

みずほアジアインサイト

2005年3月3日発行

中国短期経済予測（2005-2006年）
2005年春季予測
～綱渡りに向かう中国経済～

本誌に関するお問い合わせは
みずほ総合研究所(株) 調査本部
アジア調査部 中国室 主任研究員 鈴木貴元
Tel 03-3201-0515
E-mail takamoto.suzuki@mizuho-ri.co.jp

予測の概要～2005年の景気は年後半再加速へ、2006年は投資主導の成長へ

国家統計局は、1月25日、2004年のGDP統計を発表した。実質GDP成長率は9.5%と、前年の成長率9.3%と同程度か若干下回る程度との市場予想に反して高い成長率となった。実績が予想を大きく上回ったのは、人民元切り上げ期待などを背景に、2004年末に純輸出が大幅に拡大したことの寄与が大きく、景気が一段と加速する状況ではない。

とはいえ、2003年半ばからの引き締め政策が、農村経済や地方経済への配慮、国際競争力のある大企業の保護育成、雇用吸収先としての中小民営企業の育成の必要性などによって、全面的な引き締めとならず、政策が浸透しにくくなっているのも、景気が強含みで推移している大きな背景となっている。景気のコントロールがうまくいっているとは言い難い状況にあるのは確かである。

2005年は、調整が行われるものの、調整半ばにして再加速すると予測した。年前半、引き締め政策が続くことに加えて、先進国景気の調整に伴う輸出減速と在庫調整、最終財製造業を中心とする企業収益の悪化が進むことにより、景気は減速基調をやや強めてくる。大幅な利上げや人民元切り上げ（為替制度改革）を行う可能性は低いが、不動産バブルの懸念が一段と強まったり、外貨の流入継続を背景に公開市場操作の規模が大きくなってオペ金利の上昇による外貨保有のコストが大きく膨らんだりすると、予防的に何らかの対応をする可能性が出てくる。

年後半に入ると、原油・国際商品価格上昇の影響が一巡してくることなどを背景に先進国の景気の勢いがやや強まり、同時に中国国内では2010年に向けての新5カ年計画が事実上スタートして企業の景気の先行きに対する楽観的な見方が強まると考えられることから、投資調整半ばにして景気が再加速してくる。ただし、新5カ年計画の策定など政治日程が詰まっていることから、景気が再加速しても人民元切り上げを行う可能性は低い。

2006年は、緩やかに景気の勢いが強まっていくと予測した。投資の伸びが2005年内に一旦10%台まで低下することで、中央政府の引き締め姿勢が緩むとの期待が広がること、新5カ年計画による景気に対する先行き期待が強まっていくことから、投資マインドの改善を主因に景気は加速を続けると予測した。2006年末は、WTO加盟時に約束したサービス分野の規制緩和が完了する時期であり、多国籍企業の中国への関心も一段と高まるとみられる。

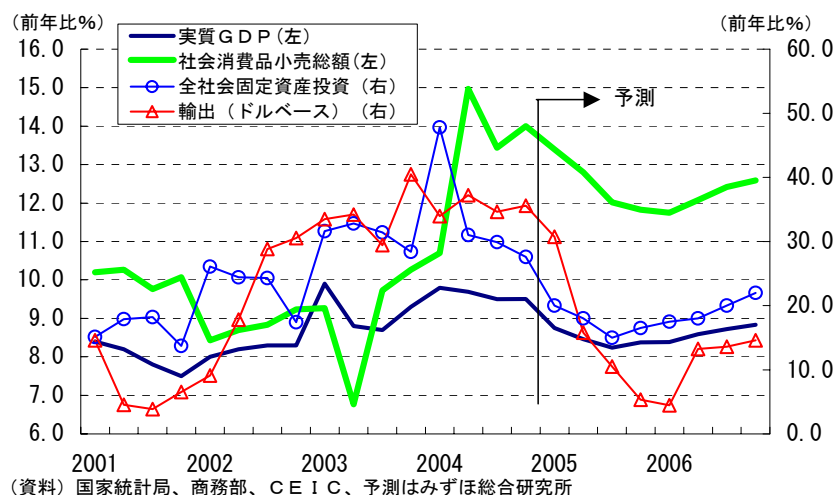
輸出は、年前半、先進国景気全般が回復基調を迎える後、年後半、米国が住宅投資を中心に減速に向かうが、日欧アジアの内需が底堅く推移することや、為替相場が円・ユーロ高に向かうと予想されることなどから底堅い拡大が続くと予測した。

2006年は、大手国有商業銀行の不良債権処理や国有企業の再編が終盤を迎える。他方、WTO加盟で加速した法制度整備も一応の山場を過ぎると予想する。中国経済の課題は、企業のリストラや法制度整備から、彼らが「科学的発展観」と呼ぶ市場経済的な合理性を持ちかつ正しいコーポレートガバナンスに基づいた経済活動の確保に向かう。そうした中、試験的な意味合いで人民元切り上げを行う可能性がある。

ただし、2005年後半から2006年にかけての中国経済の回復は、中長期的にみれば、投資と消費のアンバランスの拡大と、経済の一段の輸出依存をもたらすものであり、消費の力強い拡大がなければ持続できないものである。中央政府は、農村のテコ入れを強く打ち出しているが、農村の平均所得はようやく都市の最低所得者層に届く程度であり、消費を牽引することは難しい。都市の6割を占める低所得者層も同様である。消費の力強い拡大は、都市の4割を占める中高所得者層に大きく依存しており、ここ1・2年で状況が大きく変わることは望みにくい。そのため、過剰な期待に基づく投資は、過剰生産、過剰資本、過剰負債に結びつく可能性が高い。2006年の景気加速は、世界経済にとって安定材料となるが、中国にとってはリスクとなり、政府の経済運営は綱渡りの状況が続くと考えられる。

