

## 中国経済事情：約3年ぶりに緊急利上げ実施

～物価上昇対応に本腰。実質金利は依然マイナスであり、追加利上げの可能性は残る～

発表日：2010年10月20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）

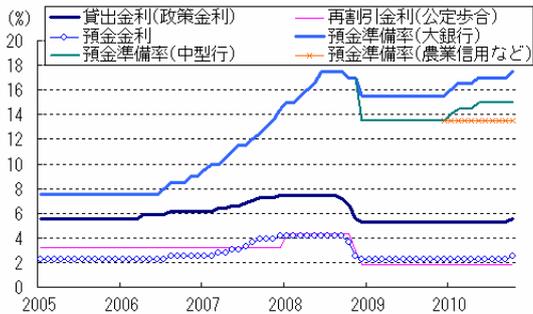
- 19日、中国人民銀行は緊急利上げを決定し、政策金利である1年物預金金利と貸出基準金利を25bp引き上げ、それぞれ2.50%、5.56%とした。同国では年明け以降、預金準備率の引き上げにより金融引き締めが舵が切れ、直近では国内大手6行を対象に時限的な準備率引き上げが行われてきたが、約3年ぶりに利上げに踏み切った。これまでは銀行融資に対する窓口規制も行われてきたが、不動産価格は高止まりしており、物価上昇率も政府目標を上回る水準で推移するなど、物価上昇圧力が懸念されてきた。国内の過剰流動性への対応が急務とされてきたが、当局は柔軟な政策対応を示したと言えよう。なお、依然として実質預金金利はマイナスであり、追加的な利上げの必要性は残ると考えられる。
- 世界的な金融緩和に伴う過剰流動性相場により、株式相場は9月以降急上昇を続けてきた。金融引き締めが意識されることで一時的な調整の可能性はあろうが、当面は先進国での一層の金融緩和観測により過剰流動性が燦る状況は変わらず、資金流入は続くと思込まれる。他方、米国の強い姿勢を背景に9月以降は対米ドルで人民元は急激に上昇したが、同時期のユーロ高で実効レートは下落しており、輸出を下支えしている。国内では人民元高への抵抗感は根強く、米ドル買い介入は続くと思込まれる。

### 《物価上昇圧力の高まりが懸念される中、当局は利上げに踏み切り金融引き締めに入腰を入れる》

- 19日、中国人民銀行は緊急の金融政策決定会合を開催し、政策金利である1年物預金金利と貸出基準金利を25bp引き上げ、それぞれ2.50%、5.56%とする決定を行った（[図1](#)）。同国で利上げが行われるのは、07年12月以来約3年ぶりとなる。当局は今年に入って以降、1月と2月に連続して預金準備率を引き上げて金融引き締めが舵を切ってきたが、景気への悪影響を懸念して農業信用など中小・零細金融機関は対象外としていた。さらに、銀行融資に対する窓口規制の強化などを通じて資産市場への資金流入を抑制する姿勢を強化してきたものの、新規融資は堅調に推移し（[図2](#)）、資産バブルや物価上昇に対する懸念が高まっていたことから、今月11日には国内大手銀行6行を対象に2ヶ月間の時限措置として預金準備率を50bp引き上げる措置が行われていた。
- しかし、9月の主要70都市の不動産価格は前年同月比+9.1%と前月（同+9.3%）から伸びが鈍化したものの、前月比では+0.5%と4ヶ月ぶりにプラスとなり、不動産価格は高止まりが続いている（[図3](#)）。また、8月の消費者物価上昇率は前年同月比+3.5%と2ヶ月連続で政府目標（3%）を上回り（[図4](#)）、食料品価格の上昇も背景に9月も強い基調が続いていると思込まれるなど、物価上昇圧力は高まっている。金融緩和の長期化に加え、世界的な金融緩和により海外資金の流入圧力が高まり、人民元高を警戒してドル買い（人民元売り）の為替介入を行ってきたことから、市中の資金供給量は急速に拡大してきた（[図5](#)）。こうして発生してきた過剰流動性により物価上昇が懸念されてきたが、当局は柔軟な対応により金融引き締めを図っており、21日に発表予定の7-9月期のGDP成長率については、市場予想を上回る結果となっている可能性も考えられよう。
- これまで同国では「縁起」を担いで9の倍数である27bp刻みの金融調節が行われてきたが、今回の利上げ幅は意外にも25bpとなった。過去1ヶ月間における人民元高容認姿勢や、今回の利上げからは、中国政府の政策対応がフレキシブルになった印象を国内外に与えよう。この背景には、18日に終了した第17期中国共産

