



中国経済事情：インフレ圧力が一段と上昇

～堅調な景気、資産バブル懸念で金融・為替政策の動向が焦点～

発表日：2010年5月12日（水）

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 副主任エコノミスト 西濱 徹 (03-5221-4522)

(要旨)

- 4月の主要経済指標は、中国経済の堅調さを改めて示した。前月は6年ぶりに貿易赤字に転じたが、世界経済の回復を受けた輸出拡大で再び貿易黒字となった。内需では、家計の消費意欲の高さを映して小売売上高が高い伸びを続けるほか、不動産投資や景気対策によるインフラ投資も活況が続き、内・外需ともに拡大基調にある。鉱工業生産も高水準で推移しているが、PMIの動向を鑑みれば、今後も拡大が続くと見込まれる。EU向け輸出が全体の2割強もあることからユーロ不安の影響は懸念されるが、新興国向けの拡大が下支えしよう。実質GDP成長率は1-3月期の前年比+11.9%をピークに鈍化するであろうが、当面は高成長が続くと予想される。
- 4月の消費者物価は前年比+2.8%と加速しており、近々政府目標の3%を上回る可能性がある。さらに年明け以降の金融引き締めにも拘らず、不動産価格は4月に前年比+12.7%と過去最高の伸びとなっており、資産バブル懸念が高まっている。政府はインフレ率の通年目標達成を示唆していることから、さらなる物価抑制策が打ち出されると思われる。当局が発表した『金融政策報告』では、金融緩和を続けつつも緩やかな利上げや人民元相場の柔軟化を検討すべきとの考えが示された。直ちに人民元の柔軟化が進むとは予想し難いが、漸進的な対応を図る時期は近付いていると判断される。なお、ユーロ問題により国際金融市場が不安定となっていることから、今後の動向によっては様子見姿勢を強める可能性も残っている。
- 年明け直後に落ち込んだ株式相場は、見直し買いの機運はあったものの、利上げ懸念やユーロ問題などによる市場心理悪化で低調な推移となっている。今後もユーロ問題などが煽ることで上値を抑えると思われるものの、市場が落ち着きを取り戻せば強いファンダメンタルズを再評価した動きも出てくると期待される。市場心理の冷え込みで債券への資金シフトが強まっており、金融引き締め観測にも拘らず長期金利は下落基調が続いており、この傾向は当面続くと考えられる。

《内外需の堅調で緩やかな生産拡大が続く。欧州の不透明感に懸念はあるも、先行きも拡大が続く見通し》

- 11日、4月の主要経済指標が発表され、中国経済の堅調さが引き続き確認された。3月は約6年ぶりに貿易赤字となるなど国際商品市況の高騰による輸入急増の影響が垣間見られたが、4月の輸入は前年同月比+50.1%と高い伸びを示したものの、前月比では▲0.9%とわずかに減少。試算した季節調整値でも前月比マイナスに転ずるなど一服感が出ている。一方の輸出は前年同月比+30.4%と前月（同+24.2%）から伸びが加速し、前月比は+7.0%、季節調整値でも前月比プラスとなるなど、世界経済の回復を受けて堅調である（[図1](#)）。結果、貿易収支は+16.81億ドルと2ヶ月ぶりの黒字となったが、旺盛な内需を反映して輸入額は最高水準で推移しており、今年の貿易黒字は大幅に圧縮されるであろう。
- 内需では、小売売上高が前年同月比+18.5%と引き続き高い伸びとなり、春節後も依然として強い家計の消費意欲を示している（[図2](#)）。今年から自動車取得に関する補助金が圧縮された結果、自動車販売の勢いはやや減じているが、それでも月販100万台超を確保している（[図3](#)）。また、補助金対象であった排気量1.6l未満の小型車で一服感が出ているが、SUVや高級車の売れ行きは高水準を維持しており、価格急騰が続く不動産の購入を諦めた中間層以上が需要を支えていると思われる。なお、政府は年明け以降預金準備率を引き上げたほか、不動産融資に対する規制を強化するなど、不動産市況の沈静化に努めているが、不動産投

資は前年同月比+38.5%と高居伸びが続いており（**図4**）、都市部の固定資産投資も同+25.4%となっている（**図5**）。このような不動産市場の活況により、4月の不動産価格は前年同月比+12.7%と過去最高の伸びを示した（**図6**）。

