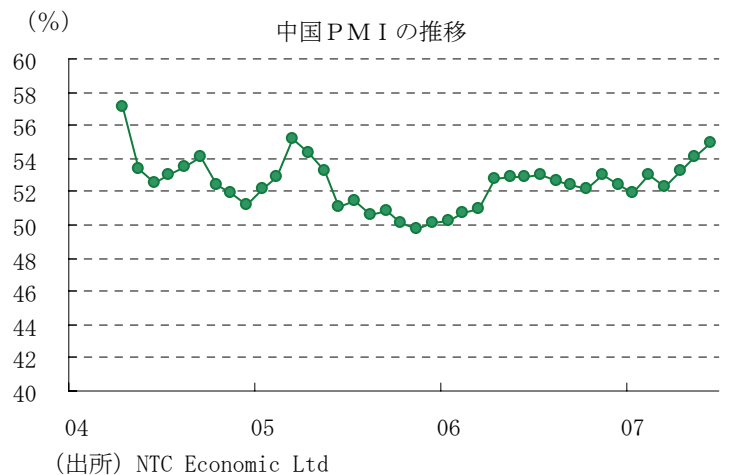
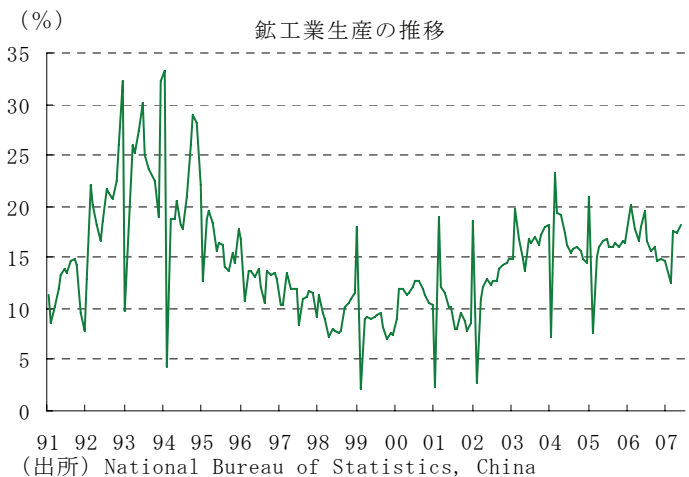
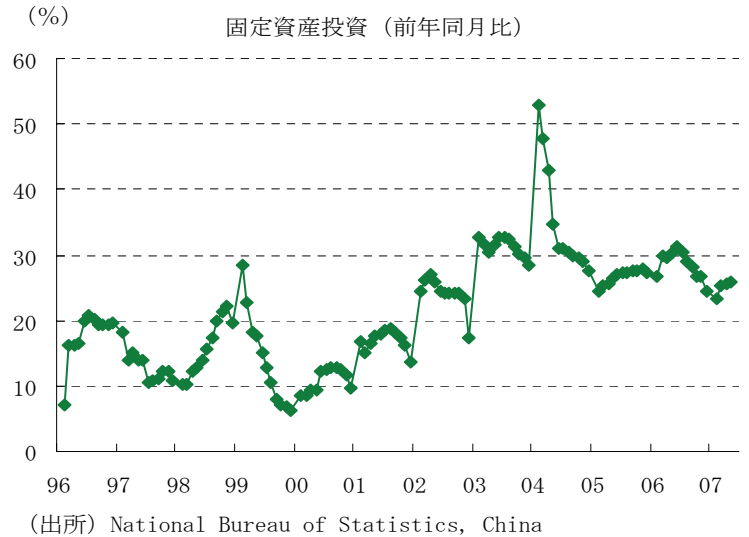
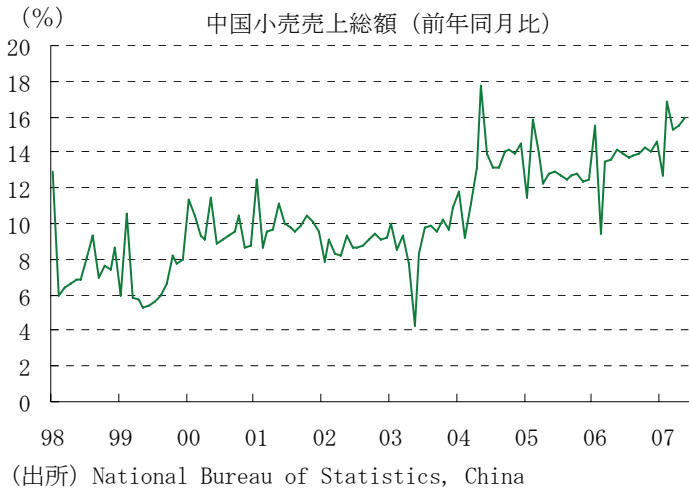
● 中国経済はインフラ・環境関連、国内需要に対応するための強い投資需要に加えて、賃金の上昇・中間所得者層の拡大を背景に個人消費が加速するとみられ、少なくとも2008年8月の北京オリンピックが終わるまで二桁成長が持続しよう。このような中、元の上昇ペース加速の容認、資源の大量調達などの輸入増加によって貿易黒字の拡大には歯止めがかかろう。資産価格の上昇ペースを抑制するための金融引き締めや規制強化は慎重に行われると見込まれ景気への悪影響は回避される公算が大きい。

