



## 中国、金融緩和へのハードルは低下

～政府は政策課題を物価から景気にシフトへ～

発表日：2011年12月12日(月)

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)

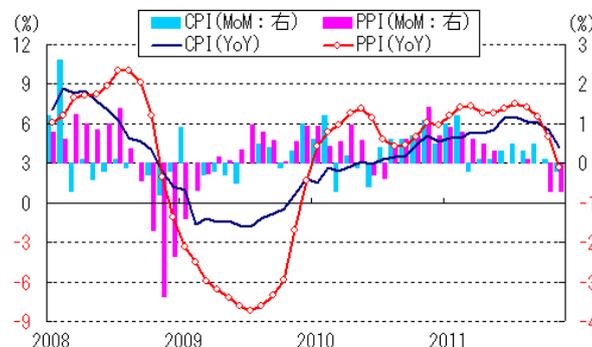
### (要旨)

- 世界経済の雲行きが怪しくなる中、中国経済を取り巻く環境も変化している。11月のインフレ率は+4.2%と4ヶ月連続で下落し、川上の生産者物価も下落するなど、インフレ圧力は緩和している。これまでの物価上昇や金融引き締めによる資金需給のタイト化により、足下の景気に悪影響が出ており、金融当局は先月末に3年ぶりに預金準備率の引き下げを決定、金融政策のスタンスは変更されつつある。
- 足下の物価下落により個人消費は底堅いものの、金融引き締めの影響で固定資産投資は減速感が高まっており、内需には跛行色が出ている。外需も底堅いものの、足下の生産には減速感が高まっており、企業の景況感も悪化。7-9月期の景気は底堅さを維持したが、10-12月期については景気の減速感が高まったと見込まれる。
- 政府は来年の金融政策について引き続き『穏健』を堅持するが、政策課題は物価から景気にシフトしている。ただし、不動産投資については引き締めを続けると見込まれ、こうした姿勢の変化は株価などにも影響を与えよう。短期的には欧州系金融機関を中心に資金流出リスクも予想され、海外資金の動向に注意する必要がある。

### 《インフレ率は低下して政府目標も達成間近。金融政策は引き続き『穏健』とするも微修正の可能性はあろう》

- 欧州債務問題をきっかけに世界経済の雲行きが怪しくなる中、世界経済の「けん引役」と期待されてきた中国経済を取り巻く環境も変化している。今年の世界経済にとってインフレが主要な政策課題となってきたが、足下ではこうした状況に変化の兆しが出つつある。11月の消費者物価は前年同月比+4.2%と4ヶ月連続で低下しており、豚肉を中心とする食料品価格の落ち着きを背景に前月比も▲0.2%下落した。同国政府は今年のインフレ目標を4%と設定しており、通年ではこれを上回ることは避けられないものの、12月単月ではこの実現が視野に入りつつあるなど、インフレに対する警戒感はやや遠のきつつある。川上部門の物価である生産者物価も前年同月比+2.7%と1年11ヶ月ぶりの低水準となり、前月比も▲0.7%も下落。過去数ヶ月は国際商品市況の調整を反映して原材料価格は下落してきたが、足下では生活必需品価格も下落しており、今後は消費者物価の低下を促すと期待される(図1)。

図1 消費者物価と生産者物価の推移



(出所) CEIC、中国国家统计局より第一生命経済研究所作成

- 金融当局は、物価抑制の観点から預金準備率や政策金利を引き上げて金融引き締めを図り、バブル的な上昇が続いた不動産市況を沈静化させるために窓口規制なども行って投資を抑制してきた。結果、足下では不動産価格は投資物件を中心に下落圧力が高まりつつある。その結果として不良債権の増加を懸念して金融機関

の貸出態度に変化の動きが出ており、景気をけん引してきた沿海部の中小企業を中心に企業倒産が増加するなどの悪影響が顕在化している。さらに、欧州債務問題をきっかけとする投資家のリスク許容度低下により世界のマネーフローは大きく変化しており、外国人投資家は同国から相当額の資金を引き上げている模様であり、外貨準備や人民銀行の対外資産残高は減少している。こうした海外資金の流出は人民元安要因であるが、政府・人民銀行は物価抑制の観点から緩やかな人民元高を進めており、一転して人民元買い介入を進めたことも市中の資金需給のタイト化に拍車を掛けている。

- こうした状況から、人民銀行は先月 30 日に今月 5 日付で預金準備率を 50bp 引き下げると発表し、金融政策の転換を示唆する決定を行った。なお、同行による預金準備率引き下げは世界金融危機直後の 2008 年 12 月以来であるが、今回の引き下げでも大手銀行に対する準備率は 21.00%と依然高水準である。政府は、12 日からの中央経済工作会議に先立って開催された政治局会議において、来年の金融政策を引き続き『穏健』とする方針を決定したが、足下のインフレ率低下や資金需給のひっ迫による実体経済への悪影響を鑑み、今後の金融政策が中立姿勢に近づく可能性は高いであろう。しかし、来年は政権内の世代交代を控えるなど政治的に重要な年となるため、不動産市況に著しい悪影響を与えかねない大きな政策変更がなされるとは考えにくく、「微調整」の域を出ないであろう。今後の追加的な金融緩和のタイミングについては、年明け後の春節の連休（1月22～28日）の前後になる可能性が高いと予想する。

