

インフレ・経済過熱・景気後退の防止（４）

田中 修

はじめに

人民銀行は、6月7日、今年5回目の預金準備率引上げを発表した。本稿では、この背景と最近の経済情勢に対する人民銀行の分析を紹介したい。

1. 5月の経済情勢

(1) 物価

5月の消費者物価は前年同期比で7.7%上昇した(4月は8.5%)。うち、都市は7.3%、農村は8.5%の上昇である。食品価格の上昇は19.9%であり、うち、肉類及びその製品価格の上昇は37.8%(豚肉は48.0%)、野菜が10.3%、穀物が8.6%、油脂が41.4%、水産品が18.3%、果物が2.0%、卵が2.0%、調味料が5.4%である。4月の物価水準との対比では、消費者物価は0.4%、食品価格は1.3%、野菜は15.7%、卵は4.1%下落した。

食品価格の上昇は一段落したかのように見えるが、商務部の調べでは、国内食用農産品価格指数は連続3ヶ月下落を続けた後6月9日の週から再び上昇し、上昇幅は0.6%となっている。具体的には、肉類の価格が下落を続けている以外は果物・穀物・野菜を含む農産品価格が全面的に上昇している。このため、食品価格の今後の動向は予断を許さない(広州日報2008年6月14日)。

居住関係価格の上昇は前年同期比7.1%であり、うち水・電力・燃料価格の上昇は7.9%、建物及び内装・改修の材料価格は7.4%、家賃は4.4%の上昇であった。

1-5月期では、消費者物価は前年同期比8.1%上昇した。うち、都市は7.7%、農村は8.8%の上昇である。食品価格の上昇は21.0%、居住関係価格の上昇は6.7%であった。

5月の工業品出荷価格指数(PPI)は前年同期比で8.2%の上昇であった。うち、原材料・燃料・動力価格は11.8%の上昇である。

(2) 対外経済

5月の輸出の伸びは前年同期比28.1%増(4月は21.8%)であり¹、輸入は40%増(4月は26.3%)であった。輸入額は1002.9億ドルと2ヶ月連続で1000億ドルを上回った。貿易黒字は4月の166.8億ドルから202.1億ドルに拡大した。

1-5月の輸出の伸びは前年同期比22.9%増であり、輸入は30.4%増である。うち、1次産品の輸入の伸びが69.4%にも達している。

5月の海外からの直接投資実行額は、前年同期比37.94%増であり、1-5月では54.97%

¹ 筆者は6月9-12日まで北京を訪問し、エコノミストと意見交換したが、5月の輸出が再び増加したことにつき、これが本物なのか、ホットマネーが輸出に擬態して進入しているのか、議論になっているとのことであった。

増であった。

(3) 住宅価格

70 大中都市において、5 月に新たに建設された住宅価格は前年同期比で 10.2% 上昇し、上昇幅は 4 月より 0.6 ポイントダウンした。しかし水準自体は 4 月より 0.2% 上昇している。前年同期比の上昇幅が大きかった主要都市は、ウルムチ 22.8%、海口 17.6%、寧波 16.6%、北京 15.7%、杭州 15.2% となっている。4 月に比べ水準が低下した都市は 12 であり、下げ幅が大きかった都市は蘭州・深圳・南昌・成都・福州である（上海証券報 2008 年 6 月 14 日）

これを見ると北京は依然住宅価格の上昇が続いているが、すでに供給過剰が深刻との指摘も出ている。亜豪不動産機構によれば、4・5 月に新たに供給した分譲住宅の面積は 186.5 万㎡であったが、販売面積は 170.7 万㎡であった。また、北京市統計局によれば、4 月末時点で新規着工された住宅面積は 558.1 万㎡で前年同期比 52.2% 増と増加傾向を示しているが、1 - 4 月の販売面積は 181.3 万㎡で前年同期比 54% 減となっている（中国証券報 2008 年 6 月 14 日）

(4) 金融

5 月末の M2 は前年同期比 18.07% 増であり、4 月末より 1.3 ポイントの伸びが増加した。貸出も 14.86% 増で、4 月末より 0.16 ポイント伸びが増加している。1 - 5 月の新規貸出増は 2 兆 1201 億元であり、前年同期より 273 億元増えている。

貸出が再び増加したことにつき、申銀万国マクロ経済部門は主要原因として、地震被災地域における貸出抑制が適度に緩和されたこと、5 月の長期休暇が短縮されたこと、を指摘している（上海証券報 2008 年 6 月 13 日）

