

経済マンスリー [中国]

～四川大地震後も継続される引き締め政策～

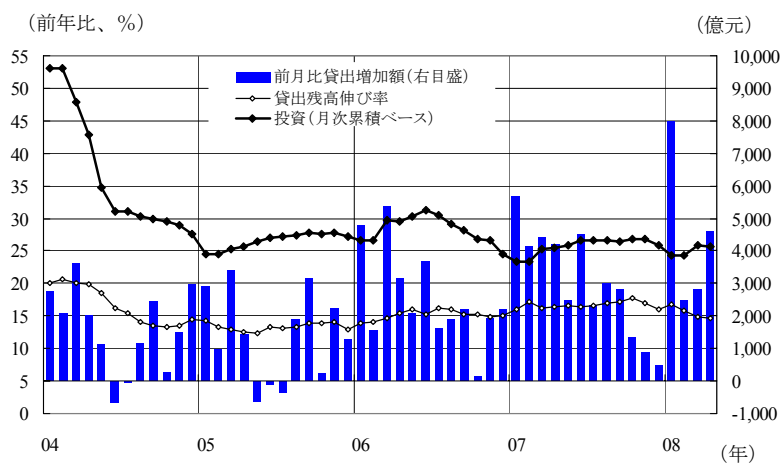
1. 経済動向

(1) 四川大地震後の金融緩和期待を抑制

中国では、引き続き、投資とインフレの抑制が当局の最優先課題に掲げられている。四川大地震を機に金融緩和期待が強まっているものの、当局としては、投資の伸びも消費者物価上昇率も高水準にある以上、引き締め基調を維持せざるを得ない。

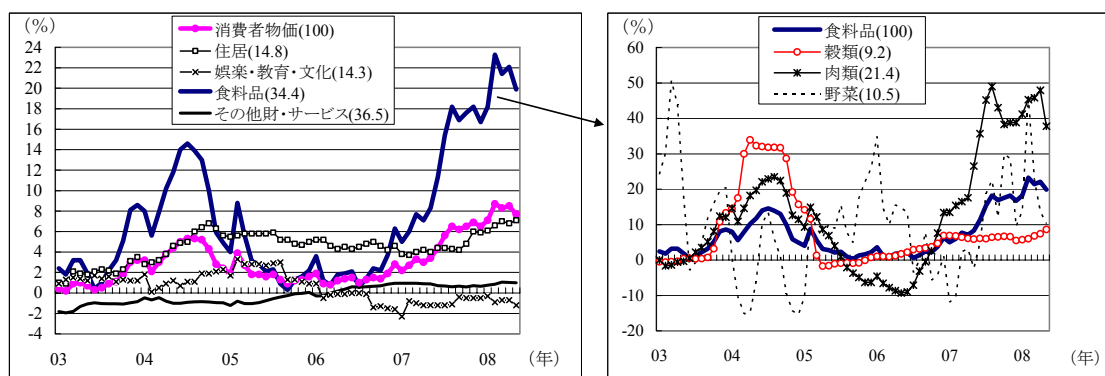
まず、投資から実態を確認しておこう。2007 年 10 月の共産党大会以降、年末までの貸出拡大禁止に続き、2008 年も貸出増加額を前年並みに抑制する厳しい窓口規制が課されている。しかし、1～4 月の貸出増加額は 1 兆 7,909 億元とすでに本年の貸出増加枠の半分に近づいている（第 1 図）。枠が限定されているだけに、早期に貸出を確保しようとする企業の資金需要の強さを窺わせる。こうしたなか、投資の勢いも 1～4 月で前年比+25.7%と目立った衰えをみせていない。

第 1 図：投資の推移



5月の消費者物価上昇率をみても前年比7.7%と、3カ月連続の8%台から低下してきたとはいえ、依然として高水準にある（第2図）。昨年夏以降、国際価格を反映した穀物価格の上昇が肉・卵・食用油などの価格を押し上げたなかで、とくに、豚肉については伝染病の流行が値上がり一拍車をかけた。政府は昨年来、豚肉の供給拡大のための補助金増など対策を取ってきたが、未だ十分な効果は得られておらず、食料品価格は同19.9%と高騰を続けている。電気、運賃、燃料などに対する価格統制は物価安定に一定の役割を果たしているものの、一大農産地である四川省での大地震もあり、前年実績並みの4.8%に据えられた消費者物価上昇率の目標達成は一段と難しくなっている。