**4～6月期も好調持続** 中国政府は現在“過熱感のない高成長”を目指している。現在高成長を維持しているが、内需の好調に加えて、貿易黒字が過去最大の水準に拡大している。この対外不均衡の拡大により、欧米との間で貿易摩擦が生じている。さらに、潤沢な流動性や家計の預金から株式に資金をシフトする動きなどによって、株式市場に大量の資金が流入し株価が短期間に急上昇した。このような状況の中で、中国政府は過熱感のない高成長を長期にわたり持続させるために様々な対策を講じ、景気に悪影響を与えるような急激な調整を回避しようとしている。

現在の景気情勢は相次ぐ金融引き締め策の実施にもかかわらず4～6月期の実質GDP成長率が1～3月期の前年同期比+11.1%から小幅鈍化にとどまった模様であり、好調が持続している。需要別の動向をみると、消費に関しては好調な景気を受けた賃金上昇に加え、最低賃金の引き上げなどによる可処分所得の高い伸びを背景に社会消費品小売総額が5月に前年比+15.9%と高い伸びを維持した(都市部前年比+16.3%、郊外同+15.0%)。投資では1～5月の都市部固定資産投資が前年比+25.9%と2006年12月の同+13.8%から大幅に加速し2006年の前年比+24.5%も上回っている。また、不動産投資は同+27.5%(前月同

+27.4%) と高い伸びが継続している。

生産活動では内外需要の好調を背景に自動車、発電、セメント生産が加速し鉱工業生産は1～5月に前年比+18.1%と速まった。また、製造業PMIが4～6月期に54.13と1～3月期の52.45からプラス幅を拡大していることから、前期比でも製造業部門の拡大ペースが加速していると判断される。

