

## 中国では物価と景気の間で難しい政策対応が続いている

～資金需給悪化による悪影響に対応し、2ヶ月ぶりに預金準備率引き下げ～ 発表日：2012年2月20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)

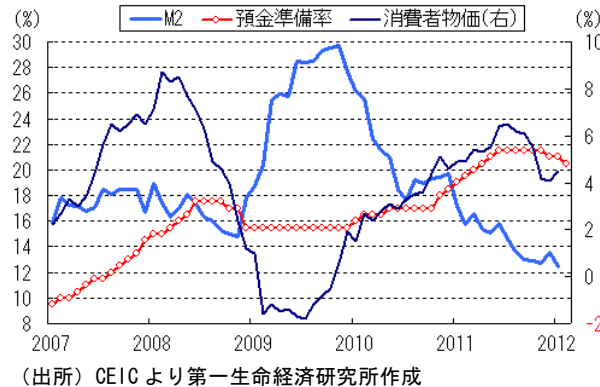
- 18日、中国人民銀行は2ヶ月ぶりに預金準備率を50bp引き下げる決定を行った。世界的な信用収縮懸念による資金需給のひっ迫が懸念される中、これらによって景気減速懸念が高まっていることから、追加的な景気刺激を決定した。食料品やエネルギーを中心に物価上昇圧力は燻り、不動産など資産価格の下落が景気に悪影響を与える懸念もある中、金融政策の微修正で対応する姿勢をみせている。
- 金融市場の混乱や海外経済の減速で海外資金の流入が細る中、輸出入量も縮小しており経済活動の低迷が懸念されている。足下では海外資金の流出も景気減速を招く一因になっている。内陸部を中心に内需は底堅いものの、世界経済の減速などから外需を取り巻く環境は厳しさが続いており、先行きにおいても景気の跛行色は一段と拡大する可能性が高まっている。
- 金融緩和の効果発現には時間を要すると見込まれる中、前半は食料品やエネルギーなどの物価上昇圧力や投資の低迷が景気の重石になろう。年後半にかけては公共投資の本格化や景気刺激効果の浸透によって景気は緩やかに加速しようが、通年の経済成長率が昨年を下回ることは避けられないであろう。

### 《物価上昇圧力は燻るが、景気減速に対応するため2ヶ月ぶりの預金準備率の引き下げを決定》

- 18日、中国人民銀行は今月24日から市中銀行の預金準備率を50bp引き下げる決定を行い、大手銀行の預金準備率は20.50%となる。これは昨年11月30日の決定(実施は12月5日)以来であり、世界経済の減速が同国経済に悪影響を及ぼす懸念が高まる中、さらなる金融緩和で景気刺激を図った。今回の預金準備率の引き下げにより市中銀行の与信能力は3500億元程度拡大する見通しであり、世界的な信用収縮懸念による資金需給のひっ迫が懸念される中、それら懸念を払拭する狙いがある。1月の人民元建新規融資前年同月比▲29.0%の7381億元に、与信総量も前年同月比で約半分の9559億元に止まるなど、今年は春節による連休が1月に集中した影響はあったものの、足下の資金需要は低下している。結果、1月のマネーサプライ(M2)の伸びは前年同月比+12.4%に減速しており、これによって経済活動が低迷する可能性が高まっていることも、追加金融緩和による景気刺激を後押しした。
- 1月の消費者物価上昇率は前年同月比+4.5%と6ヶ月ぶりに加速した。前月比も+1.5%と前月(同+0.3%)から加速。春節に伴う季節要因で食料品価格が前月比+4.2%(うち豚肉は同+3.9%、野菜が同+26.1%、果物が同+5.6%、水産物が同+7.2%)、サービス価格が同+1.1%(うち旅行サービスは同+6.7%)上昇したことが物価を押し上げた。なお、コア物価は季節要因によるサービス価格の上昇を除けば、足下の景気減速を反映して下落基調にあるなど物価上昇圧力は緩和している。しかし、景気減速が顕著な沿海部などでは、消費支出の多くを占める食料品価格は上昇しており、景気への悪影響は増幅されやすい。さらに、景気減速懸念にも拘らず世界的な金融緩和で国際商品市況は高止まりしており、特にエネルギー価格の上昇が消費などに悪影響を与える懸念がある。
- 景気減速によって川上部門での価格下落圧力が高まっており、先行きはベース効果などで消費者物価上昇率の低下は見込まれるが、生活必需品である食料品やエネルギー価格の上昇圧力は燻るため、金融政策は景気と物価のバランスを採る難しい対応が予想される。一方、バブル的な価格上昇が懸念されてきた不動産市場は、1月の新築住宅価格が4ヶ月連続で前月比マイナスとなるなど落ち着きを取り戻しつつある。沿海部など一部では金融引き締めによる投機の縮小で大幅下落となっているが、若年層を中心に根強い住宅需要があ

