

～海外情報～

2011年9月20日 全6頁

# ブレーキとアクセルを同時に踏む中国

経済調査部  
齋藤尚登

## [要約]

- 中国の金融が引き締めすぎになるのではないかと懸念が高まっている。特に、中小銀行の貸出余力はかなり逼迫しており、現地では中国人民銀行の次の一手は、預金準備率の「引き下げ」との見方も出てきている。ただし、これが実現したとしても行き過ぎの修正であり、金融緩和の始まりを意味するわけではない。
- 物価抑制は当初想定していたほど、容易なものではなかった。ピークアウト時期は後ずれし、今後の鈍化ペースも緩やかなものとなろう。当面の中国経済は、ブレーキから足が離れることなく、アクセルが同時に踏まれる状況が続くと想定される。ブレーキとは、金融引き締め維持、高級不動産の投資・投機抑制、省エネ・環境保護の重視であり、アクセルとは、積極財政、保障性住宅の建設加速、第12次5ヵ年計画の本格始動である。大和総研では、2012年の実質GDP成長率見通しを従来の12.0%から10.2%に引き下げた。また、従来は景気過熱を抑制するために、2012年に大幅な金利引き上げを想定していたが、そのリスクも低下しよう。

## 行きすぎた金融引き締めへの懸念

### 引き締めすぎ？

中国の金融が引き締めすぎになるのではないかと懸念が高まっている。具体的には、①2011年7月の新規預金額が6,687億元の純減（預金残高が減少）となり、預金を原資とする貸出の抑制が懸念された（8月の新規預金額は6,962億元の増加）、②中国人民銀行がこれまで預金準備の対象外であった取引保証金を9月以降段階的に対象に含め、最大で8,980億元の預金を預金準備として凍結することを決定した、③2011年8月のM2増加率は前年同月比13.5%と、年間抑制目標の16%を大きく下回った、ことなどが、行きすぎた金融引き締めへの懸念を高めている。

### 7月の新規預金の純減

まず、7月の新規預金の純減については、季節的な要因も一因ではある。銀行の評価システムでは四半期末の実績が重要なため、3月、6月、9月、12月（特に3月と6月）に預金獲得競争が激化し新規預金が大きく増加する一方、それぞれ翌月の4月、7月、10月、1月には増加ペースが一服する傾向が強まる（ただし、1月は旧正月の時期によって大きく変動）。それでも新規預金額が純減することは減多になく、2005年以降では、2007年10月（4,498億元の純減）、2011年1月（203億元の純減）、そして2011年7月の3回を数えるのみである。2007年10月は金融引き締めの最終手段である総量規制が実施され、2007年末までの新規貸出をゼロとすることが目指され、資金難に陥った企業が預金の一部を取り崩したと推察される。2011年1月には、月前半に貸出が急増し、月後半にそれを回収した経緯

があり、状況は2007年10月の縮小版といえる。一方で、2011年7月については、貸出抑制スタンスは続いているが、貸し剥がしの状況は発生していない。預金流出の主因は、マイナスの実質預金金利を嫌気した預金者が、金融機関の資金運用商品や私募ファンド、P2P（パーソン・トゥー・パーソン）と呼ばれる民間高利貸しに預金をシフトさせたことである。2011年1月～8月累計の新規預金額は前年同期比17.1%減の7兆3,549億円（ちなみに新規貸出額は同8.4%減の5兆2,212億円）にとどまり、貸し出し余力の低下が懸念される。

