

みずほアジア・オセアニアインサイト

2007年9月 25日発行

緩やかな引き締め下で続く中国経済
の高成長と人民元の行方

本誌に関する問合せ先
みずほ総合研究所(株) 調査本部
アジア調査部中国室 細川美穂子
TEL 86-10-6525-1888
E-mail mihoko.hosokawa@mizuho-cb.com

*当レポートは情報提供のみを目的として作成されたもので、商品の勧誘を目的としたものではありません。

はじめに

2003年以降、中国経済は二桁成長が続いており、07年にはドイツを抜き米国、日本に次ぐ世界第三の経済大国となる可能性がある。しかし、固定資産投資、過剰流動性、貿易黒字の「三つの過剰」といった構造問題もかかえており、人民元についても上昇圧力と対外資本流入のジレンマに陥っている。

(1) マクロ経済情勢

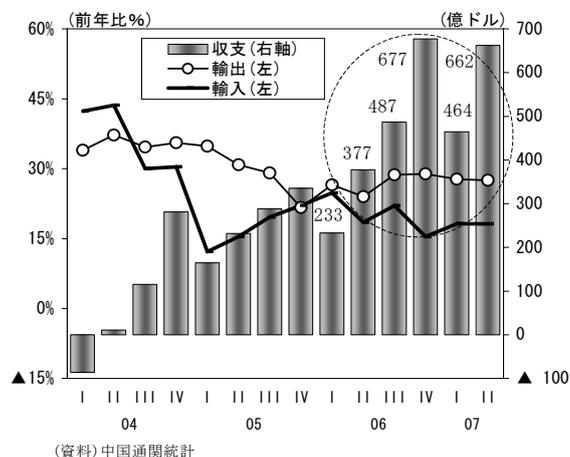
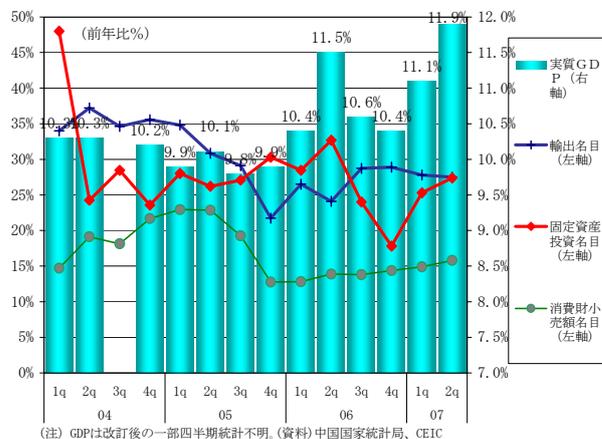
輸出・投資主導による成長が持続

1～6月期実質GDP成長率は前年同期比（以下同じ）+11.5%と、06年通年の+11.1%を上回り、1～3月期の+11.1%から、4～6月期は+11.9%に加速した（図表1）。

固定資産投資の名目伸び率は都市部で1～6月期に+26.7%と06年の+24.5%から伸びを高めた。マネーサプライ（M2）は6月末に政府目標の+16%を上回る+17.3%、銀行貸出も1～6月期に2.54兆元とすでに06年通年（3.18兆元）の8割近くに達する規模となっていることが投資の拡大を支えている。

個人消費は名目消費財小売額が1～6月期に+15.4%と06年の+13.7%から伸びを高め4～6月期には+15.8%と、1～3月期の+14.9%から加速し、8月は+17.1%となった。小売物価でデフレートした実質値を見ても、4～6月期は+13.2%と1～3月期の+12.8%を上回っている。06年中の公務員など給与引き上げ、株価上昇に伴う資産効果などが背景にある。

図表1 実質GDP、主要経済指標 輸出入、貿易収支



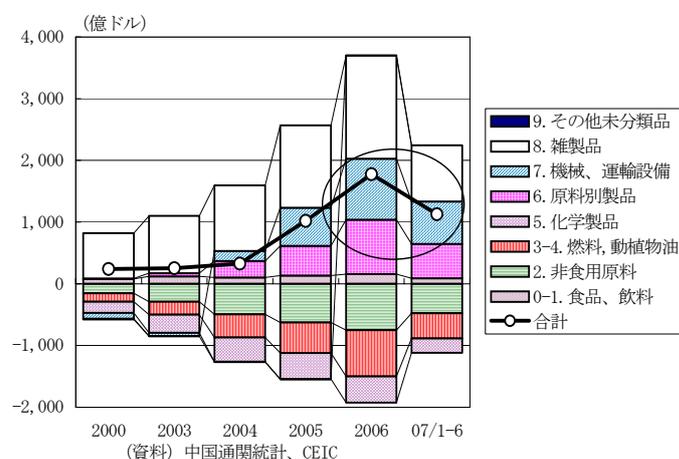
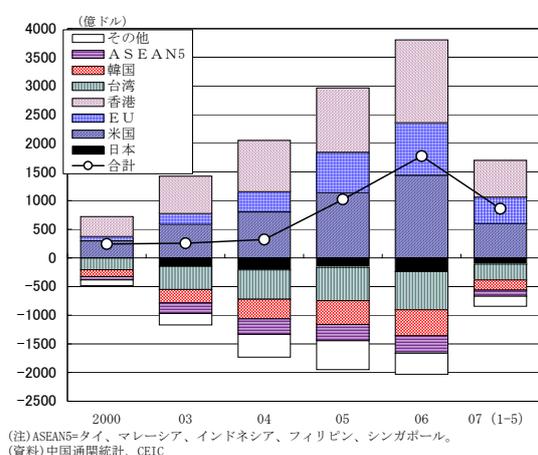
貿易黒字は前年比3倍へと急増した2005年（1,020億ドル）、同74%増加した2006年（1,775億ドル）に続き、1～6月に前年同期（611億ドル）より83%多い1,125億ドルとなった。貿易黒字の急拡大は、外国からの直接投資受入れなどにより加工貿易が拡大したことによる中国の「世界の工場」化や、それを通じて輸出品目がかつての衣類や雑貨類など中心からIT製品なども含む形へと高付加価値化したこと、地場企業の輸出拡大、輸出先国

¹ 2006年実質GDP成長率は07年1月25日公表時の速報値+10.7%から、7月11日に修正値+11.1%へと上方修正。但し、この修正に伴う同年四半期別成長率の修正値は発表されていない。国家统计局關於2006年GDP初歩核算數據的公告 http://www.stats.gov.cn/tjdt/zygg/sjxdtzgg/t20070711_402416975.htm

