

Weekly エコノミスト・ レター

中国のインフレと金融政策 ～景気減速とインフレの板ばさみの中で～

経済調査部門 上席主任研究員 三尾 幸吉郎
(03)3512-1834 mio@nli-research.co.jp

1. 中国では、消費者物価が3ヵ月連続で6%を超えるなどインフレ懸念が高く、住宅価格は70都市全てで前年同月上昇するなどバブル懸念も燃る中、欧米先進国では景気失速懸念が台頭、今後の消費者物価、住宅バブル、これらを受けた金融政策の行方が注目される。
2. 8月の消費者物価は前年同月比6.2%上昇と、7月の同6.5%上昇と比べると上昇率は0.3ポイント鈍化したが、前月比でみると0.3%上昇しており、原料高や人件費高騰を背景とした物価上昇は止まっていない。昨年下期の物価上昇の反動というテクニカルな要因で、今年末にかけての消費者物価は上昇率が鈍化するとみられるが、インフレ懸念は払拭し切れない。
3. 住宅バブルは、中国政府の住宅価格抑制策や中低所得者向け住宅の大量供給など需給両面に渡る対策の効果で、北京市や上海市のような大都市では沈静化の兆しもある。但し、地方都市では価格上昇が止まらず、購入制限の厳しい住宅からオフィス等へ資金が流れ始めた兆候もあり、実質金利が大幅マイナスの下では、バブル膨張を抑え切れそうにない。
4. 一方、製造業PMIなど先行性が高いサーベイ調査が低下傾向を示すなど、中国経済には暗雲が立ち込めてきた。インフレ懸念を完全払拭する前に、景気減速の兆しが現れてきたことで、中国の金融政策は難しい舵取りを迫られている。今のところ中国人民銀行は物価上昇抑制に軸足を置くスタンスを堅持しており、当面は追加的金融引締めを実施する可能性も残るが、その後は景気減速に配慮して利上げを停止する可能性が高いだろう。

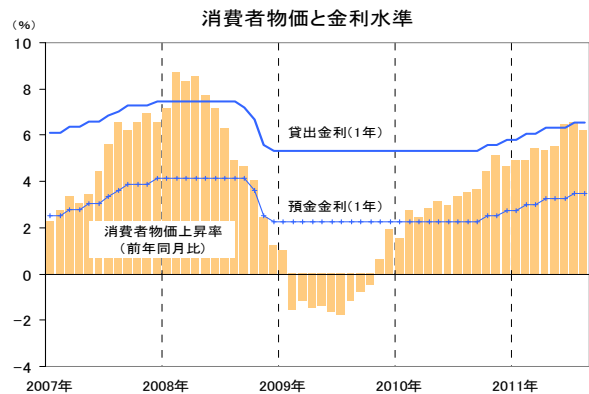
(図表-1)

銀行家の次四半期の金融政策に対する見方 (単位: %)

	2011年1Q (3月10日)	2011年2Q (6月15日)	2011年3Q (9月15日)
現在の適度な水準が続く	32.1	33.1	42.1
引締めに向かう	66.1	65.5	54.5
緩和に向かう	1.8	1.4	3.5

(資料) 中国人民銀行(全国銀行家アンケート調査報告)

(図表-2)



(資料) CEIC

1. 岐路に立つ消費者物価

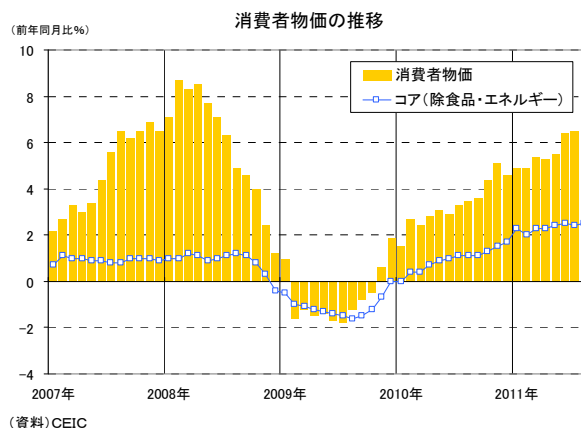
9月9日に中国国家统计局が発表した8月の消費者物価指数(CPI)は前年同月比6.2%上昇と3ヵ月連続で6%を超えた(図表-3)。消費者物価高止まりの背景には、中国の食卓に欠かせない豚肉価格が同45.5%上昇、コメ、小麦粉、卵など多くの食材が1割超の上昇を示すなど食品価格の上昇がある。

