

## 中国 今後も慎重なペースの金融引き締め継続により高成長が持続する公算

発表日：2007年4月23日(月)

～中国政府は過熱感のない高成長の持続を目指す方針～

第一生命経済研究所 経済調査部

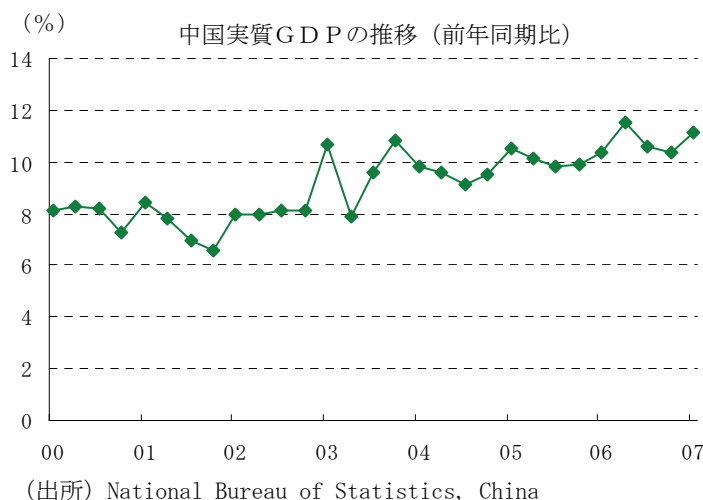
桂畑 誠治(かつらはた せいじ)

(03-5221-5001 : [seiji@dlri.dai-ichi-life.co.jp](mailto:seiji@dlri.dai-ichi-life.co.jp))

### 1～3月期は前年比+11.1%に加速

2007年1～3月期の実質GDP成長率は前年同期比+11.1%と市場予想の同+10.4%を上回った。2006年10～12月期の同+10.4%から再加速し、5四半期連続で同+10%を上回る成長となった。2006年4～6月期に前年同期比+11.8%と高成長となった後、都市部の固定資産投資の伸び率が鈍化したものの7～9月期同+10.6%、10～12月期同+10.4%と小幅減速にとどまっていた。中国では相次ぐ金融引き締め策の実施にもかかわらず、成長ペースの抑制効果が乏しいことが確認された。

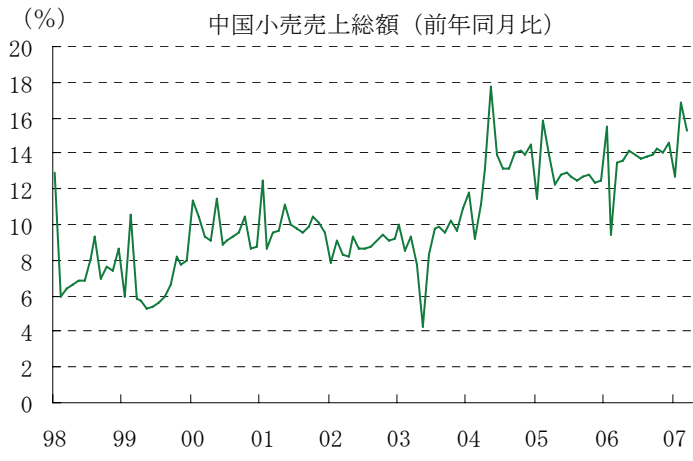
今後、輸出が鈍化する一方で輸入の拡大を背景に外需の押し上げ効果が減退するとみられる。しかし、国内需要の強さから高成長が持続し2007年は前年比+10.1%成長と3年連続の二桁成長が予想される(2006年前年比+10.7%、2005年同+10.4%)。



