

中国経済事情：金融引き締めは必要だが、新たな難題も

～物価上昇が個人消費に悪影響。景気と物価のバランスで難しい対応が続く～

発表日：2010年11月12日（金）

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）

- 10月の消費者物価上昇率は前年比+4.4%と2年1ヶ月ぶりの高水準となった。前月比も+0.7%と上昇ペースが加速し、食料品やエネルギー価格の上昇のみならず、コア物価にも上昇圧力が高まっている。春先以降の窓口規制にも拘らず銀行融資は増加しており、国際的なカネ余りから資金流入圧力が高まる中、人民元の急上昇を抑えるためのドル売り介入も資金供給量を押し上げており、過剰流動性が燃えている。先月には、主要6行に対する預金準備率引き上げのほか、約3年ぶりの利上げを行うなど金融引き締めを進めてきたが、不動産価格は上昇が続いており、資産価格の上昇懸念が高まっている。金融当局はこれを受け、10日に全金融機関を対象に預金準備率を50bp引き上げ、主要6行にはさらに50bp引き上げる決定を行っている。また、前日の9日には外為管理局が資金流入規制の強化を発表したが、これらの実効性は不透明感が強く、様々な政策の組み合わせを通じて引き締めが強まろう。
- 輸出は5ヶ月ぶりに前月比プラスに転じるなど好転の兆しが出ており、輸入も底堅い内需を反映して増加しているが、貿易黒字の拡大により人民元高を求める圧力が強まるであろう。また、物価上昇の影響で小売売上高は実質ベースで7ヶ月ぶりに前月比マイナスに転じており、当局はさらに物価抑制姿勢を強めると予想される。他方、地方政府による不動産開発や内陸部でのインフラ投資を受けて固定資産投資は拡大が続いており、内需は投資をけん引役に底堅く推移している。結果、鉱工業生産は拡大を続けており、景気は依然として拡大基調にある。製造業PMIは3ヶ月連続で好転しており、先行指数にも改善がみられることから、生産は先行きも拡大が期待される。サービス業PMIも改善しており、上海万博終了の影響は懸念されるものの、景気の腰折れをもたらす可能性は低いと見込まれる。
- 7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+9.4%と前期（同+8.6%）から加速したが、これは輸入の減少が輸出を上回ったことで外需寄与度が好転したことが影響している。政府による電力供給制限等の悪材料はあるものの、先行きも景気は減速しつつも拡大が続くと予想される。7-9月期のGDP統計を受け、当研究所では2010年通年の経済成長率の見通しを改定し、前年比+10.3%に上方修正する。
- 株式相場は先月の金融引き締めで一時的な調整が懸念されたものの、その後も上昇基調が続いており、上海総合指数は5ヶ月ぶりに3000台に達している。人民元は今月に入って以降、G20を控えていることも影響して対米ドル相場の上昇が続いているが、早晚再び米ドル売り介入による人民元安誘導に動く可能性は残っている。

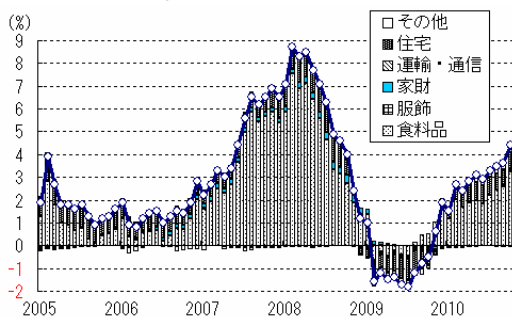
《10月のインフレ率は2年ぶりの高水準に。当局は引き締め姿勢を一段と強めると予想される》

