

インフレ・経済過熱防止の諸施策（５）

田中 修

はじめに

3月25日、預金準備率が引き上げられた。本稿では人民銀行の周小川行長・温家宝総理等の直近の発言を交えて解説する。

1. 2月の経済情勢

(1) 物価

2月の消費者物価は8.7%上昇し、1996年5月以来の高水準となった。内訳では、都市は8.5%、農村は9.2%の上昇、食品価格は23.3%の上昇となった。食品価格のなかでは、穀物6.0%、油脂41.0%、肉類及びその製品45.3%（豚肉63.4%）、卵6.0%、水産品13.8%、生鮮野菜46.0%、果物8.7%、牛乳・乳製品16.4%の上昇となっている。

(2) 投資

1-2月期の都市固定資産投資は前年同期比24.3%であり、不動産開発投資は同32.9%増である。中央は同14.9%増、地方は25.3%増となっている。施工中のプロジェクト総投資計画額は13.0兆元（同22.2%増）、新規着工プロジェクトの総投資計画額は3967億元（同2.6%減）となった。

(3) 金融

2月末のM2は17.48%、金融機関の貸出は15.73%の伸びとなった。2月の新規貸出増は2434億元と減少したが、1-2月期では1兆492億元となった（1-3月期の抑制目標は1.27兆元）。

(4) 住宅価格

2月の全国70大中都市の建物販売価格は前年同期比で10.9%上昇した。新築住宅の価格は11.8%の上昇であり、上昇幅の大きい都市は、ウルムチ24.2%、寧波18.9%、海口18.9%、南寧18.8%、北京16.5%となっている。

2. 全人代における周小川人民銀行行長記者会見

2.1 2008年3月6日（共同記者会見）

(1) 利上げについて

私個人は利上げの余地はあると考えている。しかし、金利の作用については利益と弊害を考慮しなければならず、いつどの程度調整するかにはテクニックがある。当然、米国の利下げは中国の金利政策に影響を与えるが、これは一部にすぎず、国内のことも考慮する必要がある。

我々はここ数年、中国の経済成長はもっと内需に依存すべきであり、輸出への依存を減らすべきだと言ってきた。内需の中で特に重要なのは消費内需の拡大であり、このため我々は金利の変化が消費内需に及ぼす影響を考慮しなければならない。消費内需の増強のためには、国内の貯蓄率が減少し消費が拡大することが望ましい。金利政策はこれに影響を与えるため、配慮が必要である。

このほか、2004年に国務院は資本市場を大いに発展させる決定（国9条）を行った。これは、資本市場を大いに発展させ、直接金融を奨励するものである。金利政策はこれにも影響を与える。金利がやや低いときには、庶民はすすんで資本市場の商品を何でも買おうとする。これは直接金融と間接金融の比率関係の調整に資するものである。総量的に見ると、現在わが国の直接金融と間接金融の比率はまだ合理的ではなく、依然資本市場を大いに発展させ直接金融を奨励しなければならない。このため、金利政策を考慮する際は、これらの要因を考慮しなければならない。米中金利差・インフレ以外にも、若干の要因を考慮し、総合的に比較しながら手段を選択する必要がある。

同時に、金融政策にはその他の措置もあり、どの件でどの措置を用いるか、措置をどのように組み合わせるかについて様々な考慮をすることにより、施策をうまく行うことができるのである。

（2）米国のサブプライムローン危機について

サブプライムローン危機は昨年夏に始まったが、現在に至っても底を打っていないため軽視してはならない。ただわが国への影響について、現在見て取ることができるのは次のものである。

金融機関への直接的影響

中国の金融機関もサブプライムローンにいくらか投資を行っており、これらの投資には損失が発生している。だが総じて言えば、数量と比率は大きくはない。中国の金融機関のサブプライムローンへの投資の比率は比較的小さく、消化可能である。また、中国の金融機関の規模は比較的大きく、経営状況も比較的良好なので、少量の損失を受け入れることが可能である。

間接的影響

米国経済の世界経済への牽引力にどのような変化が現れるか、国際貿易面でどのような変化が現れるかは、中国経済にも影響がある。この影響がどの程度かは、なお観察が必要である。また、この影響は波状的に及ぶ可能性があり、第一波は欧州等の国家に及び、欧州は中国経済に間接的に影響を与えるので、これについても十分に推し量る必要がある。

政策面

米国は利下げにより経済衰退の可能性に対処しており、米国の利下げ以降、中国の金利或いは金融政策に影響が及んでいる。現在の世界経済は、以前より相互影響が強まっていることを見て取るべきである。過去の一定の前提条件の下では、金利政策は比較的・相対的に独立していた。各国にはそれぞれの金利政策があった。しかし、現在各国の金利政策

