

## 5月の主要経済指標と利下げ

田中 修

はじめに

人民銀行は6月8日、3年半ぶりに利下げに踏み切った。本稿では、その前提となる5月の主要経済指標と、利下げ・金利変動幅拡大の背景を紹介する。

### 1. 5月及び1-5月期の主要経済指標

#### (1) 物価

##### 消費者物価

5月の消費者物価は前年同期比3.0%上昇し、上昇率は4月より0.4ポイント低下した<sup>1</sup>。都市は3.0%、農村は2.9%の上昇である。食品価格は6.4%上昇し、非食品価格も1.4%上昇している。居住価格は1.6%上昇した<sup>2</sup>。

1-5月期の消費者物価は、同3.5%上昇した。

(参考) 7月6.5% 8月6.2% 9月6.1% 10月5.5% 11月4.2% 12月4.1% 1月4.5% 2月3.2% 3月3.6% 4月3.4% 5月3.0%

前月比では、4月より0.3%低下し、4月(0.1%低下)からマイナス幅が0.2ポイント拡大した。食品価格は0.8%低下し、約-0.25ポイントの影響を与えた。うち生鮮野菜は6.9%低下(4月は5.8%低下)し、約-0.24ポイントの影響を与えた。肉類及び肉製品価格は-1.4%(4月は-2.3%)であり、約-0.10ポイントの影響を与えた。なかでも豚肉価格は-3.0%(4月は-5.0%)であり、約-0.10ポイントの影響を与えた。非食品価格は0.0%上昇(4月は0.3%上昇)、居住価格は0.0%上昇(4月は0.2%上昇)した。

なお、国家統計局は、5月の前年同期比上昇率3.0%のうち食品価格の牽引効果は約2.02ポイントとなり、このうち食糧価格の上昇は3.4%、物価への影響は約0.10ポイント、肉類及び肉製品の上昇は5.1%、物価への影響は約0.36ポイント(豚肉価格は-0.6%、物価への影響は約-0.02ポイント)であったとし、このほか生鮮野菜価格の上昇が31.2%、物価への影響が約0.78ポイント、水産品価格の上昇が11.3%、物価への影響が約0.27ポイント、油脂価格の上昇が6.0%、物価への影響が約0.07ポイント、果物価格が-7.1%、物価への影響が約-0.16ポイント、卵価格が-9.8%、物価への影響が約-0.08ポイントであったとしている。

また、昨年の物価上昇の残存効果は約1.7ポイント、今年の新たな物価上昇要因は約1.3ポイントである。

<sup>1</sup> 今回のピークは2011年7月の6.5%である。

<sup>2</sup> なお、国家統計局の盛来雲スポークスマンは、2011年のウエイト付け改定で、居住価格のウエイトは20%前後になったとしている。

### 工業生産者価格<sup>3</sup>

5月の工業生産者出荷価格は前年同期比1.4%低下し、4月より0.7ポイント低下した<sup>4</sup>。1-5月期では、同0.3%低下した。前月比では4月より0.4%低下(4月は0.2%上昇)とマイナスに転化した。

(参考)7月7.5% 8月7.3% 9月6.5% 10月5.0% 11月2.7% 12月1.7% 1月0.7% 2月0.0% 3月-0.3% 4月-0.7% 5月-1.4%

5月、工業生産者購入価格は前年同期比1.6%低下した。1-5月期では、同0.1%上昇した。前月比では4月より0.3%低下(4月は0.0%上昇)であった。

### (2) 工業

5月は前年同月比実質9.6%増となった。主要製品別では、発電量2.7%増、鋼材6.3%増、セメント4.3%増、自動車18.5%増(うち乗用車22.6%増)となっている。4月の自動車10.7%増(うち乗用車15.5%増)よりは改善されている。前月比では、0.89%増とされている<sup>5</sup>。地域別では、東部8.3%増、中部11.2%増、西部12.6%増であった。