の好調な経済動向によるところが大きいですが、輸出価格の過大申告による所謂ホット・マネーの流入や「逆輸入」² による嵩上げなどの要因も指摘されている。

対中直接投資実行額は、第3次産業への投資の増加に加え、08年からの外資優遇税制廃止を前にした駆け込み要因もあり1～7月期は+12.9%の369.3億ドルとなった。貿易黒字の急増や対中直接投資に加え、人民元上昇を見込んだホット・マネーの流入は、人民元対ドル・レート安定のための人民銀行による元売りドル買い介入と相俟って、過剰流動性の一因となっている。外貨準備高は06年2月末に日本を抜き世界一の外貨準備保有国となったが³、貿易黒字急増と直接投資流入の持続を受け6月末の外貨準備高は1兆3,326億ドルへと半年間で2,663億ドルも増加した。これは06年一年間の外貨準備増加額(2,475億ドル)を上回る規模である。

図表2 地域別・品目別貿易収支



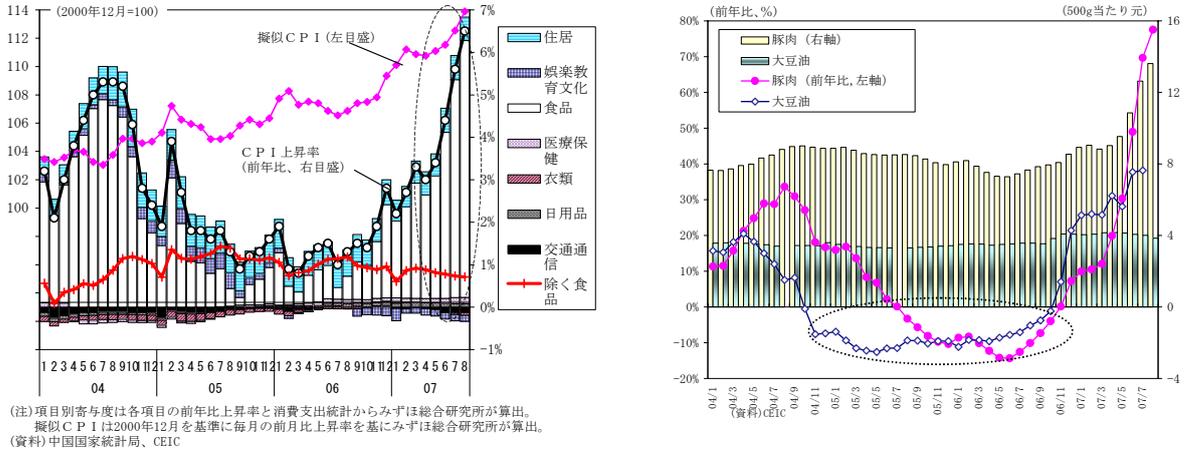
CPIは+6%に乗せるも、主因は食品価格上昇

8月のCPI(消費者物価)は+6.5%と96年11月以来の6%台となり、07年政府目標の+3.0%を上回った(1～8月期+3.9%)。しかし、物価上昇の内訳を見ると9割が食品価格上昇によるもので、食品を除くコア物価は+0.8%に止まっている(8月)(図表3)。

²2007年5月12日発新華社電子版=中国通信「貿易黒字を「嵩上げ」する逆輸入 中国紙が分析」によれば、逆輸入(「国貨出口復進口」とは、輸出の形でいったん中国大陸の保税物流園区や自由貿易港に入った中国製品を、改めて輸入すること。貿易企業は材料、部品、一次製品、半製品の輸出により、輸出戻し税を受ける。それを再び加工貿易方式で輸入し、関税や付加価値税減免の優遇を受ける。企業は付加価値税減免に加え、輸出戻し税も獲得、最高で2～3割の利益を得る。税制優遇を受けるために輸出額が多めに申告されることから、逆輸入後の貿易黒字は増加する。06年の逆輸入は734億ドルに達し、年間対米輸入額(592億ドル)を上回った(税関統計)。なお、6月については、7月以降の付加価値税還付率引き下げ前の駆け込みによる輸出増加要因もあると見られる。

³2006年2月末8,536.72億ドルに到達、日本(同月末8,500.58億ドル)を抜いた。

図表 3 CPI、豚肉など価格の推移 (500グラム当たり元)



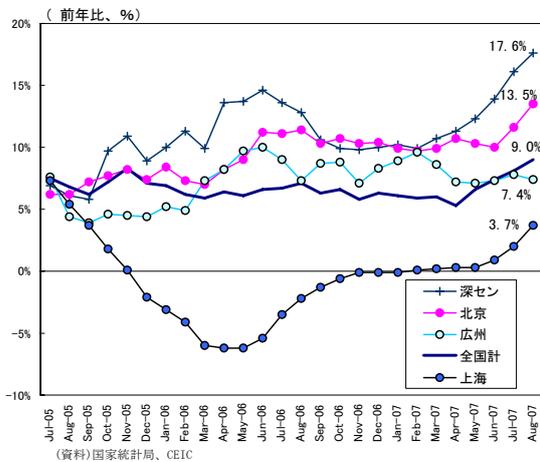
豚肉価格は07年6月に前年同月比+49.0%、7月に同+69.7%、8月には同+77.6%上昇した。05年半ば以降の価格低迷を背景とした子豚の減産や、穀物価格の上昇に加え、南方における疫病発生による一時的な供給不足から価格急騰を招来したものである。他方、家電製品などの耐久消費財は上昇に転じておらず、インフレ傾向が全般的に広がっているわけではないが、過剰流動性が全面的なインフレーションを引き起こすかどうか注目されている。

資産価格の上昇

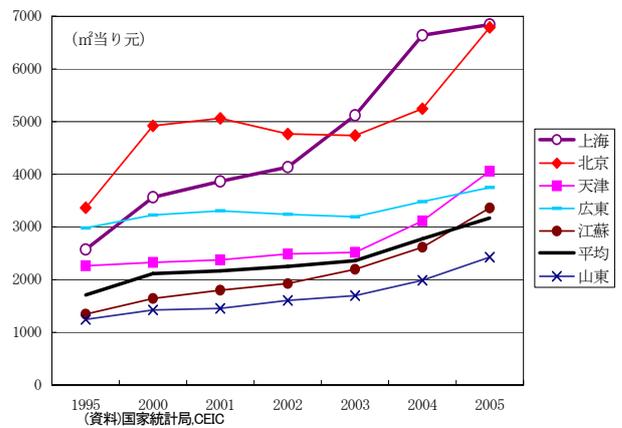
過剰流動性は不動産価格や株価急騰の背景になっていると見られている。不動産価格は05年以降、CPI（消費者物価）が前年比一桁台の上昇に止まっているのに対し、北京や深センなどで毎年二桁の上昇率となっている外、株価の急騰と相俟って資産インフレ懸念が高まっている。

図表 4 不動産価格

新築住宅価格上昇率の推移



一般住宅平均販売価格の推移



住宅については1998年に実施された住宅改革により、それまでの職場による配給から持ち家制に変わったことや、農村から都市への人口流入⁴や都市化の進展による需要もあるものの、転売による利ざや獲得を狙って建築された高級物件も見られ、実需と投機的な要素が入り混じっている。03年6月、06年5月など数度に亘る不動産投資抑制策を受け、これまで上昇の著しかった上海などでは価格が前年比マイナスとなっていたが、ここへきて上海の不動産価格は再度、前年比プラスに転じている（図表4）。