2005年の実質GDP成長率は8.4%、2006年は8.8%と予測した。

図表1 予測主要指標



図表2 予測総括表

	(前年比)						
	2000	2001	2002	2003	2004	2005 見通し	2006 見通し
実質GDP	8.0%	7.5%	8.3%	9.3%	9.5%	8.4%	8.8%
社会消費品小売総額	9.7%	10.1%	8.8%	9.0%	13.3%	12.5%	12.4%
全社会固定資産投資	10.3%	13.1%	16.9%	27.7%	25.8%	15.0%	20.0%
固定資産投資/GDP	36.5%	37.8%	39.9%	43.7%	45.9%	46.0%	47.8%
貿易収支(億ドル)	241	231	306	256	321	233	308
輸出	27.7%	7.0%	22.2%	34.5%	35.4%	14.2%	11.8%
輸入	35.7%	8.2%	21.2%	39.8%	36.0%	16.6%	11.0%
経常収支/GDP	2.7%	2.4%	2.9%	2.5%	2.4%	1.7%	1.9%
CPI	0.3%	0.7%	-0.8%	1.2%	3.9%	3.0%	4.0%

(注) 全社会固定資産投資と固定資産投資(国民所得統計の固定資本形成)は概念が若干異なる。

経常収支/GDPは正確には純輸出/GDP

(資料) 国家統計局、CEIC、みずほ総合研究所

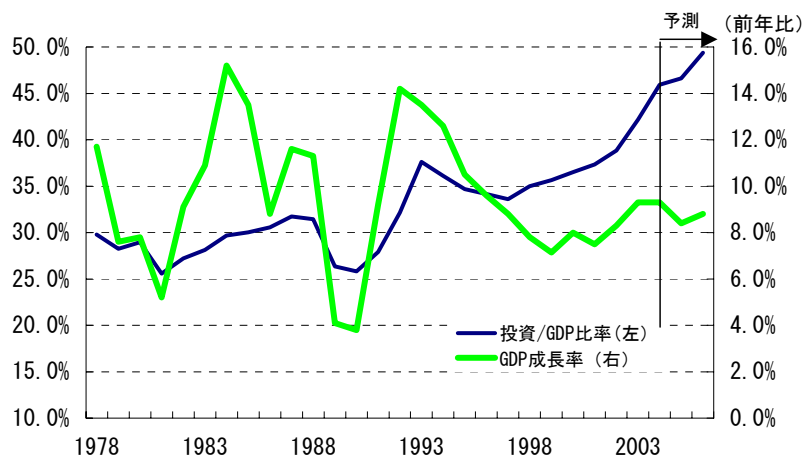
投資過熱の行方～調整半ばで再加速、将来の調整圧力が強まる公算大

中国の景気の点火役は、輸出と投資である。輸出は今やGDPの40%を占めるようになり、GDP 1兆ドル超の経済大国のなかでも輸出依存度を際立たせているが、輸出は多国籍企業を先導役とする投資の結果でもあり、景気の持続性を考える上では、投資がより重要である。その投資はGDPの46%と、民間消費をも上回るようになっており、中国経済を過度に左右するものとなっている。

投資が景気の牽引車になることは、投資が投資財の生産拡大を促し、それがまた投資財の生産拡大が投資を促し、内需の拡大と設備のビンテージの若返りを図ることから、多くの国でみられるパターンである。特に高度成長期には投資主導による成長のパターンがみられる。しかし、GDPに対する比率が5割近くに達して、なおその比率が高まる可能性があるというのは日本やNIEs諸国の高度成長期でも経験がない(図表2)。また中国の建国以来の景気循環をみると、GDPの伸びに比べて投資の伸びが著しく高い景気循環(政府のスローガンなどにより量的拡大による高成長が起こった景気循環と見られる)と、投資の伸びが高くない景気循環(量的拡大の行き過ぎを修正するために構造改革を促した景気循環と見られる)が繰り返して起こっているが、今回の景気循環は投資の伸びが高い循環である(図表3)。当面投資が高い伸びを続けるのであれば、次の景気循環では量的拡大の行き過ぎを是正すべく、投資の伸びが低い循環に移行する可能性が高い。

しかも、今回の景気循環での投資ブームは、改革・開放後の特徴である軽工業化(雑貨や家電)、沿海部都市開発(東部)に向けたものというよりは、重工業化(鉄鋼や自動車)、内陸部地方開発(中西部)に向けたものが多く、労働コストの安さ、港湾に近い利便性の高さという中国の比較優位に必ずしも依拠していない。大手国有企業による大規模投資と民営企業による小規模投資というように、地場企業による投資の二極化もみられ、投資ブームは必ずしも産業の高度化、経済効率化を進めていない。こうした状況は、改革・開放後の投資ブームというよりは、改革・開放前の投資ブーム(大躍進、文化大革命)を思い起こさせる。

図表2 GDP成長率と投資/GDP比率



(注) 分子の投資は、国民所得統計ベースで全社会固定資産投資とは若干異なる。
(資料) 中国統計年鑑、CEIC、みずほ総合研究所

鋁工業企業の収益動向は（図表4）、企業全般に対するリストラ圧力の低下、鋁業・素材工業における国内販売価格の上昇を受けて2002年から2004年央まで改善傾向にあった。しかし、2004年後半からは、素原材料価格の上昇や在庫の積み上がりを受けて、輸送機械やその他軽工業を中心に収益環境が急速に悪化している。正常なコーポレートガバナンスのもとでは、投資は調整に向かう地合となっている。

図表3 景気循環と投資の関係

(%、%ポイント)