(参考)11月12.4% 12月12.8% 1-2月期11.4% 3月11.9% 4月9.3% 5月9.6%

1-5月期では前年同期比実質10.7%増となった。重工業は10.3%増、軽工業は11.5%増である。主要製品別では、発電量4.7%増、鋼材6.3%増、セメント5.0%増、自動車6.2%(うち乗用車7.6%増)となっている。

### (3) 消費

5月の社会消費品小売総額は、前年同月比13.8%増(実質11%増)である。前月比では、0.84%増である<sup>6</sup>。うち穀物油・食品・飲料・タバコ18.1%、アパレル・靴・帽子類19.0%増、建築・内装23.3%増、家具類21.9%増、自動車8.0%増、家電・音響機器類0.5%増となっている。自動車は4月の8.2%増より伸びが若干鈍化した。

(参考)11月17.3% 12月18.1% 1-2月期14.7% 3月15.2% 4月14.1% 5月13.8%

1-5月期の社会消費品小売総額は8兆1637億元、前年同期比14.5%増(実質10.9%増)である。都市は同14.5%、郷村は同14.5%増であった。一定額以上の企業(単位)消費品小売額は3兆8321億元、同15.1%増であり、うち穀物油・食品・飲料・タバコ17.2%、アパレル・靴・帽子類16.2%増、建築・内装24.9%増、家具類24.3%増、自動車9.8%増、家電・音響機器類2.0%増となっている。

### (4) 投資

#### 都市固定資産投資

1-5月期の都市固定資産投資は10兆8924億元で、前年同期比20.1%増であった。単月

<sup>3</sup> 2011年から、「工業品工場出荷価格」は「工業生産者工場出荷価格」に、「原材料・燃料・動力購入価格」は「工業生産者購入価格」に名称が改められた。

<sup>4</sup> 今回のピークは2011年7月の7.5%である。

<sup>5</sup> 1月は0.49%増、2月は0.64%増、3月は1.19%増、4月は0.36%増である。

<sup>6</sup> 1月は0.78%増、2月は1.29%増、3月は1.21%増、4月は0.96%増である。

は前月比では1.15%増である<sup>7</sup>。中央プロジェクトは5605億円、-7.7%、地方プロジェクトは10兆3319億円、22.1%増であった。地域別では、東部19.3%、中部24.9%、西部24.1%増となっている。鉄道運輸は-41.6%である。

(参考) 1-11月期 24.5% 2011年 23.8% 1-2月期 21.5% 1-3月期 20.9% 1-4月期 20.2% 1-5月期 20.1%

1-5月期の新規着工総投資計画額は9兆6386億円であり<sup>8</sup>、前年同期比22%増である。都市プロジェクト資金の調達額は13兆6807億円で、前年同期比16.8%増となった。うち、国家予算内資金が27.1%増、融資が4.8%増、自己資金調達が23.9%増、外資利用が-0.7%、その他資金-1.8%となっている。

#### 不動産開発投資

不動産開発投資は2兆2213億円で同18.5%増である。うち住宅は1兆5098億円、13.6%増である。地域別では、東部16.0%、中部22.3%、西部22.5%増となっている。

(参考) 1-11月期 29.9% 2011年 27.9% 1-2月期 27.8% 1-3月期 23.5% 1-4月期 18.7% 1-5月期 18.5%

1-5月期の全国分譲建物販売面積は2億8852万㎡で、前年同期比-12.4%となった。うち、分譲住宅販売面積は-13.5%である。地域別では、東部-14.1%、中部-10.2%、西部-11.1%である。

1-5月期の分譲建物販売額は1兆6932億円、前年同期比-9.1%であった。うち、分譲住宅販売額は-10.6%である。地域別では、東部-12.1%、中部-2.9%、西部-5.0%である。