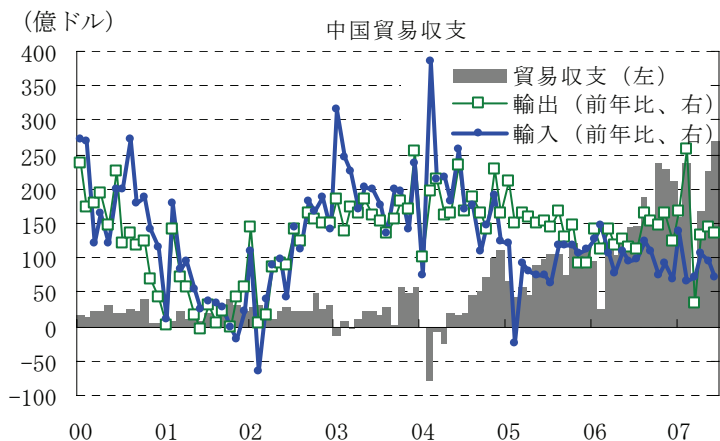


## 6月の貿易黒字は過去最大

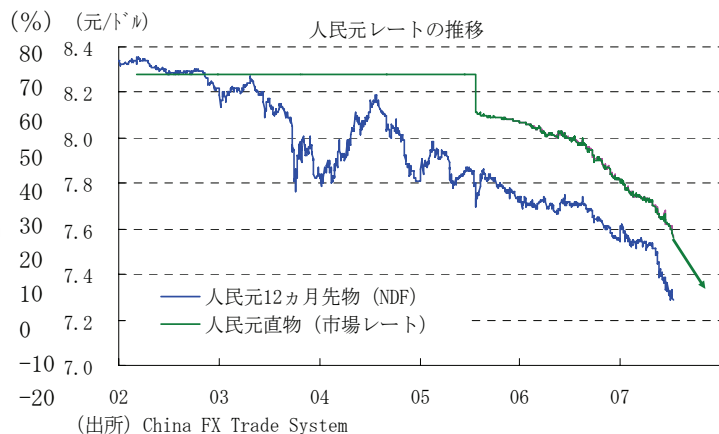
外需では6月に輸出の高い伸びと輸入の鈍化により貿易黒字は269億1000万ドルと過去最高水準を更新した。7月の輸出増値税の還付額削減などを前に駆け込みの動きもあり鉄鋼、鉄鉱石の輸出が拡大した。特に、対米黒字は4月に193億ドル(米国の統計)と米国の貿易赤字の約30%を占めるほど拡大しており、米国との貿易摩擦が一段と強まっている。

輸出は均してみれば前年比で+30%程度の高い伸びを続けており、2005年7月以来続く元高の輸出への影響は限定的なものにとどまっている。また、輸出増値税の還付率は99年1月から14回にわたり引き下げられたが、輸出の鈍化に繋がっていない。

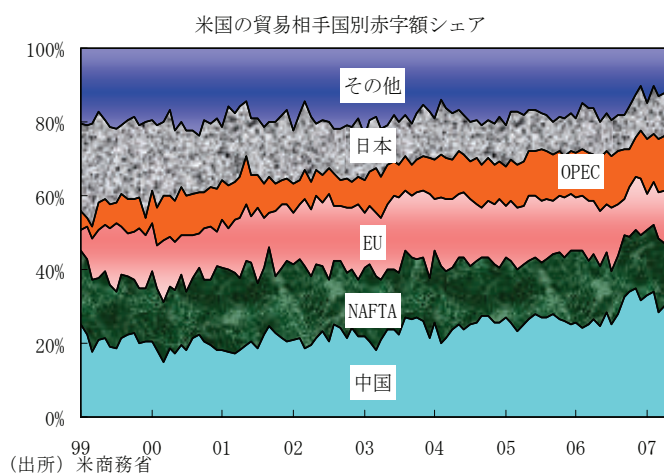
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。



(出所) National Bureau of Statistics, China



(出所) China FX Trade System



(出所) 米商務省

### 対外不均衡の縮小に向けて 対策を実施

対外不均衡の縮小に向けて中国政府は元の変動幅拡大、輸出増値税の還付額削減などの対策を実施した。まず、先進国からの不満の高まっている元相場に関しては、5月21日から人民元相場の1日当たりの変動幅を従来の上下0.3%から上下0.5%に変更された。2005年7月21日に人民元切り上げ、変則的な変動相場制に移行してから初めての変動幅の調整となった。人民銀行は元相場の合理的・均衡の取れた水準での基本的な安定を維持し、国際収支の収支均衡の促進、経済と金融市場の安定を維持することが目的と発表した。5月22日の米中戦略経済対話の直前だったことから、米国からの元切り上げ圧力を回避するための制度変更と考えられる。ただ、変動幅拡大は米側からほとんど評価されることなく、元切り上げ圧力は一段と強まっている。一方、市場では元の上昇を中国当局が容認したとの見方から、元高ペースが若干加速した。