銀行貸出のうち、中長期貸付増加額に占める不動産業向けの比率が上昇しており、不動産価格に大幅な変動があった場合はリスクとなるであろう。2006年の主要金融機関中長期貸付新規増加額のうち、不動産業向けの占める比率は他業種を大きく上回る18.3%であり、その残高は前年比+42.5%の1.1兆元となった（図表5）。

図表5 主要金融機関中長期貸付新規増加上位10業種

(単位: 億元、%)	残高		残高に占める割合		残高前年比%		寄与度	当年新規増分			新規増分に占める割合		
	2005末	2006末	2005末	2006末	2005	2006		2005	2006	増減額	2005	2006	前年比
合計	82,327	100,670	100.0%	100.0%	17.0%	22.3%	22.3%	11,944	18,343	6,399	100%	100%	100%
不動産業	7,900	11,259	9.6%	11.2%	25.3%	42.5%	4.1%	1,596	3,359	1,763	13.4%	18.3%	27.6%
交通運輸、倉庫、郵政業	12,622	15,331	15.3%	15.2%	17.7%	21.5%	3.3%	1,899	2,709	810	15.9%	14.8%	12.7%
電力、燃料ガス、水の生産と供給業	11,522	13,507	14.0%	13.4%	15.2%	17.2%	2.4%	1,517	1,985	468	12.7%	10.8%	7.3%
水利、環境、公共設備管理業	6,815	8,577	8.3%	8.5%	28.8%	25.9%	2.1%	1,524	1,762	238	12.8%	9.6%	3.7%
製造業	7,768	9,429	9.4%	9.4%	8.7%	21.4%	2.0%	619	1,661	1,042	5.2%	9.1%	16.3%
新規増加5業種計	46,627	58,103	56.6%	57.7%	18.1%	24.6%	13.9%	7,155	11,476	4,321	59.9%	62.6%	67.5%
リース、商業サービス業	1,482	2,478	1.8%	2.5%	28.4%	67.2%	1.2%	328	996	668	2.7%	5.4%	10.4%
採掘、鉱業	2,211	3,028	2.7%	3.0%	51.9%	37.0%	1.0%	755	817	62	6.3%	4.5%	1.0%
教育	1,576	1,980	1.9%	2.0%	36.5%	25.6%	0.5%	421	404	-17	3.5%	2.2%	-0.3%
卸小売業	782	1,122	0.9%	1.1%	-9.7%	43.5%	0.4%	-84	340	424	-0.7%	1.9%	6.6%
金融業	334	565	0.4%	0.6%	56.8%	69.2%	0.3%	121	231	110	1.0%	1.3%	1.7%
その他	29,315	33,394	35.6%	33.2%	12.5%	13.9%	5.0%	3,248	4,079	831	27.2%	22.2%	13.0%

(注) 主要金融機関=政策性銀行、国有商業銀行、株式制商業銀行、都市商業銀行。

(資料) 才宏遠、王新華(人民銀行調査統計局)「密切關注房地產中長期貸款增長-2006年中長期貸款行業分析」(中國証券報2007年2月13日)
http://www.cs.com.cn/jrbznew/html/2007-02/13/content_2179574.htm

株式市場は、非流通株改革⁵の成功、四年連続のGDP二桁成長、好調な企業収益といった要因により、05年7月を底に株価が上昇してきた。今次株式ブームは、個人投資家を中心とした市場参加者の急増が特徴である。07年4月の売買高は日本市場を上回り6,000億ドル超へと急増、9月10日の上海総合指数は5,355と07年初(2,715)の二倍近くまで上昇した(図表6)。新たな株式投資口座は株価の上昇傾向が顕著となった3月以降5月まで、毎日30万口座の勢いで増え⁶、5月29日には累計で1億口座を突破した。

一方、4、5月の貯蓄預金残高は06年10月(▲76億元)以来の前月比マイナスとなっており、預金から株式投資に資金が回されたことが背景にあると指摘されている。預金金利は5月18日の金利変更時に1年もので3.06%へと引上げられたが、物価上昇率(5月CPI+3.4%)と比較すると、実質金利はマイナスとなっていた(図表7)ことも、預金減少の

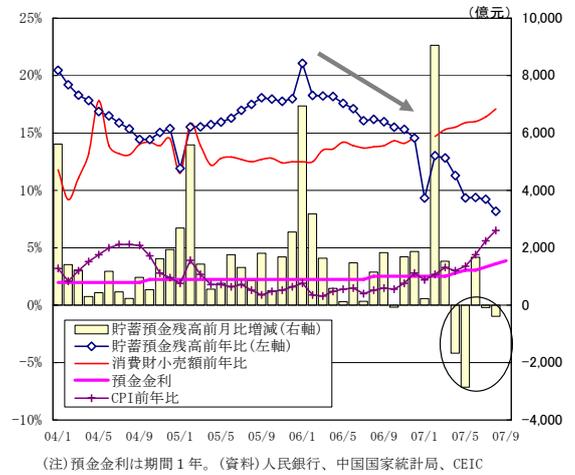
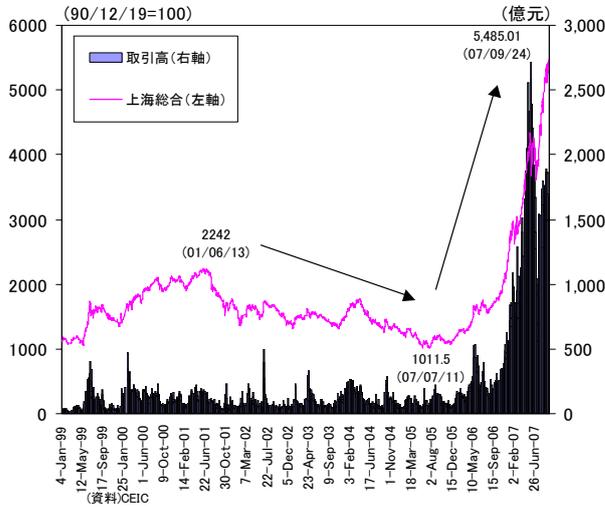
⁴ 例えば、北京市の06年末人口は前年比+2.8%の1,581万人、同上海市+2.1%、1,815万人と、全国(+0.5%、13.1億人)の増加率を大きく上回っている(参考:東京都07年初前年初比+0.8%、1,269万人)。

⁵ 株式が国や国有法人が保有し市場で取引されない「非流通株」と、個人や企業等投資家を持つ「流通株」とに分かれている(「股權分置」)状態を、非流通株主から流通株主への無償譲渡・増資、現金支給等、一定の対価を払い解消。1999年11月、2001年6月の失敗を経て05年4月再試行、06年中にほぼ完了。

⁶ 株式投資口座開設数: 05年月平均10.2万口座、06年月平均44.6万口座に対し、07年3月404.5万、4月674.8万、5月791.3万、6月521.5万口座(上海、深セン合計)。

