

アジア経済ウォッチ (No.11-45)

＜中国＞景気・物価情勢と金融政策の舵取り

投資調査部 吉川 健治

インフレ問題より景気減速の懸念浮上、一層政策調整の可能性が高まる方向

ポイント

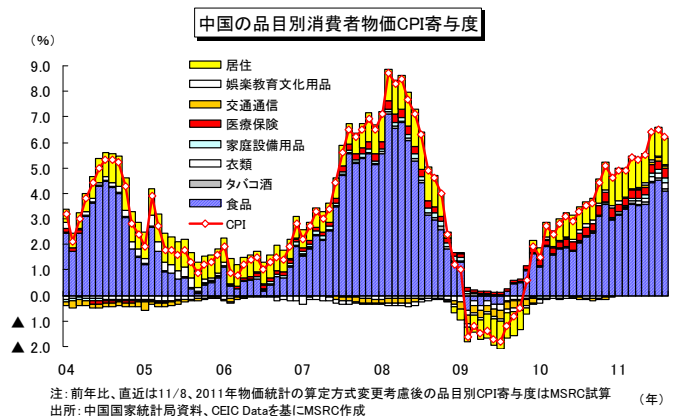
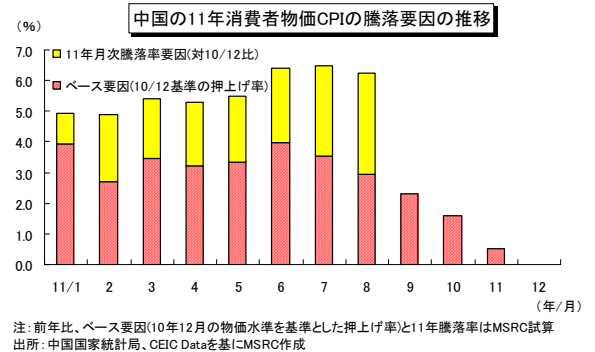
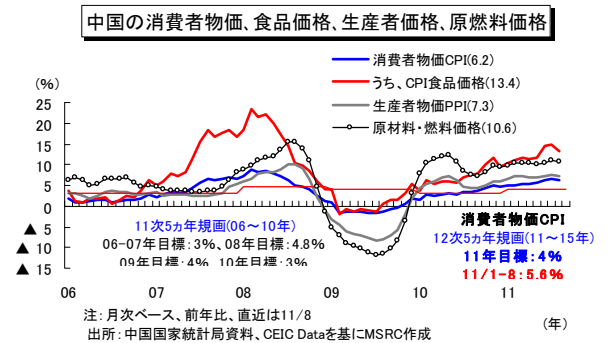
- 8月の消費者物価指数は、ベース要因と食品価格の鈍化などで前年比+6.2%(前月比+0.3%)と鈍化した。依然、インフレ圧力が根強いものの、世界的な景気減速リスクが高まる中、徐々に緩和し、年末に前年比+4%(政府目標)程度に鈍化する可能性が高いと予想される。
- 最近、国家発展改革委員会所管のマクロ経済学会で、「金融引き締めを即座に緩和しなければ、12年1-3月期には+7%成長に低下の可能性がある」との見解が報道。金融引き締めの累積効果が、实体经济に遅行的に影響、地方債務問題でも経済成長にブレーキがかかるリスクで、一層政策調整の可能性が高まっている。

8月物価統計をみると、消費者物価指数CPIが、前年比+6.2%(前月比+0.3%、7月:前月比+0.5%)と前月比も含めて鈍化する一方で、生産者物価指数PPIは、同+7.3%(同+0.1%、7月:同+0.0%)、原材料・燃料価格は、同+11.0%(同+0.2%、6月:同+0.1%)と前年比で鈍化、前月比では若干上向いた。川下分野は、とくに食品価格の鈍化が影響するも、非食品価格はコスト上昇分の価格転嫁が運行して顕在化し、依然、インフレ圧力は強い。一方、川上分野では、世界商品市況の落ち着きの動きなどを反映し、安定化の動きがみられる。