1-5月期のディベロッパーの資金源は3兆4171億円であり、前年比5.7%増であった。うち、国内貸出が6296億円、8.5%増、外資が168億円、-36.8%、自己資金が1兆4518億円、16.3%増、その他1兆3188億円、-4.3%(うち、手付金・前受金7926億円、-4.0%、個人住宅ローン3343億円、-2.9%)である。

#### 民間固定資産投資

なお、1-5月期の民間固定資産投資は6兆7743億円であり、前年同期比26.7%増である<sup>9</sup>。民間固定資産投資は、都市固定資産投資の62.2%を占める。地域別では、東部24.3%、中部27.4%、西部32.6%増である。

(参考) 1-11月期 34.8% 2011年 34.2% 1-2月期 30.9% 1-3月期 28.9% 1-4月期 27.3% 1-5月期 26.7%

#### (5) 輸出入

5月の輸出は1811.4億ドル、前年同期比15.3%増、輸入は1624.4億ドル、同12.7%増

<sup>7</sup> 1月は1.16%増、2月は1.57%増、3月は1.73%増、4月は0.92%増である。

<sup>8</sup> 2011年1-5月期から計画総投資額のベースは、50万元以上のプロジェクトから500万元以上のプロジェクトに引き上げられた。

<sup>9</sup> この統計は2012年5月から公表が開始された。

であった。輸出入とも月別では最高の額である。貿易黒字は187億ドルであった。

(参考)12月輸出13.4%、輸入11.8% 1月輸出-0.5%、輸入-15.3% 2月輸出18.4%、  
輸入39.6% 3月輸出8.9%、輸入5.3% 4月輸出4.9%、輸入0.3% 5月輸出15.3%、  
輸入12.7%

1-5月期では、輸出は7744億ドル、前年同期比8.7%増、輸入は7364.9億ドル、同6.7%増であり、貿易黒字は379.1億ドルであった。

1-5月期の輸出入総額では全体が前年同期比7.7%増であったのに対し、対EU1.3%増、対米12%増、対日0.4%増<sup>10</sup>、対アセアン9.2%増である。これに対し、対ブラジル10.9%増、対ロシア24.4%増と、新興市場国家への輸出入の伸びが拡大している。

1-5月期の労働集約型製品の輸出は、アパレル類前年同期比2.5%増、紡績1.4%増、靴8.5%増である。電器・機械は同9.9%増で輸出総額の57.8%を占める。

なお、1-5月期の自動車の輸入は前年同期比31.5%増である。

#### (6) 金融

5月末のM2の伸びは前年同期比13.2%増と、4月末より0.4ポイント上昇した。M1は3.5%増で、4月末より0.4ポイント上昇した。5月の現金純回収は1160億元である。

人民元貸出残高は58.72兆円で前年同期比15.7%増であり、伸び率は4月末から0.3ポイント上昇し、前年同期から1.4ポイント低下した。5月の人民元貸出増は7932億元(4月は6818億元)で、前年同期より額が2416億元増加している。

人民元預金残高は85.45兆円で、前年同期比11.4%増であった。5月の人民元預金は1.22兆元増であり、うち個人預金は2262億元増、企業預金は5515億元増である。

(参考)M2 : 12月13.6% 1月12.4% 2月13.0% 3月13.4% 4月12.8% 5月13.2%

#### (7) 財政

5月の全国財政収入は1兆2005億元で、前年同期比1393億元、13.1%増に達した<sup>11</sup>。税収は1兆536億元、13.7%増、税外収入は1469億元、9%増である。

1-5月期の全国財政収入は5兆2755億元で、前年同期比5935億元、12.7%増に達した。中央財政収入は2兆7110億元で、同10.8%増、地方レベルの収入は2兆5645億元、同14.7%増である。