#### 取引保証金を預金準備の対象に

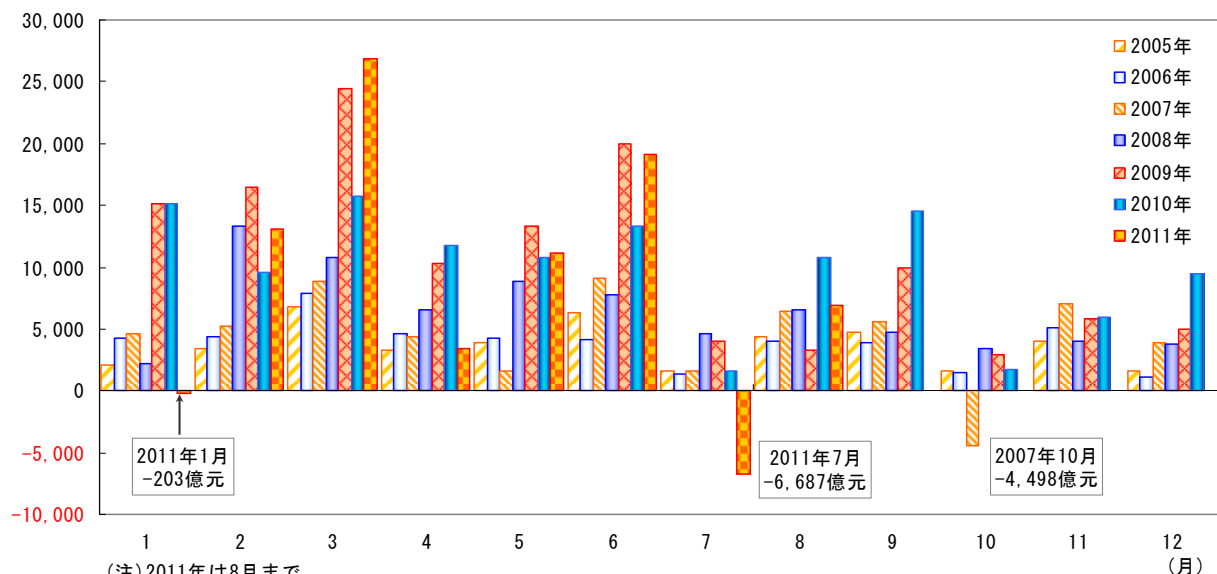
次に、取引保証金とは、銀行が取引先に対して信用状発行などを手掛ける際に、取引先顧客から保証金として受け取る預金であり、従来は預金準備の対象外とされた。各種保証金の大半を占める信用状保証金、保証状保証金、引受手形保証金について、大手行では3ヵ月、中小銀行では6ヵ月かけて預金準備の対象に含まれることになったのである。具体的には、大手6行（工商銀行、農業銀行、中国銀行、建設銀行、交通銀行、郵政貯蓄銀行）では、最大で、取引保証金残高約1.6兆元に預金準備率21.5%を乗じたおよそ3,450億円、中小銀行では、同様に取引保証金残高約2.83兆元に預金準備率19.5%を乗じたおよそ5,530億円が、預金準備として凍結され、貸出に回すことができなくなる。これは、貸出増加の抜け道を塞ぐ制度改善との評価が可能であるが、同時に、預金準備率を1.3%程度引き上げるのと同じ貸出凍結効果が得られることも事実である。図表2では9月以降の貸出凍結額をみているが、その時期に満期を迎える売りオペ（手形、レポ）をロールオーバーしないことで資金供給が増加し、資金の逼迫を回避できるとの見方がある。しかし、11月、12月にかけては、貸出凍結額の方がより大きくなり、資金の逼迫度合いがより深まることが懸念される。

#### 預金準備率1.3%引き上げと同じ効果

#### 行きすぎ修正の可能性も、緩和の始まりにはあらず

商業銀行法では、預貸比率は75%未満と規定されているが、多くの中小銀行でこの比率が70%を超えている。中小銀行の貸出余力はかなり限定されており、現地では中国人民銀行の次の一手は、預金準備率の「引き下げ」との見方も出てきている。ただし、これが実現したとしても行きすぎの修正であり、金融緩和の始まりを意味するわけではない。

（図表1）新規預金額の推移（単位：億元）



8月のM2増加率は年間抑制目標16%を大きく下回る13.5%

預金からの資金シフト

最後に 2011 年 8 月の M2 増加率が、年間抑制目標の 16%前後を大きく下回る 13.5%にまで低下したことについて、中国人民銀行は「中立的な金融政策の要請にかなっている」とし、むしろ肯定的に評価している。M2 伸び率の急速な鈍化の一因としては、「商業銀行のオフバランスシートでの資金運用商品業務が今年に入ってから急速に増え、預金からのシフトが加速している。これらが M2 の対象外となっていることが M2 の伸び鈍化の主因であり、人民銀行はこれらを含めた M2+（プラス）の研究を開始している」とのことである。ただし、預金からの資金シフトの根本的な要因は、実質マイナス金利が長期にわたり継続していることであり、これに対応するには、預金金利を引き上げるか、物価上昇を抑制する（もしくは両方を行う）しかない。