この6%台という高い上昇率は、2008年7月以来、約3年ぶりとなる。前回のCPI上昇期と今回を対比してみると、図表-4に示したように、国際商品市況がともに急上昇したという共通点がある。図表-5の対比表をみると、CPI上昇率が前年同月比8.7%に達した2008年2月には、食品価格が同23.3%上昇、今回8月も同13.4%上昇で表中分類のなかで最も高い上昇率を示しており、豚肉価格は前회가同63.4%上昇、今回8月が同45.5%上昇と共に高い上昇率を示している。原油価格の高騰で光熱費の負担が増えた居住関係も、前회가同6.6%上昇、今回8月が同5.5%上昇と、表中分類のなかで共に2番目に高い上昇率を示している。

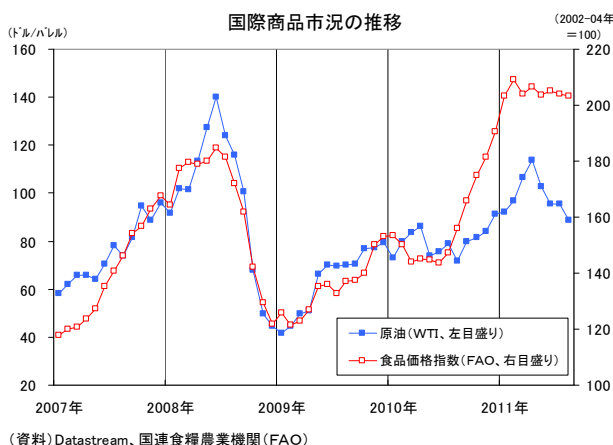
前回のCPI上昇は、2008年7月に国際商品市況が急落し始め、その後にリーマンショックがあったことから消費者物価の上昇も収束に向かった。今回も欧州の債務問題の混迷や米国の景気失速懸念が台頭していることから、今後は中国の輸出にブレーキがかかり、国際商品市況も下落して、中国のCPI上昇率は大きく鈍化するというシナリオが描ける(以下「シナリオ①」)。

一方、前回と今回では相違点もある。前回は生鮮野菜が前年同月比46.0%と高い上昇率を示していたが、今回8月は同0.1%上昇と殆ど上昇していない。また、食品とエネルギーを除くコア部分の上昇率

(図表-3)



(図表-4)



(図表-5)

2008年との比較 (単位: %)

	2008年2月	2011年8月
消費者物価	8.7	6.2
コア(除く食品・エネルギー)	1.0	2.5
食品	23.3	13.4
うち生鮮野菜	46.0	0.1
うち豚肉	63.4	45.5
品目別		
衣類	-1.4	2.9
家庭用品サービス	2.1	2.8
医療保健	3.2	4.1
交通通信	-1.4	1.0
娯楽教育文化用品サービス	-0.9	0.4
居住	6.6	5.5

(資料)CEIC

(図表-6)

消費者物価(分類別、前月比) (単位: %)

	消費者物価		品目別			消費品(モノ)	サービス
	除く食品・エネルギー	食品	食品				
			うち生鮮野菜	うち豚肉			
2011年1月	1.0	0.2	2.8	14.4	0.8	1.2	0.6
2011年2月	1.2	0.1	3.7	15.2	5.1	1.5	0.6
2011年3月	▲0.2	0.1	▲1.0	▲6.2	▲0.9	▲0.3	0.0
2011年4月	0.1	0.3	▲0.4	▲11.2	0.5	0.1	0.3
2011年5月	0.1	0.2	▲0.3	▲9.3	2.6	0.1	0.1
2011年6月	0.3	0.0	0.9	▲0.8	11.4	0.4	0.0
2011年7月	0.5	0.1	1.2	4.1	7.7	0.5	0.4
2011年8月	0.3	0.2	0.6	▲0.2	1.3	0.3	0.2