CPI前年比の鈍化の理由として、①ベース要因(10年12月の物価水準を基準に、昨年月次の水準から試算した前年比伸び率)が、右グラフのとおり、11年8月に前月比▲0.6p程度押し下げたこと、②前月比上昇率の品目の中で、とくに食品価格が前月比+0.6%(7月:同+1.2%、対CPI前年比上昇寄与率:65%程度)と鈍化したこと(なかでも豚肉など肉類価格上昇率の鈍化)などが挙げられる。

50都市主な食品の内訳(P2の右上グラフ参照)をみると、とくに豚肉価格の上昇率が、前月比+1.3%(7月:同7.7%)と安定化の動きがみられ、肉類価格が前月比+1.5%で、対7月比▲3.2%pと2ヵ月連続縮小した。水産品、野菜や果物は前月比で下落に転じた。一方、卵(前月比+4.4%)や油脂価格(同+2.1%)が上昇したものの、食品全体では安定化の兆しがみられる。

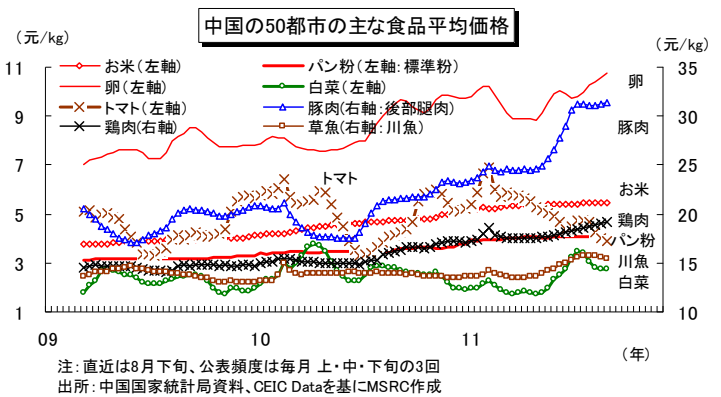
非食品価格は、前月比で、品目別に騰落はあるものの、全体的には+0.2%(7月:+0.1%、6月:同+0.0%)と若干上昇も比較的落ち着いた動きにある。引き続き、価格引き上げの許認可の延期分も控え、緩やかな上昇の可能性は残る。内訳をみると、衣類が前月比▲0.1%(7月:▲0.6%)、交通・通信費類が同横ばい(同横ばい)、娯楽・教育文化用品・サービス類が同+0.1%(同+0.6)と落ち着く方向である一方、居住類が同+0.2%(同+0.1%、対CPI前年比上昇寄与率:17%程度)、タバコ酒類が同+



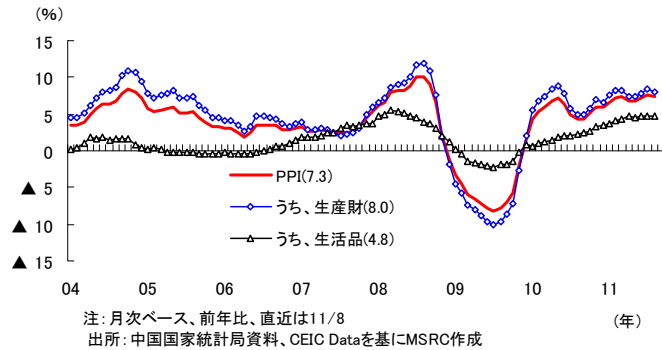
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