- 10月の消費者物価上昇率は、前年同月比+4.4%と前月（同+3.6%）から加速し、2年1ヶ月ぶりの高水準に達した（[図1](#)）。前月比も+0.7%と前月（同+0.6%）から上昇ペースが加速しており、特に農産物を中心とする食料品価格の上昇や国際商品市況の高止まりにより物価が押し上げられているほか、海外資金の流入によって市中の資金供給量が増加しており、食料品やエネルギーを除いたコア物価にも上昇圧力が高まっている。また、10月の銀行による新規融資額は5877億元と高水準で推移していることに加え、銀行融資残高は10月末時点で前年同月比+19.3%と前月（同+18.5%）から加速しており、春先以降金融当局が窓口規制強化により引き締め姿勢を強めているにも拘らず、資金供給の拡大が続いている（[図2](#)）。結果、市中のマネーサプライ（M1）は前年同月比+22.0%と二桁の伸びが続いていることに加え、足元では伸びが加速しており（[図3](#)）、物価上昇圧力がさらに高まる可能性も出ている。川上の物価動向である生産者物価も10月

は前年同月比+5.0%、前月比も+0.7%と加速に転じており、今後も物価上昇が続くと思われる。

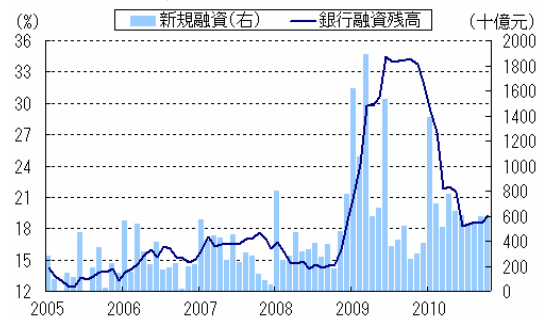
- 今年6月に金融当局は人民元為替レートの「柔軟性拡大」を表明し、その後4ヶ月半の間に対米ドル為替レートは3%程度切り上がっているものの、比較的緩やかな上昇に留まっており（[図4](#)）、依然当局は人民元売りの為替介入を行っていると考えられる。こうしたオペも資金供給量の押し上げに繋がってきたため、当局は流動性を吸収すべく、先月大手主要6行を対象に2ヶ月間の期間限定で預金準備率を50bp引き上げたほか、約3年ぶりに政策金利を引き上げるなど金融引き締めの本腰を入れている。しかし、10月の主要70都市の不動産価格は前年同月比+8.6%と前月（同+9.1%）から鈍化し（[図5](#)）、前月比も+0.2%と前月（同+0.5%）から上昇ペースは緩和したものの依然上昇基調が続いている。さらに、足元では主要株価指数（上海総合指数）が4月以来の3000ポイントを上回るなど（[図6](#)）、資産価格の上昇圧力が高まっている。また、今月初めに米国F e dが追加金融緩和（Q E 2）を決定したことで、今後も世界的に余剰資金が拡大することを懸念し、当局は今年10日にすべての金融機関で預金準備率を50bp引き上げる決定を行っている（[図7](#)）。なお、先月預金準備率が引き上げられた主要行に対しては、さらに50bpの引き上げが実施されている模様であり、当局は引き締め姿勢をさらに強めると予想される。
- なお、足元の不動産価格の上昇に対しては、春以降当局が金融機関に対して住宅向け融資基準の厳格化など窓口規制を強化させているが、富裕層が手元資金で購入している場合が多いため、その効果は限定的となっている。同様に政策金利の引き上げについても、現状では資産市場への資金流入を食い止める効果については力不足と言えよう。他方、欧米先進国を中心とする金融緩和によって国際金融市場は過剰流動性相場となっており、外国為替管理局は9日に資金流入を規制すべく企業の対外短期債務を厳格に管理する方針を明らかにしている。しかし、外国為替管理法に基づき海外との資金の出入りが厳しく管理されているはずの同国で「熱銭（ホットマネー）」と呼ばれる資金の流入が続いている現状からは、今回の債務管理の実効性は不透明である。物価抑制のためには人民元相場のさらなる上昇容認や利上げなどの金融政策に加え、窓口規制や不動産開発投資の抑制などの政策の組み合わせが必要であり、今後も様々な形で当局の引き締め強化が進められるであろう。

図1 消費者物価の推移(前年比)