(5) 投資

1 - 5 月期の都市固定資産投資は前年同期比 25.6% の伸びとなった（1 - 4 月期は 25.7%）、不動産開発投資は 31.9% 増（1 - 4 月期は 32.1%）である。プロジェクト新規着工は 8 万 4368 件であり、前年同期比で 9667 件増加した。新規着工プロジェクトの総投資計画額は 2 兆 7212 億元であり、前年同期比 2.5% 減となった。

(6) 消費

5 月の社会消費品小売総額は前年同期比 21.6% 増となった（4 月は 22.0%）、1 - 5 月期では 21.1% 増である。

2. 預金準備率の引上げ

6 月 7 日、人民銀行は預金準備率を 6 月 15 日と 25 日の 2 回に分け、各 0.5 ポイントずつ引き上げることを発表した。これにより、準備率は 17.5% となる。同時に、この新しい準備率は地震の被災が重度であった地域の法人金融機関には暫時適用されないこととされた（新華網北京電 2008 年 6 月 7 日）。これによる資金の凍結額は 4200 億元以上と推計されている（新華網上海電 2008 年 6 月 8 日）

2.1 引上げの背景

これまで、預金準備率の引上げは0.5ポイント刻みのことが多かった。四川大地震が発生しているにも関わらず、なぜ1ポイント引き上げたかについては次のように整理される²

(1) インフレの懸念

5月の消費者物価は4月より安定傾向を示したが、これは食品価格の高騰がやや緩和傾向にあることを反映している。しかし、工業品出荷価格は依然上昇を続けており、これが賃金上昇とあいまって、やがて消費者物価を押し上げる可能性がある。

また、四川大地震も短期的には物価上昇要因となる。

(2) ホットマネーの流入

4月に外貨準備は744.6億元増加した。しかし、4月の貿易黒字は166.8億ドル、海外からの直接投資の流入は76億元であり、「説明不能な外貨流入」が501.8億元に達している（新華網上海電2008年6月8日）。これは、海外からのホットマネーがかなりの割合を占めていると考えられており³、人民銀行としては過剰流動性対策を強化しなければならなかったのである。

(3) 公開市場操作の制約

6月に期限到来の公開市場操作資金は4870億元（うち中央銀行手形満期分は3560億元）にも及び（新華網上海電2008年6月8日）、公開市場操作だけで流動性を回収するには限界があった。

なお、預金準備率引上げ発表後の株式市場は大きく動揺し、6月10日には7.73%の急落、6月12日の上海株価総合指数は終値で3000を割り込んだ。これは、専ら人民銀行の責任のように報道されているが、中国エコノミストの見解では、ほかにも米国の雇用不安による株式市場動揺の波及、ベトナム経済危機への不安、経済の先行き不安、株式市場の未成熟、非流通株改革の不徹底等の複合要因があり、もし人民銀行が預金準備率引上げの発表をあと1週間遅らせたならば、株価の大暴落は回避できたのではないかと、この意見もあった。

2.2 人民銀行金融研究所マクロ経済分析小組の報告

5月30日付けの報告が6月3日にオープンになっている。これが、今回の引上げ措置判断のベースになったものと思われる。以下その概要を紹介したい。

2.2.1 当面、マクロ経済動向の全体としての特徴は変化しない

今回の地震は一定程度当面の経済動向の不確定性を増大させたが、総体としてはこの影響は局所性・短期性を有しており、マクロ経済動向のファンダメンタルズを変えるもので

² 筆者の中国エコノミストからのヒアリングによる。

³ この中には、ベトナム経済危機によりベトナムから逃避した資金も含まれていると考えられている。

はない。総体として言えば、現在マクロ経済動向の最大のリスクは、依然物価の全面上昇圧力である。

(1) マクロ経済は、全体として「熱気」から「安定」に向っている

2004年以降、今回の経済成長の動向は投資と貿易が主導していた。この2つの需要が持続的に高い伸びを示したため、わが国経済は一度過熱に転ずるリスクに直面した。2008年に入り、わが国マクロ経済の内外環境に明白な変化が発生した。一面では、米国のサブプライムローン危機が世界経済の成長を鈍化させ、わが国の輸出はかなり大きな下振れリスクに直面している。他面では、引締め気味のマクロ・コントロール政策とコストの上昇圧力により、国内投資の速い伸びは徐々に反落している。あいついで爆発した自然災害も経済動向に一定のマイナス影響をもたらしている。これらの変化が、わが国の経済成長が過熱に転ずるリスクをやや緩和した。