背景にある。

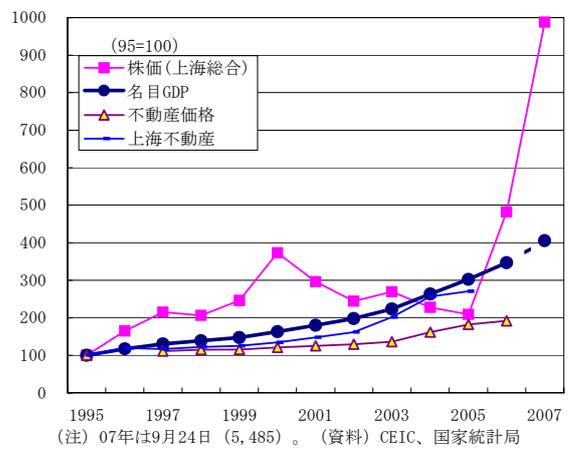
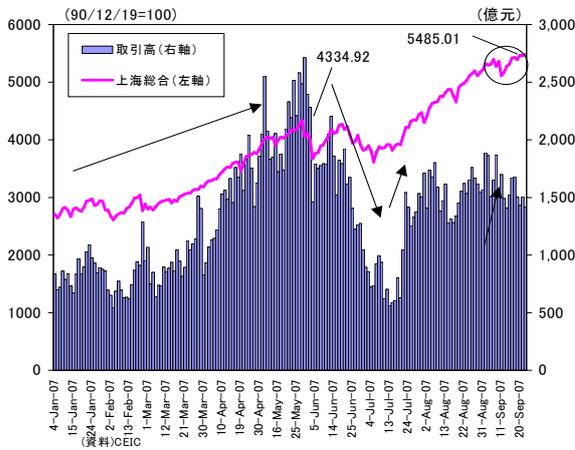
図表 6 株価と取引高 (99 年以降日次) 図表 7 貯蓄預金残高前年比、同前月比増減額、CPI



株式市場は印紙税引上げショックによる下落後も最高値を更新

印紙税引上げ (0.1%→0.3%) が 07 年 5 月 29 日深夜発表、翌日実施されたことを受け、5 月 30 日に上海総合指数は 4,053 と前日比▲6.5%の大幅下落を記録した。

図表 8 上海総合指数、同取引高 (07 年以降日次) 図表 9 資産価格、名目 GDP の推移



7 月下旬から株価は再び騰勢を強めた (図表 8)。これは、7 月 19 日に発表された GDP 統計が一段と強いものとなったこと、又、これを受けて実施された金融引き締めが小幅にとどまり材料出尽くし感が出たことがきっかけとなったと考えられる。また、謝伏瞻・国家統計局長は過去四年間の工業化、都市化、市場化、国際化の進展が高成長のための環境や条件を整備したと述べている⁷。こうした景気に対する楽観的な見方も相場を押し上げたと判断される。8 月に入り、米国のサブプライムローン問題を契機に世界の株価が不安定化しているが、上海総合指数は 8 月 23 日に 5,000 台に乗せるなど上昇が続いている。

⁷ 人民日報 07 年 7 月 25 日「如何正確認識当前的宏觀經濟形勢」 (如何に正確に当面のマクロ經濟情勢を認識するか) http://paper.people.com.cn/rmrb/html/2007-07/25/content_13689895.htm

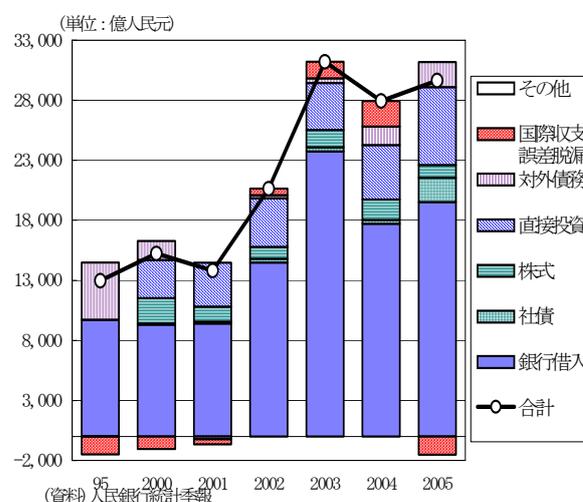
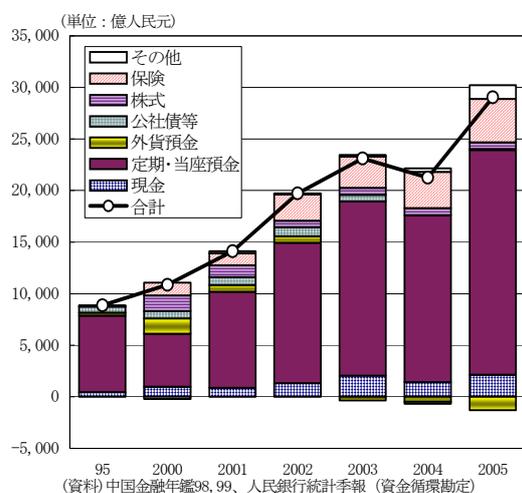
しかし、株価水準を名目 GDP と比較すると、95 年を 100 とした指数は 06 年に名目 GDP が 347 であったのに対し、株価は 482、07 年 9 月 24 日は 988 と GDP 拡大規模の二倍以上にまで上昇していると考えられ、実体経済の伸びと大きく乖離している。名目 GDP との比較で見ると、株式市場にはバブルが発生していると考えられる（図表 9）。

法で禁じられた銀行借入資金の株式投資への流用や、安値の赤字企業株を将来の値上がりを見込んで買うといった正常な投資行為からの逸脱が散見されるにもかかわらず、株式投資が貯蓄に代わる庶民の資産運用手段となりつつあることや、その資産効果の結果としての個人消費拡大への役割が重視され、中国政府は株価急騰を危惧して対策は打ちつつも、相場動向を黙認した形となっている。

株式市場活性化を通じた個人金融資産、企業資金調達 の多様化進展

資金循環勘定⁸を見ると、個人金融資産の 71%、企業資金調達の 66%が銀行に集中しており（それぞれ 05 年純増減ベース。図表 10、11）、株式投資を利用した個人の資産運用の多様化、企業の資金調達の分散は中長期的には健全な流れと評価することもできる。他方、個人による株式投資は生活資金や年金資金で行なわれているケースも多いと言われており、株価が暴落した場合には個人投資家の不満が社会不安を招来するリスクをはらんでいる。