### 為替の変動幅拡大に加えて輸出増値税の還付額 の削減

温家宝首相が6月13日に「中国は大きな問題を抱えている。それは、鉱工業生産、貿易黒字の急激な拡大、速い投資の伸び、過剰流動性、インフレ圧力の高まり、エネルギー保全である」と追加の経済対策実施観測を高めた。その後、7月1日より輸出増値税の還付額が減額された。今回の調整の対象商品は税関が取り扱う商品全体の37%に相当する2831品目となった。今回の措置は、貿易黒字の拡大と国内で資源とエネルギーを大量に消費し環境汚染に繋がる産業の活動を抑制することが狙い。さらに、輸出商品構造を改善すること、易摩擦

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

を軽減すること、経済成長モデルの転換と輸出入のバランスの促進、経済・社会の持続可能な発展を促進することなども今回の目的とみられる。

輸出増値税の還付率（大幅な変更）1999年1月から14回にわたり調整。

- 1994年に導入された時は原則17%。
- 2004年1月1日より還付率17%の対象品（紡績品など）を13%。同15%対象品（靴類など）を13%。同13%対象品（石炭など）を11%に引き下げ。その後も個別商品ごとに還付率の変更が行われた。
- 2006年9月の大幅な還付率の引き下げ
  - ・税還付を取消した品目（225品目）：石炭、セメントを除く石炭、天然ガスなど非鉄金属の一部。
  - ・税還付率が引き下げられた品目（1,130品目）：鋼材（142税目、11%から8%）及びその他の商品。
  - ・逆に、税還付率が引き上げた品目（191品目）：重要な技術的設備（13%から17%）及びその他の品目）

今回の輸出増値税の還付額の変更についての詳細

- 生産にエネルギーを大量に使用する商品、環境を汚染し易い商品、資源性商品（材料となる商品）の輸出増値税還付を廃止（553品目）。  
商品は①絶滅が危惧される動植物とその製品、②塩、有機溶媒、セメント、液化プロパン、液化ブタンなど液化石油ガス、③肥料（既に還付が撤廃されているものを除く）、④塩素及び化学工業製品、⑤金属炭化物及び活性炭製品、⑥皮革類、⑦一部の木材製品、⑧石炭、⑨非合金アルミ、⑩船舶の部分完成品など。
- 貿易摩擦を引き起こしやすい商品の輸出増値税還付率の引き下げ（2268品目）。
  - ・5%に引き下げられる商品。植物油、プラスチック、ゴム製品、皮革製品、毛皮類、紙製品、一部のスチール製品、アルミ製品、石材の一部、瀬戸物、ガラス、真珠、宝石、貴金属とその製品、木工品の一部、一部の繊維製品など。
  - ・9%に引き下げられる商品。化学製品一部、家具、ディーゼルエンジン、ポンプ、ファン、排気バルブと部品、ミシン、ホッチキス、ゴルフのカート、スノーモービル、オートバイ、自転車など。
  - ・11%に引き下げられる商品。ダンボール、アパレル製品、靴、雨傘、帽子、羽毛製品、時計、玩具とその他雑分類製品。
- 輸出増値税の還付から輸出税の免税に切り替える（10品目）。ピーナツ、油彩画、彫刻板、切手、収入印紙など。
- なお、造船業や海外におけるプロジェクトなどに絡む輸出で長期契約のため価格調整が困難な場合については7月20日までに手続きをすれば従来の還付税率が適用される。