0.2%(同+0.2%)、家庭用品類が同+0.2%(同+0.2%)、医療衛生類が同+0.6%(同+0.3%)とコスト上昇分の価格転嫁が依然、じり高の動きにある。

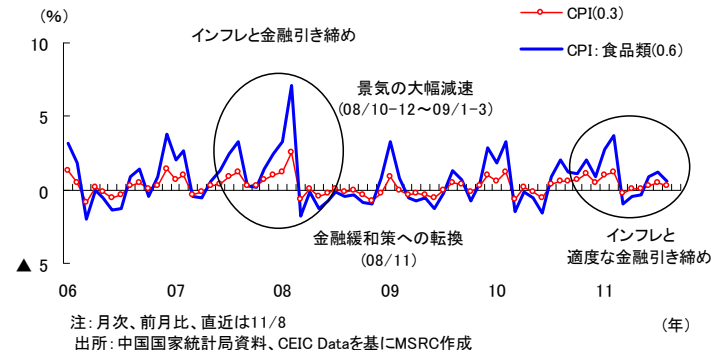
MSRC(みずほ証券リサーチ&コンサルティング)では、CPI 前年比上昇率を、8月の経済予測見直しで、7-9月期に前年比+6.1%(前回予想:同+5.0%)、10-12月期に同+4.4%(同+3.9%)、11年間で同+5.3%(同+4.8%)と上方修正した。ただし、年末には、①ベース要因一巡によるCPI前年比上昇率の低下、②世界商品市況(原油および穀物市況など)の高騰一服・安定化、③自然災害の最悪期越え、生活スタイルの向上に伴う需要増や不採算による生産抑制で高騰した肉類など需給改善策に伴い、8月以降、インフレ圧力は全体的に徐々に緩和・安定化し、前年比+4%(政府目標)程度に鈍化する可能性が高いと想定している。



