



インフレと国内外の景気減速懸念で中国の政策対応は困難に

～物価抑制には人民元高容認も不可欠～

発表日：2011年8月10日(水)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

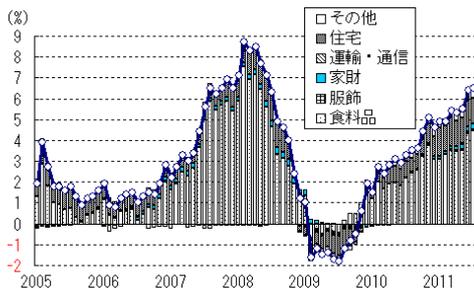
- 7月の消費者物価は前年比+6.5%と加速し、前月比も+0.5%上昇。食料品価格に加えてサービス価格も上昇しており、価格上昇の裾野は拡大している。旺盛な資金需要や為替介入による過剰流動性は物価上昇要因となっており、今後も金融引き締め必要性は高いが、国内外の景気減速懸念で利上げ実施は難しい状況にある。今後の物価抑制には、人民元高容認による資金供給量の抑制が求められよう。
- 物価高や金利の上昇による景気への悪影響が懸念されているものの、7月の個人消費は底堅く、公共投資の進捗により投資も力強く推移している。電力不足が生産の足かせになる懸念は熾るものの、水力発電の回復などで悪影響は緩和しつつある。足下の景況感悪化が続いているが、先行指標には底打ちの兆しが出ており、年末にかけて生産拡大が強まる可能性は小さくないと判断される。
- 同国は外貨準備の約7割は米ドル建であり、米国債格下げによる米ドルの信認低下の影響は小さくない。外貨準備の分散化を通じて、世界経済における同国の存在感は一段と高まろう。一方、地方政府主導の不動産投資に関して不良債権化リスクは熾っており、政府・金融当局はソフト・ランディングに向けて難しい対応を迫られている。

《7月のインフレ率は加速。今後は緩やかにピークアウトしようが、物価抑制には人民元切り上げが必要》

- 中国の7月の消費者物価は前年同月比+6.5%となり（[図1, 2](#)）、3年ぶりの高水準となった前月（同+6.4%）からさらに加速、インフレは一段と深刻になっている。前月比も+0.5%と前月（+0.3%）から上昇ペースが拡大しており、特に春先以降の供給減少に伴い豚肉を中心とする食料品が物価を押し上げている。サービス価格も前月比+0.4%と前月（同+0.0%）から上昇ペースを強めており、物価上昇の裾野は拡大している。先行きについて、生産者物価は前年同月比+7.5%と前月（同+7.0%）から加速したものの、前月比では2ヶ月連続で横這いとなっていることから物価上昇率は鈍化が見込まれよう。ただし、食料品などに上昇圧力が熾るため、当面の物価上昇率は緩やかな低下に留まろう。
- 足下の物価上昇は食料品やエネルギーなど生活必需品の価格上昇が主因であるが、サービス価格などにも波及するなど新たな展開に入りつつある。その一因は過剰な資金供給量にあり、金融当局の窓口規制を通じた総量規制にも拘らず、金融機関による新規貸出は予想以上のペースで進んでいる（[図3](#)）。さらに政府は、昨年6月の人民元相場の「弾力化」容認以降も輸出産業への悪影響を懸念して大規模な為替介入を行っており（[図4](#)）、これもマネーサプライの加速要因となっている（[図5](#)）。また、昨年以降沿海部を中心に最低賃金の大幅引き上げが行われ、大規模公共投資などにより労働力確保も難しくなっていることから、賃金の上昇圧力も物価を押し上げている。
- 政府・金融当局は今年のインフレ率の目標を4%としているものの、昨年10月以降10ヶ月連続でこれを上回っており、当局は年明け以降5回の利上げを実施してきた（[図6](#)）。足下の政策金利は1年物貸出金利が6.56%、1年物預金金利が3.25%であるが、実質ベースの預金金利はマイナスに留まっていることから、十分な引き締めとなっていない。さらに、向こう数ヶ月はインフレ率の高止まりが予想されるため、今後も追加の引き締めを図る可能性はあろう。他方、今月5日の米国格付機関による米国債格下げなどもあり金融市場ではリスク回避的な動きが高まっており、世界的に景気の先行き不透明感も高まっていることから、さらなる金融引き締めを図りにくい状況にあることも事実である。物価上昇を抑制するためには、今後は人民元