- 輸出の回復や内需の堅調な推移から、鉱工業生産は前年同月比+17.8%と高い伸びを示し、生産水準は拡大が続いている（**図7**）。製造業 PMI は 50 を大きく上回る水準にあり、新規受注や輸出受注など生産の先行指標も堅調に推移していることから（**図8**）、生産拡大が続くと期待される。一方、ユーロ圏を含む欧州は同国の輸出の 2 割強を占めることから（**図9**）、ギリシャ問題によるユーロ圏経済の動向が懸念される。また、不安定な国際金融市場が世界経済全体に悪影響を及ぼす懸念もあるが、引き続きアジアや中南米など新興諸国向けの拡大が期待されるほか、米国経済の回復も輸出を下支えしよう。1-3 月期の実質 GDP 成長率は前年同月比+11.9%と大きく拡大し（**図10**）、前期比年率は 4 四半期連続で二桁成長となる景気拡大が続いている。前年比では 4-6 月期に伸びの鈍化が予想されるが、高成長が続くと考えられる。

図1 輸出入の推移(前年比)



図2 小売売上高の推移

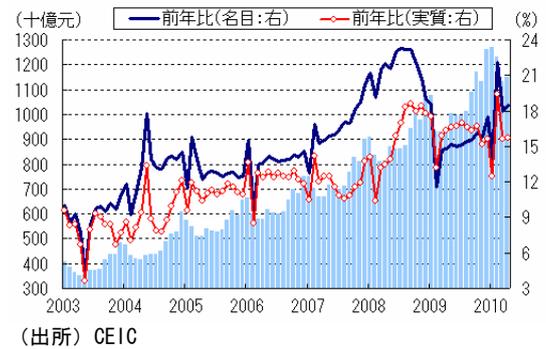


図3 自動車販売台数の推移

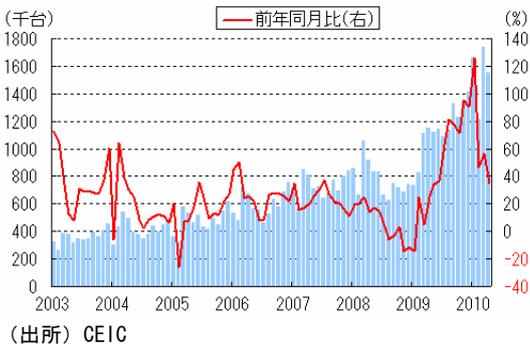


図4 不動産投資額の推移



図5 都市部固定資産投資額の推移

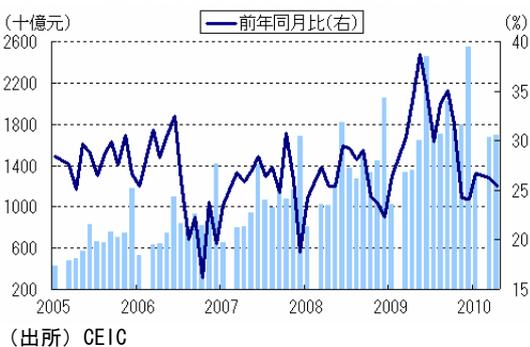


図6 不動産景況感と不動産価格の推移

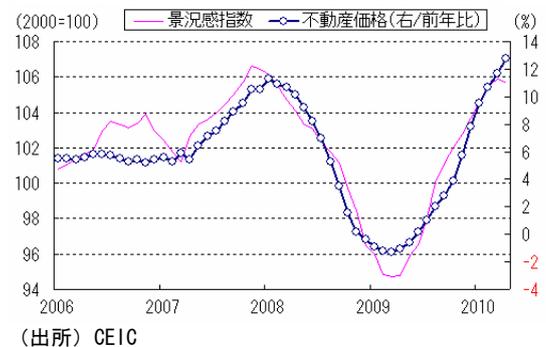


図7 鉱工業付加価値額(鉱工業生産)の推移

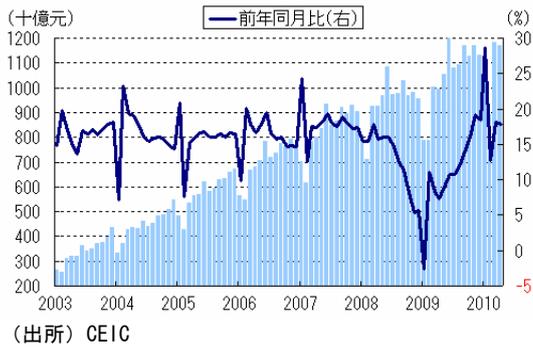


図8 製造業 PMI の推移

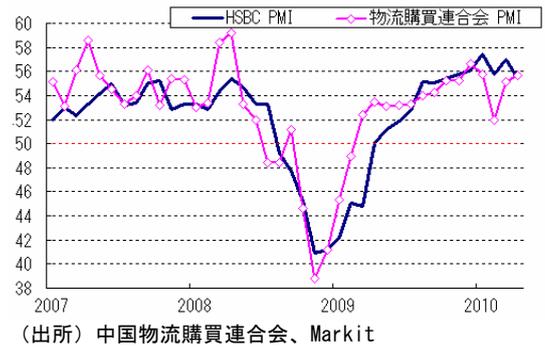


図9 地域別輸出割合の推移(2009年)

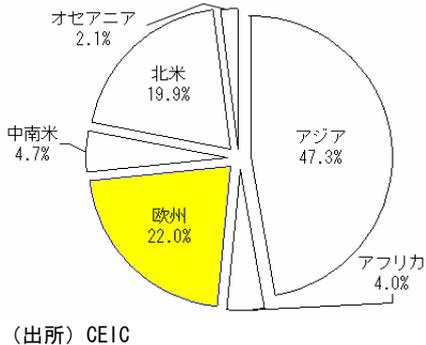
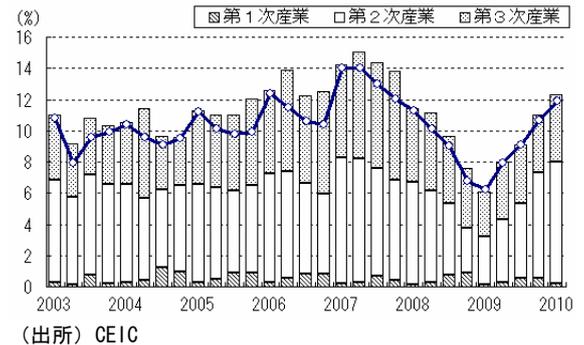


図10 実質 GDP 成長率の推移(前年比)

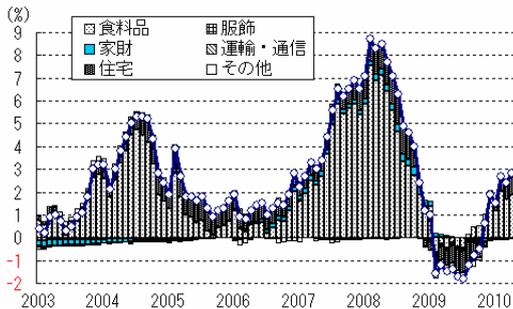


《景気拡大でインフレ懸念が忍び寄る中、政府は流動性吸収策を図る》