景気循環	期間	実質GDP成長率				実質投資 平均b	投資-GDP b-a
		最高	最低	最高-最低	平均a		
改革・開放前	1 1953-57	15.6	5.1	10.5	9.2	18.2	9.0
	2 1958-62	21.3	-27.3	48.6	-2.0	-6.8	-4.8
	3 1963-68	18.3	-5.7	24.0	7.3	9.6	2.3
	4 1969-72	19.4	3.8	15.6	11.6	21.5	9.9
	5 1973-76	8.7	-1.6	10.3	4.2	8.8	4.6
改革・開放後	6 1977-81	11.7	5.2	6.5	8.0	5.1	-2.9
	7 1982-86	15.2	8.8	6.4	11.5	15.2	3.7
	8 1987-90	11.3	3.8	7.5	7.6	2.6	-5.0
	9 1991-99	14.2	7.1	7.1	10.4	14.9	4.5
	うち91-96	14.2	9.2	5.0	11.6	17.8	6.2
うち97-99	8.8	7.1	1.7	7.9	9.4	1.5	
10 2000-07	9.5	7.0	2.5	8.7	14.0	5.3	
改革・開放前	1-5 1953-76	16.7	-5.1	21.8	6.1	10.3	4.2
改革・開放後	6-9 1977-99	13.1	6.2	6.9	9.4	9.5	0.1

（注）実質投資は名目GDPと実質GDP成長率から推定したGDPデフレータにより名目投資を実質化した推計値。2005年の数字についてはみずほ総合研究所予測値を用いた。第9循環については、期間が長いこと、国有企業、国有商業銀行の問題が表面化する7年以前と以後で経済、社会の状況が大きく異なることから、2つの期間に分割した。第10循環は2000年から2004年の平均。

（資料）解三編「中国経済増長潜在力と経済周期研究」、CEIC

図表4 鋁工業企業の収益動向

（上段：総利潤増加率%、下段：売上高総利潤率%）

		2000	2001	2002	2003	2003/1-3	4-6	7-9	10-12	2004/1-3	4-6	7-9	10-11
鋁工業		92.0	7.7	22.2	40.9	99.1	38.4	37.2	33.3	47.5	39.3	38.3	37.8
		5.22	5.05	5.28	5.80	5.65	5.98	5.82	5.72	6.14	6.19	6.02	6.01
鋁業		61.9	14.5	29.2	41.3	158.6	36.4	23.3	0.8	11.1	47.8	77.8	126.2
		23.55	20.79	18.46	20.67	25.70	21.41	20.10	16.66	22.86	23.33	24.49	25.92
製造業		280.4	-10.3	-1.5	39.4	84.7	38.9	40.5	40.6	59.8	37.4	30.1	22.7
		4.04	4.13	4.56	5.00	4.47	5.14	5.08	5.17	5.24	5.25	4.97	4.84
軽工業	食品類	41.1	21.7	19.9	30.7	35.8	16.5	21.7	64.7	33.2	38.1	34.8	19.7
		4.60	5.02	5.20	5.67	6.57	5.47	5.79	5.05	7.02	5.91	5.92	4.65
	衣料類	106.3	6.1	29.1	27.6	46.2	29.6	27.1	25.4	19.5	22.6	15.9	25.8
		3.16	3.02	3.38	3.55	2.88	3.34	3.42	4.24	2.77	3.29	3.12	3.75
その他軽工業品		47.8	9.1	31.1	39.4	30.2	29.1	12.9	29.6	42.4	26.6	34.1	13.4
		4.60	4.44	5.02	4.81	3.98	5.04	4.65	5.31	4.37	5.03	4.90	4.88
素材	金属・非鉄・化学	85.0	12.1	44.4	64.8	180.5	45.6	68.5	52.7	110.4	61.5	47.8	44.8
		3.11	3.10	3.92	4.95	4.12	4.83	5.02	5.53	6.07	5.54	5.27	5.65
機械	一般機械	53.2	27.3	57.3	45.4	107.1	55.2	44.9	33.4	62.3	37.6	43.6	31.5
		3.26	3.73	4.77	5.09	3.75	5.73	5.11	5.39	4.38	5.88	5.65	5.13
	輸送機械	55.7	53.2	64.5	57.4	227.3	82.0	47.6	6.5	21.7	11.9	-10.2	-42.2
		3.72	4.80	6.11	7.05	7.29	8.23	7.07	5.83	7.01	7.34	5.54	3.45
	電気機械	43.1	20.4	21.1	31.6	31.1	30.2	26.6	52.4	48.8	23.4	47.3	14.1
	4.32	4.61	4.96	5.05	3.92	5.28	4.55	5.95	4.25	4.78	4.67	4.82	
電子機械		63.0	-4.6	2.2	13.7	17.7	14.1	18.4	14.4	61.2	50.0	51.0	26.9
		6.52	5.19	4.33	3.48	3.15	4.24	3.45	3.18	3.43	4.23	3.88	4.13

（注）ここでの企業業績は年間販売額500万元以上の規模を対象にしている。

（資料）中国経済統計快報、CEIC

2005 年前半の状況は、政府の引き締め政策の継続もあり、投資が緩やかに減速する公算が高い。しかし、2005 年半ば以降は、二つのシナリオが考えられ、どちらに向かうかで中期的な成長力が大きく左右される（図表 5）。