の相互依存性は以前より増しており、(米国の金利政策は)我々にとっても観察が必要な1つのチャレンジ(試練)となっている。

さらに、米国はその他の一連の政策(金融緩和・財政支援)を採用し経済衰退を防いでいるが、これらの政策は現在或いは今後一時期、世界的な過剰流動性問題を更に際立たせる可能性がある。中国の過剰流動性は元々世界の過剰流動性と関係があり、世界的な過剰流動性問題がさらに深刻化したならば、中国の金融政策にも影響が及ぶことになる。

つまり、現時点で全部を見通すことは不可能であり、我々は密接なフォローが必要である。グローバル化が深化した局面においては、多くの影響が我々のこれまでの経験や既往の分析方法を超越しているため、密接に注意を払わなければならない。

(3) 中国の住宅ローンの現状

中国の住宅ローンは、現在比較的健全に発展している。第1に、中国の銀行業を一まとめた貸借対照表において、資産の部に住宅ローンの比率は3分の1に満たない。このほか、中国の住宅ローンは立ち上がってから時間がまだたっていない。住宅改革が進行してはじめて、真の意味での住宅ローンがスタートしたからである。この業務が展開されてまだ間もないため、伸びが比較的速いにもかかわらず全体のウエイトはまだ大きくはない。

住宅ローン業務の質はどうであろうか?政策面からしても各商業銀行が把握している住宅ローンのリスク面からみても、問題はない。まず、絶対多数の住宅ローンの頭金比率は30%前後である。条件により差はあるが、頭金ゼロというようなことはない。償還能力もしっかり審査しているし、金利面でも当初ゼロ金利などということはしていない。この点からすれば、住宅ローンの質はなお良好である。この基礎の上にローン商品・派生商品を発展させていけば、質の面で大きな問題は出現しないだろう。

当然、問題はないかということ、存在する。金融機関によっては顧客を奪うため、不適切なローンを組んだり、表面上は適切であっても有害な運用をしている。これらのローンは、現在のところウエイトはまだ高くはない。これは、商業銀行自身が注意を払わなければならない事柄であり、内部コントロールにリスクがある、ないし規律が遵守されていないということの意味するが、商業銀行は不断に是正を行っており、監督管理・政策面でも大きな努力を払っている。中国の各種銀行業務のうち、この業務の質は實際上比較的良好であり、さらに発展の余地があるので、米国の状況とは異なる。

2.2 2008年3月17日(上海証券報の取材)

FRBの利下げは主として米国の国内情勢によるものであり、世界経済相互に影響はあるものの、中米経済の情勢は同じではない。中国が近いうちに利上げするか否かはなお様子を見なければならない。

2.3 2008年3月18日(上海証券報の取材)

株式市場の最近の波動は、引締め気味の金融政策のせいにはすべきではない。引締め気味

の金融政策はすでに一定期間実行されているが、全プロセスにおいて資本市場への影響は認められない。

1・2月の消費者物価の高騰はもともと想像していたよりもやや高かった。しかし、これは2007年末に打出した引き締め気味の金融政策という判断が正確であったことを物語るものである。引締め気味の金融政策をうまく適度に行えば、物価指数のコントロールにプラスとなる。今回の物価指数の上昇は農産品・食品・一次産品の上昇がもたらしたものであり、一連の政策で対処できる。これには各方面の政策の協調的な組合せが必要であり、これには金融政策も含まれる。

国民経済の各指標及び政策効果が、いかなる時にも理想状態にあることは不可能である。誰でも経済が成長し、低インフレで、失業率が低く、新たな就業が多く、国際収支が均衡し、実質金利がプラスを維持し、資本市場が着実・健全に発展し、乱高下が出現しないことを望むが、実際のところこれらの指標を同時に達成することは往々にして不可能である。同時に達成できないならば、どれかを捨てなければならない。

米国の状況は不断に変化している。米国も金融市場に出現する新たな状況に基づき、自らの判断を改め政策を決定している。中国もこの変化を密接にフォローしている。現在、すぐに政策調整をしなければならないものもあれば、政策対応を急がず少し議論すべき問題もある。したがって、中国には政策対応の余裕がある。

3．預金準備率の引上げ

3月18日、人民銀行は3月25日から預金準備率を0.5ポイント引き上げ15.5%とする旨を発表すると同時に、560億元の中央銀行手形を市場に向け発行した。金融政策が転換した2003年以降17回目、昨年以降12回目、本年2回目の引上げとなる。これによる資金凍結額は2024.5億元と予想されている（中国証券報2008年3月19日）。

