

中国経済事情：物価上昇圧力は依然として高い

～ウェイト変更は引き下げ要因。金融引き締めの一必要は変わらない～

発表日：2011年2月18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）

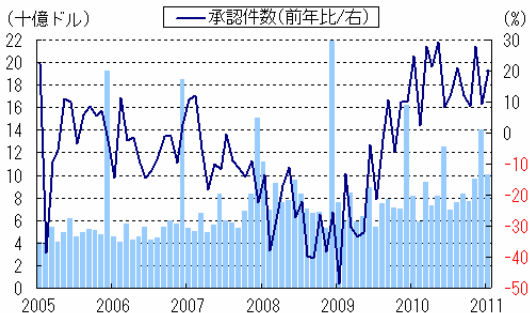
- 今年の春節休暇中の小売売上の伸びは過去3カ年で伸びが最も高くなり、物価上昇による下押しが懸念されたが、個人消費は堅調に推移している。人件費の大幅上昇にも拘らず対内直接投資は旺盛であり、投資の下支えは期待される。海外経済の堅調や内需を反映して貿易量は拡大しており、足元でも内・外需は底堅い。景況感も底堅く、依然景気は拡大基調が続いている。
- 昨年後半の金融引き締めの強化により、銀行貸出やマネーサプライの伸びは鈍化しつつある。他方、インフレ率は加速しており、物価上昇圧力は依然燃える。統計局は、物価統計の消費ウェイトを変更しており、伸び率の抑制に繋がったと推計されるが、今後も金融引き締め姿勢に変わらないと思われる。今月8日の利上げでは、預金の拡充を目指す姿勢が現れており、こうした動きは一段と強まろう。
- 景気動向指数では先行きに調整が懸念されるが、今年半ばには第12次5ヶ年計画の本格始動に伴い景気の再加速が期待される。昨年10-12月期の実質GDP成長率の加速により今年の経済成長率には大幅なゲタが生じたことにより、当研究所は今月、今年の経済成長率の見通しを前年比+9.6%に上方修正している（修正前は同+9.2%）。

《春節休暇中の消費は旺盛、海外経済の回復を背景に外需も堅調に推移し、足元の景気は底堅さが続く》

- 例年、同国では旧暦の正月（春節）を挟んで大型連休となるが、商務部によると、今年の同期間の小売売上高は前年同期比+19.0%と前年（同+17.2%）や前々年（同+13.8%）の伸び率を上回った。過剰流動性懸念や国際商品市況の高騰により物価上昇圧力は高まっているが、沿海部での最低賃金の大幅引き上げなど所得環境の改善によって小売売上高は前月比で増加しており、個人消費は底堅く推移している。特に、今年の春節休暇ではデジタル家電や白物家電、宝飾品など高額商品を中心に売上は堅調に推移した。慢性的な渋滞対策のため、1月から北京では自動車販売台数が大幅に制限されるなど、一部で耐久財消費への悪影響は懸念されているが、引き続き内陸部を中心に需要は旺盛に推移している。
- 1月の対内直接投資流入額は100.3億ドルとなり、前年同月比+23.4%と堅調に推移している（[図1](#)）。昨年は沿海部を中心とする賃上げストの頻発により、多くの都市で最低賃金は大幅に引き上げられた。今年も春節後に賃上げが実施される可能性が高まっているが、所得増加による個人消費の拡大が期待されており、内陸部のインフラ整備などにより投資機会は拡大しているため、昨年の承認件数は前年比+16.9%と堅調に推移している。足元では、当局の金融引き締めや不動産開発の抑制策などで固定資産投資に下押し圧力の懸念は高まっているが、外資企業を中心に依然設備投資意欲は高く、景気の下支えが見込まれる。
- 1月の輸出額は前年同月比+37.7%と、前月（同+17.9%）から伸びが拡大している。今年は春節休暇が2月にずれ込んでおり、営業日が昨年比べて増加した影響はあるが、季節調整値ベースでも前月比プラスを維持しており、海外経済の回復を背景に輸出は底堅い。他方、1月の輸入額も前年同月比+51.4%と前月（同+25.6%）から伸びが加速し、単月の輸入額は過去最高を更新している。内需の旺盛や海外需要の堅調を背景とする原材料需要は堅調であり、国際商品市況の高騰も輸入額を押し上げており、今後も堅調な推移が見込まれる。結果、1月の貿易収支は+64.61億ドルと前月（+130.80億ドル）から黒字幅は縮小した（[図2](#)）。なお、欧米から不均衡の是正を求める声は強まっており、輸入拡大の動きは進む。
- こうした内・外需の堅調を背景に、製造業のPMI（購買担当者景況感指数）は1月も堅調に推移している