図表 10 個人金融資産増加額（資産純増減。フロー） 図表 11 企業の資金調達（純増減。フロー）

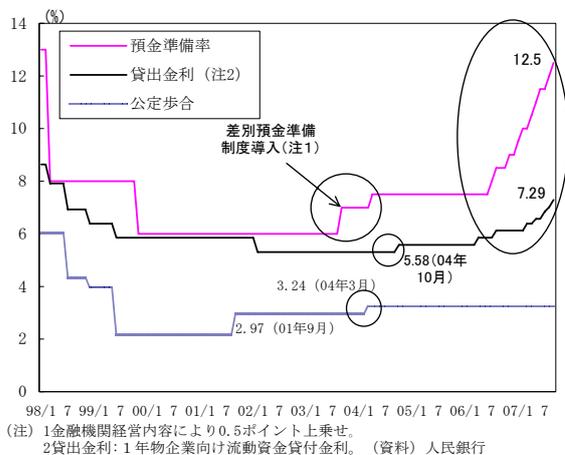


「小刻み且つ頻繁」な金融政策が持続

広い意味での引き締め策である「マクロ・コントロール政策」は、固定資産投資の急増を受け 03 年 8 月から実施されているが、05 年後半の緩和的な局面を経て 06 年に再強化された。07 年に入ってから毎月、預金準備率や金利の「小刻み且つ頻繁な」変更を実施している（図表 12、13）。

⁸ ストック統計は未公表、図表 10、11 はフロー統計。

図表 12 政策金利



図表 13 06年以降の金融政策

発表日	実施日	項目	内容
06年 4月27日	4月28日	金利引上げ	1年物貸出金利5.58%→5.85% (預金金利は据置き)
6月16日	7月5日	預金準備率上げ	7.5%→8.0%
7月21日	8月15日	預金準備率上げ	8.0%→8.5%
8月18日	8月19日	金利引上げ	1年物貸出金利5.85%→6.12% " 預金金利2.25%→2.52%
11月3日	11月15日	預金準備率上げ	8.5%→9.0%
07年 1月5日	1月15日	預金準備率上げ	9.0%→9.5%
2月16日	2月25日	預金準備率上げ	9.5%→10.0%
3月17日	3月18日	金利引上げ	1年物貸出金利6.12%→6.39% " 預金金利2.52%→2.79%
4月5日	4月16日	預金準備率上げ	10.0%→10.5%
4月29日	5月15日	預金準備率上げ	10.5%→11.0%
5月18日	5月19日	金利引上げ	1年物貸出金利6.39%→6.57% " 預金金利2.79%→3.06%
5月18日	6月5日	預金準備率上げ	11.0%→11.5%
7月20日	7月21日	金利引上げ	1年物貸出金利6.57%→6.84% " 預金金利3.06%→3.33%
7月30日	8月15日	預金準備率上げ	11.5%→12.0%
8月21日	8月22日	金利引上げ	1年物貸出金利6.84%→7.02% " 預金金利3.33%→3.60%
9月6日	9月25日	預金準備率上げ	12.0%→12.5%
9月14日	9月15日	金利引上げ	1年物貸出金利7.02%→7.29% " 預金金利3.60%→3.87%

(資料) 人民銀行

9月14日には、5月19日、7月20日、8月21日に続き今年五回目となる貸出預金金利引上げを9月15日から実施することが発表された。貸出金利1年物は7.29%で、預金金利1年物(3.87%)の引上げ幅と同じ0.27%である。

また、7月20日に発表された預金利息税(預金の利子所得に対する個人所得税)の引き下げ(現行20%から8月15日に5%へと引き下げ)は、物価上昇に伴う預金金利逆ざやの状況へ照準を当てた政策である。1年物預金金利3.06%に対し利息税勘案後の受取ベースでは2.448%であったものが、7月の利上げと利息税引き下げ後で同3.1635%となり(人民日報07年7月21日)、1~6月期のCPI上昇率3.2%とほぼ同水準となった。さらに、前述の通り、9月には預金金利(1年物)を3.87%へと引上げているが、8月のCPI上昇率+6.5%を下回っている。

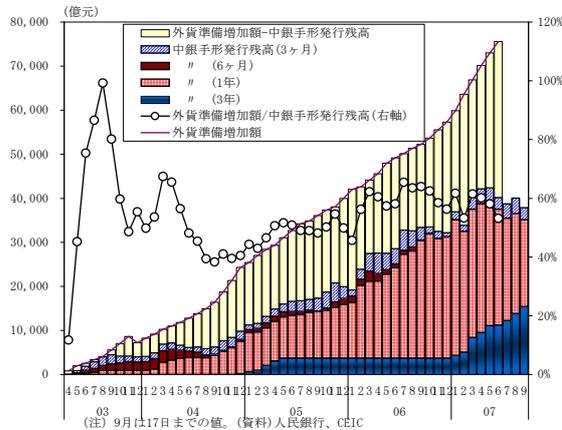
今後も金融政策は引き締め基調ながら緩やかな運営、社会の安定を優先

今後についても既定路線、即ち預金準備率は0.5%、貸出金利なら0.27%ポイントの範囲内の引き上げ(の繰り返し)にとどまると思われる。株価の上昇が続くなど、今次金融政策に対する反応は鈍く、今後の経済指標次第で金融政策がさらにきつめになることも考えられる。しかし、五年に一度の党大会を07年10月に控え、社会の安定に寄与する高成長を維持する必要があり、株式市場や不動産価格の大幅な調整の回避も求められることから、金融政策運営は引き締め基調ながらも総じて緩やかなものに止まる展開を予想する。これに伴い07年の実質GDP成長率も政府目標の+8%を上回る+10%台を維持し、03年以降、五年連続の二桁成長となろう。

9 都市部登録失業率は成長加速にもかかわらず6月末に4.1%と06年末と同水準。賃金についても「四年連続二桁、実質12%の伸び」との当局発表に対し、中国青年報のアンケートで対象者の85.4%が自身の給与は12%に届かずと回答。(中国青年報07年7月9日「民調揭示平均工資兩位數增長受益者是少數人」)。

http://zqb.cyol.com/content/2007-07/09/content_1818291.htm

図表 14 公開市場操作(中銀手形発行) 図表 15 全人代などにおける経済発展予測目標ほか



(億円, 前年比%)		05実績	06実績	06目標	07目標	07(1-6)
GDP		10.4%	11.1%	8.0%	8.0%	11.5%
CPI		1.8%	1.5%	3.0%	3.0%	3.2%
財政	歳入	19.9%	22.4%	11.9%	13.8%	30.6%
	歳出	19.1%	18.5%	13.1%	15.7%	22.7%
	収支(億円)	▲2,281	▲1,483	▲2,950	▲2,450	8,198
マネーサプライ	M1	11.8%	17.5%	14.0%	—	20.9%
	M2	17.6%	16.9%	16.0%	16.0%	17.1%
全社会固定資産投資		26.0%	24.0%	18.0%	—	25.9%
長期建設国債発行額		800	600	600	500	n.a.
金融機関新規貸出額		24,000	31,800	25,000	—	25,400
同貸出残高前年比		13.0%	15.1%	12.8%	—	16.5%
都市部登録失業率		4.2%	4.1%	4.6%	4.6%	4.1%