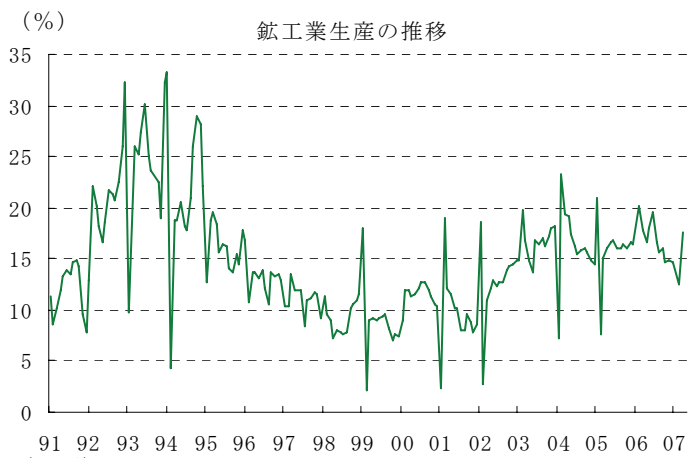
### 消費の加速に加え、固定資産投資も再加速

需要別の動向をみると、消費に関しては可処分所得(1～3月期都市部前年比+19.5%、農村部同+15.2%)の高い伸びを背景に社会消費品小売総額が1～3月に前年比+14.9%(都市部同+15.8%、県以下同+13.7%)と高い伸びを維持した。

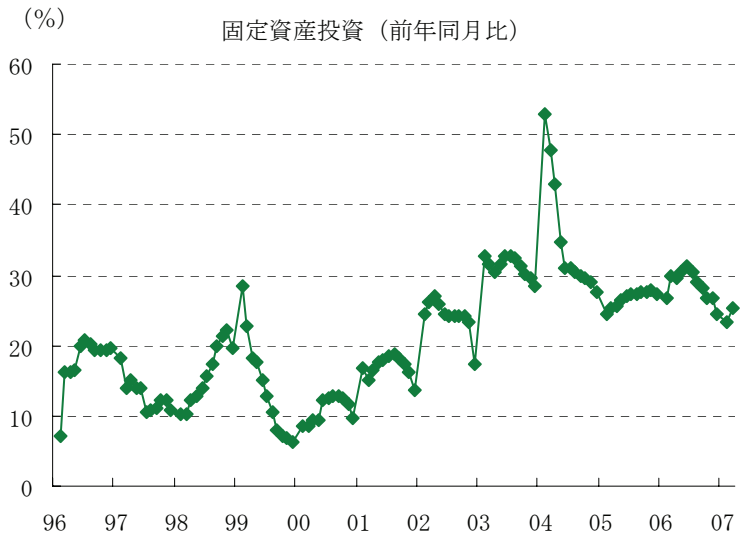
企業活動では、2007年1～3月の都市部固定資産投資が前年比+25.3%と2006年12月の同+13.8%から大幅に加速し2006年の前年比+24.5%も上回っている。さらに、生産活動では内外需要の好調を背景に鉱工業生産が3月に前年同月比+17.6%と2月の同+12.6%から加速し、1～3月でも前年比+18.3%と速まった。また、製造業PMIは2007年1～3月期に52.52と10～12月期の52.45とほぼ変わらずとなり4四半期連続で高い水準で推移しており、製造業部門は堅調さを維持している。



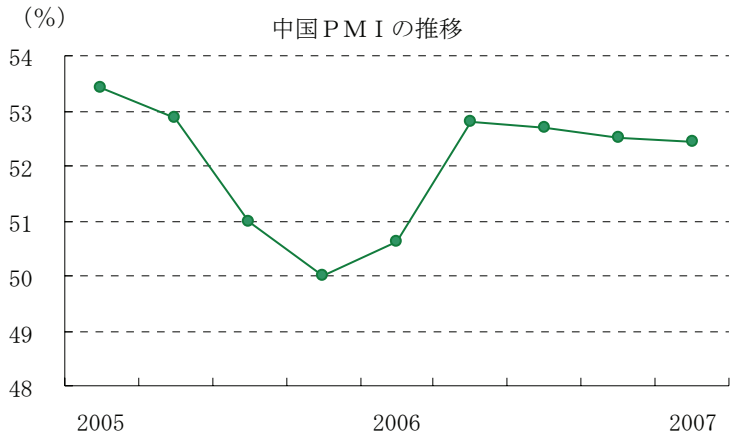
(出所) National Bureau of Statistics, China