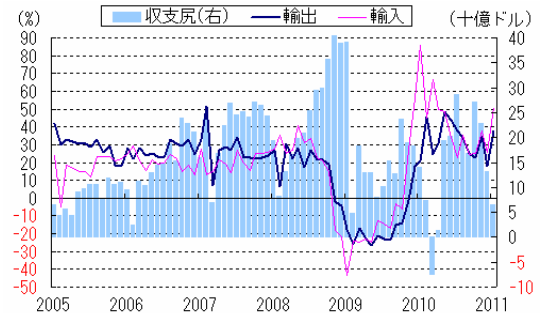
(図3)。なお、中国物流購買連合会によるPMIは2ヶ月連続で悪化したが、サンプル企業が旧国営企業などの大企業が中心であるため、中央政府の金融引き締め策の影響を受け易いことが関係している。HSBCによるPMIは2ヶ月ぶりにわずかに改善しており、サンプルに外資企業や中小企業などが含まれていることが影響している。依然双方ともに中立水準である50を上回っており、当面は生産が急減する可能性は低いと思われる。他方、金融引き締めの影響を受け易い金融業や不動産業を含むサービス業のPMIは3ヶ月連続で悪化しているが(図4)、こちらも依然50を上回っている。

図1 FDI流入額と承認件数(前年比)の推移



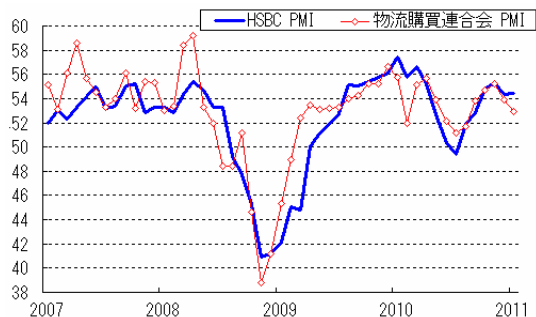
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 輸出入(前年比)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 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

図4 サービス業PMIの推移



(出所) Markit より第一生命経済研究所作成

《指数ウェイト変更はインフレ率の引き下げ要因の可能性。物価上昇基調は変わらず引き締めは続く見通し》

- 景気の堅調を背景に年明け以降も資金需要は旺盛に推移しており、1月の新規融資額は1.04兆元と3年連続で1兆元を上回ったが(図5)、当局の金融引き締めや窓口規制の強化を背景に大幅に縮小しており、融資残高も前年同月比+18.5%と前月(同+19.9%)から伸びは鈍化している。また、当局は春節前の資金需要に 대응する一方、金融機関の与信や海外資金の流入に対する管理を厳格化させたため、マネーサプライ(M2)の伸びは前年同月比+17.2%と前月(同+19.7%)から鈍化しており(図6)、金融引き締めの効果は少なからず現れている。
- 春節前の需要増加の影響や、悪天候による食料品価格の上昇に加え、足元では国際商品市況の高騰でエネルギー価格も上昇し、1月の消費者物価は前年同月比+4.9%と前月(同+4.6%)から伸びは加速した(図7)。前月比も+1.0%と前月(同+0.5%)から上昇幅は拡大しており、物価上昇圧力は高まっている。国家統計局は、1月より物価統計の支出ウェイトの変更を発表し、国民生活の変化を反映して「不動産」のウェイトを大幅に拡大させ、その他の項目のウェイトを低下させた(図8)。統計局は今回の変更により消費者物価は前年比+0.024p押し上げられたと説明したが、当研究所の試算では、今回のウェイト変更は前年比ベースで▲0.3p程度の引き下げ要因になったと考えられる。同国では5年毎に支出ウェイトの見直しを実施しており、今回の変更に他意はないと考えられるが、不動産価格の伸びが前年比で鈍化していることが影響している(図9)。他方、統計局は今年から不動産価格指数の公表取りやめを発表しており、統計の信憑性に対する懸念は高まろう。