**輸出増値税の還付額の削減は輸出商品構成を変化させるが、輸出の減少には繋がらず**

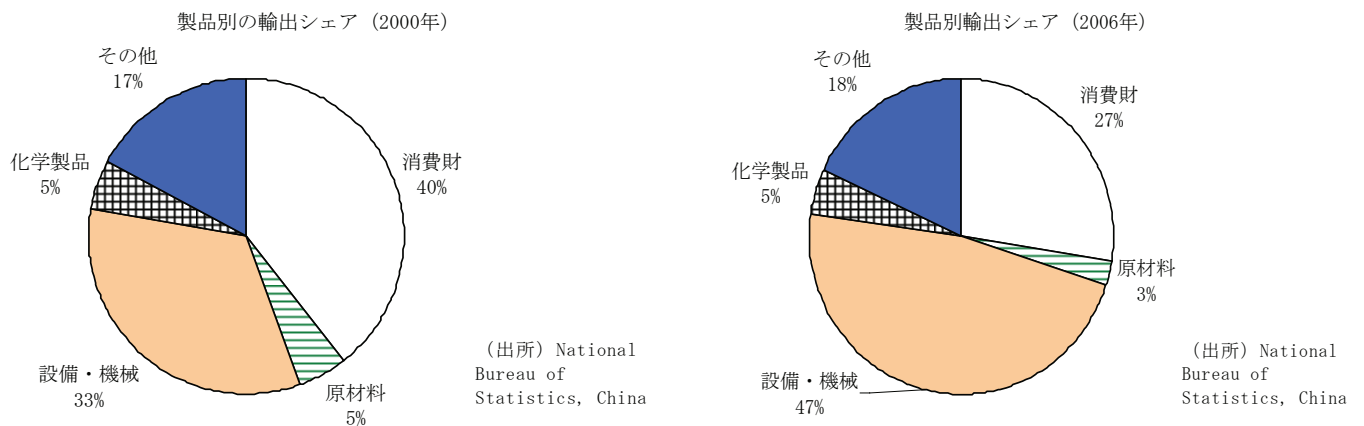
輸出増値税の還付率は、1999年1月からの約8年半で14回にわたり調整が行われており、今回は15回目となる。過去14回の還付率の引き下げは輸出の抑制には繋がっていないように今回の調整も構造変化を促すが貿易黒字の削減には繋がりにくいと考えられる。背景としては、

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

輸出全体に占める割合が急速に増えているハイテク製品、農産品加工業、機械・設備への増値税還付が行われていることに加えて、工業企業の利益率が改善しており、輸出価格を引き上げなくとも還付率の引き下げによるコスト増を吸収できるとみられることが挙げられよう。

### 対外不均衡の縮小には輸入の拡大が寄与

一方、輸入面をみると今後増加が期待できる。輸入が増加する要因としては、通貨元の上昇が続くことによる海外企業の競争力の高まり。内需の好調や中間所得者層の拡大による高級品に対する需要の拡大。さらに、老朽化した航空機の新型旅客機への更新需要や国内経済活動の拡大に伴う航空機需要の高まり。原油の戦略備蓄開始。高成長に伴う資源不足のため海外からの調達拡大。エネルギー需要の高まり等から輸入の増加が期待できるため、貿易黒字の拡大には歯止めがかかろう。また、中国国内で需要の強いスーパーコンピューターや300ミリウエハー対応の半導体関連の装置などのハイテク製品は現在欧米諸国が輸出規制を行っているが、先行き緩和される可能性も。



### 利上げにもかかわらずマネーサプライの伸び加速

資産価格の上昇に繋がっている金融面をみると、マネーサプライ (M2) は6月に前年同月比+17.1% (5月同+16.7%) と加速し政府・中銀の目標である同+16.0%を5ヵ月連続で上回った。巨額な貿易黒字が流動性を拡大させている。融資残高は同+16.5%と高い伸びを続けており一連の金融引き締め策にもかかわらず、借り入れ需要は旺盛で、金融引き締めの影響はあまりみられない。