### ブレーキとアクセルを同時に踏む中国

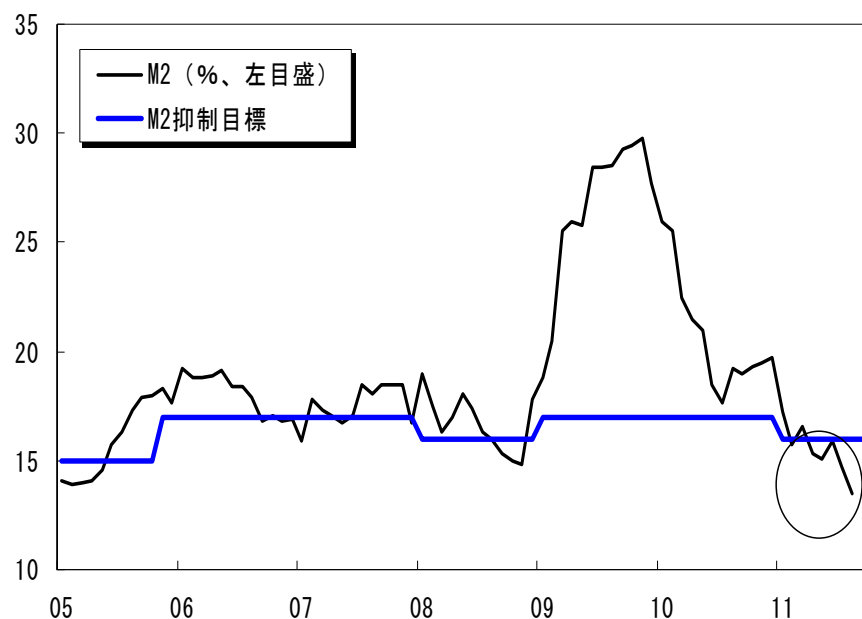
大和総研の中国経済見通しでは、従来、今年春先には物価上昇圧力がピークアウトし（ブレーキペダルから足が離れる）、2012 年秋と想定される 5 年に 1 度の共産党大会に向けた「政績」向上から、景気加速のアクセルが徐々に踏まれてい

（図表 2）取引保証金貸出凍結額（単位：億元）

	2011/9	2011/10	2011/11	2011/12	2012/1	2012/2	小計
大手6行	690	1,380	1,380				3,450
中小銀行	830	830	830	830	1,105	1,105	5,530
最大貸出凍結額合計	1,520	2,210	2,210	830	1,105	1,105	8,980
（参考）売りオペ満期額	3,510	2,980	1,550	50	20	20	8,130

（注）大手行は、9月5日に取引保証金残高の20%、10月5日に同60%、11月5日に同100%を預金準備の対象化。  
 中小銀行は、9月15日以降来年2月15日までにそれぞれ15%、30%、45%、60%、80%、100%を対象化  
 （出所）中国人民銀行資料、各種報道より大和総研作成