相場の切り上げ容認を通じてマネーフローの抑制を図ることも求められよう。

図1 消費者物価(前年比)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 物価動向(前年比・前月比)の推移



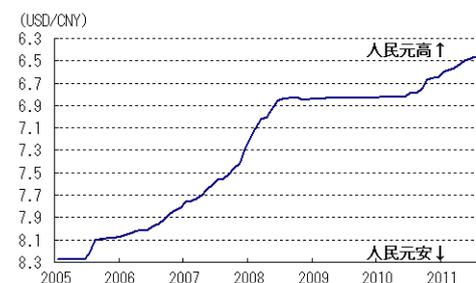
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 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4 為替相場(対米ドル)の推移



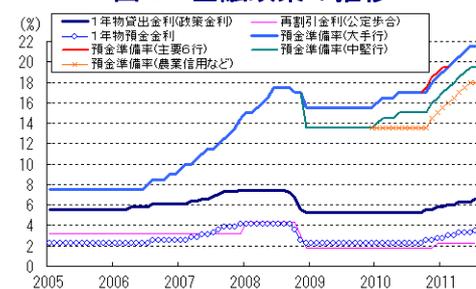
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図5 マネーサプライ(M2)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図6 金融政策の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《内・外需は依然堅調。電力不足問題も後退する中、景況感には先行き反転の兆しも現れている》

- 物価と金利の上昇により同国の景気減速が懸念されているが、7月の経済指標からは景気の底堅さが確認されている。小売売上高は前年同月比+17.2%と前月(同+17.7%)から伸びが鈍化し、実質ベースでも減速感が高まったが(図7)、前月比では名目・実質ともに増加基調が続いている。昨年末で補助金政策が終了したことや、自動車のナンバー交付が大都市で制限されていることによる悪影響はあるが、足下の消費者信頼感指数は大きく改善しており(図8)、大都市圏の高額品などを中心に消費意欲は旺盛である。前月大きく落ち込んだ都市部固定資本投資は、中央・地方直轄事業など公共事業の進捗が押し上げ要因となり、前年同月比+27.7%と大幅な伸びをみせた(図9)。さらに、政府主導の「保障性住宅(エコノミー住宅)」普及策により、足下の不動産投資は加速しており(図10)、これも投資を下支えしている。一方、海外経済の不透明感が高まっているものの、7月の輸出額は単月ベースで過去最高額を更新。景気減速懸念は高まりつつあるものの、内・外需ともに緩やかな拡大基調は続いている。
- 7月の鉱工業生産は前年同月比+14.0%となり、前月(同+15.1%)から伸びは鈍化したものの、前月比では増加している(図11)。特に、活発な不動産投資や公共投資を背景に建築資材の生産が拡大しており、東日本大震災の影響一巡も生産押し上げに繋がっている。なお、石炭価格の急騰を背景に一部地域で電力不足が問題となっており、これが生産の抑制要因となってきたが、長江周辺地域の大雨による水力発電の発電量

拡大で、7月の発電量は単月ベースで過去最高となり（**図 12**）、電力不足問題はやや緩和している。今日急拡大を計るため産業向けの電気料金は引き上げられており、これまで豪州の水害などにより大きく落ち込んだ石炭輸入量も拡大しており、政府主導による電源確保の動きも活発化している。今後も電力問題は生産のボトルネックになる可能性はあるものの、その影響は一時懸念されていた状況に比べて軽微になると見込まれる。

- これまでは内・外需とも堅調であったが、物価と金利の上昇による国内景気の先行き懸念や、海外経済の不透明感の高まりを背景に製造業を中心に足下の景況感は悪化している。中小企業を含め幅広い企業を調査対象とするHSBCの製造業PMI（購買担当者景況感指数）は1年ぶりに中立水準である50を下回り、旧国営企業など大企業を中心とする物流購買連合会の製造業PMIも29ヶ月ぶりの低水準となっている（**図 13**）。ただし、新規受注や輸出向け新規受注など先行指標には底打ちの兆候が確認されており、サービス業のPMIは堅調に推移している。さらに、これまで国際商品市況の高騰は原材料価格の上昇などにより企業業績の圧迫要因となってきたが、足下では国際金融市場の混乱により大きく下落しており（**図 14**）、これも企業活動を活発化させる要因として期待されよう。