- 昨年 12 月の中央経済工作会議において、今年の金融政策の方針は「適度に緩和的」から「穏健」に変更されており、今後は前回に方針が変更された 2007 年同様、金融引き締めが進むと予想される。直近では、春節休暇最終日の今月 8 日に利上げが発表され、基準年限である 1 年物の貸出金利と預金金利は 25bp 引き上げられ、それぞれ 6.06% と 3.00% になった（[図 10](#)）。なお、預金金利については O/N 物を除くすべての期間で 25bp を上回る引き上げが実施されており、預金の拡大により市中からの資金吸収を狙ったと考えられる。当局は銀行の与信規模ごとに預金準備率を決定する旨の検討を行っているとの報道もあり、今後も様々な政策手段を用いて金融引き締め姿勢を強めよう。

図 5 新規融資と融資残高(前年比)の推移

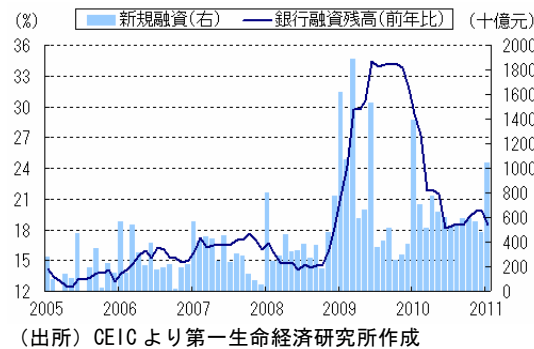


図 7 消費者物価(前年比)の推移

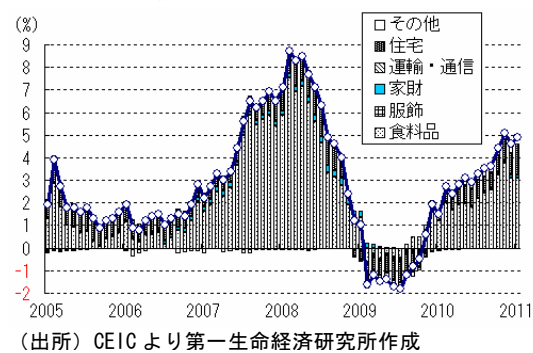
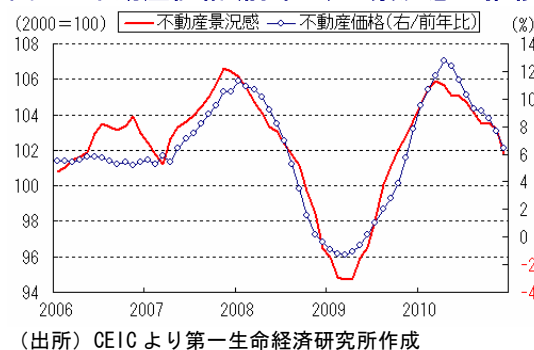


図 9 不動産価格(前年比)と景況感の推移



《景気動向指数は先行きの調整懸念を示すが、年半ばにかけて再加速が見込まれる》

- 景気動向指数は、先行きの景気に調整の可能性を示唆しているが（[図 11](#)）、今年は第 12 次 5 ヶ年計画の開始年であり、年半ば以降にはこれによるインフラ投資の拡大などを通じた景気押し上げ効果が期待される。さらに、アジアのみならず先進国の景気も底堅く推移しており、輸出は先行きも堅調が続くと見込まれる。また、同計画では消費主導による経済構造の転換や、都市化の促進による社会生活の改善が謳われており、最低賃金引き上げなどによる家計の購買力向上も期待され、景気のけん引役を外需から内需へ、内需についても投資から消費に移行させる動きは強まろう。また、10-12 月期の実質 GDP 成長率は大幅に加速したため、

