

アジア経済

中国景気は減速感を強める見通し / 人民元の変動幅拡大の可能性高まる

中国の固定資産投資は、循環的な調整圧力に加え、政府の投資抑制策の効果もあり、鈍化傾向が続く見込みである。世界景気の減速に伴う輸出の鈍化もあり、中国景気は今後、減速感を強める見通しである。一方、人民元については、変動幅拡大の可能性が高まっている。近年、中国の主要な制度改革は年末年始が多くなっている。米中首脳会談、中央経済工作会議をへて、年末年始より新制度へ移行する可能性もある。

【 アジア経済見通し 】

	2003年 (実績)	2004年 (予測)	2005年 (予測)	2003年		2004年			2005年				
				7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期
韓国	3.1	4.8	4.1	2.4	3.9	5.3	5.5	4.6	3.9	3.6	2.5	4.5	5.8
台湾	3.2	6.0	4.2	4.0	5.7	6.7	7.9	5.3	4.3	4.0	3.6	4.2	4.8
香港	3.1	7.6	4.2	4.0	4.9	7.0	12.1	7.2	4.0	3.6	3.1	4.4	5.8
シンガポール	1.1	8.0	3.4	1.7	4.9	7.5	12.5	7.5	4.5	2.7	1.2	4.6	5.2
NIEs	2.9	5.9	4.1	3.0	4.6	6.1	7.8	5.5	4.1	3.6	2.8	4.4	5.5
ASEAN4	5.4	5.6	4.3	5.1	5.9	6.2	5.9	5.4	4.8	4.2	4.2	4.4	4.5
中国	9.3	9.2	7.5	9.6	9.9	9.8	9.6	9.1	8.4	7.8	7.5	7.1	7.5
Total	6.2	7.4	5.8	6.3	7.2	7.8	8.3	7.1	6.2	5.7	5.4	5.7	6.2

(注) NIEs、ASEAN4、9ヶ国・地域の値は、各国・地域の値を、99年のドル建て名目GDPのウエイトで加重平均したものである。
(資料) Consensus Economics Inc. 「ASIA PACIFIC CONSENSUS FORECASTS」を基礎に、UFJ総合研究所投資調査部が作成

中国の固定資産投資は、
今後も鈍化が続く

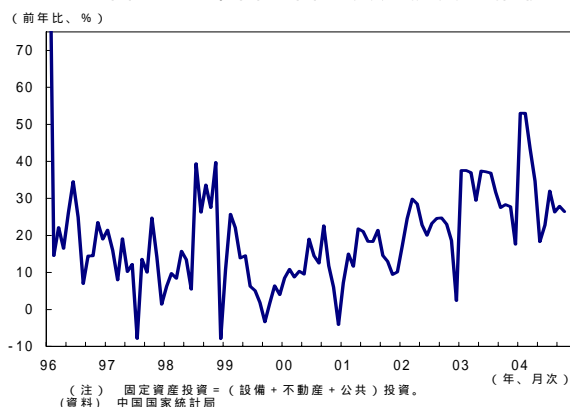
投資循環上の調整圧力が
高まる

中国の固定資産投資は今後も減速傾向が続く見込み

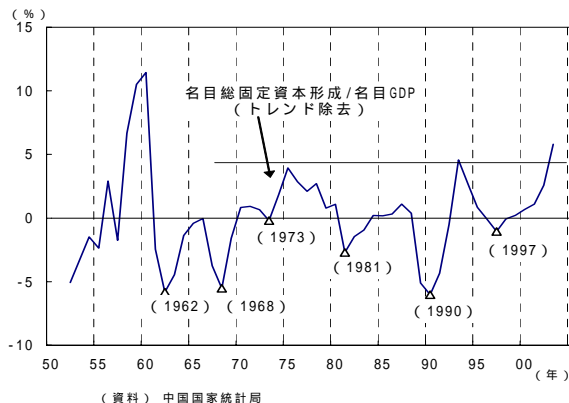
中国の10月の固定資産投資の伸びは前年比26.4%と、10月に比べわずかに鈍化した(図表1)。先行きについては、再加速の可能性も指摘されているが、基調としては、今後も鈍化傾向が続く見込みである。