(資料)CEIC

をみると、前回の同 1.0%に対して今回 8 月は同 2.5%と、前回は上回る上昇率を示しており、図表-3 に示したように、上昇率は緩やかながらも騰勢を強めている。このコア部分の上昇は、根幹部分でインフレ圧力が高まっていることを示しており、国際商品市況の変動に左右されにくい物価上昇で、今回の物価上昇は前回よりも広範で、より根の深い物価上昇といえるだろう。

図表-6 に示した消費者物価の前月比の推移をみると、8 月の消費者物価は全体で 0.3%上昇、食品価格は 0.6%上昇、豚肉価格は 1.3%上昇と、消費者物価の上昇傾向は依然として続いている。また、中国人民銀行（中央銀行）が 9 月 15 日発表した都市部預金者を対象とするアンケート調査によると、物価が「高い、受け入れ難い」とした預金者は 72%で（図表-7）、2008 年 3 月の 49.2%を大きく上回っており、今回の物価上昇に対する庶民の不満感は前回よりも高いといえるだろう。また、将来の物価期待指数は 74.8%と高水準であり、予想インフレ率は依然として高止まっている。

従って、リーマンショック後のような世界景気の失速が回避できれば、新興国需要を背景に国際商品市況も堅調に推移するとみられることから、9%台と高い経済成長が続く中国では、今後も消費者物価の高い上昇が続くとするシナリオも描ける（以下「シナリオ②」）。

一方、今後の中国の C P I 上昇率をみる上で注意すべき点がある。図表-8 に示したように、中国の消費者物価には、例年夏場にかけて下落したあと 8 月以降に上昇するという傾向があるが、昨年下半年は例年を上回るピッチで消費者物価が上昇した。従って、今年下期の上昇率が例年並みに留まると、前年同月と比べる C P I 上昇率は前年の反動で、今年冬場にかけては大きく低下するというテクニカルな要因である。

このテクニカルな要因を踏まえて推定した消費者物価上昇率が図表-9 である。欧州の債務問題の混迷、世界景気の低迷で、国際商品市況が軟調に推移するという「シナリオ①」では、年末にかけて 4%台まで上昇率が低下する可能性がある。また、欧米先進国の景気が低迷しても、中国では 9%台の高成長が続き、国際商品市況も堅調に推移するという「シナリオ②」でも、前述のテクニカルな要因が効いて、今年末には一旦 5%台まで上昇率が鈍化するとみられる。但し、「シナリオ②」に近い数値を示すようだと、中国のインフレ圧力は予想以上に根強く、C P I 上昇率は来年早々にも再び 6%を超える可能性が高くなる。

(図表-7)

都市部預金者の物価に対する見方

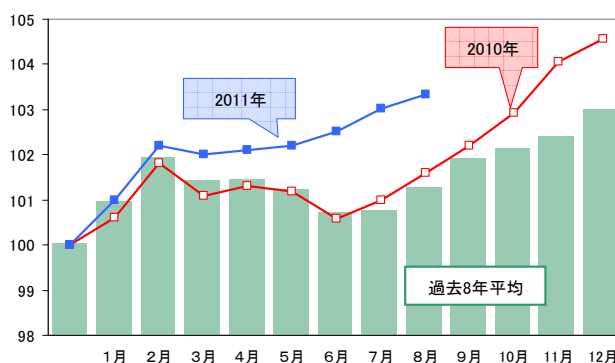
(単位: %)

	2010年4Q (12月15日)	2011年1Q (3月11日)	2011年2Q (6月15日)	2011年3Q (9月15日)
現在の物価満足指数	13.8	17.3	16.8	14.8
高い、受け入れ難い	73.9	66.9	68.2	72.0
受け入れられる	24.8	31.6	30.0	26.5
将来の物価期待指数	81.7	72.8	72.2	74.8