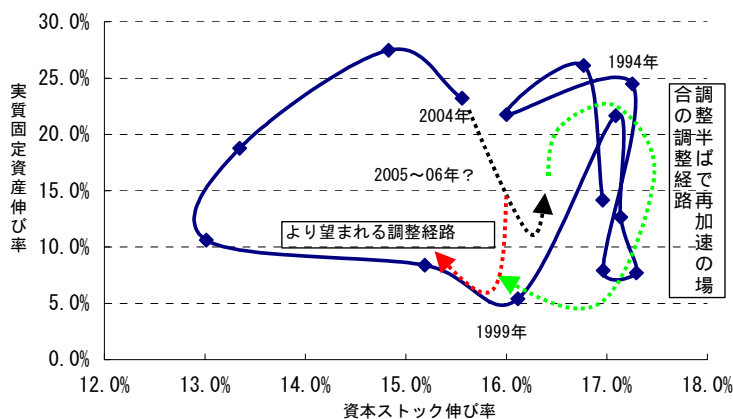
一つ目のシナリオは、政府の引き締め政策が浸透し、投資の減速が続くものである。この場合、経済成長率は 2006 年にかけて低下し続けるが、コーポレートガバナンスの強化などを通して企業レベルでの効率化が進展し、中期的な潜在成長力を高めること、国内素原材料価格が落ち着き企業収益の悪化傾向に歯止めをかけてくることなどから、調整一巡後はある程度自律的な回復が期待できる。

二つ目のシナリオは、政府は引き締め政策を続けるものの、①原油・国際商品価格上昇の影響が一巡してくることなどを背景に先進国の景気の勢いがやや強まり、②中国国内でも 2010 年に向けての新 5 カ年計画が事実上スタートして企業の景気の先行きに対する見方が強まることから、過去の景気循環で見られたパターンに反し、投資が 2005 年後半、再加速に向かうというものである。

この場合、企業の収益環境が中期的に強く圧迫される。生産能力が一段と拡大し、販売競争が激しくなるなか、国内素原材料価格やインフラ価格の上昇が続くためである。他方、家計の消費環境は、雇用・所得の改善が見込まれるが、企業の収益環境が圧迫されてくるため、改善テンポが加速するとは予想しにくい。投資と消費のアンバランスは一段と拡大し、投資・生産の競争が一巡すると、強い設備投資調整に陥る可能性が高い。

両者のシナリオの実現可能性は、①2004 年の引き締め政策が「有保有圧」（保護する産業と抑制する産業がある）といったように全面的なものではないこと、②引き締め政策はかなりの程度「行政指導」に頼らざるを得ないが、地域経済圏間、地域経済圏内都市間の競争が激しいことから指導が浸透しにくくなっていること、などにより本来リスクシナリオである二つ目のシナリオが実現してしまう可能性が高くなっている。一般的な予想に反して綱渡りの政策運営が続くと予想される。

図表 5 資本ストック循環（1991～2004）



（注）実質資本ストックは、新增固定資産を実質化し累計したもので厳密なものではない。そのため、この数字はあくまでも傾向である。
（資料）中国固定資産投資統計数典、中国固定資産投資統計年鑑、みずほ総合研究所

予測の各論～輸出入：減速に向かうが高水準続く

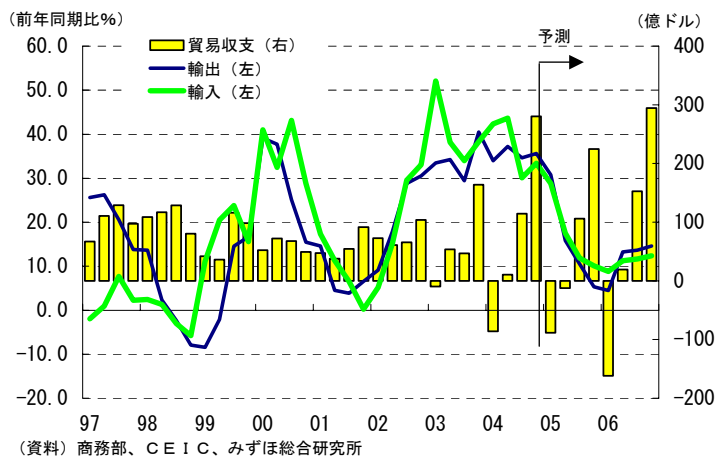
中国の直近の輸出は、2004年12月に前年同月比32.2%増、2005年1月に同42.2%増と、2004年の秋口と比べて伸びが加速している。これまで輸出を押し上げてきた①実質実効ベースで見た人民元の減価が一巡し、②多国籍企業（製造業）の中国生産シフトの動きがやや弱まり、③ITに続いて、先進国の景気が減速しつつあるものの、年末に人民元切り上げ期待が高まって駆け込み輸出が起こったこと、昨年1月は旧正月で比較する基数が低かったことなどが特殊要因として働いたためである。

2005年は、2月以降、2つの特殊要因が剥落してくるなか、①～③の影響が顕在化してくるため、輸出は鈍化を鮮明にしてくと予想される。国内の在庫処分の動きが続くこと、繊維輸入の数量制限を認める多角的繊維協定(MFA)が廃止されることなどは、輸出にプラスの要因として働くが、2004年の基数が高いこともあり、伸び率を大きく押し上げることは難しい。伸び率は一年を通して鈍化しよう(図表6、7)。

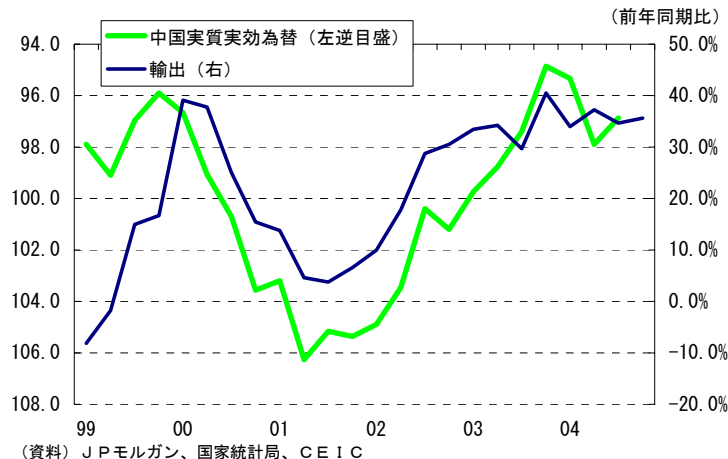
2006年は、年前半、日米欧の景気がそろって上向くこと、為替が再度円高、ユーロ高に進み、実質実効為替が減価すると見込まれることから、輸出は伸びを高めてくと予想される。ただし、米国の景気回復が一時的であり、年後半再度減速すると見込まれることから、勢いは弱いものとなろう。