（図表 3）M2 増加率の推移（単位：%）



（出所）中国人民銀行より大和総研作成

## 物価ピークアウト時期の後ズレ

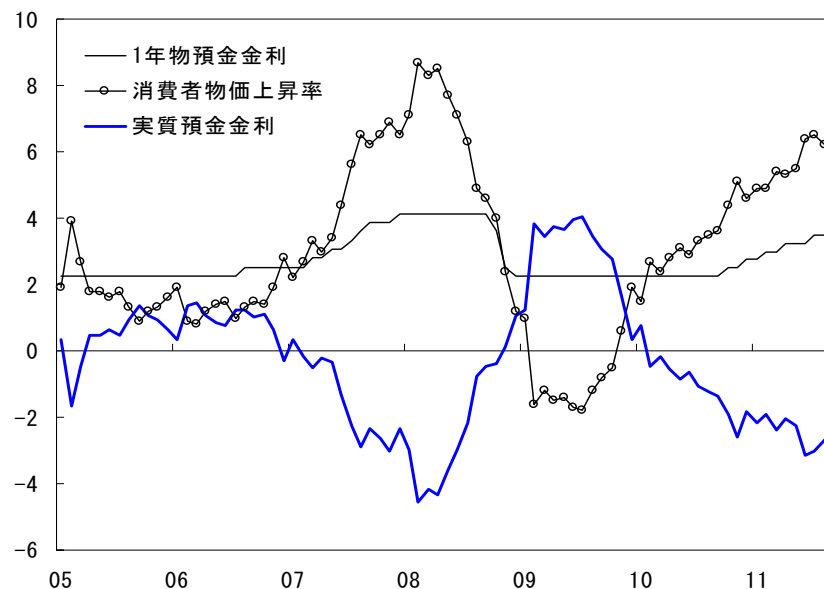
くと想定していた。しかし、物価のピークアウト時期は後ずれし、今後の鈍化ペースも緩やかなものとなろう。9月以降の消費者物価上昇率が前月比0.3%で推移するとの仮定では、12月は前年同月比4.6%、前月比0.4%との仮定では5.0%と、年間抑制目標の4%を単月でも達成することは難しい。

## ブレーキ…金融引き締め、高級不動産抑制、省エネ・環境保護 アクセル…積極財政、保障性住宅建設加速、5ヵ年計画本格始動

いわば、ブレーキから足が離れることなく、アクセルが同時に踏まれる状況が続くと想定されるのである。ブレーキとは、金融引き締めの継続、高級不動産の投資・投機抑制、省エネ・環境保護の重視であり、アクセルとは、積極財政、保障性住宅の建設加速、第12次5ヵ年計画の本格始動である。大和総研では、2012年の実質GDP成長率見通しを従来の12.0%から10.2%に引き下げた。また、従来は景気過熱を抑制するために、2012年に大幅な金利引き上げを想定していたが、そのリスクも低下しよう。欧米の景気回復テンポの鈍化を受け、輸出入の見通しも下方修正した。

以上

(図表4) 実質預金金利の推移 (単位: %)



