【2004 年人民元相場の留意点】

2003.2.18　**鈴木貴元　研究員**

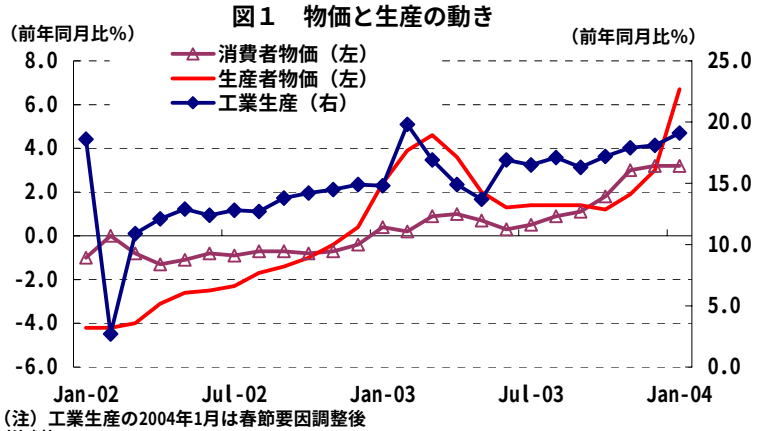
～過熱気味を示す景気指標が増える

国家統計局は 13 日、１月の消費者物価が前年同月比 3.2%上昇したと発表した（図 1）。食料品が同 8.0%上昇したほか、サービスが同 2.9%、居住関連が同 2.8%、医療保険が同 1.8%上昇し、物価上昇の範囲が広がりつつあることが示された。また、中国人民銀行が 11 日に発表した企業物価指数は同 6.7%と上昇テンポを速めた。企業物価指数は消費者物価指数の動きにやや先行することから、今後消費者物価の上昇テンポが速まることが懸念される。

他方、国家統計局は 12 日、1 月の工業生産が同 7.2%増。春節休暇要因を修正したベースで同 19.1%増となったと発表した。また税関総署は、同月の輸出が同 17.5%増、輸入が同 15.2%増（貿易収支は 3000 万ドルの赤字）であったと発表した。輸入の内訳（数量ベース）を見ると、大豆（同 53.1%増）、原油（同 23.1%増）、鉄鋼（同 8.9%増）などの伸びが高かった。素原材料価格が上昇しても、なお企業の調達・生産意欲は旺盛であることが理解される。

これまで中国経済の過熱リスクでは、過剰投資と過剰生産が注目されてきたが、最近はインフレも懸念材料になりつつあり、90 年代前半までほぼ５年おきに経験してきた「STOP AND GO」が再現される可能性がにわかに出てきたと考えられる。

図１　物価と生産の動き



（注）工業生産の2004年1月は春節要因調整後
（資料）ＣＥＩＣ

～年前半の景気過熱リスクが人民元切り上げ誘因となる可能性に注意

２月 10 日に開かれた人民銀行工作会議で周小川総裁が「今年為替レート形成メカニズムを改善する」とコメントしたことが中国国外で議論となっている。同様のコメントは、昨年の人民銀行工作会議を含めて幾度も言われてきたが、「今年」という時間に関する表現が初めて入ったからである。ただし、現地ではこのコメントを持って今年中に対ドル人民元レートの変動幅が変更されるとか、バスケット制に移行するとかとは認識されておらず、今のところ従来のスタンスと変わらないと受け止められている。また政府も変動幅拡大報道を再三否定している。

筆者は以前から対ドル人民元レートの切り上げや変動幅の拡大は、中国の直面している経済状況からは当面困難と主張してきた。一部の輸出産業を例外として中国産業の実力は決して強くないし、金融システムは不良債権問題や直接金融市場の不備により脆弱であり、人民元レートを市場実勢に任せるには、潜在的な資本の投機・逃避のリスクが大きいためである。

しかし、2003 年末からの経済動向は、人民元レートに多少の柔軟性を持たせることがむしろリスクを軽減する可能性があることを示しつつあるようにも見える。それは以下の３点である。