党中央委員会第5回全体会議（5中全会）において来年からの「第12次5カ年計画」が討議され、最高目標に「持続可能な成長」が掲げられたことがあろう。即ち、ここでは地域間格差の是正や環境配慮など構造調整の必要性が訴えられ、経済成長至上主義からの転換が図られることで、金融政策においても柔軟性が求められつつあると考えられる。なお、足元の景気の緩やかな減速もあり、中国国内では金融緩和を求める声も依然あり、今後もより弾力的な政策が採られるとみるのは早計であろう。しかし、依然実質ベースの預金金利はマイナスであり、来年初めにかけて利上げが行われる必要性は高まろう。

図1 金融政策の推移



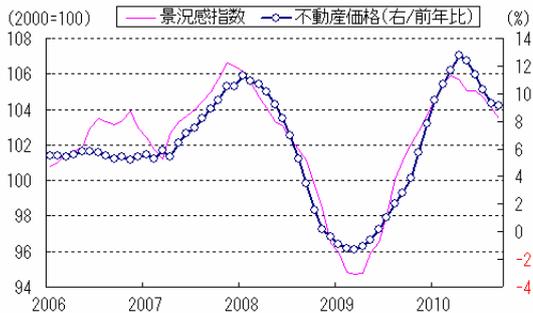
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 新規融資と融資残高(前年比)の推移



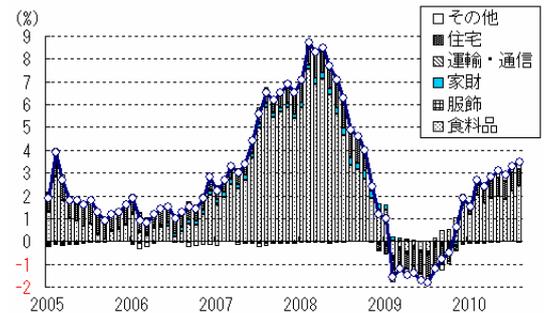
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 不動産価格と不動産景況感の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 消費者物価の推移(前年同月比)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図5 マネーサプライ(M1)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

### 《世界的な過剰流動性相場は、同国の株式や為替市場に引き続き影響を与える》

- 株式相場は、世界的な過剰流動性相場による資金流入圧力の高まりを受け、9月半ば以降急速な上昇が続いてきた(図6)。今回の利上げ実施により、金融政策は引き締め姿勢が強まるとの観測が強まるとみこまれ、一時的に調整する可能性は高い。しかし、先進国でさらなる金融緩和期待が高まっており、当面は過剰流動性相場の様相に変化がないと見込まれ、実質預金金利が依然マイナス状態にあることを鑑みれば、株式市場に資金流入をもたらす易い状況は続くであろう。
- 他方、6月の人民元相場の柔軟化発表後も、人民元高圧力が続く中、上昇ペースは緩やかなものに抑えられてきた。しかし、11月に中間選挙を控える米国において、人民元相場の切り上げに対する強硬論が高まって

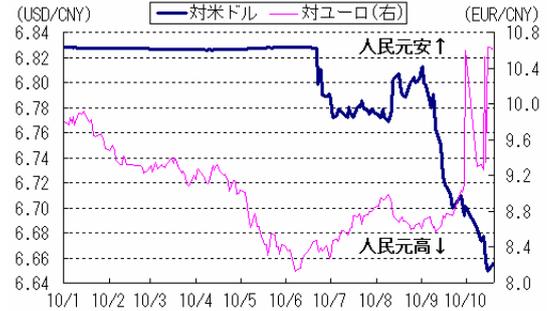
きたことに対応して、9月以降は人民元高に振れており、8月末からの対米ドル上昇率は+2.3%程度となった（**図7**）。ただし、同時期にはユーロ高が進行したことで、同時期の実効レートが緩やかに低下したことで輸出は下支えされ（**図8**）、堅調な景気をもたらしている。米国が15日に発表予定していた「為替報告」は11月のG20後まで発表が延期され、今後は人民元の上昇ペースが再び高まることが予想される。他方、同国商務部は輸出産業への悪影響を懸念して、3%以上の変動は容認出来ないと発言しており、再びドル買い介入を強める可能性もある。結果、9月末時点で2兆6483億ドルに達する外貨準備高は一段と積み上がることも予想される（**図9**）。

**図6 株式相場の推移(上海総合指数)**



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

**図7 為替相場の推移(対米ドル、ユーロ)**



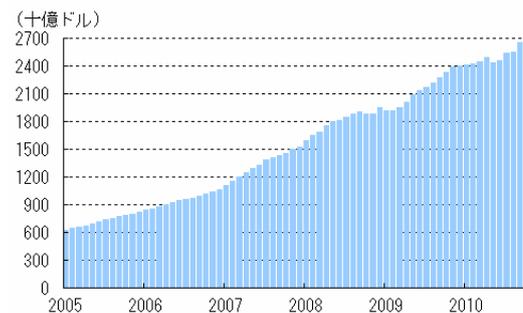
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

**図8 輸出額の推移**



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

**図9 外貨準備高の推移**



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

以上