(注) 中国の財政は12月期ご支出集中することから、1-6月期は通常赤字。
(資料) 全人代経済報告、国家統計局、人民銀行ほか

なお、9月にも設立予定の外貨準備運用機関の資本金に充てるため1.55兆元の特別国債発行が予定されている。これは、03年4月から実施されている中銀手形発行を通じた資金吸収が、外貨準備増加額の五割程度に止まっていること、中銀資産の七割が外貨となっていること(図表14)など、金利上昇リスク、為替差損リスクが増す中、新たな資金吸収手段としての政策である。

特別国債の発行規模は人民銀行の預金準備率引上げによる資金吸収効果(一回で1,500億元程度)の約十回分に相当し、市場への影響を軽減するため発行回数や形式を検討中である。特別国債の発行次第で、現行の金融政策の実施回数やその程度が影響を受ける可能性もあることには留意が必要である。

(2) 人民元～上昇ペース加速は小幅に止まる

2005年7月21日の改革から二年余が経過、この間の対米ドルレート累計上昇率は+10.3%(9月21日まで)となった。年間の変動率を見ると05年末+2.5%(1ドル=8.0709元)、06年末+3.4%(同7.8087元)に対し、07年に入ってから8月末(7.5607元)までの累計では+3.3%で、小幅ながら上昇ペースは加速している。このペースが続けば07年末値は1米ドル=7.4元台、年間上昇率は約+5%となる。過剰流動性対策のための貿易黒字削減や、輸入物価下落を通じたインフレ圧力削減効果を見込める元高誘導もあり得るが、上昇ペースの加速は小幅に止まる展開を予想する。

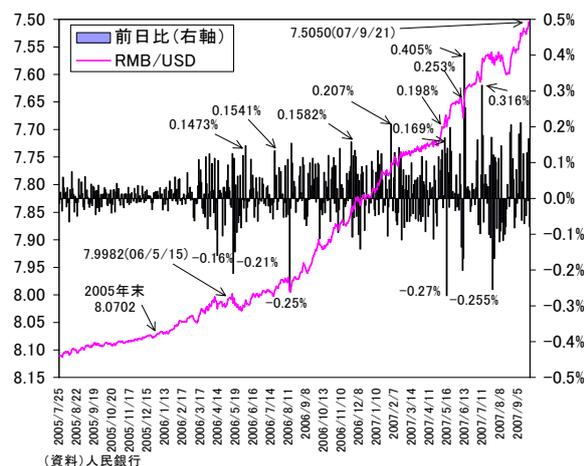
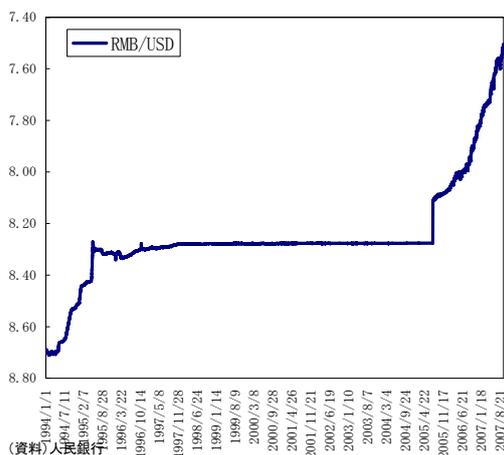
2005年7月21日、2.1%の人民元切り上げを含む改革実施

中国の為替レートは、1994年初の管理変動相場制移行に伴う1ドル=8.7元の水準への約33%の切下げ¹⁰後、95年にかけて約4.8%と緩やかに上昇した後、97年7月に始まったア

¹⁰ 計画経済の下で対外貿易部が統一的に管理していた貿易(計画貿易)に適用する①公定レートを、自主貿易に適用していた割安の②外貨調整センターレートに合わせることで、二種類の為替レートを統一。統一前にあった外貨調整センターレートの適用範囲は全体の8割程度まで拡大し、公定レートの適用範囲は2割まで縮小していたことから、94年初の切下げ幅は、実質的には7%程度(33%×0.2=6.6%)との指摘もある。

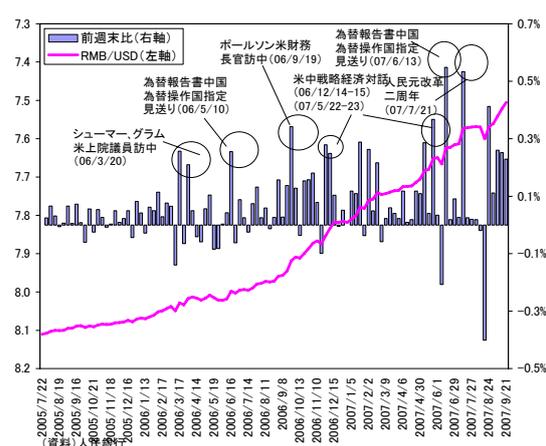
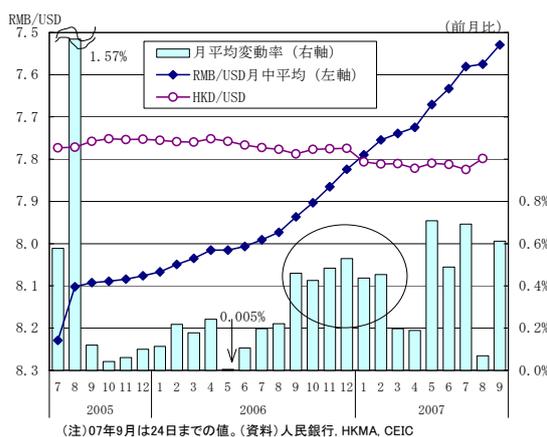
アジア通貨危機に伴う人民元の切り下げ観測を受け、同年 10 月以来ほぼ一貫して 1 ドル＝8.28 円で推移、事実上米ドルに固定されていた（図表 16）。人民銀行（中央銀行）の介入による為替変動圧力の吸収により、実質的な米ドル・ペッグの状態を続けながら極めて狭い範囲で変動していた¹¹（図表 17）。

図表 16 人民元対ドル日次レート 図表 17 人民元対ドルレートと一日の変動率



05 年 7 月 21 日 19:00、人民銀行は公表レート 8.2765 元に対し 2.1%切り上げ、対人民元ドルレートを 1 ドル＝8.11 元とすることなどを内容とする為替制度改革を実施した。この改革のポイントは、①97 年央来、約 8 年間続いた事実上の対米ドル固定相場を廃止し、②通貨バスケットを参考にした管理変動相場制を採用、③一日の対米ドル為替レートの変動幅は当面、改革前と同じ±0.3%以内と小幅に止まる（07 年 5 月 21 日より±0.5%に拡大）こと、の三点に集約される。

図表 18 人民元と香港ドルの対ドル・レート 図表 19 人民元対ドル週次レート



改革後の人民元の対ドルレートは 06 年 9 月以降、若干上昇加速

05 年 7 月の改革以降、人民元の対ドルレートは改革直後の 05 年 7、8 月を除き、月平均

¹¹中国の為替取引相場には人民銀行の意向が強く反映されている。金融機関の対顧客取引は実需原則がある外、外貨売買ポジション額にも規制があり鞘取引の余地はほとんどない。