第2図：消費者物価の推移



(注) 左図の () 内は消費者物価に占めるシェア、右図の () 内は食料品価格に占めるシェア
 (資料) CEIC等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

こうした状況を踏まえて、6月7日、中国人民銀行（中央銀行）は預金準備率を15日と25日にそれぞれ0.5%引き上げ、17.5%にすると発表した（注）。1度に2段階の引き上げを発表するという異例の措置で、本年の預金準備率引き上げは6回目となる。震災を機に広がる金融緩和への期待感に水を差し、投資過熱の再燃やインフレを回避しようとする当局の強い意志を窺わせる。

(注) 地震の被害が深刻な地域については、5月20日実施時同様、引き上げを見合わせ、16%に据え置くことになっている。

(2) 貿易黒字拡大基調に歯止め

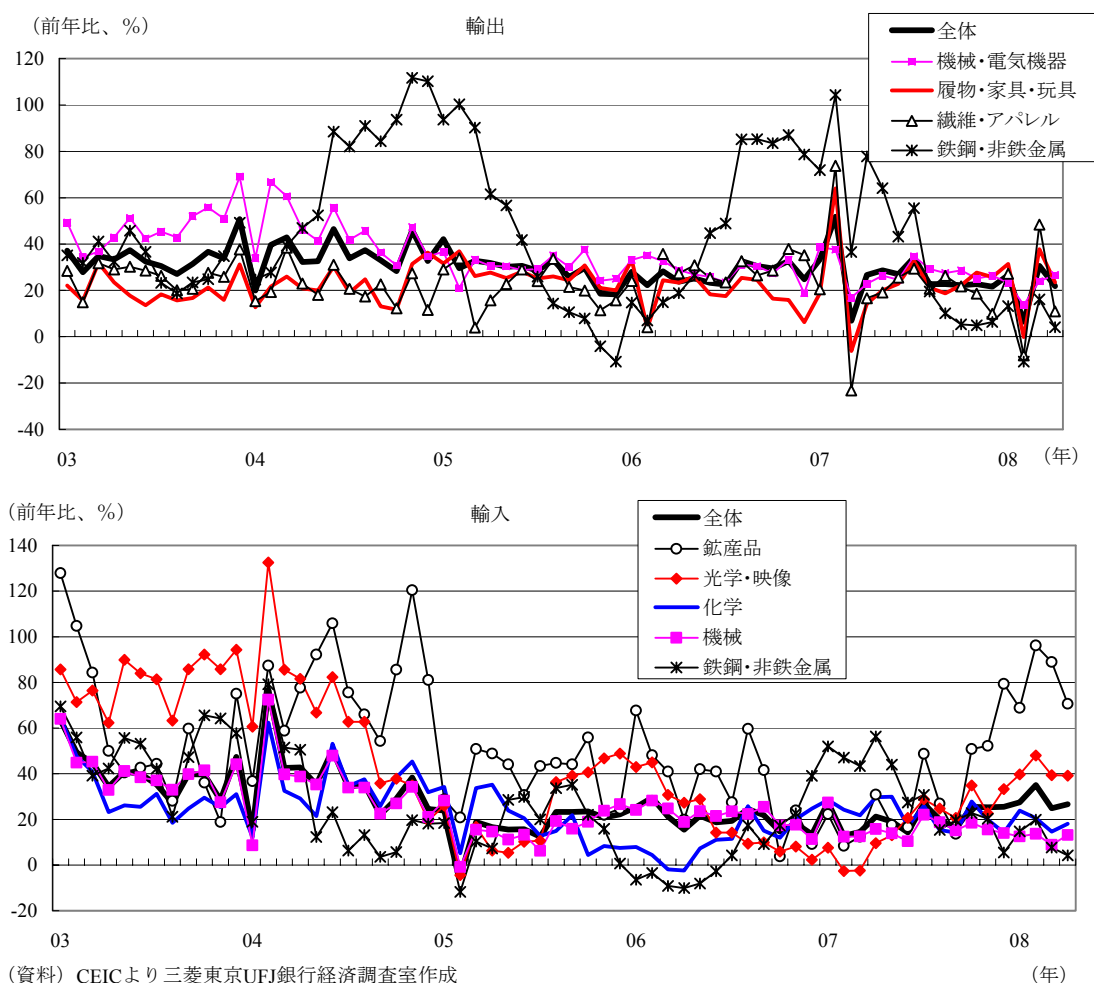
貿易黒字は過去3年に渡り、大幅拡大を続け、対外摩擦を深刻化させてきたが、2008年に入りようやく拡大基調に歯止めがかかってきた。1～5月には、輸入の伸びが前年比+30.4%と輸出の伸び（同+22.9%）を上回り、貿易黒字は780億ドルと前年同期の853億ドルから縮小した。