まず、名目総固定資本形成の対名目GDP比でみた(トレンド除去)、中国の中期的な投資循環の動きをみると、山から山まで、平均約9年の周期が存在する。前回の上昇局面の山となった1993年からすでに11年が経過しており、投資循環のピーク局面にあるとみられ、循環的な調整圧力が強まっているとみられる(図表2)。

図表1. 中国の固定資産投資の推移



図表2. 中国の投資循環の推移



投資抑制策の効果には疑問を呈されるも、

政府が抑制を企図した分野では、投資の伸びは鈍化・失速

また、投資抑制策を実施しているわりには、固定資産投資の鈍化ペースが緩慢なため、政策効果に疑問を呈し、固定資産投資が再加速に向かうとみるむきもあるが、この点は、胡錦濤・温家宝政権の経済政策の性格によるところが大きい。

胡・温政権の経済政策は、均衡ある経済発展をめざす

胡・温政権の経済政策は、「科学的発展観」をスローガンに、均衡ある経済発展を目指すものとなっている。沿岸部と内陸部との格差解消をはじめ、固定資本形成に偏重した経済構造を転換し、個人消費の底上げを図ろうとしているほか、固定資本形成の中身についても、鉄鋼など過剰投資傾向が指摘される問題業種の投資の伸びを抑制する一方で、成長のボトルネックとなっている電力・エネルギーやインフラ面での投資は、積極的に奨励している。

沿岸地域の新規投資件数は前年割れ

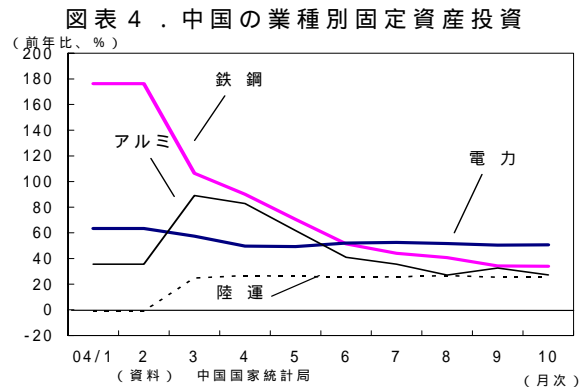
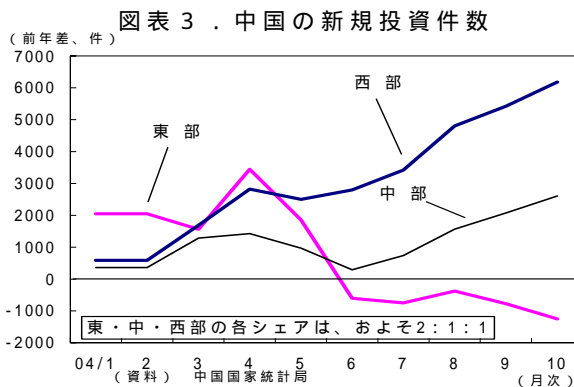
そこで、新規の投資件数の推移をみると、西部大開発を推進している中部・西部地域では、前年比増加傾向で推移する一方、上海や広東など、過剰投資傾向が指摘される沿岸部では、前年割れとなっている。また、業種別の投資の伸びをみても、問題業種の伸びは鈍化傾向が続いているのに対し、陸運や電力では高い伸びが続いている（図表3、4）。

政府が抑制を企図する分野の伸びは鈍化・失速

つまり、政府が投資抑制を企図している分野の投資の伸びは鈍化、あるいは失速する一方、積極的に奨励している分野では高い伸びが続いており、政府の政策は目標に対し一定の成果を示しているとみることができる。こうした動きから判断する限り、投資抑制策の効果は継続しており、今後も期待できるといえる。

政府は、投資抑制策を継続する方針を示す

こうした動きを踏まえ、胡錦涛国家主席は11月21日、04年の実質GDP成長率が9%程度になるとの見通しを示したうえで、「一部の人々が中国経済の過熱を予想しているが、私は起きないと思う。中国経済のハードランディングも一部で懸念されているが、やはり起きないと思う」と経済政策運営に自信を示す一方で、問題業種を対象とする投資抑制策を継続する方針を表明している。投資抑制策が継続されるかぎり、固定資産投資の減速傾向は続くことになる。