(資料) 中国人民銀行(預金者アンケート調査報告)

(図表-8)

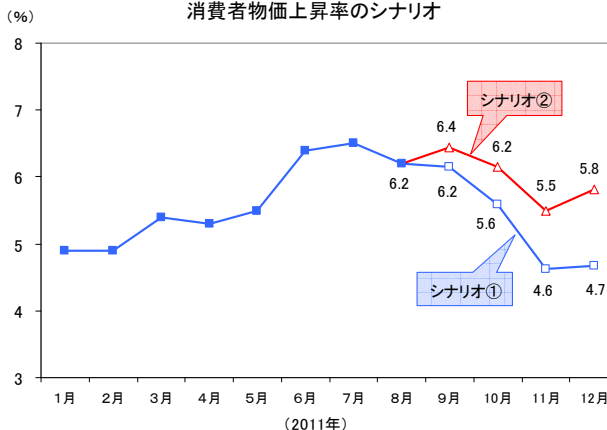
今年と昨年の消費者物価の推移



(資料) CEICのデータを元にニッセイ基礎研究所で作成
(注) 前年12月を100とした指数で表示、過去8年は2003~2010年

(図表-9)

消費者物価上昇率のシナリオ



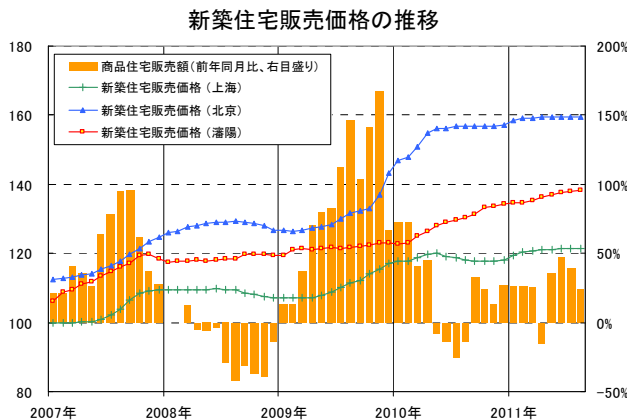
2. 周辺に波及し始めたバブル

中国国家统计局が発表した「8月分70大中都市住宅販売価格変動情況」によると、8月はモニタリング対象とされた70都市の全てで新築住宅販売価格（保障性住宅を除く）が前年同月比で上昇した。

図表-10をみると、中国の住宅価格は2008年秋のリーマンショックを受けて下落に転じたが、4兆元の景気刺激策などを受けてその後は販売量が急増、2009年後半には北京市など大都市の住宅価格が再び上昇した。最近も住宅価格の上昇傾向は続いているが、ここ数ヶ月の上昇率は小幅に留まり、北京市や上海市などの販売量は今年1-8月期に前年同期比で1割以上減少している。前月比で見ると、7月よりも上昇した都市数が23、下落した都市数が16と、上昇した都市数が上回ってはいるものの、7月と比較すると、上昇した都市数が減り、下落した都市数が増えている。

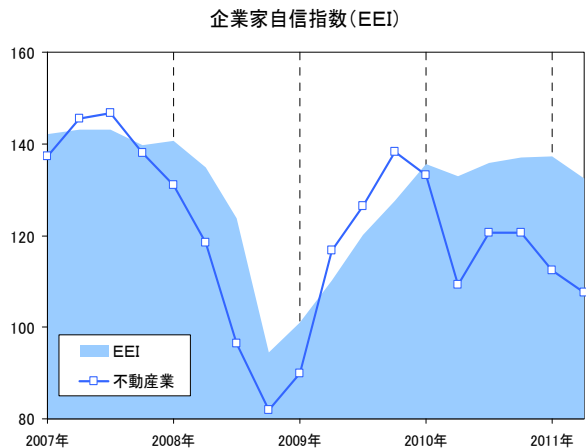
また、図表-11に示した中国人民銀行が都市部預金者を対象に実施したアンケート調査（9月15日発表）では、投資を増やす意欲が前回調査（6月15日発表）から1.3ポイント低下、不動産投資を選好する人も徐々に減少する傾向にある。図表-12に示したように、供給者サイドからみても不動産業の企業家自信度指数（EEI）は、リーマンショックから急回復した2009年10-12月期をピークに低下傾向を辿っており、需要と供給の両面から住宅バブルには変化の兆しがあるといえるだろう。この背景には、中国政府が段階的に強化してきた住宅価格抑制策や、中低所得者向けに1000万戸の保障性住宅建設を進めるなど、需給両面に渡る中国政府の対策が効果を挙げている面もある。