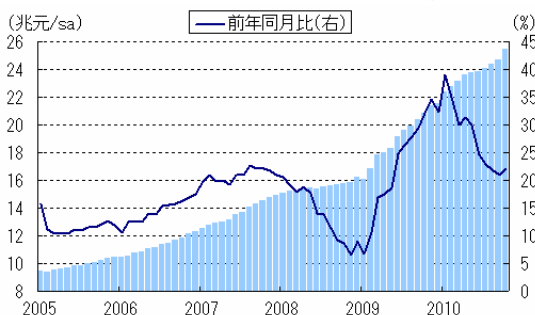
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 新規融資と融資残高の推移



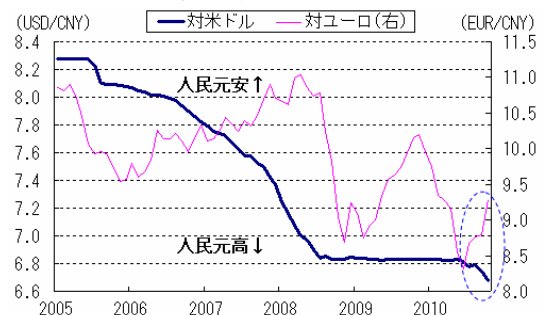
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 マネーサプライ(M1)の推移



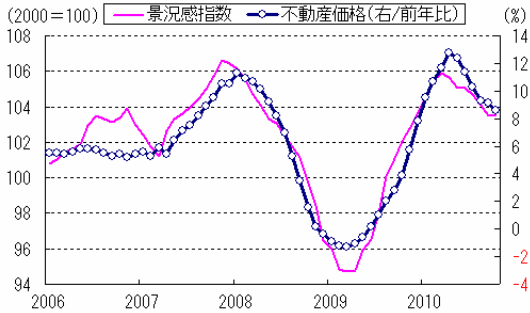
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 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5 不動産価格と不動産景況感の推移



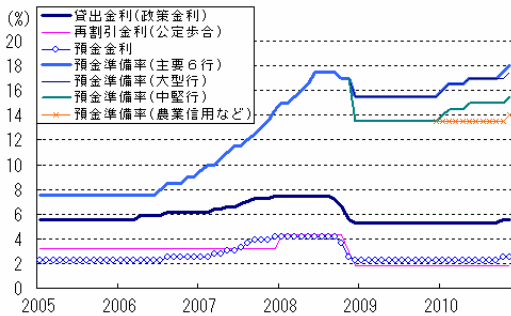
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

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 金融政策の推移



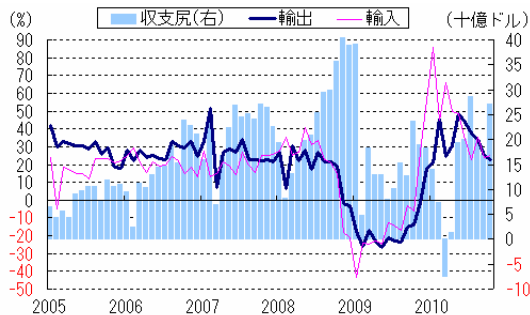
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《物価上昇によって消費に悪影響が出ている一方、投資をけん引役に内需の拡大は続いている》