(注) 実質預金金利は1年物預金金利－消費者物価上昇率  
(出所) 中国人民銀行、国家統計局資料より大和総研作成

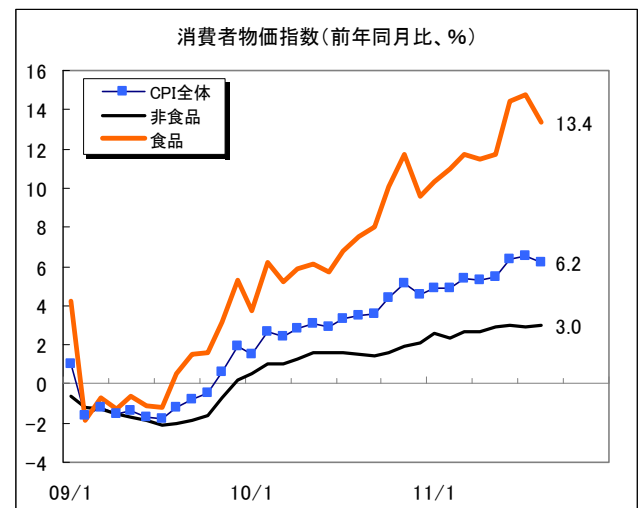
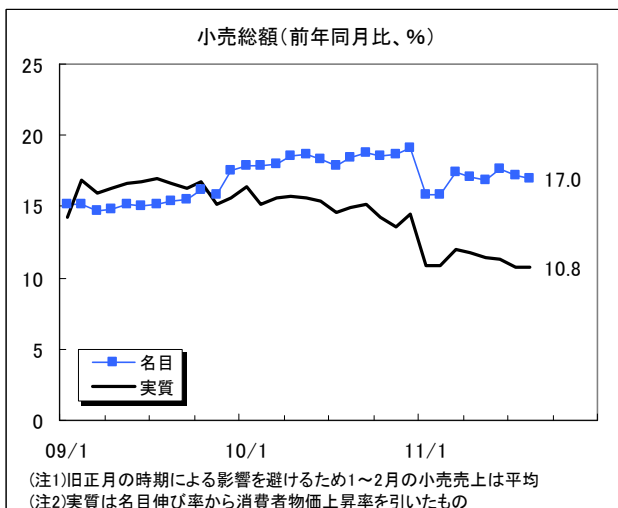
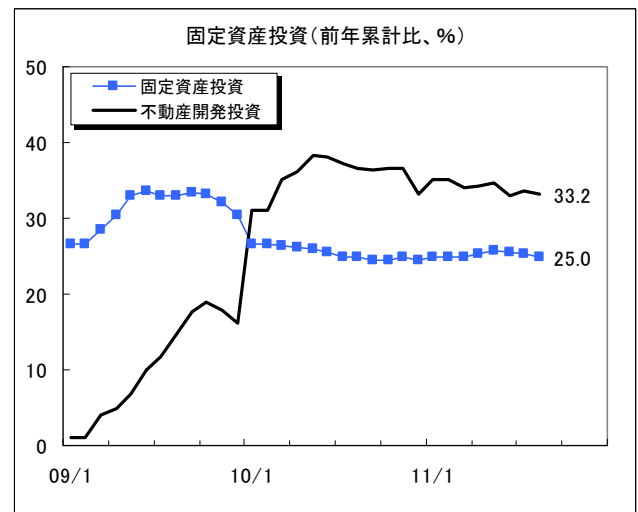
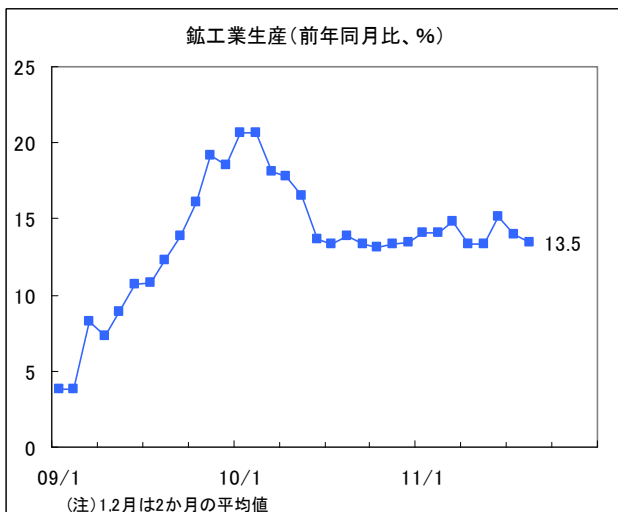
(図表5) 大和総研による中国経済見通し一覧