(2) 外需は引き続き鈍化するが、そのマイナス影響を誇張すべきではない

外需の鈍化と国内製造業のコスト上昇等の要因の影響を受け、わが国の輸出の伸びは鈍化を続けているが、輸入の伸びは加速しており、貿易黒字の伸びは明白に下降している。このため、外需の急降下がわが国経済のハードランディングをもたらすリスクがあり、緊縮政策を緩めるよう主張する向きがある。しかし、我々は外需の下降の影響を客観的に分析する必要があり、過度に誇張すべきではないと考えている。

第1に、将来一期間内に、わが国の輸出に急下降は出現しない。

近年、わが国の労働力コストはある程度上昇したが、労働生産性の上昇がより速く、輸出とりわけ加工貿易の競争力は依然かなり強い。世界経済が深刻に後退しない限り、わが国の輸出の伸びは大幅に反落しない。

近年、わが国の外需はすでに多元化している。EUが米国に代わり第1の輸出パートナーとなり、新興経済体への輸出の伸びもかなり速い。

欧米経済は、なお一定の粘り強さを示しており、大幅な後退が出現する可能性は小さい。

第2に、短期的な輸出の下降は輸出構造の改善に資するものであり、競争力の増強により発展方式の転換を促進するものである。

長期にわたり、国内の消費不足と貯蓄の過剰によって、国民所得は投資を過剰に利用し、輸出の増加により経済成長を維持せざるを得なかった。経済成長が投資と輸出に過度に依存する圧力の下、産業構造は重化学工業・製造業に依存するようになり、資源・環境へのプレッシャーが増大した。

同時に、わが国の輸出の優位は、低賃金・土地の低コスト・資源の低価格・汚染の低コストの基礎の上に確立したものであり、これは長きにわたり資源消耗と環境汚染の減少に不利であったばかりか、貿易摩擦の大量増加と過剰流動性等の一連の問題をもたらしたのである。

このため、国家は2006年に投資を調整し、消費を促進し、貿易黒字を減少するマクロ・コントロールの方針を提起したのであるが、構造調整を推進する意義からすれば、今の外

需の鈍化が輸出構造を改善し競争力を増強することにより、経済発展方式の転換を促進する有利な契機となる可能性がある。

(3) 投資需要は最近反落したが、後半に反動増となる圧力がかなり大きい

将来の趨勢を見ると、今年の固定資産投資は穏健な伸びを維持するが、大幅な反動増が出現する可能性を排除できない。

わが国はなお工業化・都市化が加速する段階にあり、北京 上海高速鉄道等一連の重大インフラプロジェクトの着工が投資の伸びを牽引する。

現在、投資のリターンの空間がなおかなり大きい。

災害復興が固定資産投資の高い伸びを推進する。

地方政府の人事異動が基本的に完成し、現在政治業績の考課メカニズムに根本的な変化がない状況下では、地方政府の投資衝動は依然かなり強い。

総じて言えば、将来の投資はなおかなり大きな反動増のリスクがあり、投資に対してはなおも総量コントロールを堅持し、維持するものと抑制するものとを区別すべきである。

(4) 消費需要はなおかなり速い伸びを維持しており、経済成長の内生的な動力はさらに増強されている

2007年の最終消費のGDPへの寄与率は40%に接近し、7年間で初めて投資を抜いて首位に立った。将来の趨勢を見ても、消費の持続的な成長を促進する要因は存在し、更にその作用を発揮する可能性がある。

庶民の所得はなおかなり速く伸びている。

中央経済工作会議は、2008年に国民所得分配を合理的に調整し、都市・農村住民の所得水準を引き上げなければならない、としている。関連措置が徐々に実施されれば、都市・農村住民の所得水準が不断に上昇することが期待され、消費の持続的成長を推進する強大な動力となる。

財政支出は、さらに民生領域に傾斜する。

今年の中央財政移転支出は更に増加し、全国都市・農村では義務教育の費用免除が普遍的に実行されており、都市・農村住民をカバーする医療保障制度の建設が加速され、社会保障・救助体系が整備されている。これらはいずれも、庶民の後顧の憂いを減少し、都市・農村住民の消費への自信を高めることになる。