図 7 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 8 消費者信頼感指数の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 9 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 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 鉱工業生産の推移



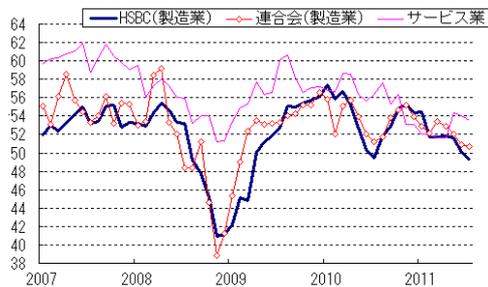
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 12 発電量の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図13 製造業・サービス業 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14 ドバイ原油の推移

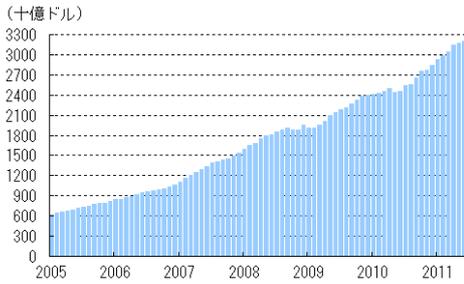


(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《米国価格下げによる米ドル信用不安は、中国の存在感をさらに高めるきっかけになろう》

- 世界経済の減速などによる影響で足下の黒字幅は縮小しているものの、巨額の貿易黒字や海外資金の流入もあり、6月末時点の外貨準備高は3兆1975億ドルに積み上がっている(図15)。なお、同国は世界最大の米国債保有国であり、5月末時点の残高は1兆1598億ドルに達するほか、それ以外にも外貨準備の約7割は米ドル建資産で保有していると見込まれることから、米国価格下げによる米ドルの信認低下は資産価値の低下をもたらす。5日に格下げが発表された後、同国政府は米国の財政政策を非難する姿勢を示しており、今後も外貨準備の価値保全の観点から構成通貨の多様化を進めることが予想される。これまでもソブリン・ウェルス・ファンド(SWF)を通じて日本や韓国、マレーシアなどの短期債投資を行う動きはあったが、今後は徐々に「チャイナマネー」の存在感が高まろう。さらに、資源確保の観点から対外進出を活発化させており、産出国に対して直接投資や低利融資を進めてきたが、今後も資金力を背景とした影響力行使が強まるであろう。
- 現状、同国経済にとって最大のリスク要因とされているのは、金融危機後の大規模景気対策にあたって地方政府傘下の投資組合が巨額借入によって行ってきた不動産投資である。これを通じて地方政府は不動産価格の上昇により税外収入を拡大させてきたが、一方で不動産バブルを生み出してきた。国家審計署(会計検査院)の調査では、これらの借入は総額10.7兆元に上るとしているが、米国格付機関では14兆元との試算を発表しており、最大でGDP比3割弱の規模に達する。足下の不動産価格は緩やかな上昇が続いているが(図16)、これが下落に転じた場合、これら融資の多くが不良債権化するリスクがある。銀行監督当局(銀監会)は金融機関に対するストレステスト(健全性審査)の結果から、不良債権の独自処理は可能との見通しを示しているが、市場心理への波及など副次的影響も鑑みれば悪影響は限定的とはいえない。政府や金融当局は、物価や景気などに配慮しつつ、不動産市場の「ソフト・ランディング」を目指す難しい対応を迫られている。
- 金融市場においては、当局による度重なる金融引き締めや物価高により同国の景気減速懸念が高まったことから、4月半ばをピークに調整が続いてきた(図17)。4-6月期の実質GDP統計は同国経済の堅調を示したものの、物価高と金利高を嫌気して上値の重い展開が続いており、さらに米国価格下げによる投資家のリスクマインド悪化も重なり急落している。市場心理の好転にはしばらく時間を要すると見込まれ、今後も物価高と金利高が重石になると予想されることから、目先は上値の重い展開が続こう。人民元の対米ドルレートは緩やかな上昇が続いており(図18)、物価上昇抑制のためにも上昇加速は期待されるが、政府は今後も輸出産業に悪影響を及ぼさない範囲内で上昇を容認すると見込まれ、今後も年間3%程度の上昇に留まろう。

図 15 外貨準備高の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 17 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 16 不動産景況感と不動産価格(前年比)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 18 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