

中国経済事情：物価対策は急務。金融政策は引き締め姿勢へ

～食料品物価の上昇で消費に悪影響の兆候。景気は堅調だが、政策対応は困難な状況～

発表日：2010年12月13日（月）

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）

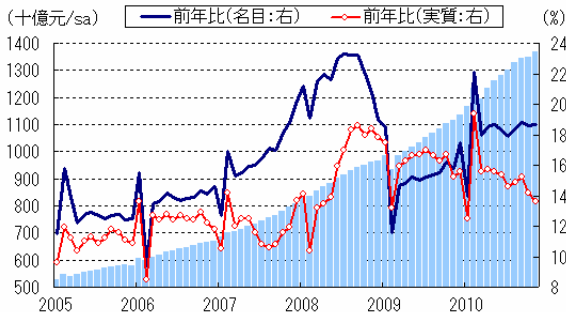
- 11月の小売売上高は前年比+18.7%に拡大。都市部固定資産投資も前年比+29.1%と旺盛に推移し、特に不動産投資（同+36.7%）の拡大がけん引した。輸出は米国のクリスマス商戦などを反映して過去最高となり、冬場のエネルギー需要拡大により輸入も過去最高となった。こうした内・外需の堅調を反映して生産は前年比+13.3%と拡大し、足元では景況感が改善しており、先行きも拡大基調が続くと予想される。
- 11月の消費者物価は前年比+5.1%と2年4ヶ月ぶりの高水準となり、食料品物価を中心に加速している。エネルギー価格や住宅価格の上昇も続き、過剰流動性による物価上昇圧力が高まっている。共産党は3日、金融政策を引き締め姿勢に転換する方針を示し、政府も中央経済工作会议で正式に金融政策の転換を表明した。なお、政府は金融引き締めによる景気への悪影響を懸念し、財政政策の積極姿勢は継続しており、景気が失速する可能性は低いと予想される。
- 10-12月期の景気は堅調な推移が期待されるが、物価上昇による悪影響や輸入増加を反映し、2010年通年の経済成長率見通しを前年比+10.2%に▲0.1p下方修正する。他方、予想外の食料品物価の上昇を反映して、2010年通年の消費者物価上昇率の見通しを前年比+3.2%に+0.4p上方修正する。先行きの株式市場は、金融引き締め観測が一段と意識される展開が予想される。

《投資と輸出の堅調により景気拡大は続く。消費は物価上昇による悪影響の兆候はあるが、底堅く推移》

- 11日に発表された11月の経済指標は、全体的に景気の堅調を示す内容となった。小売売上高は前年同月比+18.7%と前月（同+18.6%）からわずかに拡大した（[図1](#)）。当研究所が試算した季節調整値ベースでは、前月比+1.5%と前月（同+0.3%）から拡大し、消費者物価を加味した実質ベースでも前月比+0.4%と前月（同▲0.4%）から増加した。他方、都市部固定資産投資は、前年同月比+29.1%と前月（同+23.7%）から伸びが拡大し（[図2](#)）、前月比も+3.1%と前月（同+1.0%）から拡大している。特に、不動産開発投資は前年同月比+36.7%と前月（同+37.0%）から伸びは鈍化したが（[図3](#)）、前月比+1.5%と前月（同+1.0%）から拡大し、金融引き締めの強化にも拘わらず高成長が続いている。物価上昇は消費に悪影響を与えつつあるが、投資は順調に推移し、景気をけん引している。
- 11月の輸出は、前年同月比+34.9%と前月（同+22.8%）から伸びが拡大し（[図4](#)）、過去最高額となった。季節調整値ベースの前月比も+11.0%と大きく拡大し、米国のクリスマス商戦の好調を受け強含みで推移している。他方、輸入も前年同月比+37.9%と前月（同+25.4%）から伸びが拡大して過去最高額となり、冬場のエネルギー需要も背景に、資源関連の輸入拡大で押し上げられた。結果、貿易収支は+228.90億ドルと前月（+271.48億ドル）から黒字幅は縮小したが（[図5](#)）、年初来の貿易黒字額は1704億ドルと高水準である。同国政府は、輸出への悪影響を懸念して人民元の上昇圧力を緩和させてきたが（[図6](#)）、世界的な不均衡が課題となる中、海外からの人民元切り上げ圧力は一段と高まると予想される。
- このように、投資を中心とする内需の旺盛や、輸出の堅調が確認され、鉱工業生産は前年同月比+13.3%と前月（同+13.1%）から加速し、前月比も+1.9%と前月（同+1.5%）を上回る拡大をみせた（[図7](#)）。政府は第11次5ヶ年計画の省エネ目標達成に向けて電力供給をカットする方針を示してきたが、燃料需要の拡大