人口構造の変化と都市化水準の高まりは、消費の成長促進に資する。

国際経験によると、個人消費支出のピークは、一般に40-50歳前後である。わが国の60年代の高生育率の時期に形成された人口は、現在消費需要のピーク期にあり、しかも70年以後に出生した一人っ子はかなり高い消費性向を有しており、現在も所得・消費の上昇期にある。

このほか、我々の研究では、都市化率が1ポイント上昇するごとに、最終消費の成長を1.6ポイント引き上げることが分かっている。わが国は現在正に都市化の発展が加速する段階にある。

人口の構造変化と都市化プロセスの加速は、将来一時期の消費成長の潜在力がかなり大きくなることを決定づけている。

北京オリンピックと上海万博の開催が生み出す景気効果は、投資を牽引するほか、旅行・飲食・商業サービス等の業種にかなり大きな牽引作用を生み出す。

地震災害復興は、関連製品の需要を牽引する。

農産物の物価上昇は、農民の増収を促進する作用がかなり大きく、農村市場の繁栄に資する。

総じて言えば、将来わが国の消費成長はなおかなり大きな潜在力を有している。カギは、有効な措置を積極的に採用し、所得分配構造を改善し、消費構造のグレードアップを促進し、全方位的に国内消費を拡大しなければならないということである。これがうまく処理できれば、わが国は国内消費の成長を主要な動力とした新たな経済成長サイクルに入ることが可能となる。これは、わが国が長年マクロ・コントロールに期待した結果である。

(5) 物価上昇は引き続き高止まりを維持し、インフレ防止の任務は非常に困難である

今年の物価上昇圧力は引き続き存在する。これには深刻な経済背景がある。1つは、世界経済の拡張と過剰流動性を背景に、1次産品価格が大幅に上昇し、外部からインフレ圧力が伝わった結果である。1つは、国内資源価格と労働力コストの過小評価圧力が解放されたことである。1つは、国内経済の一連の構造的アンバランス等の深層の矛盾の反映である。

国際1次産品価格の上昇は、輸入型インフレ圧力を増大している。

わが国の原油・鉄鉱石・大豆の輸入依存度は50%に接近するか或いは上回っており、国際市場価格の上昇は必然的に国内価格にかなり大きな影響をもたらす。

総需要が旺盛なことは、物価全体の上昇圧力を大きくしている。

2003年以降、わが国のGDP成長は5年連続10%以上を維持し、投資・消費・輸出はいずれもかなり高い伸びを維持している。

国内の一部農副産品の供給不足は、物価の構造的上昇をもたらしている。

工業化・都市化プロセスの推進に伴い、大量の農地が「非農業化」し、広範な農村労働力が徐々に都市に移転し、仕事に就いている。加えて、わが国の農業は小規模生産で、生産効率が低く、周期的な波動が大きく、市場と疫病のリスクを制御することが難しい。

将来の趨勢を見ると、物価上昇に影響する深層の要因は依然存在し、今年の物価上昇圧力は依然かなり大きい。

コスト・プッシュの圧力が依然かなり大きい。

国際環境から見ると、欧米経済は徐々に鈍化しているが、振興市場経済体はなおかなり速く成長しており、ドルが総体として弱いなか、国際1次商品価格はなお引き続き上昇する可能性がある。

国内環境から見ると、国内原油・石炭価格は基本的に解放したが、製品油・電力価格はなお国家が価格を決めている。川上の原油・石炭価格が不断に上昇しているため、石油化

学・電力業の損失は深刻で、利益が減少している。加えて、現在の災害需要等の多様な要因により、一部地域では石油・電力・石油供給が逼迫しており、将来の製品油と電力価格の上昇圧力は更に増大している。さらに、新労働契約法の実施は、労働力コストの上昇圧力を解放する可能性がある。また環境基準の不断の引上げもあり、将来の生産コストはかなり大きな上昇圧力に直面している。

食糧価格の上昇圧力は依然存在する。

現在、食品インフレ圧力は短期的にはある程度緩和している。しかし、工業化・都市化の推進が加速している背景の下、食糧需給の逼迫状態は長期に存在する。加えて、食糧生産のコスト上昇はかなり速く、将来の食糧価格は更に上昇する可能性がある。しかも、国際食糧価格の急上昇に伴い、内外の食糧価格差が更に拡大しており、国内食糧価格の上昇圧力を強めている。