輸出の伸びも減速

中国景気は、今後、減速感を強める見通し

一方、固定資産投資とともに成長のけん引役となってきた輸出については、10月は2ヶ月連続で伸びが鈍化している。世界景気の減速にともない、今後は一段と鈍化する可能性が高い。輸出、固定資産投資と、成長のけん引役にいずれも息切れが出てきたことにより、中国景気は、今後、減速基調を強めることになる。前頁の成長率見通し（当部作成）では、05年は7.5%と依然として高成長を予想しているが、04年の9.2%（見込み）と比べ、方向は減速となっている。四半期ベースでは、10%近い高成長が続いたところから、05年央には、7%前半まで減速が見込まれており、一時的にせよ減速感が強まることになる。

中国景気は、減速感を強める見通し

人民元について、制度改革観測が高まる

発展段階に見合う、漸進的な改革を志向

新制度は、変動幅拡大となる見込み

管理変動相場制により、徐々に人民元高方向へ誘導か

近年の中国の主要な制度改革は、年末年始が多い

米中首脳会談・中央経済工作会議をへて、年末年始より新制度へ移行する可能性も

人民元の変動幅拡大の可能性が高まる

一方、人民元の為替制度が改革される可能性が高まっている。従来は、不良債権問題や国有企業改革、農村部の所得低迷などの構造問題により、切り上げは困難との見方が広がっていた。しかし、金融分野に関しては、性急な改革には慎重な姿勢をとっているものの、WTOへ加盟したこともあり、経済の発展段階に見合う漸進的な改革には着手し始めている。特に、最近の人民元改革の観測が高まっている背景には、10月の利上げが、行政指導偏重の政策運営から、市場メカニズムに基づいた政策運営への転換を志向したものと見方がエコノミストの間で広がっており、為替政策についても同様の方針がとられるとの連想が働いていることもある。

為替政策が変更される場合、制度面では、変動幅を拡大させる可能性が高いと考える。この点については、成思危全国人民代表大会副委員長が11月11日、「長期的には、人民元を複数通貨のバスケットに連動させることを検討するかもしれない」としながらも、「近い将来は、主として人民元の変動幅拡大を中心に考えていくだろう」との見解を示している。

変動幅については見解が別れるが、上述の構造問題により、大幅な切り上げは見込みにくい。ただ、中心値からの変動幅を5%程度に拡大した場合、人民元相場が、変動幅の上限に張り付いてしまう可能性がある。この点は、李揚人民銀行金融研究所長が、「変動幅の範囲が狭ければ、レートはすぐに上限に達して、1回だけ調整するのと変わらなくなる」ことを指摘している。このため、例えば、1日の変動幅を、前日終値の上下0.1~0.3%程度とした上で、市場実勢に任せながら、徐々に人民元高方向へ誘導するといった方法も考えられる。

新制度への移行時期は、年末年始の可能性も

新制度への移行時期については、特定が難しく、推測の域を出ないが、最近の中国の金融・貿易面での主な制度変更の実施時期は、年末・年始が多い(図表5)。具体的には、輸出補助金との批判があった増値税還付の引き下げや、不良債権処理について大手2行への公的資金注入、WTO加盟による関税引き下げなどがあった。前回の人民元の制度変更の際も、(1994年)1月1日より実施に移された。

11月20日のブッシュ・胡錦涛会談では、胡主席から人民元改革に前向きな意向が伝えられた。また、12月3~5日の中央経済工作会議でも、人民元の問題が主要議題にあがっている。仮に、中央経済工作会議において新制度への移行が決定された場合、新しい為替政策が04年末~05年初にかけて実施される可能性が高まることは、想定しておく必要がある。

図表5. 最近の中国の金融・貿易分野での主な制度変更

2004/1/1	輸出増値税の還付率引き下げ
2003/12末	国有4大銀行のうち2行に450億ドルの資本注入
2003/1/1	WTO加盟(02年12月)による第一次関税引き下げ
1994/1/1	人民元切り下げ(=公定相場と市場相場の一本化。管理変動相場制の導入)

(資料) 報道などに基づきUFJ総合研究所投資調査部作成。

(2004.12.6 研究員 細尾 忠生)