インフレ面では5月のCPIは豚肉価格等の上昇により前年比+3.4% (4月同+3.0%) と中国当局が目安としている同+3%を上回り、6月も食品価格の上昇により伸び率は加速すると予想される。ただし、中国国家発展改革委員会価格司の周望軍副司長は消費者物価では消費財、サービス価格が比較的安定しており、食品価格だけが上昇しているとの見方を示した。さらにその上昇幅もそれほど大きくないため、インフレが引き起こされることはない、早急に対応しなければならない状況には陥っていないとの見方を示した。

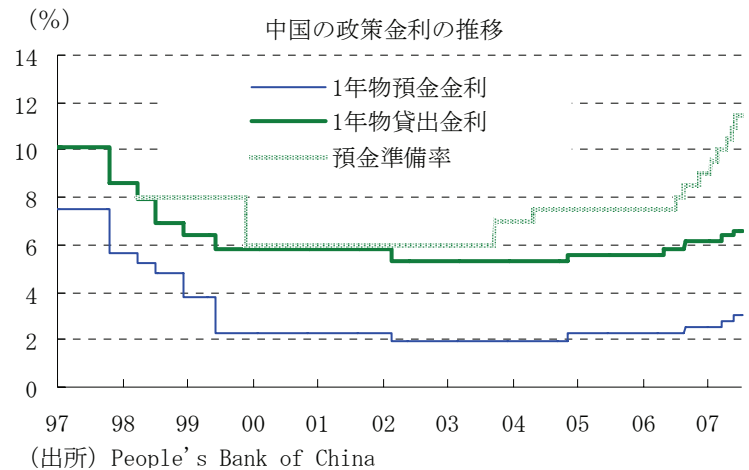
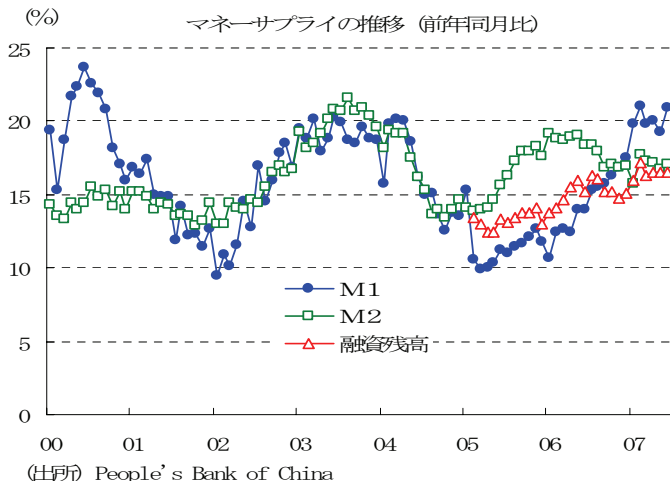
中国人民銀行 (中央銀行) は昨年からの貸出金利や預金準備率の引き上げや中央銀行手形の発行などの措置を相次いで実施したが、マネーサプライは高い伸びを続けるなど潤沢な流動性問題は依然として解決されていない。人民銀行は2007年だけでも1、2、4、5、6月に

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

預金準備率の引き上げ、3、6月に貸出金利の引き上げを行った。金融機関の1年物の預金基準金利は3.06%、1年物の貸出基準利率は6.57%、市中銀行向けの預金準備率は11.5%となっている。

今後も景気の過熱を回避するために数回の利上げが実施されると予想されるが、小幅な利上げにとどまると見込まれる。加えて、成長ペース対比でみて金利水準が低いこと、過剰流動性の増加を背景に市場金利である上海銀行間取引金利（SHIBOR）3ヶ月物は3.07%前後にとどまっていること、貸出金利と預金金利の同時同幅の利上げは銀行の収益を押し上げる要因となることから、銀行に対する融資抑制効果は限られ流動性の抑制には効果がない。