- 4月の消費者物価は前年同月比+2.8%と前月(同+2.4%)から拡大し(図11)、前月比も+0.2%と春節明けで物価上昇が一服した前月(同▲0.7%)から上昇した。不動産価格が二桁の伸びを示すなど資産バブル懸念が高まる一方、一般物価は政府の物価統制で低位に抑えられているが、旺盛な内需を背景にインフレ圧力が強まっている。政府は世界金融危機後の景気刺激策として「適度に緩和的」な金融政策を続けているが、投機資金の拡大に神経質になっており、金融引き締めを示唆するコメントを出してきた。年明け以降も1月と2月に預金準備率を引き上げ、流動性供給の抑制を図ったが、旺盛な資金需要で4月の銀行融資は7740億元と大きく増加した(図12)。海外資金の流入にも拘らず、人民元相場の安定を図った為替介入で資金供給量は一層拡大し(図13)、過剰流動性が限られた投資先である不動産市場に流入して急激な価格上昇を招いている。政府は今年3月の全人代において通年のインフレ率の目標を3%としたが、向こう数ヶ月でこれを上回る可能性が高まっている。国家統計局は、通年のインフレ率目標は達成可能との見方を示しており、今後は一段と物価抑制策が強化されるであろう。
- 今月2日には今年3度目の預金準備率の引き上げが決定され、大銀行は17.00%、中型行に対しても15.00%と極めて高い水準が課せられている(図14)。10日に金融当局が発表した1-3月期の金融政策報告では、今後も「適度に緩和的」な金融政策を続けるとしつつ、金融市場の安定化に向けた緩やかな利上げについて言及している。さらに、人民元相場の柔軟性拡大について改めて通貨バスケットの参照に関する考えを示している。これを受けて、市場では早期の利上げや人民元の切り上げの可能性が意識されているだが、これらの最終決定は国务院の専権事項である。ただし、最近では様々な政府関係者から人民元相場の「柔軟化」に関する声が出ており、政府発表の基準値を徐々に変更することや、1営業日中の変動幅を拡大させるなど、漸進的な対応が行われる可能性は考えられる。
- 国際商品市況の高騰が続いた場合、コストプッシュ型インフレによる物価の押し上げが懸念されるが、人民元相場が柔軟化した場合、現状では切り上げ方向に移行する可能性が高いと思われ、結果的に輸入物価の低下をもたらし、物価安定に資すると考えられる。一方、自国通貨高は輸出依存度の高い同国の製造業にとつ