+0.1~0.2%程度の小幅上昇を続けていたが、06年9月以降は同約+0.5%と緩やかながら上昇率が拡大した(図表18)。07年5月は+0.7%と改革後最高を記録したものの、3、4月に上昇率が縮小していた分と合わせ単純平均した上昇率は月平均+0.45%となり、上昇ペースが特に大きく加速しているわけではない。

これを週次に展開して見ると、ポールソン米財務長官の訪中(06年9月19日)と、同長官を団長にバーナンキFRB(連邦準備理事会)議長も参加した米中戦略経済対話(同12月14、15日及び07年5月22、23日)を挟んだ時期など、米中間で人民元が政治的な話題となった時期の前後に上昇が加速していることが見て取れる(図表19)。

予想より小さかった通貨高の影響

05年7月の改革前、政府内専門家の間で「当初は5%切り上げ可としたが、第一歩として2ないし3%の上昇で良いとした」と報道された。国家発展改革委員会と人民銀行貨幣政策司(通貨政策局)が同年5月にそれぞれ為替改革専門小組(グループ)を作り、+5%切り上げで、GDP▲0.2%、CPI▲1.2%、雇用▲67万人、消費▲0.2%、資本形成▲0.3%の景気押し下げ効果が出ると予想していた¹²。

しかし、人民元改革実施後の経済情勢を見ると、06年実質GDP成長率は05年の+10.2%から+10.7%へと加速、物価はCPIが05年の+1.8%に対し06年11月には+1.9%へと上昇、輸出はやや減速、輸入は小幅加速したものの、貿易黒字は1,020億ドルから1,775億ドルへと急増した。

唐旭・人民銀行研究局長(当時)は06年12月、「為替改革以前、5%切り上げにより輸出がどれだけ減速するなど予測する人もいたが、実際の状況を見ると、そうした予測は正しくなかったことが証明された。足元、人民元の対ドル・レートは5%前後上昇したが、輸出は減速するどころか伸びを高めている」と述べていた¹³。こうした発言から、為替切り上げの経済への影響は当初予想より小さかったとの判断が06年央になされ、06年9月以降の上昇ペース加速に繋がった可能性が考えられる。

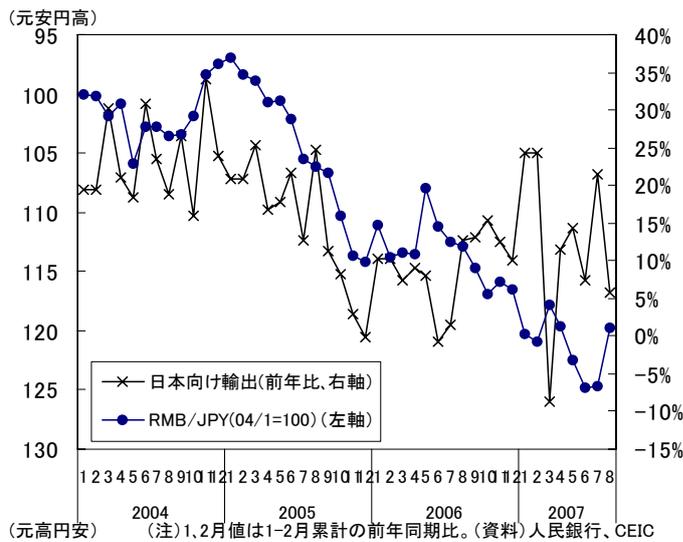
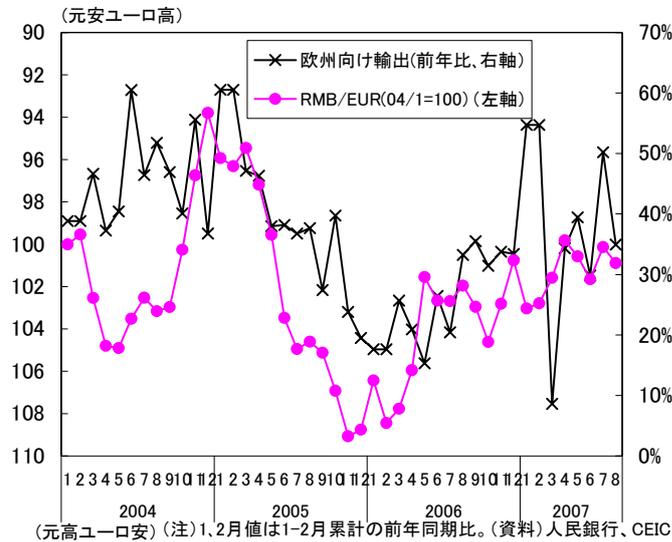
実効レートは趨勢的な人民元安ながら足元は上昇傾向

対ドルでは緩やかな上昇が続いている人民元であるが、ユーロに対しては06年にかけて下落が続いた結果、04年初とほぼ同水準にある。一方、対円では04年初来約20%上昇した(図表20)。

¹² 中国経営報 2005年7月22日「人民元匯率新思維：2%背後的中国智慧」(人民元レートの新思考：2%の背後にある中国的知恵)。第一財經日報 2006年7月27日「中国可承受人民幣一年昇值5%」(中国は人民元の年5%の上昇を受け入れられる) <http://dycj.yinet.com/article.jsp?oid=11201850> 人民銀行がウェブ・サイトで第一財經日報記事を譴責(<http://www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=100&id=1897>)、記事はアクセス不能となった。

¹³ 中国経済時報 2006年12月12日「正確看待人民幣的各種預期(人民元に対する各種予想を正確に認識する)」
<http://www.cet.com.cn/20061212/YAOWEN/200612124.htm>