ドルベースでの輸出の伸びは、2005年前年比14.2%増、2006年同11.8%増と予測した。

図表6 輸出入と貿易収支



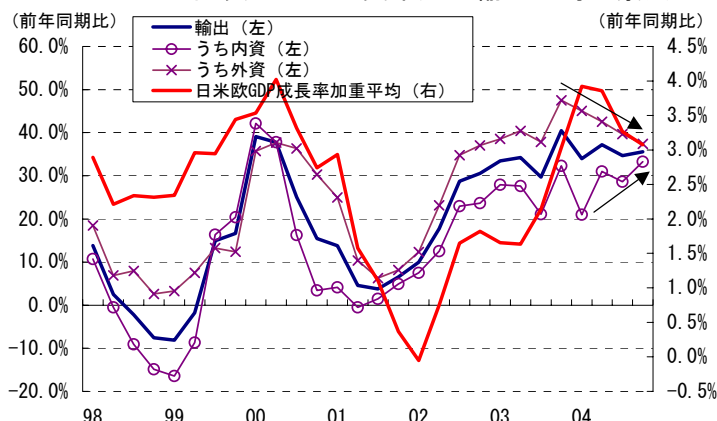
図表7 輸出と実質実効為替



今後の輸出の注目点は、内資企業による輸出の動きである。外資企業による輸出は、2000年末に輸出全体の5割以上を占めるようになって中国の輸出を牽引したが、2004年は鈍化傾向に転じた。一方、内資企業は、2004年、緩やかではあるが伸びを加速させた(図表8、9)。これには、短期的な要因として、内資企業が在庫調整を図るために輸出ドライブをかけたことが指摘できるが、中期的な要因として、デザインや販売網の強化、製品レベルに合った販売先の開拓などにより、海外市場開拓が進んできたことも指摘できる。2004年

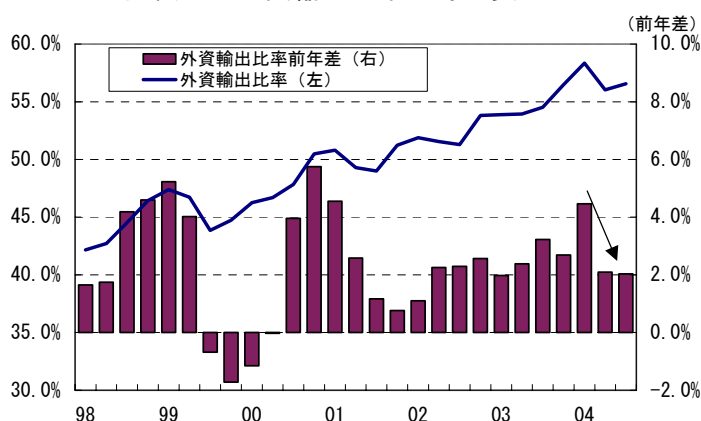
の輸出先の内訳をみると、ASEAN、ラテンアメリカ、ロシア、インドなどでの伸びが高くなっており、内資企業主導による輸出が盛り上がりつつあることが推察される。輸出は予想に反して好調を続ける可能性があるといえよう。

図表8 内外資本別の輸出と海外景気



(注) 日米欧GDP成長率加重平均は、2000年の中国の日米欧向け輸出に占める各地域のシェアをウェイトにして各国の実質GDP成長率を加重平均したもの。(資料) 商務部、内閣府、米国商務省、欧州共同体統計局、CEIC

図表9 外資輸出比率とその変化



(資料) 商務部、CEIC

輸入は、基本的に多国籍企業による輸出動向が基底を持つが、近年、国内で消費する財を生産するための生産財や投資財の輸入も増えており、その影響も大きくなりつつある。

2004年については、年前半、輸入依存度がますます高まりつつある国際商品の価格高騰懸念から生産財（特に鉄鋼関連）の駆け込み輸入が起こって輸入を押し上げた一方、年後半、政府が在庫の積み上がりを背景に国産生産品の優先的購入を勧めたこと、投資抑制策が浸透し始めたことなどから、輸入は輸出の伸びを下回るまでに鈍化した。

2005年は、輸出の鈍化が輸入を抑制するが、国際商品価格がなお強含んでおり、輸出に比べて若干高い伸びになると予測した。一方、2006年は、国際商品価格が弱含んでくることもあり、輸出並みの伸びになると予測した。

ドルベースでの輸入の伸びは2005年前年比16.6%増、2006年同11.0%増と予測した。

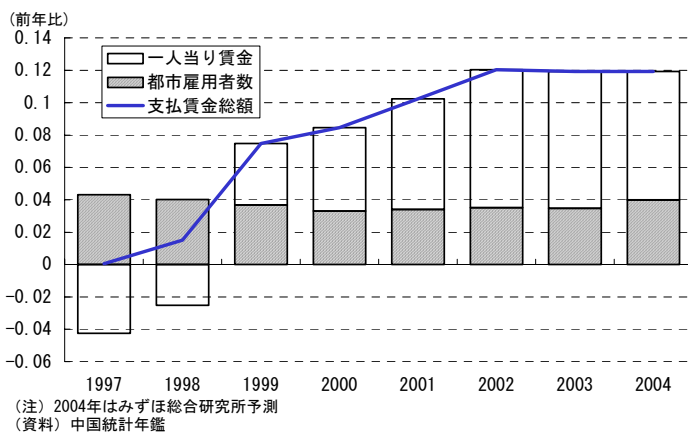
貿易収支は、内外の景況感格差、国際商品価格の上昇による交易条件の悪化などから考えれば、収支がより均衡に近づいてもおかしくない状況にあるが、多国籍企業の中国シフトの影響が弱まりこそすれまだ続くことや、内資企業の輸出シフトが進んでくるとみられることから、予測期間における収支均衡への動きは緩やかなものに留まる。2005年は233億ドル、2006年は308億ドルの黒字を予測した。