輸出は緩やかな減速基調にあり、人民元高に加え、輸出時の付加価値税還付率の引き下げ、輸出税賦課といった輸出増税策の拡充による政策効果が浸透し

つつあるとみられる。実際、輸出増税の主たる対象とされているエネルギー多消費型産業の鉄鋼・非鉄金属や労働集約型産業の繊維・アパレルなどで輸出減速が目立つ（第3図）。

一方、輸入は、国際商品価格高騰の影響で押し上げられている面が大きい。原油・石油製品ならびに鉄鉱石の輸入は、数量ベースでは前者が1割増、後者が2割増にとどまっているが、金額ベースではともに倍近くに増えている。

第3図：中国の商品別輸出入動向



(3) 四川大地震後の状況

5月12日、四川省で大地震が発生し、これまでに死者6万9,000人、行方不明者1万7,000人、負傷者37万人を含め、被災者は4,600万人にのぼっている。建物や輸送・通信インフラも大きなダメージを受け、鉱工業分野の企業の被害額は2,000億元を超えた。また、未だに、1日にマグニチュード4以上の余震が数回、マグニチュード3.9以下の余震に至っては100回以上も発生している。

加えて、地震でできたせき止め湖の決壊、大雨による山崩れなど、被害拡大の恐れもある。

こうした状況下、四川省は工業生産面では中国全体に占めるシェアは 3.1% にとどまる一方、全国有数の農産地であり、とくに豚の生産量は中国一であることから、食料品インフレに拍車をかける可能性を指摘する声が出ている。

しかし、人民銀行のレポートによれば、被災が最も深刻な汶川など 11 県に限れば、中国全体に占めるシェアは工業生産で 0.17% に過ぎないのみならず、農業生産の面でも、食糧で 0.21%、搾油作物で 0.34%、肉類で 0.53%（うち豚は 0.2%）にとどまり、影響は限定的とのことである。震災後の預金準備率引き上げは、こうした認識を踏まえての対応であろう。

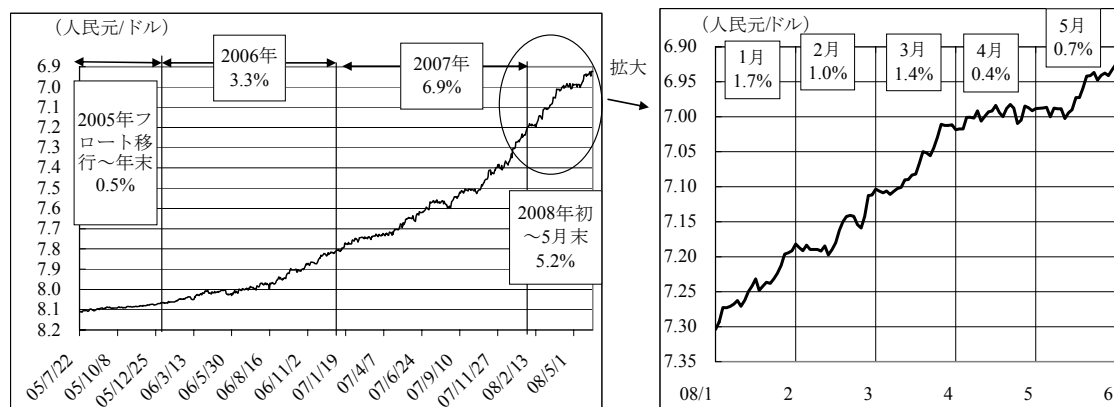
なお、6 月 1 日付けで、国家発展改革委員会は被災地の復興計画策定のための専門チームの発足を発表した。国家発展改革委員会をリーダー、四川省政府と住宅都市農村建設部を副リーダーとして、政府の 30 以上の部門が参加し、3 カ月で計画をまとめる。復興計画の期間は 3 年とみられるが、すでに復興計画の初年となる本年は 700 億元の財政拠出の方針が明示されている。

