



中国景気動向と金融政策

調査研究部 木下 茂

○堅調な回復続く中国経済

中国経済の堅調な回復が目立っている。1～3月期の実質GDP成長率は前年比+11.9%と前期の+10.7%から一段と加速した。固定資産投資が高水準の伸びを続けていることに加え、小売売上高も3月は前年比+18.0%と増加が続くなど、内需が全般に好調であることが主因である。一方で、消費者物価の上昇率はじりじりと高まりつつあるほか、1～3月期の不動産価格も前年比で10.6%の上昇となるなど、インフレ・資産価格面で過熱化の様相も呈している（第1表）。

○緩和的な金融政策の効果が顕在化

これは、一昨年リーマンショック後に打

ち出された4兆元の景気対策に加え、大幅に緩和された金融政策の効果が顕在化した結果と考えられる。インフレを調整した実質政策金利で現在の金融環境を確認してみると（第1図）、09年秋まではインフレ率がマイナスであったため、実質金利でみればむしろ引き締めの状況であったものが、ここにきてそうした状況は解消され、急速に緩和的な状態に移りつつある。

○ドルペッグも過剰流動性の一因に

また、中国は現在事実上ドルペッグを採用しているが、このことは一般的な固定為替相場制と同様の効果をもたらす。すなわち、海外から資金流入が生じて自国通貨に上昇圧力

（第1表）中国主要経済指標の推移

（単位：前年比%、銀行融資増加額と貿易収支のみ実額）

	2009年									2010年		
	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月
実 質 G D P	7.9			9.1			10.7			11.9		
都市部固定資産投資(累計)	30.5	32.9	33.6	32.9	33.0	33.3	33.1	32.1	30.5	-	26.6	26.4
鉱 工 業 生 産	7.3	8.9	10.7	10.8	12.3	13.9	16.1	19.2	18.5	-	12.8	18.1
小 売 売 上 高	14.8	15.2	15.0	15.2	15.4	15.5	16.2	15.8	17.5	14.0	22.1	18.0
消 費 者 物 価	-1.5	-1.4	-1.7	-1.8	-1.2	-0.8	-0.5	0.6	1.9	1.5	2.7	2.4
生 産 者 物 価	-6.6	-7.2	-7.8	-8.2	-7.9	-7.0	-5.8	-2.1	1.7	4.3	5.4	5.9
不 動 産 価 格	-1.1	-0.6	0.2	1.0	2.0	2.8	3.9	5.7	7.8	9.5	10.7	11.7
マネーサプライ(M1)	17.5	18.7	24.8	26.4	27.7	29.5	32.0	34.6	32.4	39.0	35.0	29.9
マネーサプライ(M2)	26.0	25.7	28.5	28.4	28.5	29.3	29.4	29.7	27.7	26.0	25.5	22.5
銀行融資残高	29.7	30.6	34.4	33.9	34.1	34.2	34.2	33.8	31.7	29.3	27.2	21.8
銀行融資増加額(億元)	5,918	6,645	15,300	3,559	4,104	5,167	2,530	2,948	3,798	13,900	7,001	5,107
輸 出	-22.8	-26.5	-21.3	-23.0	-23.4	-15.3	-13.9	-1.2	17.7	21.1	45.7	24.3
輸 入	-22.9	-24.9	-12.8	-14.6	-16.8	-3.4	-6.4	26.7	55.9	85.7	44.7	66.0
貿易収支(億ドル)	129.4	130.3	79.2	102.9	154.7	127.5	237.8	189.8	184.1	141.5	76.1	-72.4

