

中国、金融政策の焦点は資金供給量の動向

～政府は経済成長の「質」を求める方針に転換～

発表日：2012年3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)

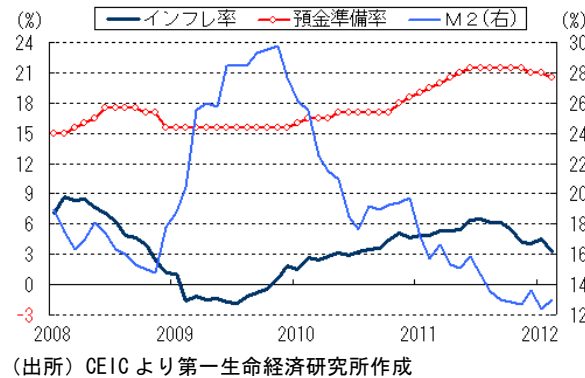
- 中国では春節の影響で一時的な物価上昇に見舞われたが、2月のインフレ率は前年比+3.2%と落ち着いている。金融当局は先月18日、資金需要の低迷を理由に追加金融緩和を決定しており、緩和余地の拡大が期待されるなか、今後も追加緩和が行われる可能性はあろう。中小企業などでは資金需給にひっ迫懸念もあり、今後の金融政策は預金準備率を通じて直接資金供給量の調整を行うことになるだろう。
- 1-2月は個人消費や固定資本投資など内需は一段と減速し、世界経済の減速を背景に外需も低迷している。先行きの輸出低迷を懸念して輸入も減少しているが、外需の成長率寄与度は縮小した模様。生産も減速模様が続いているが、足下の景況感には底打ちの兆しもみられることから、先行きは緩やかに加速しよう。1-3月期の実質GDP成長率は前年比+8.6%程度に減速すると見込まれる。
- 先週開催された全人代では、今年の経済成長率の目標が従来の8%から7.5%に引き下げられた。しかし、地方政府の成長率目標を併せると全土で10%を上回り、第12次5ヶ年計画のインフラ投資計画もこの目標を大きく上回る。「7.5%」という数字そのものに意味合いは大きくないと思われ、同国政府が経済成長率の「数字(量)」から「質」への転換を宣言したものと考えることが出来よう。

《春節による物価上昇は一時的現象に留まる。金融緩和余地は拡大しているが、次回の緩和実施は4月以降》

- 中国では、春節の影響で食料品やサービスを中心に物価上昇圧力が高まったものの、その影響は一時的なものに留まった。2月の消費者物価は前年同月比+3.2%と17ヶ月ぶりに4%を下回り、前月比も▲0.1%と3ヶ月ぶりに下落した。1-2月ベースでも前年同月比+3.9%と4%を下回り、物価上昇圧力は後退している。1月に大幅に上昇した食料品やサービス物価は落ち着いており、特に消費支出に占める割合の高い豚肉価格は前月比▲2.6%下落して物価上昇率を下押ししている。川上部門の物価である生産者物価も前年同月比+0.0%に減速し、前月比も+0.1%とわずかな上昇に留まっている。足下の景気減速を反映して日用品全般の物価は低下しており、消費者物価についてもしばらくは落ち着いた推移が予想される。なお、世界的な鉱物資源価格の上昇を背景に同国内でも燃料をはじめとするエネルギー価格が上昇している。これは先行きの物価上昇に繋がる可能性もあるが、消費者物価上昇率はベース効果なども影響して比較的低水準での推移が見込まれることから、金融緩和の余地は拡大しよう。
- 金融当局は先月18日、世界経済の減速による景気への悪影響を懸念して約2ヵ月半ぶりに預金準備率を引き下げる決定を行った。1月の人民元建新規融資額は春節が影響した面はあるものの前年比で約3割も減少し、与信総量も同半分程度に縮小するなど資金需要の低迷が明らかになるなど、景気の減速懸念が高まったことが追加金融緩和を後押しした。大手銀行の預金準備率は20.50%となり、これにより市中銀行の与信能力は3500億元程度拡大している見通しである。1-2月の人民元建新規融資額は前年同期比▲8%減少するなど依然資金需要は低迷しているものの、準備率の引き下げ実施が2月下旬であることを鑑みれば、3月にはその効果が現れると期待される。他方、2月のマネーサプライ(M2)伸び率は前年同月比+13.0%と前月(同+12.4%)から加速しており、国際金融市場の落ち着きを背景に同国も海外資金が回帰していると窺える。
- バブル懸念が燦ってきた不動産市況は沿海部を中心に調整圧力が高まっているものの、同国では内陸部を中心に不動産需要は底堅く、過剰流動性が不動産市場に流入することに対する警戒感は依然根強い。足下ではインフレ率の低下で金融緩和の余地は拡大しているものの、短期的に利下げに動く可能性は低いと予想する。

他方、これまでの金融引き締め策や昨年後半の実質的な人民元高誘導により市中の資金供給量は抑制されており、これによる資金需給のひっ迫は市中金利の上昇に繋がり、中小企業を中心に事業資金の調達は困難になっている。こうしたことから、今後も当局は預金準備率の引き下げを通じて直接資金供給量を調節するオペレーションを採るであろう。前回の引き下げ決定は直前の実施から約2ヶ月半期間があいていたことから、緩和策の効果を確認していたことが窺われる。したがって、今後も預金準備率が引き下げられる可能性は高いとみているが、その実施時期は早くても4月以降になると予想する。