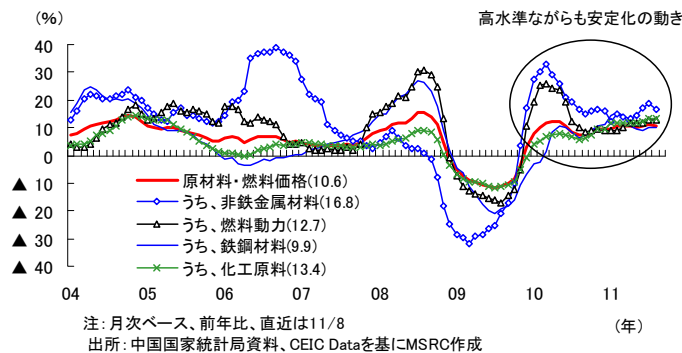
中国の生産者価格PPIの推移



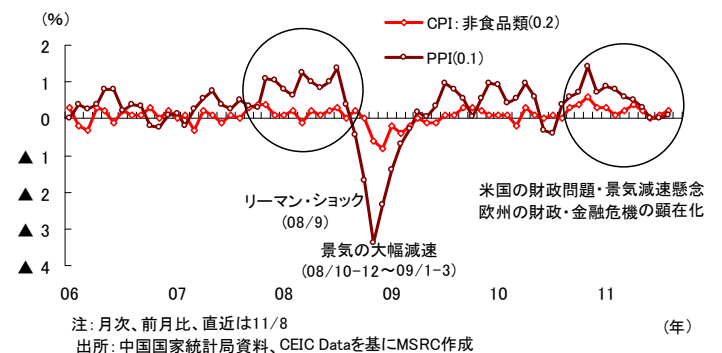
中国の消費者物価と食品価格および金融政策



中国の原材料・燃料価格の推移



中国の消費者物価CPIの非食品価格と生産者価格



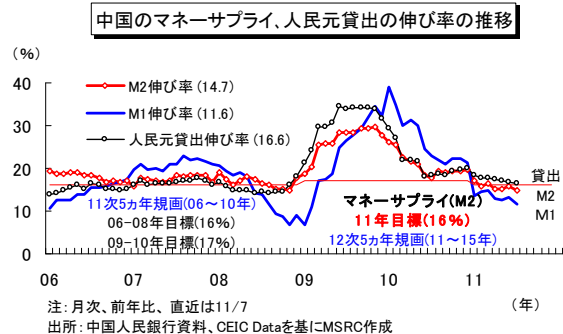
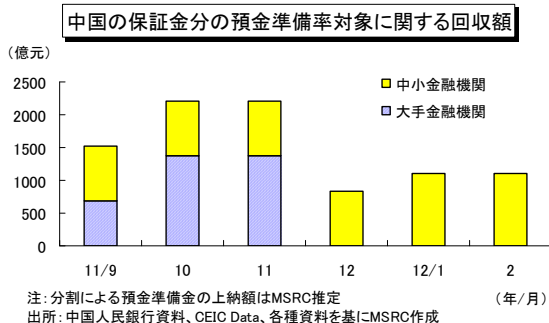
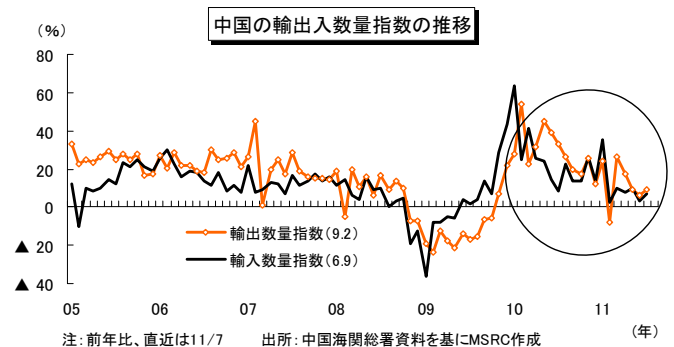
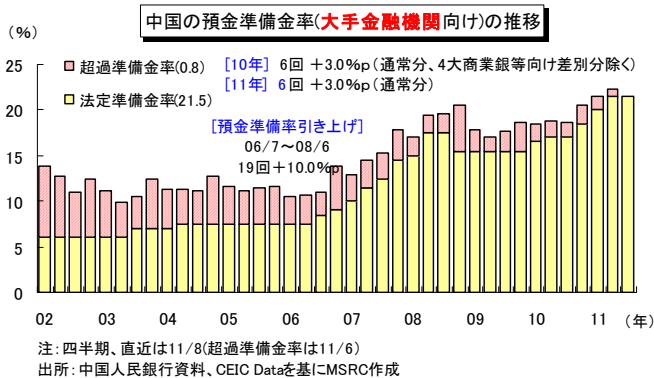
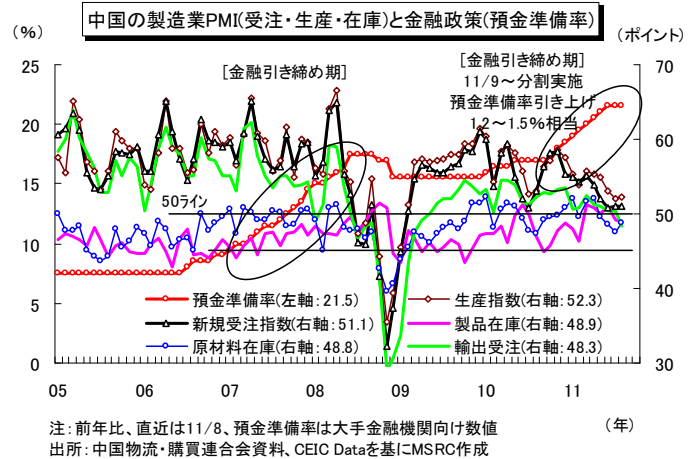
➤ 確かに、中国の党・政府は、7月22日の重要な会議で「物価安定をマクロコントロールの主要任務とすること、不動産市場の健全化を断固として図ることなど」が優先事項と決定したものの、その後、海外景気の緩やかな回復で欧米を中心に財政金融の構造問題が浮上し、内外の不確実性が一層強まっていることから、経済運営の難しさが増している。米国、EUの金融当局は、インフレ問題よりも、景気減速を懸念する発言を行い、新興諸国でも海外景気減速を警戒した金利据え置き決定など、世界的に経済政策の舵取りが急激に変化する方向にある。

一方、中国でも、国家発展改革委員会（小政府とも呼称の政策計画運営の機関）所管のマクロ経済学会の王建秘書長が、「金融引き締めを即座に緩和しなければ、12年1-3月期には+7%成長に低下する可能性が高く、中小企業の倒産もピークを迎えよう。融資枠規制の撤廃やマネーサプライ M2 を足元の+13~14%程度から+17%に引き上げる必要がある。現時点で金融政策の調整をしても成長の落ち込みは避けられない。」との見解を示したと報道されている。

確かに、金融政策は、累積した措置が、实体经济に遅行的に影響、顕在化してくることから、右のグラフのとおり、8月の製造業購買担当者指数（製造業 PMI）は、前月比で+0.2pの50.9と5ヵ月ぶりに上向いたものの、07-08年当時の金融引き締め時期と比較し、今回は、中国のマクロ調整（預金準備率は過去最高水準など）は非常に厳しく、しかも欧米の金融市場の混乱に伴う世界景気減速懸念などを背景に、基調的には「低下」および「低調」が想定される。