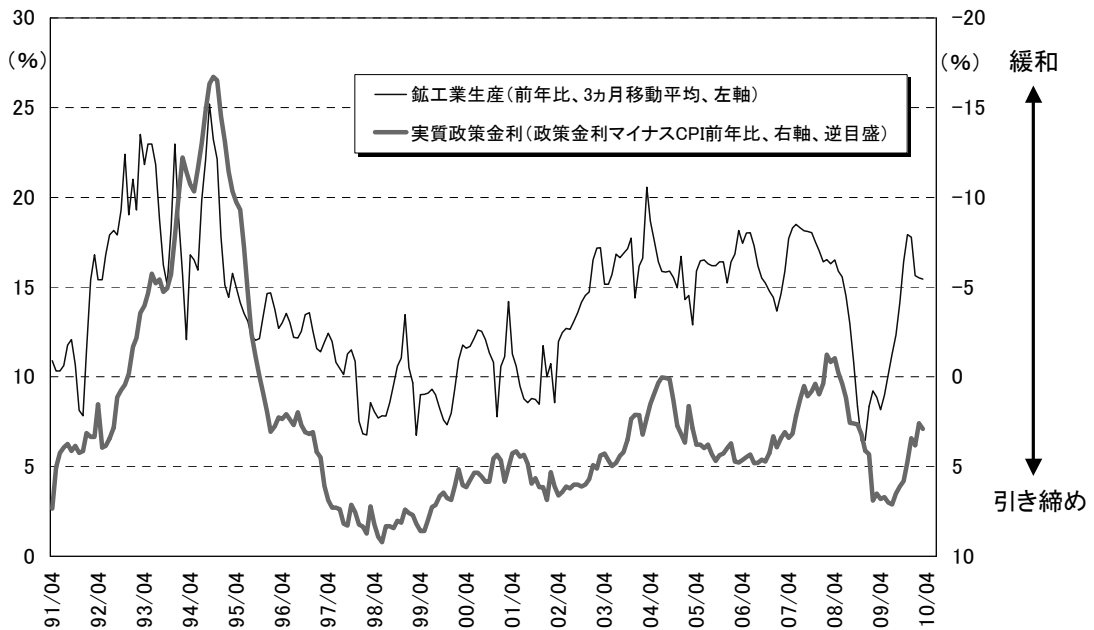
(データ出典)トムソンロイター



がかかった場合、通貨当局が自国通貨を一定水準に保つために外国通貨買い・自国通貨売りのオペレーションを実施するわけであるが、この過程で国内に過剰流動性が散布されることに

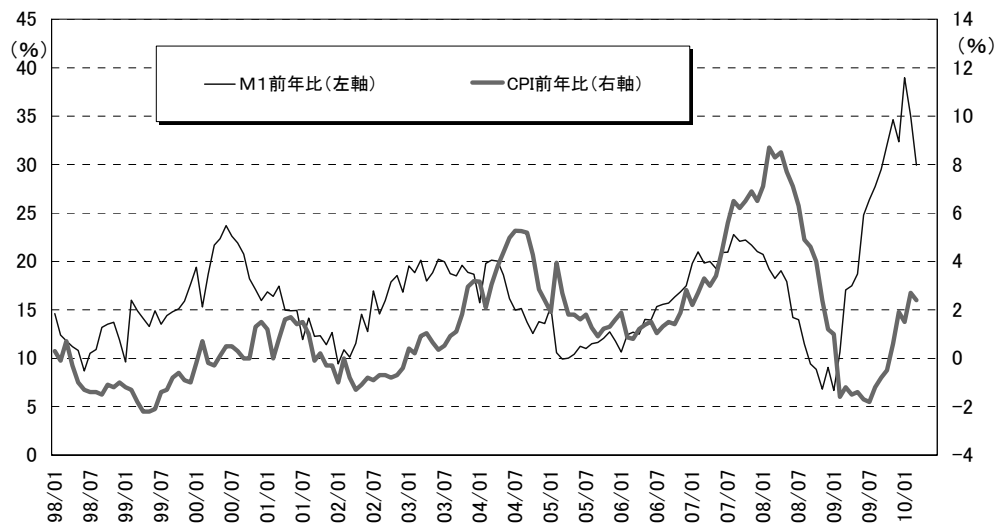
なる。通常はこのような場合、短期金融市場における資金吸収オペレーションなどを通じていわゆる「不胎化」が行われるが、中国の場合こうしたコントロールはまだ難しいようだ。

(第1図) 実質政策金利と鉱工業生産の推移



(注) トムソンロイターのデータより作成

(第2図) マネーサプライと消費者物価の推移 (前年比)