図1 インフレ率、預金準備率、M2伸び率(前年比)の推移



《内・外需ともに減速基調にあるものの、足下では底離れの兆しも窺える。金融緩和の効果も期待されよう》

- 1月及び2月の経済指標は春節連休による季節要因が大きく影響することから、同国政府（国家統計局）は例年月次データを公表していない。しかし、足下のデータからは世界経済の減速や金融市場の混乱などが国内経済に様々な形で悪影響を与えていることが確認できる。1-2月の小売売上高は前年同月比+14.7%と前月（同+18.1%）から減速しており、前年同期（同+15.8%）からも伸びは減速。過去の春節期間のパターンを元に試算すると、月次ベースの前月比は増加基調が続いているものの、そのペースは徐々に鈍化している。世界金融危機後に実施して来た家電買い替え促進策（家電下郷）が昨年末に終了したことも、個人消費を下押ししたとみられる。一方、金融引き締めの影響などで低迷が続いてきた固定資本投資も1-2月は前年同月比+21.5%となり、前月単月（同+5.7%）から大幅に加速したものの、前年同期（同+34.0%）からは減速している。近年の資本投資をけん引してきた不動産投資も1-2月は前年同月比+27.8%と前年同期（同+35.2%）から減速している。内需を取り巻く状況は厳しいものの、前期比ベースでは増加しており、依然として景気は緩やかな拡大が続いている。
- 世界経済の減速懸念を背景に輸出は厳しい状況が続いている。2月の輸出額は前年同月比+18.3%と前月（同▲0.5%）からプラスに反転したものの、これは春節が影響している。なお、1-2月ベースでは前年同期比+6.9%となり、前年（同+21.3%）から大幅に減速している。輸出の約2割を占めている欧州向けは債務問題による欧州経済の減速を背景に大きく落ち込んでおり、アジア新興国の景気減速も重石となっている。一方、輸入額も2月は前年同月比+40.3%と前月（同▲15.3%）から増加に転じたが、1-2月ベースでは前年同期比+7.7%と前年（同+36.5%）からの減速が鮮明である。さらに、同国は輸入の約3割を輸出財の加工組み立てのための素材や部材が占めているため、足下の輸入の縮小は先行きの輸出に対する不安も反映している。2月の貿易収支は▲314.83億ドルと1年ぶりの赤字に転じて月次ベースで過去最大の赤字幅となり、1-2月ベースでも▲42.42億ドルの赤字であったが、先行きは先進国の景気も緩やかな回復が見込まれることから、貿易収支は引き続き黒字基調が続くと予想される。
- こうした内・外需の減速を受けて、1-2月の鉱工業生産は前年同月比+11.4%と前年同期（同+14.1%）から減速しており、需給の両面から景気の減速は鮮明になった。当研究所の試算では月次ベースの前月比は増

加基調が続いており、これは足下で改善基調が続いている製造業やサービス業のPMI（購買担当者景況感）の動きに合致している。世界経済を巡る不透明感は燦るものの、国際金融市場の落ち着きを背景に足下ではアジア新興国では景気の底離れが確認されており、海外資金の流入や金融緩和による効果発現により、先行きの景気は緩やかな加速も期待される。先週開催された全人代で発表された今年度予算では、中央と地方政府を合わせた歳出規模は前年比+14.1%増加し、社会保障関連予算や住宅整備予算などの伸びはこれを上回っており、個人消費や固定資本投資を促すと見込まれる。なお、1-2月のペースで景気拡大が進む場合、1-3月期の実質GDP成長率は前年同期比+8.6%と、前期（同+8.8%）からの減速が予想される。

図2 製造業PMIと鉱工業生産(前年比)の推移



(出所) CEICより第一生命経済研究所作成

《今年の中国経済は、経済成長率の「量」から「質」への転換を促す重要な転換点になろう》

- 先週開催された全人代においては、今年の経済成長率の目標はこれまでの8%から7.5%に▲0.5p引き下げられたものの、インフレ率については4%以内とこれまでの目標が据え置かれた。足下のインフレ率の動向を鑑みれば、先行きの財政・金融政策の余地は充分に高まると考えられる。財政政策の方向性は引き続き「積極的」としており、重要施策である個人消費を中心とする内需の拡大に向けた取り組みが期待される。一方、金融政策の方向性は「穏健」を維持しつつ、微調整を図る方針を示しており、今後も預金準備率と為替相場の調整を通じて市中の資金供給量を調整する状況が続こう。各地方政府による経済成長率目標を合わせると、国全体の経済成長率は10%超に達するほか、昨年から開始されている第12次5ヶ年計画によるインフラ開発を前提にした場合、対象期間内の経済成長率は平均9%程度になる見通しである。政府が掲げる目標はこれらと比較して極めて低水準であることを鑑みれば、「7.5%」という数字そのものの意味合いは小さくなく、今秋に政権の世代交代を控えるなか、経済成長率の「量」から「質」を求める方向転換を示していると言えよう。

以 上