また、地方政府債務問題に対する対応も非常に難しい局面にあり、11-12年に債務残高10.7兆元のうち、43%が償還時期を迎え、しかも土地財政収入も昨年の2.5兆元程度から減少し、地方政府主導の経済開発による経済成長にブレーキがかかるリスクが高まっている。

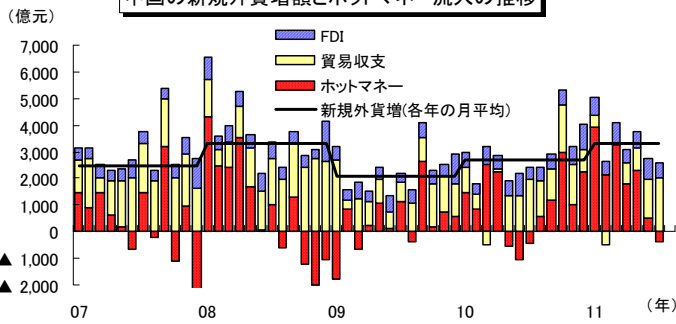
さらに、今後の貿易（輸出）動向も注目される。08年下半年期以降、中国で北のインフレ・南の貿易不振などによるデフレや不動産不況が混在し、実質 GDP 成長率が前年比+7%以下の景気後退に直面した教訓が思い起こされる。中国の党・政府は、9月の国際会議、米国の景気・金融対策、EUの財政・金融対策、世界の株式・金融市場の動向、10月の中国の重要な経済指標（7-9月期の GDP 統計、9月の製造業 PMI や CPI など）を注意深く睨みながら、中国共産党第17期中央委員会第6回会議（「6中全会」）も控え、今後1-2ヵ月は大変重要な時期であり、要人発言や新たな政策発動に留意したい。◆



みずほ証券リサーチ&コンサルティング

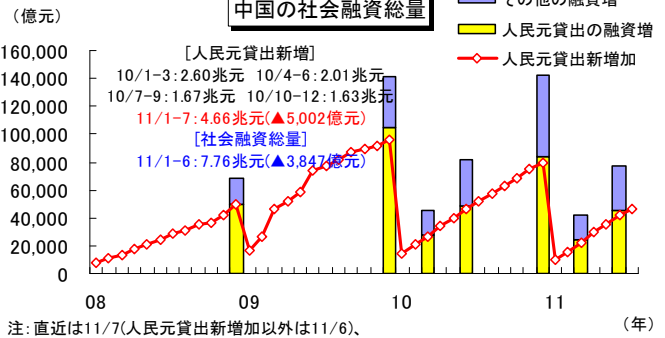
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものに基づき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

中国の新規外貨増額とホットマネー流入の推移



注:直近は11/7、ホットマネーは簡易方式で計算、元換算(貿易収支とFDI)は月平均レートを採用  
出所:中国人民銀行資料、海関総署資料、商務部資料、CEIC Dataを基にMSRC作成

中国の社会融資総量



注:直近は11/7(人民元貸出増加以外は11/6)、  
人民元貸出増加は年初来の累計(それ以外は年間、3月、6月)  
出所:中国人民銀行資料、CEIC Dataを基にMSRC作成

中国人民銀行の手形発行額と満期額の推移

(年/月)	発行総額	3ヵ月物	6ヵ月物	1年物	3年物	満期額
05	27,462	9,430	2,372	12,110	3,550	
06	36,523	10,150	950	25,423	0	
07	40,390	10,220	0	16,175	13,995	
08	42,960	12,230	735	20,315	9,680	
09	38,240	29,500	0	8,740	0	
10	42,350	16,630	0	15,380	10,340	
11/1-8	10,590	4,950	0	4,800	840	
10/1	3,160	2,500	0	660	0	
10/2	2,130	1,620	0	510	0	
10/3	8,980	5,000	0	3,980	0	
10/4	5,860	2,610	0	2,200	1,050	
10/5	3,590	450	0	840	2,300	
10/6	2,530	200	0	1,050	1,280	
10/7	5,330	1,570	0	1,090	2,670	
10/8	3,370	400	0	1,310	1,660	
10/9	3,380	640	0	1,690	1,050	
10/10	2,330	1,060	0	1,050	220	
10/11	1,560	490	0	960	110	
10/12	130	90	0	40	0	
11/1	60	40	0	20	0	2,070
11/2	140	120	0	20	0	3,750
11/3	3,170	1,560	0	1,610	0	6,670
11/4	2,800	970	0	1,830	0	4,570
11/5	2,120	770	0	950	400	1,990
11/6	920	480	0	60	380	2,560
11/7	1,070	830	0	190	50	2,320
11/8	310	180	0	120	10	1,960
11/9	80	50	-	30	-	2,290
11/10	-	-	-	-	-	1,880
11/11	-	-	-	-	-	1,130