(図表-10)



(資料)CEICのデータを元にニッセイ基礎研究所で作成
(注)新築住宅販売価格は2005年12月=100とした指数、昨年12月迄は旧方式その後は新方式。

(図表-12)



(資料)CEIC

(図表-11)

都市部預金者の投資に対する意欲

(単位:%)

	2010年4Q (12月15日)	2011年1Q (3月11日)	2011年2Q (6月15日)	2011年3Q (9月15日)
投資を増やす意欲	45.2	44.2	41.0	39.7
不動産投資を選好する	26.1	25.1	22.2	23.6
株式投資を選好する	14.8	13.5	11.0	9.2

(資料)中国人民銀行(預金者アンケート調査報告)

(図表-13)

都市部預金者の住宅価格の見方

(単位:%)

	2011年3Q (9月15日)	対前期
住宅価格判断(高い、受け入れ難い)	75.6	▲ 1.3
今後	ほぼ変わらない	41.1 ▲ 0.3
	値上がりする	37.9 ▲ 1.7
	値下がりする	8.0 ▲ 0.2
3ヵ月以内に住宅購入を考えている	14.2	▲ 0.4

(資料)中国人民銀行(預金者アンケート調査報告)

但し、前出の都市部預金者を対象に実施したアンケート調査では、図表-13 に示したように、住宅価格は「高い、受け入れ難い」と考える人の割合が 75.6%と依然として高く、今後の見通しについても、値上がりすると考える人が前回調査（6月15日発表）よりも増えて、逆に値下がりすると考える人は前回調査よりも減少するなど、かつての日本にあった「土地神話」のように、「住宅価格は高過ぎるものの値下がりしそうにない」という諦めにも似た住宅価格上昇期待が広まる兆しもあり、住宅バブル膨張は楽観視できない状況にある。

今後、住宅バブル膨張が懸念されるのが地方都市である。図表-14 の一覧表をみると、沿海部では最高値更新を続ける都市は徐々に減ってきたが、地方都市では依然として最高値更新を続ける都市が目立つ。図表-15 に示した販売量をみても、北京市や上海市などでは販売量も前年同期に比べて減少しているが、地方では全国平均を大きく上回る増加率を示す地域も多い。沿海部ではやや沈静化してきた住宅バブル膨張だが、地方都市へ波及するリスクは依然として高いといえるだろう。

また、図表-16 は不動産種類別の平均販売価格をみたものだが、2011年上期（1-6月）は、住宅が前年同期比 9.0%上昇したのに対して、オフィスは同 17.1%上昇、商業ビルは 14.7%上昇と、住宅価格の上昇率を上回っている。富裕層の海外留学・移民ブームとも関連した海外不動産投資や、墓地価格が急騰して「墓地バブル」なる言葉も登場するなど、中国政府の住宅に対する厳しい購入制限措置を受けて、行き場を失った資金が住宅から様々な不動産物件へ流れて価格を押し上げる動きもある。

中国人民銀行は昨年10月以降、預金の基準金利とされる定期預金（1年）の金利を 2.25%から 3.5%へと 5回に渡り累計 1.25%引き上げてきたが、6%を超える消費者物価上昇率との対比でみると金利水準は依然として低く、定期預金（1年）から消費者物価上昇率を差し引いた実質預金金利は 3%近いマイナス状態にあるため（1ページの図表-2）、バブル膨張の勢いは当面抑え切れそうにない。