(出所) National Bureau of Statistics, China



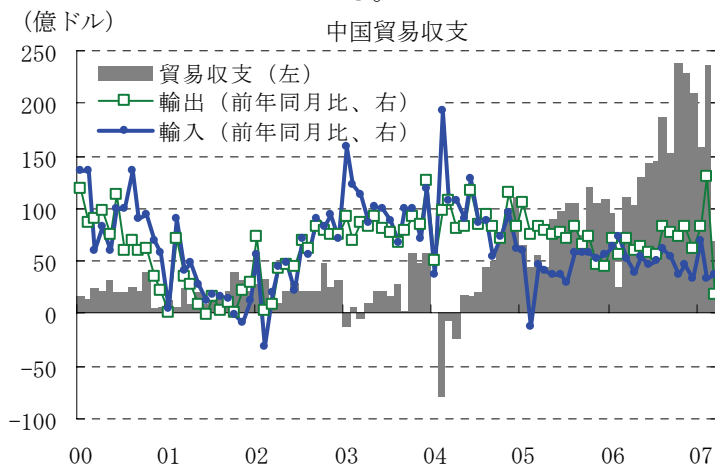
(出所) National Bureau of Statistics, China



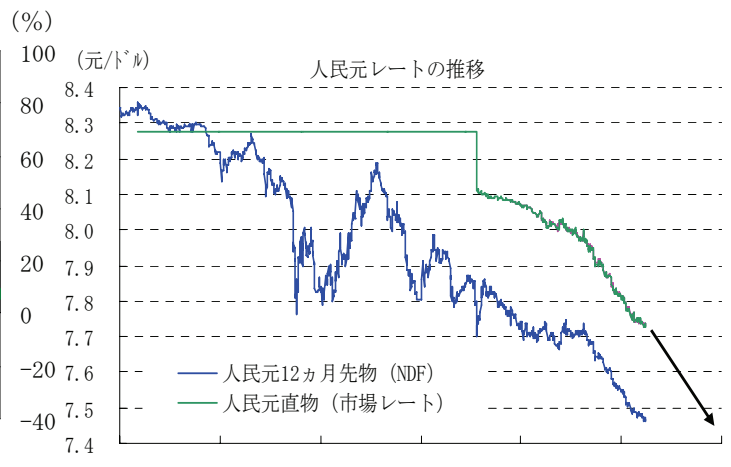
(出所) NTC Economic Ltd

**消費の加速に加えて、  
固定資産投資も再加速**

外需では2月に輸出の急拡大により貿易黒字が237億5700万ドルと06年10月に記録した238億3000万ドルに次ぐ水準となった。しかし、3月には輸出の鈍化により貿易黒字は68億6900万ドルと急減した。これも、前月の反動の可能性が高く均してみれば30%程度の高い伸びが続いている。元高にもかかわらず現時点では輸出への影響は限定的なものにとどまっている。



(出所) National Bureau of Statistics, China



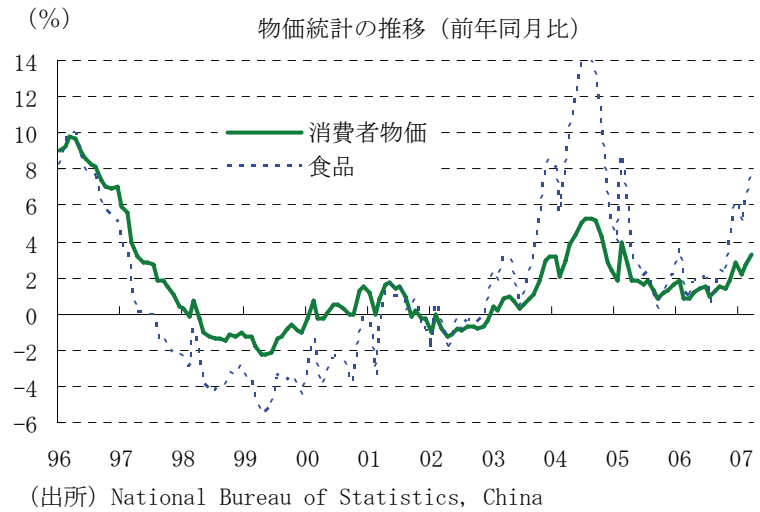
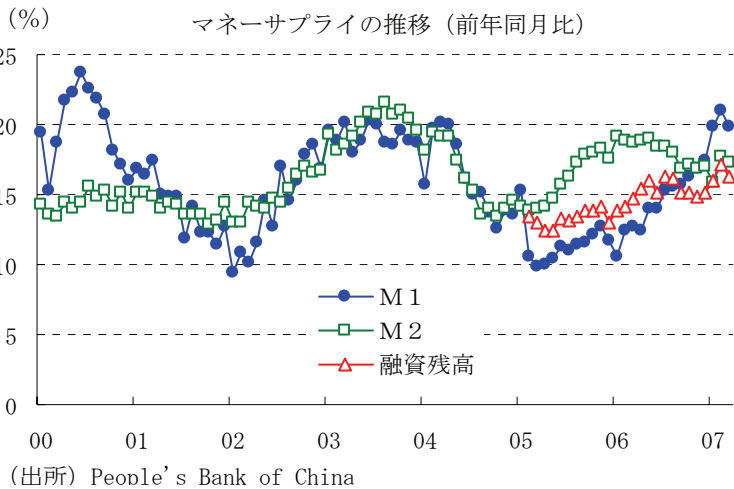
(出所) China FX Trade System