貸出の反動増圧力はなお軽視できない。

1 - 4月 は貸出の伸びがやや鈍化したが、貸出の反動増圧力は依然かなり大きい。

1) 1 - 4月の貿易黒字は減少したが、外貨準備とこれに対応する人民元の放出は依然増加しており、海外からの流動性流入がベースマネーを拡張する圧力は依然かなり大きい。

2) 国内貸出は依然旺盛である。中央銀行の銀行家に対するアンケート(第1四半期)では、各業種の貸出需要が全面的に反動増となっている。

3) 震災復興も貸出資金の需要をさらに増大させる。

2.2.2 総量政策の安定を維持し、構造調整を強化する

現在のわが国の経済情勢は、一面で経済成長の鈍化傾向は穏やかであるが、他面で物価総水準の上昇圧力は依然かなり大きい。今回の物価上昇は、世界のインフレ圧力が普遍的に上昇している国際環境の影響を受けているのみならず、長年わが国の高度経済成長プロセスで生み出された一連の構造的アンバランスとこれにより引き起こされたコスト・プッシュ圧力の集中的な反映でもある。将来一時期の物価上昇圧力は依然軽視してはならず、地震後の中国経済動向に高度に注意を払わなければならない。地震対策・災害救助と災害復興の各活動をしっかり行うとともに、マクロ・コントロール措置をしっかり実施し、物価の全面上昇と投資の速すぎる伸びを防止しなければならない。

(1) 多様な金融政策手段を柔軟に運用する

地震対策・災害救助と災害復興を全力で支援すると同時に、引き続き引締め気味の金融政策を実施し、流動性の管理を強化する。財政政策に合わせ、三農・環境保護・中小企業・サービス業に対する資金投入を増加し、更に金融サービスを整備する。同時に、総量をコントロールする金融政策手段により、貸出の速すぎる伸びを防止することに軸足を置き、全面インフレ防止のために、かなりきつめの総需要制約環境を提供し、物価の安定を促進する。

(2) 財政政策の役割を更に発揮させ、災害復興の支援を増加し、構造調整の歩みを加速する

当面、災害救助により短期的には財政総支出の圧力が增大するが、行政体制・財政体制の改革が深まるにつれて、行政費用のようなその他の支出を相当に圧縮する余地が生まれる。災害復興という契機をしっかりと掴み、民生・インフラ建設への財政投入を更に増加し、維持するものと抑制するものとを区別し、財政支出の構造調整を加速することにより、経済構造全体の改善を促進する。

(3) 資源価格改革の関連政策の制定・推進を加速し、構造的な物価上昇を抑制する

食糧生産・流通・消費各段階での助成を引き続き増加する必要がある。製品油・電力供給を確保するため、関連業種への助成・減税を増加する必要がある。ただし、中長期的に見ると、助成政策は財政に深刻な負担を課すのみならず、経済成長方式の転換における価格の調節作用の発揮に不利となる。時機を失せず資源価格改革を推進し、成長方式が粗放であり資源の消耗が過大であることがもたらす価格上昇圧力を根本的に解決すべきである。

(4) 消費の拡大から出発し、公共支出と社会保障体系の建設を更に強化することにより、国民経済の調和のとれた成長能力を増強する

今年の雪害にせよ震災にせよ、わが国の公衆医療衛生と政策的保険等の領域が不十分であることが際立って明らかになった。今後制度の整備・資金投入を増加させ、消費の持続的成長を促進させる必要がある。

2.3 2008年中国金融安定報告

6月13日に公表された。この中で、今後重点的に注意を払うべきリスクとして、次の9項目が指摘されている(新華網北京電 2008年6月13日)。

国際経済金融情勢の変化に密接に注意を払い、国際金融市場の動揺が引き起こす伝染性のリスクを防止する。

マクロ・コントロールを引き続き整備し、経済構造の不合理が生み出すリスクを防止する。

国際収支の状況を改善し、国境を越えた資本流動について健全なモニター・アラームのメカニズムを確立する。

有力な措置を採用し、物価の総水準の速すぎる上昇を防止する。

資産市場の運営メカニズムを改善し、資産価格が大幅に波動するリスクを防止する。

債券市場を大いに発展させ、融資構造を適切に改善する。

金融改革とイノベーションの推進を加速し、金融機関のリスク管理能力と競争力を増強する。

投資リスクの教育を強化し、投資家の自衛能力を増強する。

金融監督の協調を強化し、健全な金融セーフティネットを確立する。

(6月17日記)