- 実体経済面では、10月の輸出は前年同月比+22.8%と前月（同+25.1%）から伸びは鈍化した（図8）。しかし、第1週目が国慶節で休みであった季節要因を鑑みれば、前月比では実質的に5ヶ月ぶりの増加に転じており、世界経済の減速により頭打ち感の出ていた輸出に回復の兆しが出ている。他方、同月の輸入は前年同月比+25.4%と前月（同+24.4%）から加速し、季節調整値（試算値）に基づく前月比でも2ヶ月ぶりに増加に転じるなど内需の底堅さを反映している。結果、貿易収支は+271.48億ドルの黒字と前月（+168.75億ドル）から大きく黒字幅が拡大しており、経常黒字拡大を背景に海外資金の流入圧力が高まると見込まれ、人民元高要因となろう。
- 今年、沿海部でのスト頻発を背景に最低賃金の大幅引き上げられるなど、政府は景気拡大のけん引役を投資から個人消費に転換させる方針を打ち出している。また、先月開催された「五中全会」においては、来年から始まる第12次5ヶ年計画において、「和諧社会（バランスの取れた社会）」をさらに推進させる方針が確認されている。しかし、10月の小売売上高は前年同月比+18.6%と前月（同+18.8%）から若干鈍化し、季節調整値に基づく前月比も+0.3%と前月（同+1.3%）から減速している（図9）。消費者物価が前月比+0.7%であったことから、実質ベースでは7ヶ月ぶりに減少に転じており、個人消費は物価上昇の悪影響を受けた。金融当局は物価を抑制すべく金融引き締めを強化しているが、それにより個人消費に悪影響を及ぼすことも懸念され、政策判断は難しい局面を迎えよう。他方、地方政府の独自財源確保に向けた不動産開発などにより不動産投資は拡大し（図10）、内陸部を中心とするインフラ開発もあり10月の都市部固定資産投資は前年同月比+23.7%と前月（同+23.2%）から加速しており（図11）、投資が内需のけん引役となる構図は続いている。
- こうした外需の復調や、投資をけん引役とする内需拡大を背景に、10月の鉱工業生産は前年同月比+13.1%と前月（同+13.3%）から若干鈍化したものの（図12）、前月比は+1.4%と前月（同+1.0%）から加速しており、これは生産者物価の上昇を考慮した実質ベースでも強い伸びを示しており、依然拡大基調が続いている。また、先行きについて、10月の製造業PMIは3ヶ月連続で改善し（図13）、特に先行指数である

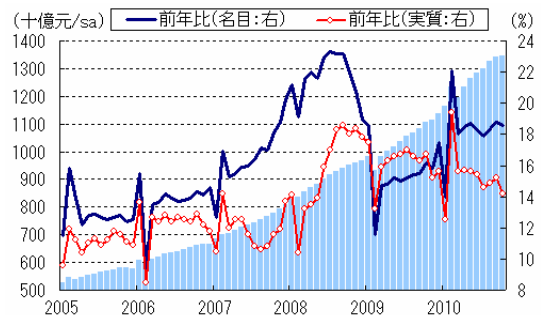
「新規受注」や「新規輸出受注」で大幅な改善がみられるなど、今後も生産の拡大が続くと期待される。サービス業PMIについても改善が続いており、今後は上海万博終了などの影響はあろうが、景気が腰折れするような事態は避けられよう。

図8 輸出入の推移(前年比)



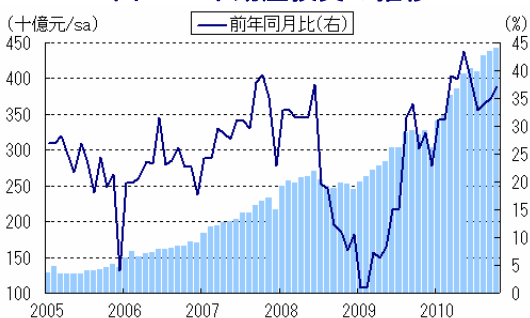
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図9 小売売上高の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図10 不動産投資の推移



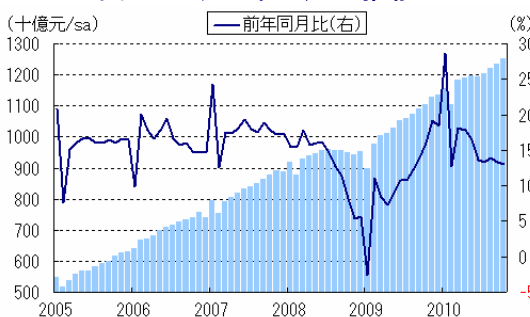
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図11 都市部固定資産投資の推移



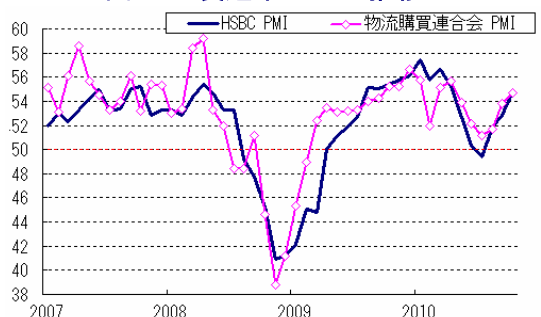
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図12 鉱工業生産の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図13 製造業PMIの推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