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

**マネーサプライ、消費者物価は上昇率加速**

金融面でも、マネーサプライ(M2)は2007年3月に前年同月比+17.3%(2月同+17.8%)と加速し、政府・中銀の目標である同+16.0%を2ヵ月連続で上回った。巨額な貿易黒字が流動性を拡大させている。融資残高は同+16.3%と高い伸びを続けており一連の金融引き締め策にもかかわらず、借り入れ需要は旺盛で、金融引き締めの影響はあまりみられない。

インフレ面では3月のCPIは前年比+3.3%(2月同+2.7%)と中国当局が目安としている同+3%を上回ったことで市場ではインフレ警戒による利上げが懸念されている。もっとも、CPIの高い伸びは食品価格の上昇によるところが大きく、食料品価格の1.5%上昇分を除けば、1~3月期の上昇率は前年比+1.2%にとどまっている。さらに、食料品とエネルギーを除いたコアインフレ率は同+0.9%と一段と落ち着いている。



**資産価格の高い伸び継続**

資産面では不動産価格や株価の上昇が続いており資産インフレの懸念も強まっている。国家発展改革委員会と国家統計局が3月19日発表した調査データによると、2007年2月に全国の新築分譲住宅の販売価格は前年同月比+5.9%(1月は同+6.2%)と上昇が続いている。深セン市の新築分譲住宅の販売価格は前年同月比+9.9%と最も高い伸びとなった。第2位は北京(同+9.7%)、3位は広州(同+9.6%)。北京市の住宅価格は昨年7ヵ月連続で二桁の伸びとなり、今年1、2月も約10%の高い上昇率となった。株価では上海総合株価指数が最高値を更新する展開が持続し、前年から約162%上昇している。

**小幅の利上げを継続**

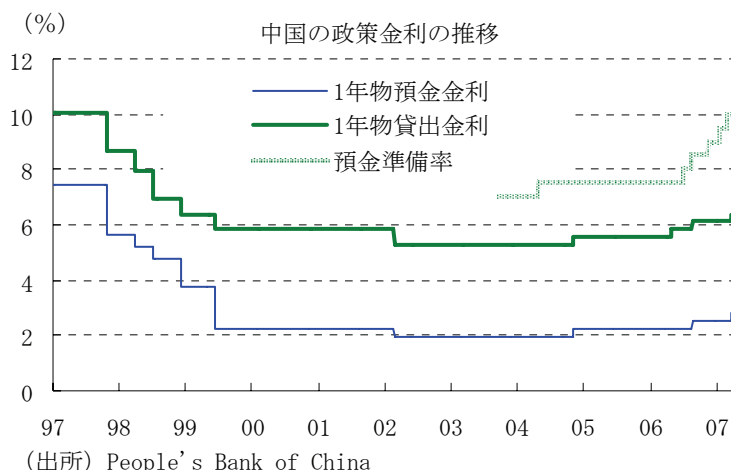
このような経済情勢のなか、中国人民銀行(中央銀行)は昨年から貸出金利や預金準備率の引き上げや中央銀行手形の発行などの措置を相次いで実施しているが、過剰流動性問題は依然として解決されていない。2007年だけでも1月、2月に預金準備率の引き上げ、3月に貸出金利の引き上げ、4月に再び預金準備率の引き上げを行っている。

3月18日に中国人民銀行は金融機関の人民元預金・貸出基準金利を引き上げた。金融機関の1年物の預金基準金利は2.79%(2.52%)、1年物の貸出基準利率は6.39%(6.12%)とともに0.27ポイント引き上げ、その他の期間の預金・貸出金利もそれぞれ引き上げられた。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