#### 《インフレ後退にも拘らず、企業部門を中心に景況感の悪化続く。10-12 月期の景気は減速感が高まる》

- インフレ圧力の後退にも拘らず、資金需給のひっ迫は企業の景況感や家計の信頼感悪化を通じて経済活動の重石となっており、足下の中国経済には跛行色が出ている。11 月の小売売上高は前年同月比+17.3%と前月（同+17.2%）からわずかに加速、実質ベースの拡大ペースも加速しており、食料品価格の落ち着きを背景に個人消費は堅調である。一昨年以降の個人消費をけん引してきた自動車販売も、一部都市での購入規制や金利上昇による借入抑制の影響で大きく減速してきたものの、足下では底打ちの兆しもみられる。一方、同国経済を大きくけん引してきたインフラ投資や不動産投資など固定資産投資については、金融引き締めなどによる資金需給のひっ迫、不動産投資抑制策などが影響している。11 月の不動産投資は前年同月比+21.4%と前月（同+34.1%）から減速し、固定資産投資も同+20.1%と前月（同+25.0%）から減速している。
- 世界経済の減速が顕著になる中、これは比較的外需依存度の高い同国にとっても景気の重石になると懸念されている。11 月の輸出は前年同月比+13.8%と前月（同+15.9%）から減速したものの、前月比はわずかに増加しており、依然底堅い状況にある。これはタイの洪水による代替供給によって下支えされている側面もある。一方の輸入額も前年同月比+22.6%となり、前月（同+28.7%）から減速したものの、国慶節の影響で減少した前月の反動もあって堅調さが続いた。なお、輸入の拡大ペースは輸出を上回っており、外需の成長率寄与度のプラス幅は縮小している。
- こうした内・外需の状況を背景に、11 月の鉱工業生産は前年同月比+12.4%と 2 年 3 ヶ月ぶりの低い伸びに留まり、前月比も増加を維持したものの、そのペースは徐々に減速している。こうしたことも、人民銀行による預金準備率引き下げに繋がったと思われる。11 月の製造業 PMI（交代担当者景況感指数）は、再起業を中心とする連合会ベースでも世界金融危機直後以来の 50 割れとなっており、先行指標も悪化している（[図 2](#)）。さらに、足下ではサービス業でも同様の傾向にあり、今後も生産の減速が懸念されよう。7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+9.5%（当研究所推計）と底堅かったものの、10-12 月期は一段と減速していると判断される。

図2 製造業・サービス業 PMI と鉱工業生産(前年比)の推移

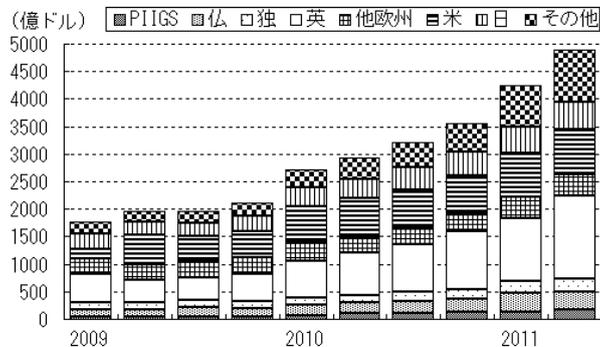


(出所) CEIC、中国物流購買連合会、Markit より第一生命経済研究所作成

《政府は政策課題を物価から景気にシフト。短期的には海外資金の流出リスクに注意が必要》

- 家計・企業部門ともに足下の景況感は厳しいものの、今後は金融当局による預金準備率引き下げや政府による中小企業向け融資支援策の効果が徐々に現れると期待される。さらに、政府は来年の金融政策の方向性として『穏健』を継続する見通しだが、同時に積極的な財政政策を掲げており、第12次5ヶ年計画によるインフラ投資に加えて、公共投資の増額も示唆するなど、政策の中心課題が物価から景気にシフトしたことは明確である。依然バブル懸念が燻っている不動産投資については引き締め姿勢が継続されようが、企業への事業融資や家計消費向けローンに対する貸付抑制策は緩和され、政策の「微調整」を通じて先行きの内需を下支えするであろう。ただし、足下では欧州債務問題による欧州系金融機関の貸出姿勢の変化が懸念されており、6月末時点における海外金融機関による与信残高は4892億ドルとGDPの8.3%の水準にあり、うち半分は欧州系によるものである(図3)。ただし、その半分以上は英国籍であるなど、欧州問題が深刻化しても直ちに大規模な資金逃避が生じる可能性は低いものの、潜在的な資金流出リスクには注意すべきである。

図3 外国籍金融機関による与信残高の推移



(出所) BIS ホームページより第一生命経済研究所作成

- 世界的な金融市場の混乱による投資家のリスク許容度の低下や、金融引き締め、景気減速感の高まりなどにより株式相場は調整模様が続いている。インフレ率の低下や預金準備率の引き下げなどにより、金融政策を見直す可能性は高まっているものの、不動産投資に対する姿勢が大きく変わるとは考えにくく、株式市場における時価ウェイトの大きい金融や不動産セクターにとっては引き続き厳しい状況が予想される。金融緩和の影響を受ける分野とそれ以外で跛行色が強まる可能性もあろう。

以上