1-5月期の税収は4兆5821億元で、同9.4%増となっている。

<sup>10</sup> 日本への輸出は614.3億ドル、前年同期比9.8%増、日本からの輸入は732.7億ドル、同-6.4%である。

<sup>11</sup> 主な収入の内訳は、国内増徴税2142億元、前年同期比9.7%増、国内消費税600億元、6.7%増、営業税1013億元、5.3%増、企業所得税4328億元、29.9%増、個人所得税439億元、-12.5%、輸入貨物増徴税・消費税1271億元、8.4%増、関税243億元、12.7%増、車両購入税198億元、14.8%増、証券取引印紙税32億元、-7.3%、都市維持建設税230億元、5.2%増である。輸出に係る増徴税・消費税の還付は972億元であり、43.5%増である。

(参考) 財政収入 10月 16.9% 11月 10.6% 1 - 2月期 13.1% 3月 18.7% 4月 6.9%  
5月 13.1%

5月の全国財政支出は9165億元で、前年同期比897億元、10.8%増に達した。

1 - 5月期の全国財政支出は4兆1169億元で、同7543億元、22.4%増に達した<sup>12</sup>。中央レベルの支出は6985億元、同10.9%増、地方財政支出は3兆4184億元、同25.1%増である。

## 2. 利下げ

人民銀行は6月8日、1年物預金・貸出基準金利を0.25ポイント引き下げた(7日夜発表)。これにより、1年物預金基準金利は3.25%に、1年物貸出基準金利は6.31%となった。

また、今回は金利が一部弾力化され、預金金利は基準金利の1.1倍まで引上げが可能となり(従来は基準金利が上限)、貸出金利は基準金利の0.8倍まで引下げが可能となった(従来は0.9倍が下限)。

### (1) 引下げの背景

以下の諸点が考えられよう。

#### 物価の安定

5月の消費者物価上昇率は3.0%となった。これであれば、1年物預金基準金利を3.25%に引き下げても実質金利をプラスに維持できる。また、預金金利の上方変動幅を1.1倍に設定したことによって、金融機関は預金金利を3.575%まで設定できることになった。これは改定前の金利より高い数値である。これにより、もし将来再びCPIが上昇しても、金融機関は柔軟に金利を引き上げることで実質プラス金利を維持し、個人預金の流出を防ぐことが可能となったのである。

#### 経済の落込み

4月の経済指標の全ての数値が3月に比べ一方的に悪化したのに対し、5月は工業が改善、消費が鈍化、投資が鈍化、輸出が改善、マネーサプライ・貸出が改善、財政収入が改善、とまだ模様となっている。しかし、経済が未だ回復基調に至っていないことは明らかであり、利下げにより企業の金利負担を軽減することで経済を下支えする必要がある。

#### 流動性の不足

1 - 3月期の外貨ポジションの増加は2900億元で、前年同期より8000億元大幅に減少した。2012年の外貨ポジションの増加は昨年の2.78兆元から1.5兆元前後に低下すると予想されている。

また、昨年から中央銀行手形残高が大幅に減少しており、最高時期の4.8兆元から4月に

<sup>12</sup> 支出で伸びが大きいのは、教育6080億元、前年同期比29.1%増、医療・衛生2358億元、31.4%増、住宅保障997億元、35.8%増(うち、社会保障的性格をもつ安住プロジェクト558億元、71.7%増)、農林水産3530億元、27.1%増、都市・農村コミュニティ3139億元、31.9%増、省エネ・環境保護658億元、34.9%増、交通・運輸2566億元、50.1%増、国債利払1094億元、28.9%増である。

は 1.7 兆元にまで下がった。このうち、1 年以上の中長期物が約 1.2 兆元あり、将来の毎月の中央銀行手形の満期到来額は以前に比べ顕著に減少する。

さらに、上半期の公開市場の満期到来資金は 1.1 兆元であったのに対し、下半期は 3580 億元にすぎない（中証報 2012 年 6 月 8 日）。

このような流動性不足の際には、むしろ預金準備率の引下げが有効であるが、4 月にマネーサプライ・貸出の伸びが鈍ったのは、実体経済が落ち込み資金需要が弱いことが原因と考えられている。このような状況では、流動性をいくら供給しても、資金需要は回復しない。そこで、資金のコストを引き下げることで、新たな資金需要を生み出そうとしたのであろう。