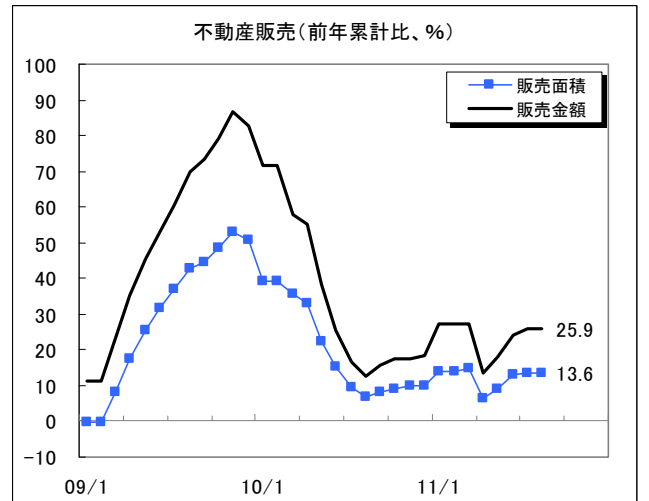
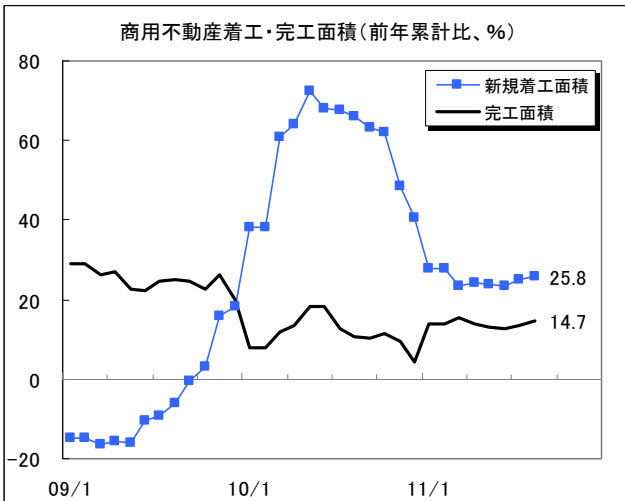
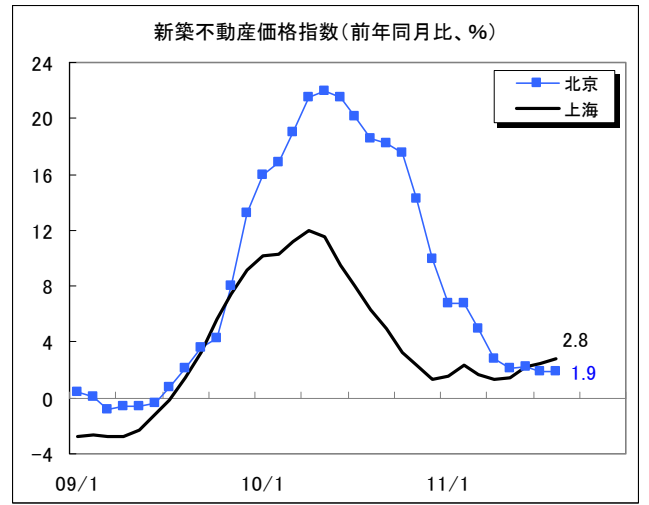
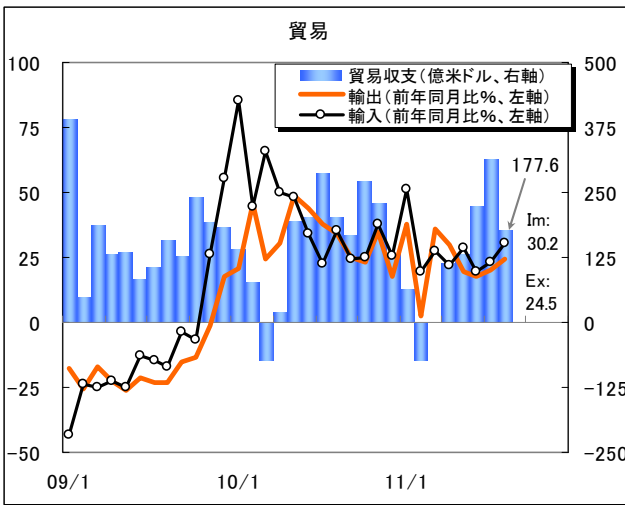
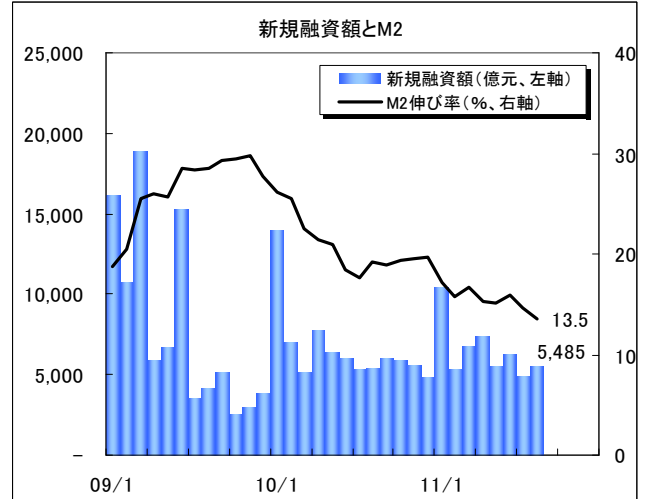
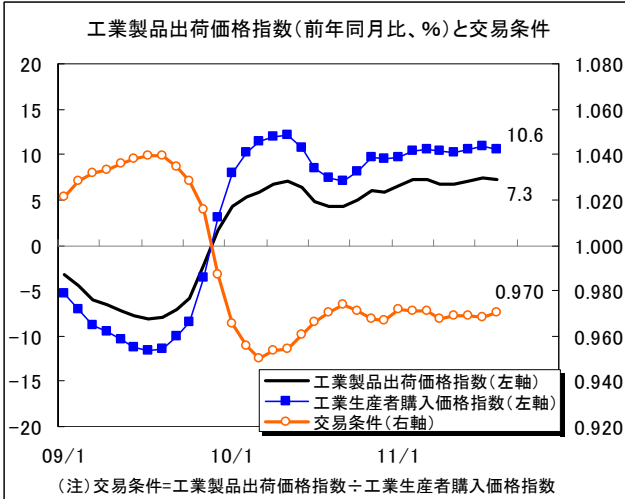
(前年比、%)	2006	2007	2008	2009	2010	2011 (F)	2012 (F)
実質GDP成長率	12.7	14.2	9.6	9.2	10.4	9.5	10.2
固定資産投資 (名目)	24.3	25.8	26.6	30.4	24.5	24.0	24.5
小売総額 (名目)	15.8	18.2	22.7	15.5	18.3	16.5	17.5
消費者物価指数	1.5	4.8	5.9	-0.7	3.3	5.5	4.5
貿易収支 (通関ベース、億米ドル)	1,775	2,644	2,981	1,957	1,831	1,481	1,387
輸出	27.2	26.0	17.2	-16.0	31.3	19.0	17.0
輸入	19.9	20.8	18.5	-11.2	38.7	24.0	19.0
貸出基準金利 (1年物、期末)	6.12	7.47	5.31	5.31	5.81	6.56	6.81
人民元レート (対ドル、期末)	7.81	7.30	6.83	6.83	6.62	6.32	6.00