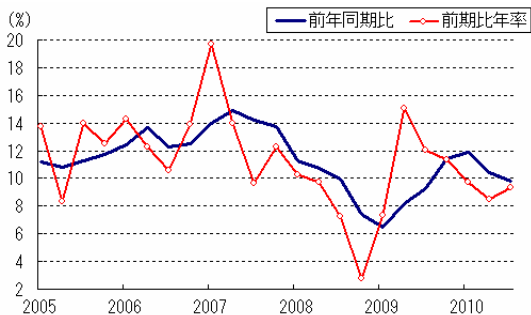
《景気は減速しつつも拡大は続き、当研究所では通年の経済成長率予想を前年比+10.3%に上方修正》

- 7-9月期の実質GDP成長率は、当研究所が試算した季節調整値ベースで前期比年率+9.4%と前期（同+8.6%）から加速に転じている（図14）。これは、輸出に下押し圧力が掛かっていたにも拘らず、余剰在庫の解消や生産性の低い分野の整理統合を進めたことにより輸入が抑制された結果、外需の成長率寄与度がプラスに転じたことが影響している。他方、内需は緩やかに減速しており、10月の経済指標からも内需は拡大を続けているものの減速感が残っていることが確認されている。また、中央政府は過剰生産設備の抑制を図る観点から、地方政府は今年終了の第11次5ヶ年計画で定めた電力使用量に抑える観点から電力供給量を抑制しており（図15）、今後の生産に悪影響をもたらすことが懸念される。しかし、直ちに景気が腰折れするとは考えにくく、今後も拡大基調が続くと予想される。当研究所では7-9月期のGDP統計を受けて、今年の通年の経済成長率を前年比+10.3%に上方修正する（修正前は同+10.0%）。
- 株式市場では、国際金融市場が過剰流動性相場の様相を呈していることを受けて資金流入圧力が高まり、9

月半ば以降急上昇が続いており、上海総合指数は4月以来の3000台を越える展開が続いている（図16）。先月の利上げにより一時的な調整はあったものの、米国の追加金融緩和などで世界的に資金余剰感が高まっていること、依然として実質預金金利がマイナス状態にあることから、株式市場に資金が流れ易い状況が続いている。

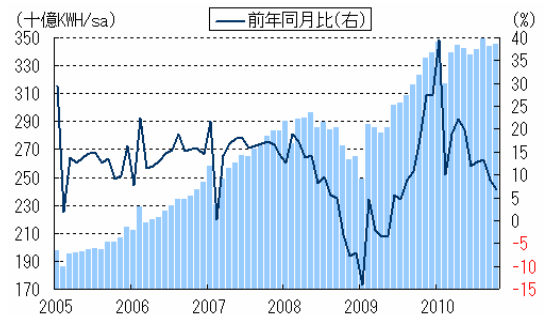
- 他方、先月の預金準備率の引き上げ及び利上げ実施後には、人民元相場の対米ドル基準値を安値に設定し、急激な人民元高に対するけん制の動きを示した。しかし、今月開催のG20が近付き、世界的に「通貨安競争」に対するけん制の動きが強まる中で一転して人民元高を進めるなど、政治的な思惑と絡んで神経質な動きが続いている（図17）。当面はこうした動きが続くと見込まれるものの、同国内では輸出産業への悪影響を警戒する声が依然強い。こうしたことから、早晚再びドル買い介入による人民元安誘導に動くことも予想されよう。

図14 実質GDP成長率の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図15 発電量の推移



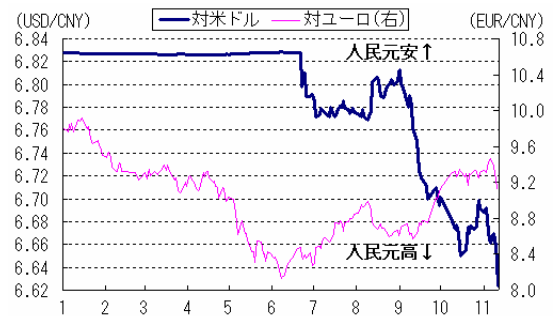
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図16 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17 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

以上