（1）引上げの意図

専門家は、今回の引上げの狙いを次の3点と分析している（中国証券報2008年3月19日）。

中央銀行手形に代えて過剰流動性の不胎化を行う

国泰君安固定收益高級アナリストの林朝暉は、中央銀行手形発行に比べ、預金準備率引上げはコストが低く凍結期間が長いという利点がある、と指摘する。

貸出の速すぎる伸びを抑制する

2月の金融機関の新規貸出増は2434億元（前年同期より増加幅が1704億元減少）であったが、1-2月期では新規貸出増は前年同期比で692億元増加しており、今年の貸出監督管理目標の達成は困難が増している。同時に、株式市場の動揺により資金が還流しており、銀行預金の伸びが迅速である。しかも固定資産投資の伸びは減っておらず、これは企業の借入需要がなおかなり旺盛であることを意味している。このため、将来の銀行の貸出衝動は十分強烈である。このような状況下では、預金準備率を引き上げるにより災いを未

然に防ぐことができる。

引締め気味の金融政策への期待を強化する

米国のサブプライムローン危機と中国の冰雪災害発生以降、国内に金融政策を適度に緩めるべきとの声が高まっている。しかし、2月の消費者物価は8.7%の高い上昇率であり、中央銀行としてはこれに対処せざるを得ず、実際の行動をもって引締め気味の金融政策への期待を強化したのである。これはインフレ期待を合理的に誘導することに資する。

(2) タイミング

今回の引上げ発表は明らかに全人代終了を待って行われている。周行長は、海外での評判が高い割に国内での評判は必ずしも芳しくなく、5年前の全人代で人民銀行行長に選ばれた際も、昨年17回党大会で中央委員に選ばれた際も反対・棄権票に悩まされている。

株式市場の動揺により金融緩和を求める声が高まるなかで、敢えて全人代開催中に預金準備率を引き上げれば、人民銀行行長留任に対し大量の反対・棄権票が発生するおそれがあり、これを回避したかったのであろう。

(3) 今後の見通し

申銀万国高級マクロ・アナリストの李慧勇は、なお2.5ポイントの引上げ余地があるとする。林朝暉も今年まだ引上げの余地があるとするが、頻度・程度は昨年を下回るだろうと予測している。また、国家情報センター経済予測部の範劍平主任は、「今回の引上げ幅は我々の予想1ポイントを下回った」とし、これは中央銀行がますます厳しさを増す国際情勢を考慮したからであろうとする。そして、今後銀行の超過準備預金の水準がなおもかなり高ければ、預金準備率を更に引き上げる余地があるとする(中国証券報2008年3月19日)。

4. 中央銀行第1四半期アンケート調査

(1) 都市部預金者

「物価が高すぎ、受け入れ難い」とする預金者が49.2%と歴史的最高水準となり、はじめて「物価がかなり高いが、なお受け入れることができる」と回答した預金者(47.5%、前回調査より16.6ポイントダウン)を1.7ポイント上回った。

第2四半期に物価が上昇すると予想する者は、前回調査の64.8%から48.9%に減少(15.9ポイントダウン)し、2007年以来の物価連続上昇の予想が変化している。

預金金利が適切だと思う者は51.4%(昨年第1四半期より11.8ポイント上昇)であり、より多く預金しようと考えている者は35.4%(前回調査より5.2ポイント上昇)であった。これに対し、更に株に投資しようと考えている者は27.6%(前回調査より8.2ポイントダウン)となった。今後3ヶ月間に住宅を購入しようと考えている者は14.6%(前回調査より1.3ポイントダウン)と調査を開始して以降最低水準となった。特にポイントの下落が激しかったのは、上海(マイナス4.3ポイント)、広州(マイナス3.8ポイント)であった(中国証券報2008年3月21日)。

(2) 銀行家

マクロ経済がかなり熱があると考える銀行家は 74.9%（前回調査より 6.3 ポイントダウン）したが、なお高水準である。第 2 四半期もかなり熱した傾向が続くと考える者は 63.9% であり、うち過熱すると考える者は 4.1%に過ぎない。

金融政策が適度と感じる者は 31.7%であり、かなりきついつと感じる者は 62.4%（前回調査より 8.4 ポイント上昇）と歴史的な最高水準となった（新華網 2008 年 3 月 20 日）。

（ 3 ） 企業家

生産財価格が上昇していると回答した企業家は 41.9%と 1997 年以来の最高水準となった。金利がかなり高いと判断する者も 35.9%とここ 10 年の最高水準となった（新華網 2008 年 3 月 20 日）。

5 . 国務院第 1 回全体会議（2008 年 3 月 21 日）

全人代で新しい閣僚が決まって最初の全体会議が召集され、温家宝総理は当面次の 8 項目に重点を置くよう指示した（新華網北京電 2008 年 3 月 21 日）

（ 1 ） 国務院機構改革案を早急に組織する

適切に機能を転換し、部門の職責分担と権限を更に調整し、部門の責任を際立てて強化し、職責が交錯し権限・責任がマッチしていないという問題の解決に力を入れる。6 月末までに、職能・機構・編制を確定する。