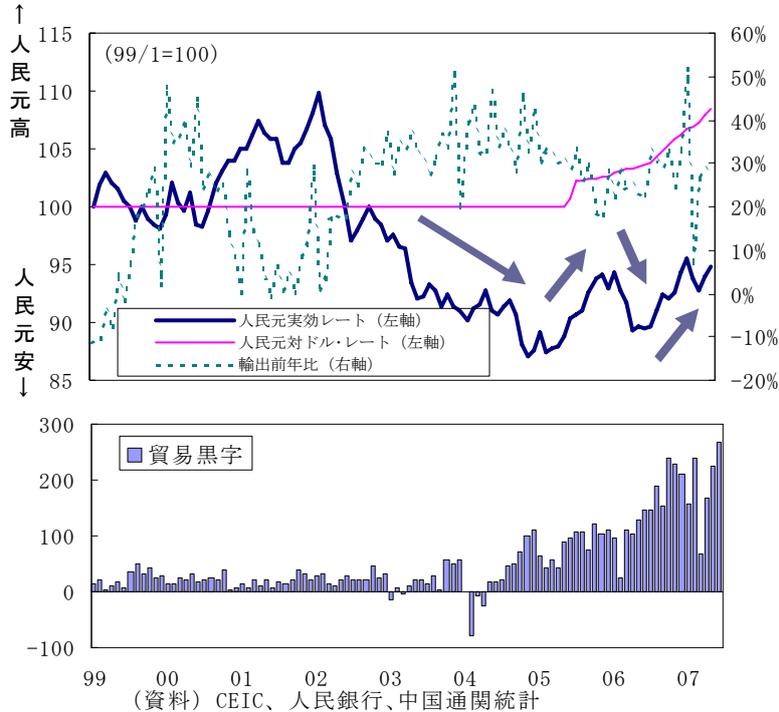
図表 20 人民元対ユーロ、対円レート、対ユーロ圏、対日輸出前年比



ユーロや円を含む主要貿易相手国の為替レートと物価差を加味した実質実効レートは 05 年 7 月改革以降暫く低下していたが、06 年 8 月以降、上昇基調に転じている。人民銀行が発表した通貨バスケット構成 11 通貨国・地域との 04 年の貿易ウェイトを加味して実効レートを算出¹⁴すると、07 年 6 月時点で 05 年 7 月改革時より 4.9%上昇している。しかし、長期的な推移を見ると 99 年初を 100 とした指数は 07 年 6 月に 94.8 までの水準に止まっている (図表 21)。

¹⁴ 人民銀行発表の通貨バスケットに基づき、ユーロ、米ドル、日本円、韓国ウォン、シンガポールドル、マレーシアリング、ロシアルーブル、豪ドル、英ポンド、タイバーツ、カナダドル計 11 通貨の対ドル為替レート、物価差及びこれら通貨国・地域との貿易ウェイトを加味して算出 (周小川・人民銀行行長 2005 年 8 月 10 日スピーチ <http://www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=4200&ID=169>)。

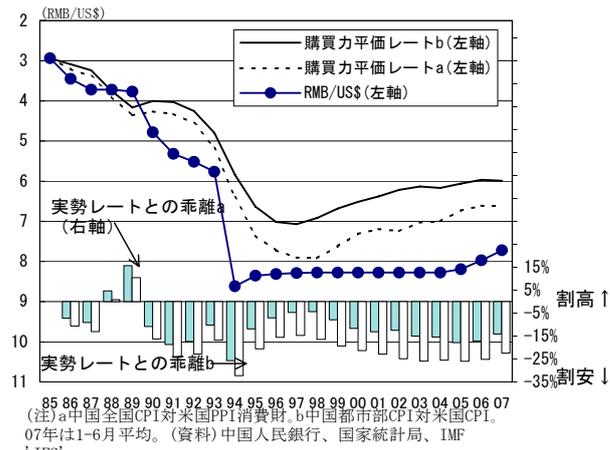
図表 21 人民元実効レート、輸出前年比、貿易収支



どこまで上昇するのか～米中の購買力平価では 06 年で 20%前後元高との試算結果

人民元レートの今後についてどう見るべきか。前述の通り 07 年に入ってからペースが続けば同年末値は 1 米ドル=7.4 元台、年間上昇率は+5%台となる。

図表 22 米中物価差による相対的購買力平価 購買力平価 (PPP) と実勢レートの乖離



	年	一人当たり PPPによる乖離度		対\$実勢為替レート(c)	対\$購買力平価レート(d)
		対\$実勢為替レート(c)	対\$購買力平価レート(d)		
中国	(2000)	840	3,920	4.67	8,2784
	(2005)	1,707	6,572	2.57	8,1917
(参考)					
インドネシア	(2000)	590	2,830	4.80	8,422
	(2005)	1,283	3,842	2.99	9,700
タイ	(2000)	2,010	6,320	3.14	40,112
	(2005)	2,712	8,551	3.15	40,250
日本	(2000)	35,280	27,080	0.77	107.77
	(2005)	35,703	30,821	0.86	110.15

(注) PPP= purchasing power parity (資料) World Bank Atlas 2002, The World bank Data & Research(<http://www.worldbank.org/>)

為替レートが今後も上昇を続けるとして、どこまで上昇が進むのかが注目されている。中国では所得格差が大きいことから、適正な為替レート水準を決めるのは極めて困難であるが、為替レートを見る上での一つの視点として、二国間物価差と購買力平価による試算を紹介する。

85 年を基準とした米中物価差による相対的購買力平価を試算してみると、07 年 1～6 月

時点で 6.6～6.0 元程度と、実勢レートに対し 14～22%高（85 年基準）との結果が出た（図表 22 左）。現在の水準よりもあと 2 割前後上昇しても中国の対米輸出競争力は維持されるという計算である。但し、これはあくまでも 85 年時点での米中二国間の物価差を基準にした結果であり、比較する国・地域や基準年により異なる計算結果が出ることには、十分留意が必要である。

米国以外にも複数国との比較による絶対的購買力平価で見た場合、1 米ドル=3.2 元前後が適当との見方（世銀発表、2005 年）もある（図表 22 右）。但し、購買力平価（PPP）による為替レートが全般的な物価水準を国際比較して算出されるのに対し、実勢レートは貿易財の国際競争力を中心に決定される。また、人口の多い国では地域間所得格差の存在が購買力平価を割高にし易い側面もあり、発展途上国であるほど試算結果が実勢レートより割高となりがちであることには注意が必要である。

中国政府の考え方は、温家宝総理が 05 年 6 月に天津で開かれたアジア欧州会議（ASEM）で述べた人民元三原則、即ち「主体性、制御可能性、漸進性」が基本である¹⁵。また温総理は 06 年 3 月の全人代（全国人民代表大会。国会に相当）後の記者会見で、人民元の為替制度について「市場の変化に沿って上下に浮動する余地がある」と述べた外、今後「（05 年 7 月改革時のように）行政的に一回で為替レートを上げ下げすることはもうない。意表を突く事態は起きない」と言明した¹⁶。

他方、「漸進的な為替レート上昇が却ってホット・マネー流入を誘うため、一気に元高にするか、上昇ペースを今より加速するべし」との議論も中国内にある¹⁷ものの、和諧（調和のとれた）社会を掲げる胡錦濤・温家宝政権は経済の安定を最重視しており、人民元政策運営についても輸出・雇用・農業などへの打撃を抑えることに当面主眼が置かれるものと予想する。

以 上

¹⁵ 温家宝在第六届亚欧财长(アジア欧州会議(ASEM)財務相)会議開幕式上の講話全文

<http://politics.people.com.cn/GB/1024/3497308.html> http://j.peopledaily.com.cn/2005/06/27/jp20050627_51271.html

¹⁶ 06 年 3 月 14 日、温家宝総理記者会見 12:09 発言 http://live.people.com.cn/note.php?id=402060313150555_ctdzb_033

¹⁷ 余永定「流動性過剰根源人民幣小歩緩升」（過剰流動性の根源は人民元の小幅上昇、経済観察報 07 年 4 月 15 日

<http://finance.sina.com.cn/economist/jingjiguancha/20070415/14443502769.shtml>

等。