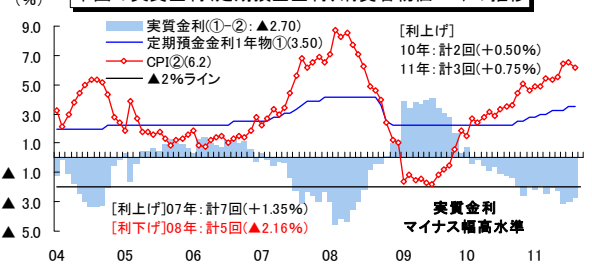
注:直近は9月1-8日累計 出所:中国人民銀行資料、CEIC Dataを基にMSRC作成

地方政府債務残高と償還の一覧

(年)	前年比(%)	債務残(兆元)	償還金額(兆元)	償還比率(%)
07	-	4.5	-	-
08	23.5	5.6	-	-
09	61.9	9.0	-	-
10	18.9	10.7	-	-
11	-	-	2.6	24.5
12	-	-	1.8	17.2
13	-	-	1.2	11.4
14	-	-	1.0	9.3
15	-	-	0.8	7.5
16~	-	-	3.2	30.2

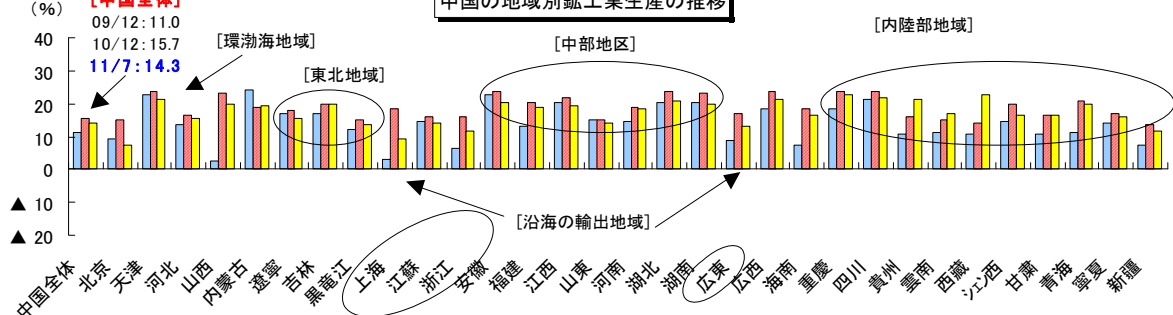
注:償還金額と同比率は10年末の債務残高10.7兆元(うち、約79%は銀行借入れ)に対する数値  
出所:中国審計署(国家の会計検査院に相当)資料を基にMSRC作成

中国の実質金利(定期預金金利、消費者物価CPI)の推移



注:直近は11/8  
出所:中国人民銀行資料、CEIC Dataを基にMSRC作成

中国の地域別鉱工業生産の推移



みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものに基づき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

**【金融商品取引法に係る重要事項】**

みずほ証券で取り扱いの商品等にご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料（国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大1.20750% [税込み]、最低2,625円 [税込み]の委託手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸費用、等）をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料等をよくお読みください。

商号等:みずほ証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第94号

加入協会:日本証券業協会、社団法人日本証券投資顧問業協会、

社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

**株式会社みずほ証券リサーチ&コンサルティング**

〒103-0027

東京都中央区日本橋1-17-10

TEL:03-5203-6501 FAX:03-5203-6499

URL:<http://www.mizuho-msrc.com/>

**みずほ証券リサーチ&コンサルティング**

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。