消費：雇用環境の改善を背景に堅調な動きが続く

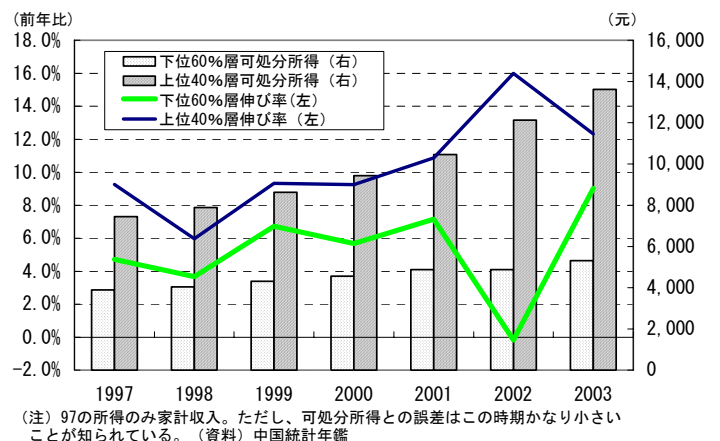
98年から始まった国債発行をテコとした積極財政政策、WTO加盟決定を契機に2001年から盛り上がった都市・工業団地開発、ITバブル崩壊後の先進国企業やNIEs企業の中国シフトなどによって、高所得者層から所得環境の改善が広がるなか（図表10、11）、ここ数年の消費は、住宅ブーム、自動車ブームなど高額商品の消費ブームに加え、デジタルブーム、外出ブームなど庶民レベルの消費ブームが起きている。

2004年は、工業生産の力強い拡大と小売・飲食の出店ラッシュを背景に単純労働の雇用環境が目立った改善を見せるなか（都市登録失業率は4.2%と0.1%ポイント改善）、各地で2桁台の最低賃金の引き上げが相次ぎ、中低所得者層の所得が底上げされた。また、政府による農産品価格の下支えや各種負担の軽減措置、雇用環境の改善などの恩恵を受け、農民層の所得も底上げされた。農民純収入は実質6.8%増となり、過去8年間で最高の伸びであった。消費の代表的な指標である社会消費品小売総額は、雇用・所得環境の改善持続を背景に、非都市部が都市部の伸びの頭打ちを補うように伸びを高めた（図表12、13）。

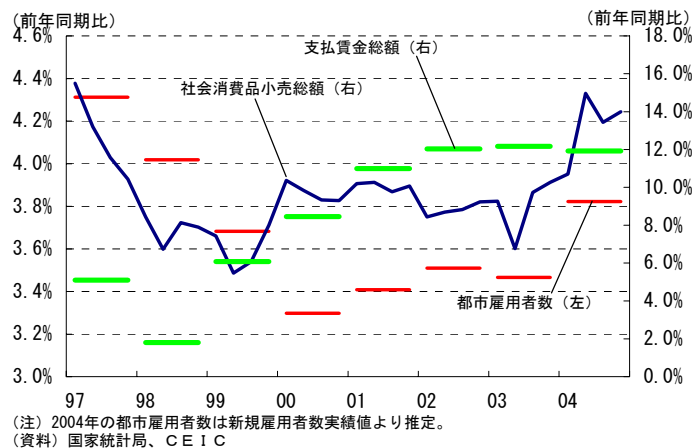
図表10 都市の支払賃金総額



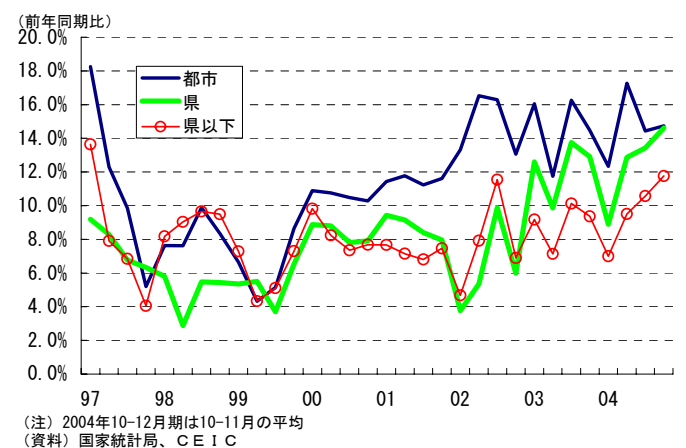
図表11 一人当たり都市所得の伸び
(下位60%層、上位40%層)



図表12 消費と雇用・所得環境



図表13 地域階層別消費 (社会消費品小売総額)



2005年については、やや減速するが、総じて堅調な動きが続くと予想される。輸出と投資の鈍化が工業の雇用環境の改善を鈍らせるものの、中期的な経済に対する自信が強まっており、消費マインドが大きく落ち込む状況ではなくなっていること、規制緩和や対外開放の促進などが非製造業の雇用環境の改善を促進する期待できること、消費者物価が安定し実質賃金を押し上げることなどがプラス要因として働くとみられる。