(出所) 実績は中国統計年鑑、中国人民銀行。見通しは大和総研

## (参考) 主要経済指標一覧

	2011/3月	4月	5月	6月	7月	8月
実質GDP成長率(四半期、前年同期比、%)	9.7	-	-	9.5	-	-
鉱工業生産(前年同月比、%)	14.8	13.4	13.3	15.1	14.0	13.5
固定資産投資(前年累計比、%)	25.0	25.4	25.8	25.6	25.4	25.0
不動産開発投資(前年累計比、%)	34.1	34.3	34.6	32.9	33.6	33.2
小売総額 名目(前年同月比、%)	17.4	17.1	16.9	17.7	17.2	17.0
実質(前年同月比、%)	12.0	11.8	11.4	11.3	10.7	10.8
消費者物価指数 全体(前年同月比、%)	5.4	5.3	5.5	6.4	6.5	6.2
食品(前年同月比、%)	11.7	11.5	11.7	14.4	14.8	13.4
非食品(前年同月比、%)	2.7	2.7	2.9	3.0	2.9	3.0
工業製品出荷価格指数(前年同月比、%)	7.3	6.8	6.8	7.1	7.5	7.3
工業生産者購入価格指数(前年同月比、%)	10.5	10.4	10.2	10.5	11.0	10.6
新規融資額(億円)	6,794	7,396	5,516	6,339	4,926	5,458
M2伸び率(%)	16.6	15.3	15.1	15.9	14.7	13.5
輸出(前年同月比、%)	35.8	29.9	19.4	17.9	20.4	24.5
輸入(前年同月比、%)	27.3	21.8	28.4	19.3	22.9	30.2
貿易収支(億米ドル)	1.4	114.2	130.5	222.7	314.8	177.6
新築不動産価格指数 北京(前年同月比、%)	4.9	2.8	2.1	2.2	1.9	1.9
上海(前年同月比、%)	1.7	1.3	1.4	2.2	2.5	2.8
商用不動産 着工面積(前年累計比、%)	23.4	24.4	23.8	23.6	24.9	25.8
完工面積(前年累計比、%)	15.4	14.0	12.9	12.8	13.4	14.7
不動産販売 面積(前年累計比、%)	14.9	6.3	9.1	12.9	13.6	13.6
金額(前年累計比、%)	27.3	13.3	18.1	24.1	26.1	25.9





(出所) 国家統計局、中国人民銀行、通関統計より大和総研作成