(注) トムソンロイターのデータより作成

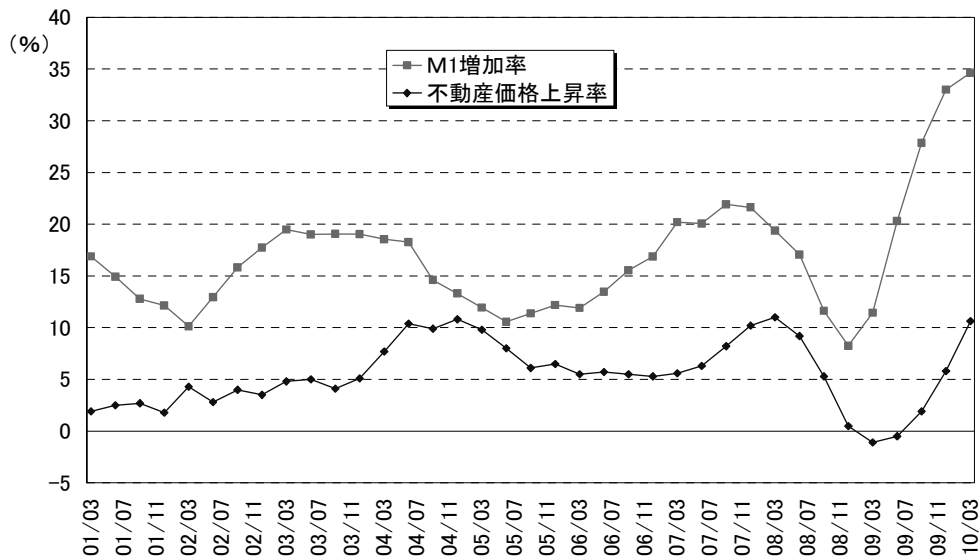


こうした環境に加え、中国では住宅価格バブル崩壊を経験した主要先進国と違って銀行部門のバランスシート毀損がなかったことが、銀行貸出の増加を通じて景気対策の効果を顕在化させやすくする一方で、インフレや資産価格の上昇を招く結果になったと考えられる。

○通貨供給とインフレ・資産価格の関係は

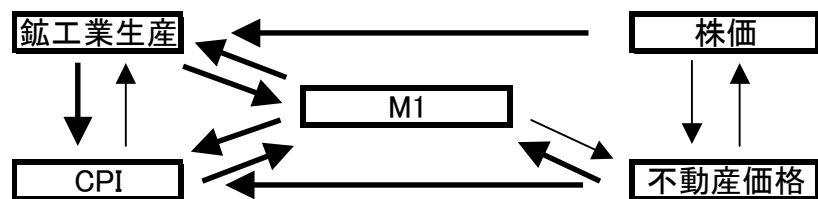
さて、ここで改めて通貨供給量とインフレの関係のみてみよう。両者を比較すると、第2図に示すように一定のラグを伴った連動関係が確認される。昨年の年初以降銀行融資の大幅な増加が続いていることを反映して、足元のマネーサプライは歴史的な伸び率を記

(第3図) マネーサプライと不動産価格の推移 (前年比)



(注) トムソンロイターのデータより作成

(第4図) マネーサプライ (M1)、産出量、物価、資産価格の因果関係



(注1) VARモデルによるグレンジャー因果性テスト結果
 (注2) ラグ4四半期、前年同期比により推計
 (注3) 太矢印は有意水準5%、細矢印は有意水準10%を示す
 (注4) 計測期間は98年1Q～2010年1Q
 (注5) トムソンロイターのデータより作成



録しているが、直近のCPI上昇率の高まりはこうした流動性の増加を受けたものとの解釈が可能である。

次に第3図ではマネーサプライ増加率と不動産価格上昇率を比較している。インフレ率との関係ほど明瞭ではないものの、やはり両者の間に一定のラグを伴った緩やかな連動関係があることがみてとれる。特に不動産価格バブルについては、中国の政策当局はかなりの警戒感を持っているものと推測される。

以上みたような量的金融指標とインフレ・資産価格との関係を定量的にチェックするため、統計的手法を用いて因果関係テストを行ってみると、マネーサプライと物価・不動産価格に加え、鉱工業生産との関係も確認されるほか、株価と不動産価格も相互に関連するという関係も検出された（第4図）。

○政策金利の引き上げは不可避

さて、景気がやや過熱気味に推移していること、インフレや資産価格バブル懸念が台頭していることを受けて、中国人民銀行は今年に入って預金準備率を2度にわたって引き上げるなど、金融政策は既に引き締めスタンスに転じている。今後は一般物価インフレや資産価格上昇を抑制するための政策金利の引き上げは避けられないとみられるほか、過剰流動性創出の一因であるドルとのペッグも早晩見直されよう。

○世界的な過剰流動性相場の巻き戻しにつながる可能性も

中国政策当局としては、先の主要先進国の住宅バブル崩壊の記憶が新しいだけにソフトランディングを目指すと思われるが、過去のマネーサプライ伸び率のボトム水準並み（前年比約10%）に通貨供給が抑制された場合、実体経済や資産価格にも一定の影響が出るとみられる。もっとも、不動産価格の上昇については現段階では全国規模の広がりを見せているわけではなく、海南島の海口市（今年3月の前年比上昇率+53.9%）、三亜市（同+52.1%）、香港に隣接する深圳市（同+20.1%）など局所的な動きが目立つ程度である。このため、仮に金融引き締めの効果により不動産価格上昇が抑制されたとしても、それを起点とした景気腰折れを懸念する必要はなからう。とはいえ、金融市場では主要国の出口戦略の行方が意識されている地合いにあるだけに、世界的な過剰流動性を背景としたリスクテイクの動きの巻き戻しのきっかけになり得る点については注意を要しよう。