また、預金準備率も今後2、3回の引き上げが見込まれているが、預金準備率の0.50%の引き上げによる資金吸収効果は約1500億元に過ぎない。一方、金融機関は潤沢な資金を保有しているため小幅の引き上げでは貸し出しへの影響は出難い。今後も高水準の貿易黒字、元高期待や投資需要による資金流入、海外への資金流出規制等によって流動性の速いペースでの拡大が続くと予想されるため、預金準備率の引き上げが中国の実体経済に与える影響はそれほど大きくない。



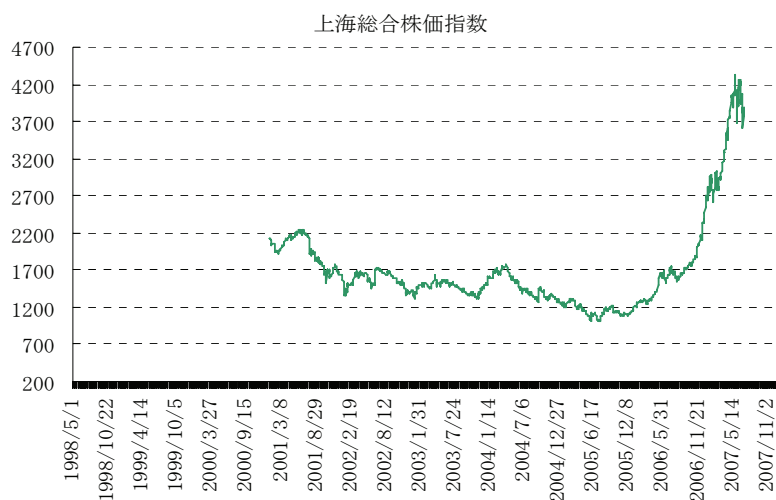
### 不動産価格の上昇持続、株価はもみ合う展開となる可能性

金融の引き締めが続くもとで不動産価格や株価の上昇が続く資産インフレの懸念が強まっている。07年5月の全国新築分譲住宅の販売価格は前年同月比+6.6%（4月は同+5.3%）と加速した。上昇幅の大きかった都市は、北海（+15.1%）、深セン（+12.3%）、温州（+10.9%）、北京（+10.3%）、ばんふう（+10.2%）、南京（+9.2%）。

周小川人民銀行総裁は「バブルが存在するかどうか不明ながら、P E Rは高すぎる可能性がある。株式市場を注視している」とし株価の急騰に対して警戒を強めている。急騰していた株式市場への対策では、印紙税の引き上げ、海外への投資規制の緩和等を実施した。上海総合株価指数は各種の株価抑制策を受けて足下で調整しているが、小幅なものにとどまっております高い水準を維持している。

今後も、預金からの資金流出に歯止めをかけるための利息税の廃止、運用先の拡大、銀行に依存した金融システム改革のための債券市場の整備が進められるなかで、株への過度な資金流入が抑制される可能性があるものの、中国経済の高成長を背景に企業業績の好調が続くとみられ今後も株価の大幅な調整は回避される可能性が高い。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。



**不均衡の拡大に歯止めがかかるとみられるが、实体经济は高成長を維持する公算**

中国経済はインフラ・環境関連、国内需要に対応するための強い投資需要に加えて、賃金の上昇・中間所得者層の拡大、低い耐久財普及率等を背景に個人消費が加速するとみられ、少なくとも2008年8月の北京オリンピックが終わるまで二桁成長が持続しよう。

このような景気情勢のもとで、対外不均衡・摩擦の拡大を回避するため元の上昇ペース加速の容認、規制緩和、資源の大量調達などの輸入拡大策を実施することで、貿易黒字の拡大には歯止めがかかろう。このため、対欧米との貿易摩擦は2008年の米大統領選挙・議会選挙が終了するまでは悪化する可能性があるが、その後収束していくと考えられる。また、資産価格の上昇ペースを抑制するために金融引き締めや投機的な動きを規制するような政策の継続・強化が予想される。ただし、急落を避けるために慎重に実施し資産価格の上昇ペースの抑制にとどまると見込まれ景気への悪影響は回避される公算が大きい。

以上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。