#### 株式市場の動揺

通常、金利の変更は週末・週初めの夜に発表されることが多い。木曜夜の発表はやや異例である。しかし 6 月 7 日、米国株式市場・アジア主要株式市場の相場が次々に上昇傾向を示すなか、上海株式市場の総合指数は依然弱含みで 2300 を割り込んでいた（中証報 2012 年 6 月 8 日）。9 日に主要経済指標が発表されれば、株式相場が更に落ち込む可能性があり、このタイミングでの発表が必要だったのであろう<sup>13</sup>。

#### （2）金利変動幅拡大の背景

##### 銀行「暴利」批判への対応

今回の金利改定前の預金金利と貸出金利の差は 3.06 ポイントであった。このように、銀行は政府が一定の金利差を確保しているために、自然と多額の利潤（暴利）を得ることができ、幹部・行員が高い給与水準を享受している、との批判が高まっていた。

今回金利の変動幅を拡大したことにより、預金金利は 3.575%まで引上げ可能であり、貸出金利は 5.048%まで引下げが可能となる。この場合、金利差は 1.473 ポイントまで縮小する。今回の措置は銀行に対する庶民の不満に応える意味もあろう。

##### 金融の自由化・国際化の促進

人民銀行は最近金融の自由化・国際化に前向きになっており、5 月 10 日の人民銀行第 1 四半期貨幣政策執行報告においても、「金利市場化を更に推進する段取り・方途を研究」し、「人民元レートの変動の弾力性を増強」するとしていた。人民元レートの弾力性強化は 4 月 16 日にすでに打ち出されており、人民銀行が金利市場化（自由化）策をいつ打ち出すかが注目されていた。

5 月の経済指標からすると、今回の利下げは必ずしも人民銀行の本意ではなかった可能性があるが、人民銀行としてはこの機会に金利改革を併せて打ち出すことで、金融の自由化・国際化を更に推進しようとしたのであろう。

---

<sup>13</sup> ただし、6 月 8 日の上海株式市場の総合指数は、終値が前日比 0.51%安の 2281.45 となった。中証報 2012 年 6 月 5 日によれば、最初の利下げ直後の株式相場は下落する傾向があるという。1996 年 5 月 1 日の利下げ開始の翌日 2 日の相場は下落し、2008 年 9 月 16 日の利下げ開始の翌日 17 日の相場も下落している。

### (3) 今後の見通し

経済動向と消費者物価の動向による。

すでに物価には賃金上昇といったコスト・プッシュインフレ要因が組み込まれているため、農産物・豚肉価格が今後安定しても、今後物価が3%を大きく割り込むかどうか予断を許さない。人民銀行としても、再び1年物預金金利が実質マイナスとなることは望まないであろう。個人預金が不動産市場や民間金融に流出する危険があるからである。

他方で、経済が6月に悪化し、4-6月期の成長率が年間目標7.5%を割り込むような事態になれば、6月末からの指導者の地方視察・北京での経済情勢座談会・国務院常務会議・党外人士座談会を経て、7月末に党中央政治局会議で年後半の経済政策が議論されるまでの一連のプロセスにおいて、再び金融緩和圧力が高まる可能性がある。

しかしその場合においても再利下げの余地はそれほど大きくないため、人民銀行としては、まずは預金準備率を引き下げ、再利下げについては可能な限り物価動向を見極めようとするであろう。仮に党・政府の圧力により再利下げを実施せざるを得ない事態に追い込まれるとしても、貸出金利のみを引き下げる可能性があり、また党大会直前といった効果的なタイミングを模索することも考えられる<sup>14</sup>。

(6月12日記)

---

<sup>14</sup> もっとも、人民銀行は政府の1機関にすぎないので、党・政府が利下げを政治的に決断した場合には、それに従わざるを得ない。