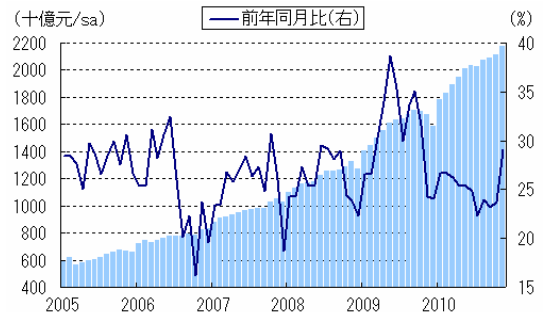
大を受けて撤回し、発電量は前年同月比+6.8%と前月（同+6.7%）から伸びが加速（**図8**）、前月比も+3.4%と前月（同+0.6%）から拡大し、経済活動は活発化している。同国景気は減速が懸念されてきたが、足元では依然堅調な拡大が確認されている。先行きについても、製造業PMIは4ヶ月連続で改善し（**図9**）、特に「新規受注」や「新規輸出受注」など先行指標の改善が続いており、生産は拡大基調が続くと見込まれる。

図1 小売売上高の推移



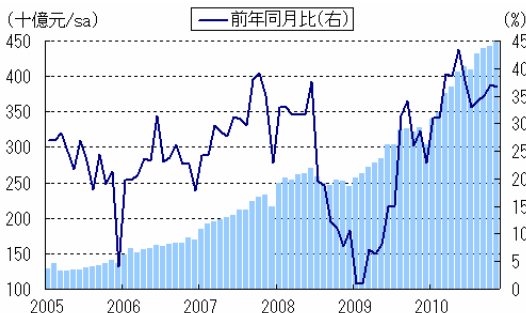
（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 都市部固定資産投資の推移



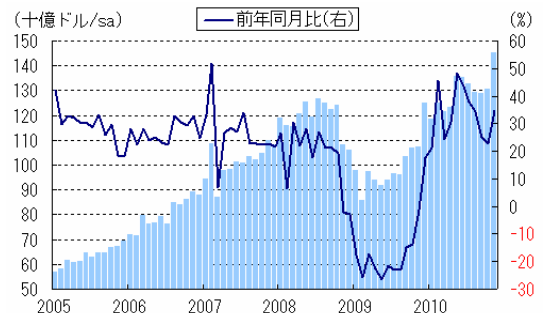
（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 不動産投資の推移



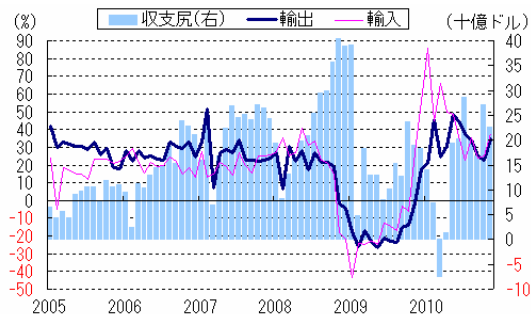
（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 輸出額の推移



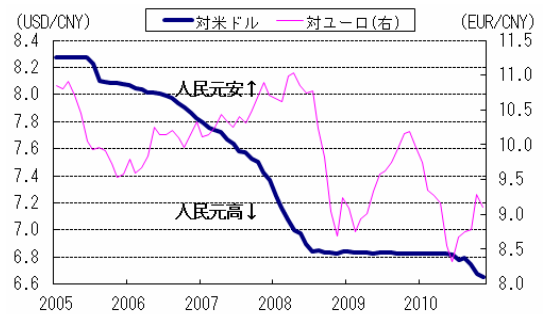
（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

図5 輸出入の推移(前年比)



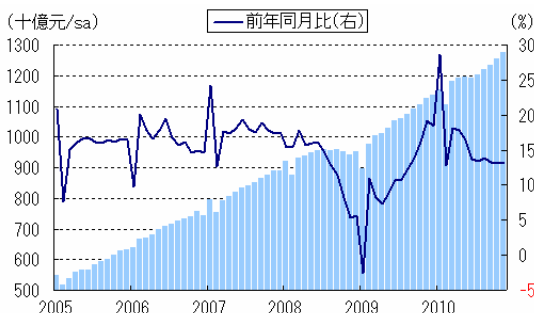
（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