2. 金融情勢

(1) 人民元相場

人民元の対ドル相場は昨年 12 月から本年 3 月にかけて月間上昇率が 1~1.7% まで高まり、4 月 10 日にはついに 1 ドル=6 元台となった（第 4 図）。しかし、6 元台に達してからは、上昇ペースは減速し、4 月は 0.4%、5 月は 0.7% にとどまった。

第 4 図：人民元相場の推移



(注) □ 内の%は矢印で示された期間の対ドル上昇率
 (資料) CEIC等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

人民元高は過剰流動性や輸入物価の抑制を通じ、景気過熱・インフレ対策となる。しかし、輸出減速の兆しがみえてきたことに加え、サブプライム危機が

容易に収まる気配をみせないという国際環境を考慮すれば、元高ペースに対する当局のスタンスが慎重さを増しても不思議ではない。

海外からの元高圧力も緩和されている。米国では、大統領選挙において、人民元問題が大きく取り上げられてはならず、5月15日に公表された財務省為替政策報告書（半年に1回）も、中国を含め、為替操作国に該当する国はなかったとしている。

ただし、6月17～18日には、第4回米中戦略経済対話（半年に1回）が、米メリーランド州アナポリスで開催され、毎度のことながら、人民元問題も俎上にあがることは確実とみられる。これに先立ち、ポールソン財務長官は講演の場で一層の切り上げを求める姿勢を鮮明にしている。もっとも、今回は、ブッシュ政権下の最後の経済対話となり、次期大統領の下で継続されるかは不透明である。このため、中国側は、前回合意された今後10年に渡る米中間のエネルギー・環境協力に焦点を当て、枠組み協定を目指す協議を中心に据えようとしているとの報道も出ている。

(2) 株価動向

株価は、2006年以降の急騰でバブル懸念が生じていたが、2007年10月から調整局面を迎えた。上海総合株価指数は、2008年4月18日には3,095と、2007年10月16日の6,092のピークから半年でほぼ半分にまで下落した（第5図）。

第5図：株価動向（上海総合）



しかし、こうした急激な株価下落にもかかわらず、2001～2005年の株安期同様、逆資産効果などマクロ経済に対し目立ったマイナスのインパクトは出てお

らず、中国経済における株式市場の影響力が依然として小さいことが明らかになった。

株高時には、自動車、宝飾品など高額消費の盛り上がりにより資産効果を指摘する向きもあったが、株価が下がっても高額消費に衰えはみえず、資産効果よりも高所得層の所得効果が大きい可能性を示唆する。

もともと、証券業協会のアンケート調査によれば、個人投資家の7割は中・低所得層であり、その不満はしばしばインターネットなどにも噴出している。このため、当局にとって、株安は、マクロ経済よりも社会安定という側面から軽視できないものになっていると考えられる。

それゆえ、当局は、株安を放置せず、2月に投資信託の認可再開、3月に適格外国機関投資家(QFII)投資枠の認可再開とテコ入れ策を相次いで導入したが、効果は薄かった。これに加えて、4月24日に、投資家が待ち望んできた証券取引税率の引き下げ(0.3→0.1%)が実施され(注)、株価はようやく持ち直した。四川省大地震後も復興需要や金融緩和への期待が先行し、株価が大きく崩れることはなかった。

(注)証券取引税率は2007年5月に株価抑制策として0.1%から0.3%に引き上げられていた。

しかし、6月7日の預金準備率引き上げにより当局の引き締めスタンスが確認されたことで、投資家の希望的観測は打ち砕かれ、株価は再度急落した。当局は、2000年代前半のような株式市場の低迷は避けたいものの、経済全体へのインパクトを考慮すれば、株価安定よりもインフレ抑制を優先せざるを得ないという事情が窺われる。

照会先：経済調査室 (次長 佐久間) TEL:03-3240-3204

E-mail: koji_sakuma@mufg.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページ <http://www.bk.mufg.jp> でもご覧いただけます。