続く2006年については、景気が再加速してくるため、緩やかな回復を予想する。ただし、通年では、2004年から2005年年初程の力強さまでには回復してこないため、伸び率はほぼ横ばいとなる。物価が強含んでくることから、実質ベースではやや伸び悩むと考えられる。

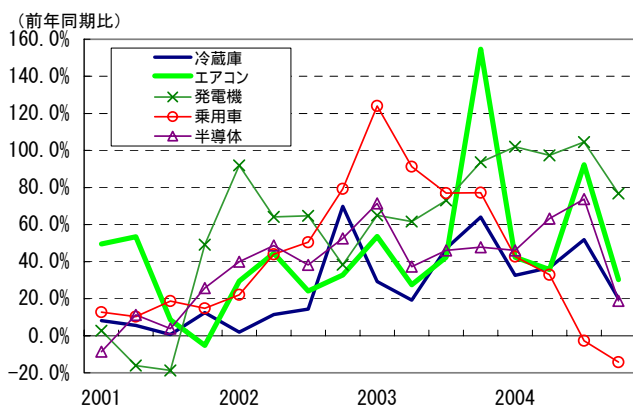
2005年の社会消費品小売総額は前年比12.5%増、2006年は同12.4%増と予想した。

生産、在庫：在庫は足元調整局面へ

工業生産は、2004年3月に伸び率のピーク（前年同月比19.4%増、旧正月要因のある月を含めると2月の同23.2%増）をつけた後、鈍化を続けている（同年12月14.4%増）。輸出や投資の高い伸びと、インフレ期待から来る企業の駆け込み的な生産が重なって、年初に高成長を記録したが、電力需給の逼迫が見込まれたこと、在庫の積み上がりが進んだことから、年央以降伸び率の鈍化がやや鮮明になった。なかでも、輸送機械を中心とする機械の鈍化が顕著で、10-12月期には乗用車（前年同期比14.2%減）、プログラムコントロールスイッチボード（同34.3%減）、電子計測機器（同26.6%減）などが減少に転じた。

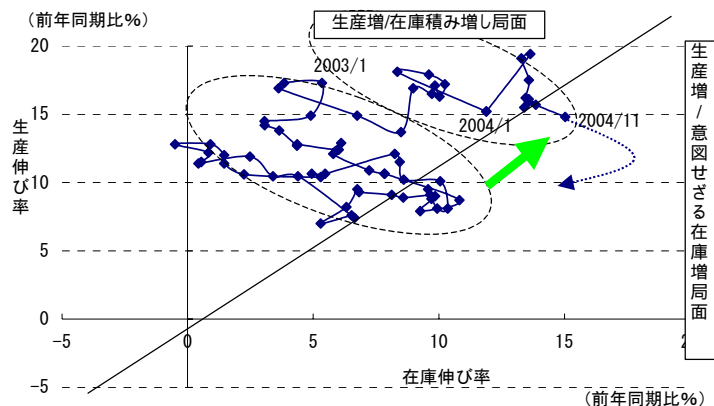
2005年は、年前半、引き続き生産の調整が続くと予想される。生産能力が3億台を超え、在庫の積み上がりが強く懸念されている移動通信機器や、3割増から倍増ペースで生産の拡大が続いてきた冷蔵庫、エアコン、半導体などに調整の兆しがみられるためである。ただし、政府が奨励している発電関連設備、不足感が強まっている造船などは比較的高い伸びが続く見込みである。素材も需給逼迫感は和らぐが、均衡するまで需給が緩和するわけではないため、底堅い生産を続けよう。2006年は、在庫調整が進み、国内景気も再加速に向かうため、生産も徐々に上向いてくると予想される。

図表 14 財別生産（主要な機械）



(資料) 国家統計局、CEIC

図表 15 在庫循環図



(注) 在庫指数は、各工業在庫伸び率を2000年のウェイトで加重平均し、生産者価格指数で実質化したもの。2004年第4四半期は10、11月の数字。(資料) 国家統計局、CEIC

物価、金融政策：求められる一段の引き締め

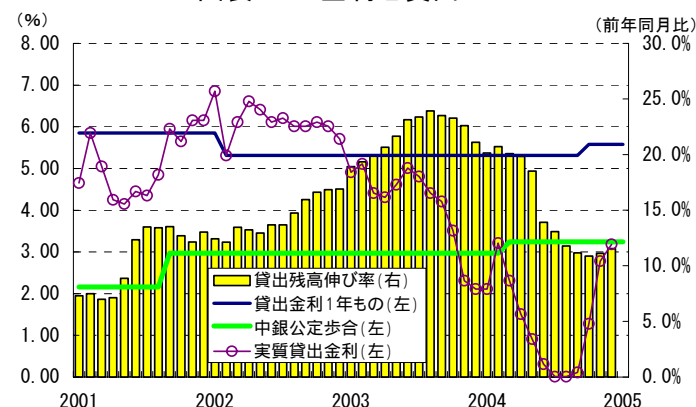
実質金利は2003年～2004年央にかけて、消費者物価がプラスに転じるなかで急低下した（図表16）。貸出残高は2002年央から伸び率が加速したことから、政府は2003年初めにも引き締め姿勢を顕にしたかったが、2003年2月～6月までSARSが流行したことにより、引き締めが遅れることになった。

引き締め後の貸出残高をみると、2004年春以降伸び率が大幅に低下しており、一応の抑制に成功している。マネーサプライの伸びも、2004年3月末前年同期比19.1%増が、6月末同16.4%増、9月末同14.1%増、12月末同14.6%増と、2004年の目標（同17%増）を大きく下回るようになっており、また消費者物価も足元2%台まで低下しており、2005年は一見すると緩和に向けた動きが出てくるようにもみえる（2005年の目標は同15%増）。