ることを鑑みれば、足下の価格調整は今後の需要拡大を促す可能性もある。他方、住宅価格下落による資産効果の剥落はこれらの恩恵を受けてきた沿海部を中心に消費を縮小させる懸念があるため、金融当局は預金準備率の引き下げにより資金供給の拡大を図りつつ、投機の再来がないよう投資規制を並存させ、金融政策の「微修正」を進めると予想する。

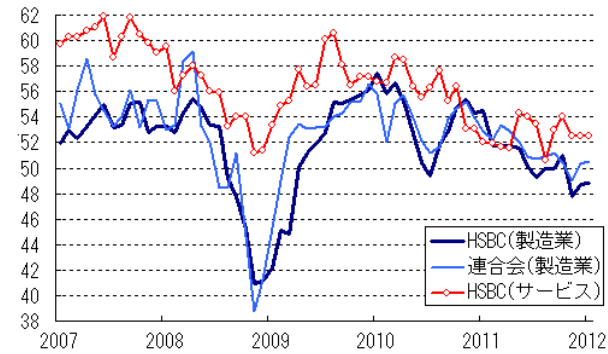
図1 消費者物価とマネーサプライ、預金準備率の推移



### 《世界的な景気減速による弱い外需と底堅い内需の間で、景気の跛行色は強まると予想される》

- 例年、1月及び2月は春節による季節的な歪みが生じ易いため、同国政府（国家統計局）は月別の経済データを公表していない。しかし、1月の対内直接投資実行額は世界金融危機直後以来となる3ヶ月連続で前年比マイナスとなっている。さらに1月の対内直接投資の契約件数は前年同月比▲37.5%となり、世界経済の減速や同国の人件費の上昇によって外資系企業による投資の抑制が顕著になっている。また、昨年後半は欧州債務問題により海外資金の流出圧力が高まったが、実際に最新のB I S統計では欧米系を中心に外資系金融機関は与信を縮小させており、これも景気減速を促す一因になった。昨年末を底に金融市場は小康状態を取り戻しているものの、欧州問題を巡る不透明感は燻っていることから、以前のような海外資金の流入による過剰流動性は生じにくくなっている。
- 1月の輸出額は春節による営業日の減少などもあって前年同月比▲0.5%と26ヶ月ぶりの前年割れとなり、輸出の約2割を占める欧州向けのみならず、米国やアジア新興国向けについても頭打ち感が強まっている。一方の輸入については前年同月比▲15.0%と輸出を上回るマイナス幅となり、先行きの輸出低迷を見込んだ原材料や部材の調達抑制が広がっており、輸出入ともに取引量は縮小している。先行きも欧州経済を取り巻く不透明感から世界的な需要低迷が懸念される中、同国政府は物価抑制の観点から緩やかな人民元高を志向しており、外需を取り巻く環境は厳しい状況が続こう。
- 足下の景況感については、旧国営企業を中心とする大企業部門で底堅さがみられる一方、中小企業を中心とする民間部門では依然として厳しく、「国進民退」色が強まっている。さらに、近年は輸出産業を中心に沿海部の原材料・中間財関連産業などが低迷しているものの、公共事業や生産拠点の移転の動きを背景に内陸部や消費財部門は堅調であるなど、分野によって跛行色が生まれている。直近の製造業PMIでは、底堅い内需を背景に「新規受注」に改善の動きがみられる一方、「輸出向け新規受注」については厳しい状況にあり、景気の跛行性は今後も強まる傾向にある。今回の預金準備率の引き下げによる資金供給量の拡大は、資金需給のひっ迫を余儀なくされた企業にとって資金調達コストの低下などを通じて恩恵をもたらすと見込まれる。しかし、輸出産業を中心とする沿海部などでは需要縮小によってしばらく低迷が続くと予想される。今年の景気押し上げ要因になると期待されている第12次5ヶ年計画によるインフラ投資についても、その多くは内陸部で計画されているため、沿海部との勢いの差は一段と大きくなることが予想される。

図2 製造業・サービス業 PMI の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《金融緩和による効果の発現には時間を要するものの、年後半にかけて景気は緩やかな加速を予想》

- 昨年末以降の金融緩和による景気押し上げ効果の発現にはしばらく時間を要すると見込まれる中、食料品やエネルギーなどの物価上昇圧力が個人消費の下押し圧力になるため、今年前半については景気の減速感が燻る状況が続くと予想される。さらに、インフレ圧力を懸念した政府の公共投資抑制策に加えて、これまでの資金需給のひっ迫などにより投資の復調にも時間を要することは避けられず、これもしばらくは景気の重石になる。なお、年後半にかけては公共投資の本格化による景気押し上げ効果が期待されるほか、金融緩和によって徐々に消費や投資が押し上げられると見込まれることから、景気は緩やかに加速基調を強めると見込まれる。今年通年の経済成長率について当研究所では前年比+8.7%と予想しており、2年ぶりに一ケタ成長に減速した昨年（同+9.2%）からさらに減速することは避けられないものの、潜在成長率並みの経済成長の実現は可能と考えている。

以 上