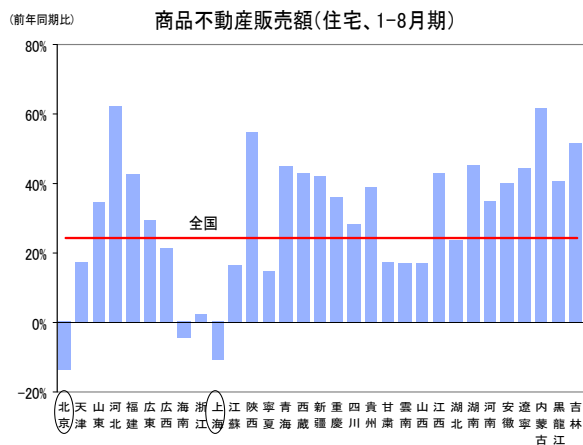
(図表-14)

地域別の新築住宅販売価格指数

	都市名 (省名)	最近の値動き(前月比、%)			備考
		2011年6月	2011年7月	2011年8月	
環渤海	北京 (北京)	0.0	0.0	0.0	最高値
	天津 (天津)	▲0.2	0.3	0.1	
	济南 (山東)	0.3	0.0	▲0.4	
	石家庄 (河北)	0.2	0.2	0.0	最高値
珠江デルタ	福州 (福建)	▲0.1	0.0	0.1	
	南宁 (広西)	▲0.2	▲0.1	0.0	最高値
	广州 (広東)	0.2	0.0	0.0	
	海口 (海南)	0.0	▲0.2	▲0.2	
長江デルタ	杭州 (浙江)	0.0	▲0.1	0.0	
	上海 (上海)	0.1	0.0	0.0	最高値
	南京 (江蘇)	▲0.1	▲0.1	▲0.2	
西部	西安 (陝西)	0.1	0.1	0.0	最高値
	昆明 (雲南)	0.2	▲0.1	0.0	
	银川 (寧夏)	0.4	0.2	0.0	最高値
	乌鲁木齐 (新疆)	0.4	0.3	0.2	最高値
	重庆 (重慶)	0.0	▲0.2	▲0.4	
	成都 (四川)	▲0.1	▲0.3	0.1	
	贵阳 (貴州)	0.0	0.2	0.1	最高値
	兰州 (甘肅)	0.2	0.1	▲0.1	
西宁 (青海)	0.3	0.1	0.1	最高値	
中部	合肥 (安徽)	0.0	0.1	0.0	最高値
	太原 (山西)	0.3	0.2	0.0	最高値
	武汉 (湖北)	0.2	0.1	0.2	最高値
	长沙 (湖南)	0.4	0.1	0.3	最高値
	南昌 (江西)	0.2	0.0	0.0	最高値
郑州 (河南)	0.3	0.0	0.3	最高値	
東北	沈阳 (遼寧)	0.4	0.3	0.3	最高値
	哈尔滨 (黒龍江)	0.3	0.1	0.0	最高値
	长春 (吉林)	0.3	0.3	0.3	最高値
	呼和浩特 (内蒙古)	0.2	0.3	0.1	最高値

(資料)CEIC

(図表-15)



(資料)CEIC

(図表-16)

商品不動産の平均販売価格(平方米当たり) (単位:元)

	全体	住宅	オフィス	商業ビル
2009年	4,695	4,474	10,691	6,896
2010年	5,029	4,724	11,418	7,735
2011年(上期)	5,536	5,190	13,214	8,763
前年同期比				
2010年	7.1%	5.6%	6.8%	12.2%
2011年(上期)	9.9%	9.0%	17.1%	14.7%