第１に、2003 年半ば以降、不動産や自動車などへの窓口指導や特別検査、預金準備率の引き上げなど、貸出の抑制を通した投資過熱の予防が試みられているが、2003 年末のマネーサプライ（Ｍ２）の伸びが前年同月比 19.6%増となったように予防効果があまり現れていないことである。人民銀行工作会議も実はこの点を 2004 年最大の課題と捉えており、2004 年はＭ２の伸びを 17%、新規貸付を 2.6 兆元（昨年は 2.99 兆元）に抑制するとしている。2004 年の経済は、前半は強い消費・投資マインドと先進国の景気回復、さらに昨年 4-6 月期のＳＡＲＳ騒動の反動で比較的高い経済成長が予想されるが、後半は先進国の景気減速やＳＡＲＳ騒動の反動の一服が予想される。そのため、投資の一段の過熱は需給ギャップの急速な悪化につながる可能性が高い。前半に投資加熱の予防が成功しない場合、「人民元高＝輸出・投資抑制」という連想が強いうちに人民元を突然切り上げる可能性がある。

第２に、米国景気が回復基調にあるにもかかわらずドル安が反転しないため、外貨準備をドルで保有することによるリスクと輸入インフレのリスクが高まっていることである。政府系シンクタンクなどの話を聞くと、消費者物価の上昇は５～６％なら許容範囲であるようだが、すでに企業物価上昇率が前年同月比 6.7%まで上昇しており、素原材料、部品、資本財の輸入元である日本、豪州、欧州に対するドル安が継続し、価格への転嫁が始まった場合、消費者物価が許容範囲を超えて上昇するリスクがわずかながらもある。

第３に、投資の一段の過熱、消費者物価の一時的な急上昇があれば、その後の反動で金融改革が大幅に後退するリスクがあることである。2004 年は国有商業銀行２行への 450 億ドルの資本注入を皮切りに、株式・債券市場育成策、デリバティブの規制緩和など様々な金融改革が試みられようとしている。そこに景気の大幅な変動があると、ここ数年の好景気の中で貸し出された債権が新たに不良化するリスクが出てくる。ここ数年の貸出は、持ち家政策の中での住宅ローンや消費喚起策のなかでの自動車ローン、教育ローン、非国有商業銀行以外の銀行による非国有企業向け貸出などが多い。これらが不良化した場合、従来の国有商業銀行による国有企業向け貸出の不良債権を処理した救済スキームを再度適用できるか分からない。というのも、従来の国有企業向け貸出の不良債権は、中央・地方政府の指導により貸し出したものが多かったが、ここ数年の貸出はそういった政府の肩代わりの側面が減っているからである。

今回の「今年」というニュアンスには、人民元切り上げ圧力が根強いこともあるが、輸出採算悪化予想や投資コスト上昇予想を作ってまで投資を抑制したいという国内経済事情が念頭にあると考える。上記の３つが実現するかどうかは、1-6 月期のＧＤＰ成長率、投資増加率、貸出・Ｍ２増加率、消費者物価上昇率がソフトランディングに向かうかどうかにかかっている。今のところ、秋頃の人民元レート形成メカニズム変更リスクは１～２割あると注意したい。

図２　2004年前半の景気の安定/過熱の目安

	2003年 年末	2004年 安全圏		備考
ＧＤＰ	9.9	9.2	%	（ＳＡＲＳの反動を含めた巡航成長速度、ＵＦＪ総研想定）
（実勢）	8.7～8.8 (10-12月期)	8.5 (1-6月期)	%	（ＳＡＲＳの反動を含めない巡航成長速度、　同　　）
投資	26.7	15.0	%	（社会科学院の年間予想などより想定）
新規貸付	2.99	2.60	兆元	（人民銀行による）
Ｍ２	19.58	17.00	%	（人民銀行による）
消費者物価	3.2 (12月)	5～6	%	（中国政府系エコノミストからのヒアリングにより想定）

（資料）ＵＦＪ総合研究所