図6 為替相場の推移(対米ドル、ユーロ)



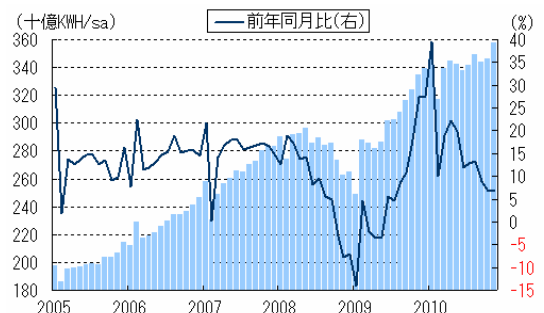
（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

図7 鉱工業生産の推移



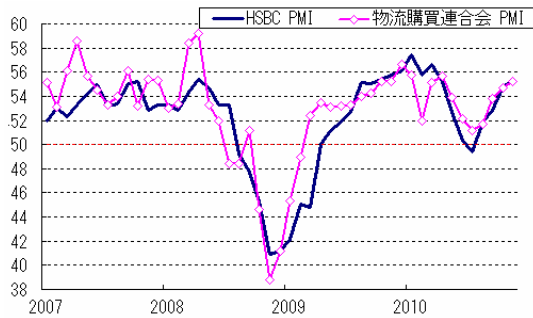
（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

図8 発電量の推移



（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

図9 製造業 PMI の推移

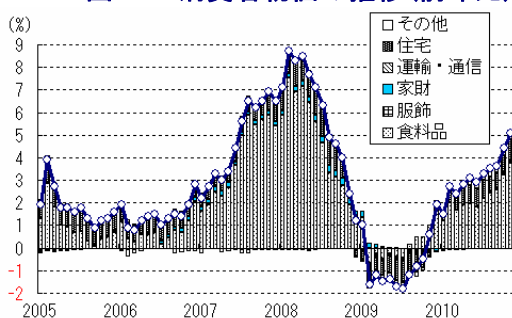


(出所) 中国物流購買連合会、Markit より第一生命経済研究所作成

《消費者物価は2年4ヶ月ぶりの高水準。金融政策は「穏健」に変更され、金融引き締め姿勢は強まる》

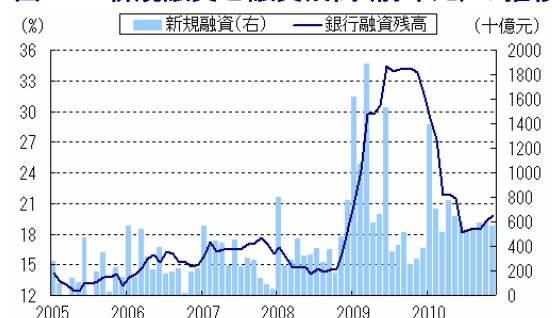
- 11月の消費者物価は、前年同月比+5.1%と前月（同+4.4%）から加速し、2008年7月（同+6.3%）以来、2年4ヶ月ぶりの高水準となった（図10）。前月比も+1.1%と前月（同+0.7%）から伸びが拡大した。内陸部での洪水や干ばつにより、食料品価格は前月比+2.0%と前月（同+1.1%）を上回る伸びをみせ、国際商品市況の高騰でエネルギー価格も上昇し、物価上昇圧力は高まっている。金融当局は年明け以降「適度に緩和的」な金融政策を継続しつつ、物価上昇を懸念して、銀行融資を引き締める窓口規制を強化し（図11）、預金準備率を引き上げるなど金融引き締め姿勢を強めてきたが、人民元高抑制のための為替介入もあって資金供給量が拡大し（図12）、過剰流動性が燻ってきた。
- こうした資金は、不動産など資産市場に流入して資産バブルが懸念されている。11月の主要70都市の不動産価格は、前年同月比+7.7%と前月（同+8.6%）から鈍化したが、前月比は+0.3%と前月（同+0.2%）から加速し、価格の上昇基調は変わっていない。北京や上海など主要都市では、依然高い伸びが続いており、一部で不動産バブルは深刻化しつつある。金融当局は、10月に約3年ぶりに政策金利の引き上げに踏み切り、11月には2度に亘り預金準備率を引き上げ、金融引き締めを強めている。さらに、今月3日には、共産党中央政治局会議が開催され、金融政策を「適度に緩和的」から「穏健」に変更した。これを受け、金融当局は10日、3ヶ月連続で預金準備率の引き上げを決定（図13）。主要6行の預金準備率は19.00%と過去最高水準になっている。
- 10日からの中央経済工作会议において正式に「穏健な金融政策」を採択したことで、今後さらに金融引き締めが強化されよう。足元の個人消費には物価上昇による悪影響の兆候が出ており、金融引き締めは景気に悪影響を与える可能性があるが、政府は「積極的」な財政政策により景気を下支えするとしており、景気の失速は免れよう。なお、足元の金利水準は実質マイナスが続いており、物価抑制のためには利上げ実施は避けられない。さらに、過剰流動性の温床となっている為替介入を控える必要もあり、緩やかな人民元高が進もう。