(資料)CEIC、中国都市農村建設経済研究所

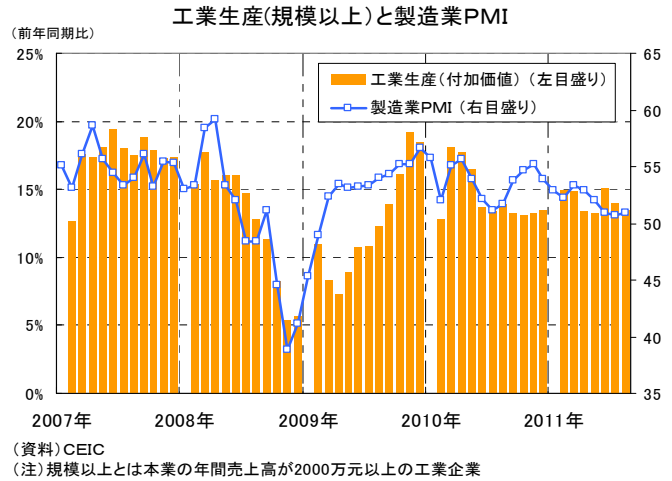
3. 板ばさみの金融政策

一方、中国の景気には減速の兆しがでてきた。製造業購買担当者景気指数（PMI）など先行性が高いサーベイ調査が低下傾向を示し、10月中旬に発表予定の7-9月期の経済成長率は、4-6月期の前年同期比9.5%増から若干減速して同9%増程度との見方が支配的となっている。また、欧米先進国では景気失速懸念が台頭しており、前出PMIの新規輸出受注は48.3と、2年4ヵ月ぶりに好不調の境目となる50を割り込むなど、輸出の先行きにも暗雲が立ち込めてきた。頼みの綱となる財政政策も、リーマンショック後の急回復で牽引役を果たした地方政府のインフラ投資は、10.7兆元（日本円換算で約128兆円）に膨らんだ債務の整理中であり、多くは期待できない状況にある。

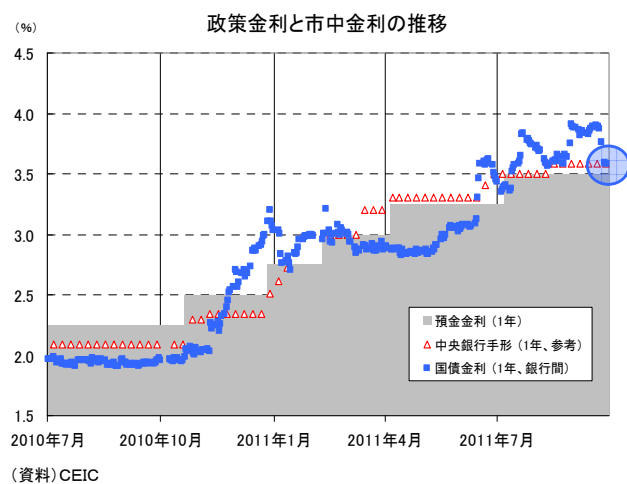
インフレ懸念を払拭する前に、景気減速の兆しが現れてきたことで、中国の金融政策は難しい舵取りを迫られている。資金繰りに苦しむ中小企業に配慮して金融緩和へ舵を切ればインフレが加速しかねず、インフレ抑制のために更なる金融引き締めにも舵を切れば成長率を鈍化させる可能性があるからだ。中国人民銀行は庶民の生活を苦しめる物価上昇の抑制に軸足を置くスタンスを堅持しており、当面は追加的金融引き締めを実施する可能性が残る。しかし、高成長に慣れた中国だけに、前年同月比でみた消費者物価上昇率が鈍化すると、懸念が高まる景気に配慮して利上げを停止、景気と物価の動向を見極める時間帯に入る可能性が高い。図表-18に示したように、利上げを織り込んでいた市中金利は政策金利に急接近してきており、市場も利上げ停止との見方に傾きつつあるようだ（参考、1ページの図表-1）。

但し、金利水準は依然として極めて低く、インフレの根が完全には払拭し切れていない状態のままだけに、中国のインフレ動向はその後にも要注意の状況が続くだろう。

(図表-17)



(図表-18)



(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。