昨年4月と8月に続き、過去11カ月で3度目、2004年以降では4度目であるがいずれも小幅な利上げとなっている。

4月5日には16日からの市中銀行向けの預金準備率(引き上げ幅は0.50%)の引き上げを公表した。2006年以降では7度目となる預金準備率の引き上げ。今回の調整によって、預金準備率は10.5%となった。



**今後も金融引き締めなどの政策は慎重なペースで行うことを示唆**

今回の一連の経済指標を受け、中国国家统计局の李晓超報道官は19日の記者会見で、1～3月期の実質GDPが前年同期比+11.1%となったことに関して、「中国経済は依然として安定した速い成長を維持している」との現状認識を示した。ただ、「経済活動は加速しており、もしこれが続けば比較的速いペースでの成長から過熱に移行する可能性がある。そうなれば、経済構造のさらなる問題につながる可能性がある。特に重工業が再び加速することや貿易黒字の牽引による一段の景気拡大が問題である」と経済成長がさらに加速すれば経済構造の歪みがさらに拡大することになるとの見方を示した。

ただし、景気過熱の判断基準については「中国の景気が過熱しているとの見方は急成長という1つの要因だけが根拠となっている。経済が過熱しているかどうかは総合的に判断する必要がある」と高い成長が続くことだけでは過熱との判断をしないことも示した。過熱を判断する上でさらに二つのことに注意が必要であるとし「1つは物価、もう1つは景気拡大が資源需給の逼迫に繋がっているかどうかである」と高い成長率に加え、物価や資源の需給状況も判断の材料にする必要があるとの考えを示した。

足下の物価に関しては、「3月は前年比+3.3%上昇と一定のインフレ圧力を示唆している。ただし、1～3月期に消費者物価は同+2.7%上昇したが、年間目標の3%以内に収まっており、受け入れ可能な範囲にある。食料品価格の1.5%上昇分を除けば、1～3月期の上昇率はわずか同+1.2%と1年前と同水準である」とCPIの高い伸びは食品価格の上昇によるところが大きいとの見方を示した。

資源需給については「国内に現在、比較的豊富な供給源を抱えているだけでなく、海外の資源も活用できる。石炭や電力の状況はかなり安定している」と資源面でも現在問題がないとの判断を示した。

このように現時点では景気に過熱感がないと判断しているなかで、今後の政策方針につい

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

ては「マクロ経済運営の強化において、ハードランディングを回避するため行き過ぎた強い措置を取ることを控え、小さな量、小さなステップ、微調整を貫くことが重要だということを経験が示している」と慎重な政策を継続することを示した。さらに「成長鈍化も防ぎながら、経済の安定的で急速な成長を維持することだ」と成長を抑制する姿勢は弱く、これまでと同様の慎重な政策運営が続く可能性が高い。

#### 経済は高成長が持続する公算

今後も景気の過熱を回避するために数回の利上げが実施されると予想されるが、小幅な利上げにとどまると見込まれる。加えて、成長ペース対比でみて金利水準が低いこと、過剰流動性の増加を背景に市場金利である上海銀行間取引金利（SHIBOR）3ヶ月物は2.83%前後（4/20）にとどまっていること、貸出金利と預金金利の同時同幅の利上げは銀行の収益を押し上げる要因となることから、銀行に対する融資抑制効果は限られ流動性の抑制には効果がない。

また、預金準備率も今後2、3回の引き上げが見込まれているが、預金準備率の0.50%の引き上げによる資金吸収効果は約1500億元に過ぎない。一方、金融機関は潤沢な資金を保有しているため小幅の引き上げでは貸し出しへの影響は出難い。今後も高水準の貿易黒字、元高期待や投資需要による資金流入、海外への資金流出規制等によって流動性の速いペースでの拡大が続くと予想されるため、預金準備率の引き上げが中国の実体経済に与える影響はそれほど大きくない。

以上のことを勘案すると、金融引き締めが継続されても景気が大幅に減速あるいは失速するリスクは小さい。今後も投資の内容を重視したマクロコントロールを行い成長ペースを鈍化させるような政策は行わないと見込まれ、高成長が続く可能性が高い。このように需要の速いペースでの拡大に加え、非効率な投資が減少する一方で効率的な投資の拡大が見込まれることから、企業業績は高い伸びが予想されるなか、今後も株式市場に資金が流入し易い環境が続く可能性が高い。

以上