図10 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11 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 12 マネーサプライ(M2)の推移

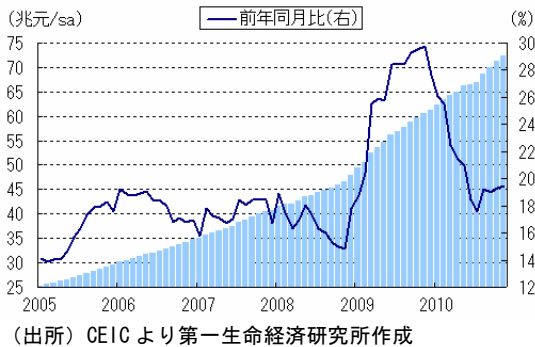
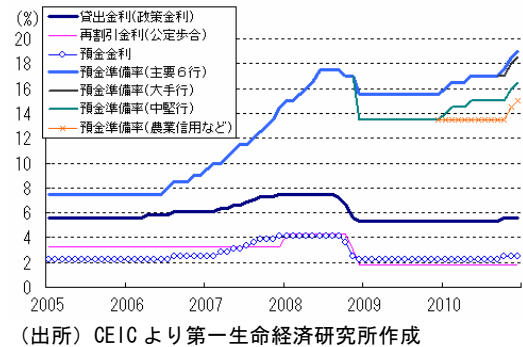


図 13 金融政策の推移



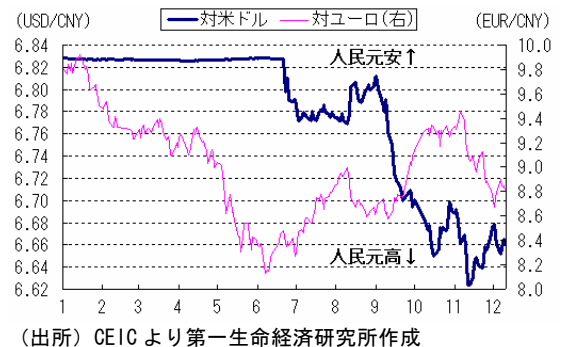
《通年の物価見通しは政府目標を上回ると予想。金融引き締め圧力は株式市場の悪材料になる見通し》

- 景気の拡大基調が確認されたことで、10-12 月期も堅調な景気が期待される。当研究所は先月、今年通年の経済成長率の見通しを前年比+10.3%に上方修正した（修正前は同+10.0%）。しかし、足元の投資と輸出は堅調なものの、食料品を中心とする物価上昇で消費に頭打ちの兆候がみられ、輸入の堅調も鑑みて、前年比+10.2%に▲0.1p 下方修正する。また、2010 年の消費者物価上昇率の見通しについては、先月時点において前年比+2.8%としていたが、食料品価格を中心に予想外の上昇が続いていることから、前年比+3.2%に上方修正し、政府目標（3%）の達成は難しいと予想する。
- 株式市場では、同国内の過剰流動性に加え、景気拡大による企業業績の堅調が確認されたことで、株式市場への資金流入圧力が高まり、上海総合指数は 10 月下旬に 3000 を上回った。しかし、物価上昇率が 2 年ぶりの高水準となったことで金融引き締め観測が高まり、足元では急速に調整している（図 14）。11 月の消費者物価は前月を上回る伸びとなり、政府が正式に金融政策を引き締め姿勢に転換したことで、しばらくは上値の重い展開が続くと予想される。
- 他方、6 月の人民元相場の「柔軟化」表明以降、人民元は米ドルに対して緩やかに上昇してきたが、足元では政治的な思惑を反映し、一進一退の動きが続いている（図 15）。先行きも、世界的には人民元高を求める声は高まると思われるが、輸出産業を中心に人民元高を警戒する声は根強く、漸進的な上昇に留まろう。

図 14 株式相場の推移(上海総合指数)



図 15 為替相場の推移(対米ドル、ユーロ)



以上