図 6 マネーサプライ(M2)の推移

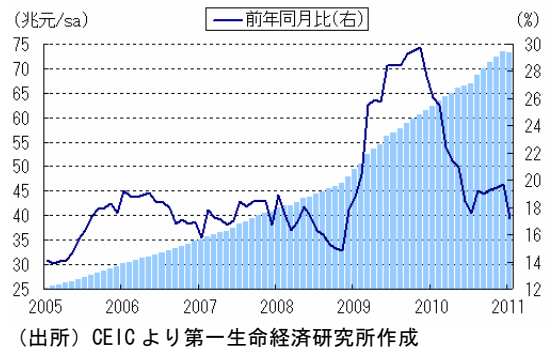
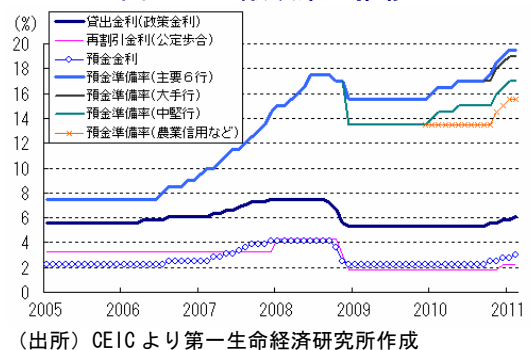


図 8 物価統計のウェイト変更内容

項目	変更幅
不動産	+4.22
食料品	▲2.21
酒・たばこ	▲0.51
服飾品	▲0.49
家財関連	▲0.36
医療関連	▲0.36
運輸・通信	▲0.05
サービス	▲0.25

(出所) 国家統計局より第一生命経済研究所作成

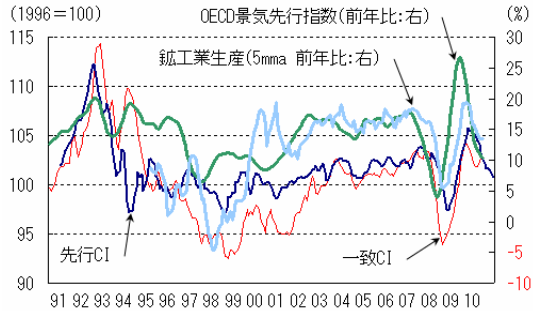
図 10 金融政策の推移



今年の経済成長率に大幅なゲタが生じており、当研究所は今年の経済成長率の見通しを前年比+9.6%と前回見通し（同+9.2%）から+0.4p上方修正している（[図 12](#)）。

- 市場では金融引き締め観測が高まったことから、株式相場は年明け以降調整してきたものの、春節休暇明けは一転して好調な景気を背景に反発する動きが出ている（[図 13](#)）。なお、今後も金融引き締め姿勢は続くと思われ、上値の重い展開は続く予想されるが、景気の堅調は下値を支えよう。先月の胡国家主席の訪米直前には人民元の対米ドル相場は急速に上昇したが、その後は緩やかな上昇に留まっている（[図 14](#)）。

図 11 景気動向指数と鉱工業生産の推移



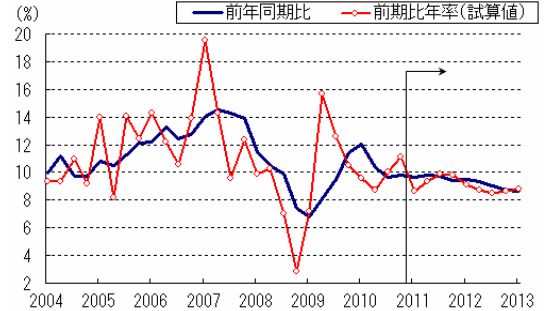
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 13 株式相場(上海総合指数)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 12 実質 GDP 成長率の実績と見通し



(出所) CEIC、見通しは第一生命経済研究所作成

図 14 為替相場(対米ドル、ユーロ)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

以 上