（ 2 ） 災害復旧を引き続きしっかり行う

電力・通信・水供給・道路等のインフラを早急に修復し、農業・林業・牧畜業の生産回復を高度に重視し、被災地域の農民の生産・自己救済を支援する。被災者の基本的生活を全面的に保障し、被災地域で穀物が不足している農家に対する穀物・食用油の供給を確保する。6 月末までに倒壊家屋の再建を全面的に完成する。

（ 3 ） 春の農業生産をしっかり行う

農民が食糧・植物油原料・野菜等の農産物の作付面積を拡大するよう奨励・誘導する。穀物・豚・乳業の発展を促進し、養鶏を支援する政策措置を真剣に実施する。農業生産を支援する更に有力な政策措置を早急に検討する。鳥インフルエンザ等の重大な動物疫病の予防・制御を強化する。化学肥料等の農業生産財の生産・供給を組織的に行う。森林・草原の防火を強化する。旱魃対策の水源プロジェクトと農地の水利建設をしっかり行う。

（ 4 ） 物価の基本的安定維持に努める

カギは、あらゆる手を尽くして市場供給を増加することである。穀物・食用油・肉・野菜等の生活必需品の仕入れを組織化し、市場の調節をしっかり行う。市場の監督管理を強化し、法に基づき一部の重要商品・サービスに対する臨時価格関与を実施する。

（ 5 ） 固定資産投資のコントロールを強化する

投資の速すぎる伸びを断固として抑制し、投資構造の改善に力を入れる。発展の脆弱部分への投入を増やし、エネルギー多消費・高汚染・生産能力過剰業種の生産能力拡張プロジェクトの新たな立ち上げを更に抑制し、プロジェクト建設の手續と市場参入条件を厳格

化する。

(6) 省エネ・汚染物質排出削減を強化する

2008年の地域・業種ごとの落伍した生産能力淘汰のノルマをしっかりと実施する。省エネ・汚染物質排出削減の評価・考課を強化する。省エネ・汚染物質排出削減の重点プロジェクトの建設を加速し、企業の省エネ・汚染物質排出削減のための技術改造を推進する。

(7) 改革を真剣にしっかり行う

集団林権制度の改革を積極的に推進し、財政・税制・金融改革を深化させ、医療・衛生体制改革案を検討・制定する。都市義務教育の学習雑費の全面免除を真剣にしっかりと準備する。対外貿易政策の基本的安定を維持する。

(8) 大衆の切実な利益に関わる問題を積極的に解決する

大学等高等教育機関卒業生・退役軍人・障害者・生活困難者への就職サービスを適切にしっかり行う。物価上昇の状況に基づき、タイムリーに低所得層・被災者への補助を増加する。普通高等教育機関の学生への食事支援金を早急に増加する。重大疾病の予防・制御を強化する。安全生産の監督管理を強化する。社会の大局的安定を維持する。

(9) 廉潔政治建設・反腐敗活動を強化する

近々開催する国務院廉潔政治工作会议で具体的手配を行う。

6 . ハイレベルフォーラムにおける樊綱発言 (2008 年 3 月 23 日)

中央銀行貨幣政策委員会委員、中国国民経済研究所所長樊綱は、米国のサブプライムローン危機が国際金融市場・中国に及ぼすマイナス影響について、次のように語っている (上海証券報 2008 年 3 月 24 日)

(1) 貿易・資金面への影響

2月の貿易黒字の減少の大部分は、中国のこれまでの(輸出)抑制策によって生み出されたものであり、米国のサブプライムローン危機そのものの影響は有限である。むしろ、2008年さらには2009年に中国に流れ込む資本は、減少するどころか増加するだろう。

(2) 流動性のコントロールはなおも政策目標である

サブプライムローン危機がさらに多くの流動性を中国に流れ込ませる要因は、次の2つである。

ドルの切下げ加速と米国の利下げ加速が、人民元への投機期待を増加させる。

サブプライムローン危機が欧米の一部先進国の金融機関の信用収縮をもたらすとしても、世界にはなおも多くの資金が世界各地で投資機会を探している。

先進国の金融市場が動揺している中で、発展途上国とりわけ中国・インドのような高成長の発展途上国は、これらの国際資金のターゲットとなる可能性がある。更に大きな資金は、さらに多くの流動性を意味し、投資の伸びが容易に加速するリスクを生み出すことを意味する。このことを考慮すれば、中国は依然過剰流動性問題が出現する可能性があり、いかに流動性増加を抑制するかが、依然中国のマクロ経済政策の重要目標である。

(3) 為替レート政策は安定を維持すべきである

一度に大幅に為替レートを切り上げることは反対である。投機資金の流入を減少させるには、比較的・相対的に安定した為替レート政策により更に大きな規模の投機を防ぐ必要がある。

(3 月 25 日記)