て業績悪化要因となり、欧州経済の不透明感が残る状況下では人民元相場の柔軟化に対する判断を遅らせることも予想される。ギリシャ問題を発端とするユーロ不安は一旦沈静化しているが、この問題の本質はギリシャの財政規律のみならず、EUとその共通通貨ユーロのあり方に関することから、引き続き国際金融市場を取り巻くリスク要因となるであろう。

図 11 消費者物価の推移(前年比)



(出所) CEIC

図 13 マネーサプライ(M2)の推移



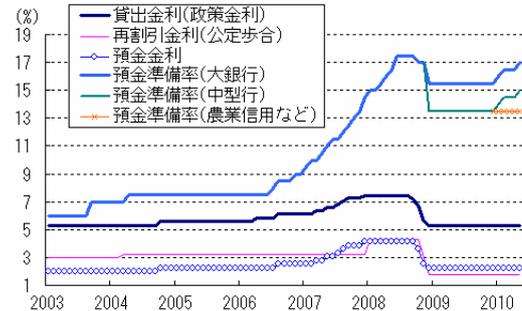
(出所) CEIC

図 12 新規銀行融資と融資残高の推移



(出所) CEIC

図 14 金融政策の推移



(出所) CEIC

《ユーロ問題などで市場心理は冷え込む。債券への資金シフトで長期金利は低下基調》

- 年明け直後の預金準備率引き上げや不動産投資抑制策の打ち出しで、株式相場は大幅に下落した。国内投資家中心の上海 A 株は、政府によるバブル抑制策への懸念から上値の重い展開が続いていたが、外国人投資家中心の B 株では 4 月上旬には年初水準を回復していた。しかし、4 月 27 日に格付機関の S & P 社がギリシャ及びポルトガルの信用格付の引き下げを決定し、ギリシャ国債が「ジャンク債」となったことで市場心理は冷え込んだ (図 15)。ユーロ問題は一時的に沈静化しているが、今後も市場のリスク要因として燻ると予想されることから、上値を重くすると思われる。ただし、実体経済の堅調さを見直す動きも出てこよう。
- 一方、投資家のリスク許容度の低下は債券への資金シフトをもたらしており、長期金利は下落基調が続いている (図 16)。為替相場については、政府が発表する基準値や、1 営業日中の変動幅の変更はなく、1 ドル = 6.826 人民元近傍で推移している (図 17)。EU 及び IMF によるユーロ支援策が決定したことで、ユーロ買い圧力が進んだことで一時的に人民元安に振れているが、当面は一昨年 7 月以降行われている「安定化」に沿ったオペが続くと予想される。

図 15 株式相場の推移(上海株式市場)



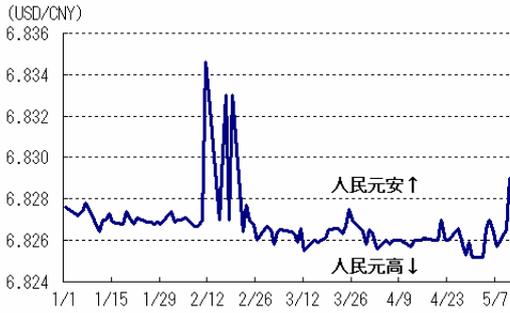
(出所) Bloomberg

図 16 長期金利の推移(2年債利回り)



(出所) Bloomberg

図 17 為替相場の推移(USD/CNY)



(出所) Bloomberg

以 上