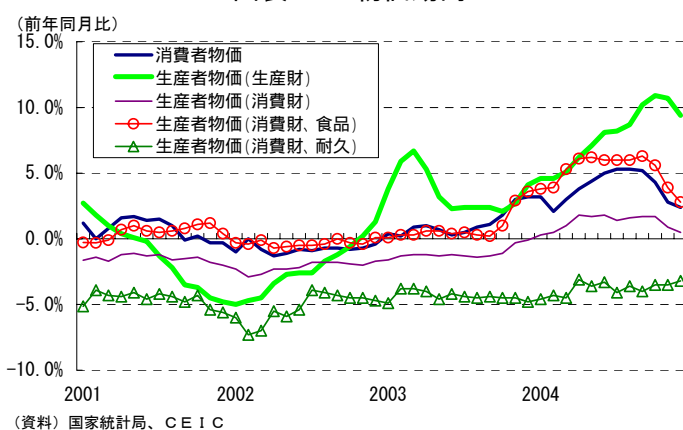
しかし、①2004年末の投資の伸びが前年比25.8%増と依然として高いこと、②消費者物価は安定しつつあるが、生産者物価が高止まりしていること、原油価格が落ち着く兆しを見せていないこと、③電力、水利、輸送などのボトルネックが依然として懸念されること、④マネーサプライの増加要因の一つである外貨準備が10-12月期だけで954億ドルも増加していること、⑤マネーサプライに表れない非合法的な預金、融資があり、この部分を考慮するとマネーサプライの増加が鎮静化したとは言い切れないことなどから、実情としては金融引き締め策の目標が達成されているとは考えにくい。中期的な過剰投資、過剰資本、過剰負債の懸念も考慮すればなお一段の引き締めが求められるところである。

現状の中国では、金利引き上げによる引き締めは、企業や家計の利払い負担を増加させ、不良債権問題を大きくしかねない。予測期間中は、銀行への行政指導の強化や地方政府に対する指導の徹底など、地道な対応が続けられ、基本的に緩和姿勢には転じないと予想される。

図表16 金利と貸出



図表17 物価動向



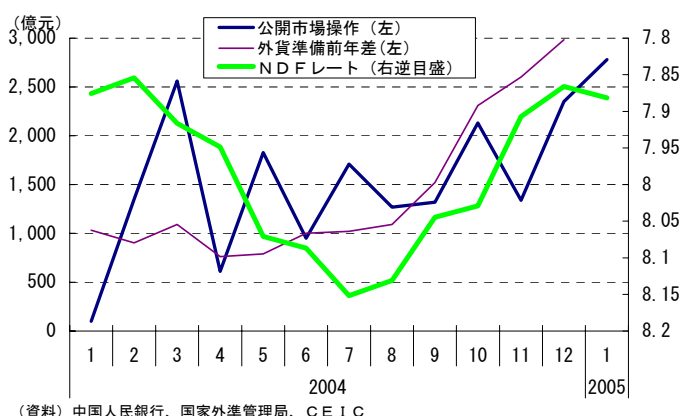
人民元：試験的な変動幅拡大を行う可能性あり

2004年の中国の対米貿易黒字が米国統計ベースで1,600億ドル、中国統計ベースでも800億ドルを超え、他方、ドルが主要通貨に対して下落傾向を続けるなか、人民元の切り上げ期待が根強いものとなっている。なかでも2004年末は、外貨準備額が月300億ドルペースで増えたことを背景に、金余りを予防するための公開市場操作が大規模かつ頻繁になり、金融政策に歪みをもたらす懸念が出てきたことなどから（図表18、19）、中国側の事情で切り上げを行うのではないかと期待もあった（2004年末の外貨準備は6,099億ドル、前年比2,066億ドル増加）。

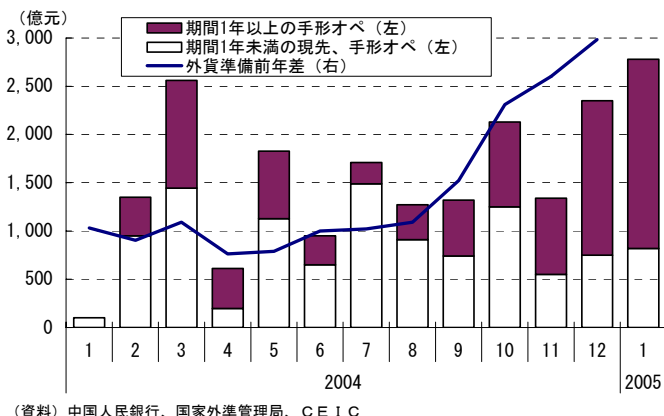
中国当局は中期的な経済改革、金融改革を重視するスタンスを基本的に持っている。短期的な切り上げ要因となりうる「外貨流入⇒マネーサプライの増加⇒インフレ」という経路は統計からははっきりと確認できない。また中国の貿易収支は、米国を除くとほとんど国に対して赤字を計上している。現状、積極的な人民元切り上げは考えにくいといえよう。

ただし、中国政府は昨年後半以降、外貨を海外に還流させるための制度整備を進めている。制度整備の一環として、試験的に人民元の変動幅を拡大させる可能性はあるといえよう。2005年内で試験的な為替制度改革を行うタイミングは、2006年から始まる第11次5ヵ年計画の策定などにより国内政治日程が詰まる前、つまり、3月の全国人民代表大会の後から夏場までではないだろうか。また変動幅は、試験的ということもあり年間3～5%程度にとどまろう。相場は、中央銀行の介入により誘導されると予想されることから、一気に3～5%切り上がるのではなく、中央銀行が中心相場を緩やかに切り上げながら徐々に上昇する形が予想される。

図表18 公開市場操作と外準、NDFレート



図表19 期間別公開市場操作



以上