



中国におけるインフレの行方

関 志雄*

要約

1. 中国では、2011年7月のインフレ率は前年比6.5%と、37ヵ月ぶりの高水準に達している。中国経済は減速しているが、過熱の解消にはまだ至っていない。一般的にインフレ率は、景気の運行指標で、成長率が減速しはじめてからも、しばらくは上昇し続けるという傾向が見られ、中国も例外ではない。その上、労働力が過剰から不足に変わりつつある中で、潜在成長率が従来の10%程度から9%程度まで低下していると見られ、実際の成長率がそれを上回り続ける中で、賃金、ひいては物価の上昇が加速したのである。
2. インフレを抑えるべく、当局は金利と預金準備率の引き上げを中心に金融引き締め政策を行いながら、人民元の切り上げを容認するようになった。これらの政策が功を奏する形でマネーサプライの伸びがすでに鈍化しており、成長率が今後さらに低下すると見込まれることから、インフレ圧力は低下しつつある。インフレ率はすでに2011年8月に6.2%と低下しはじめているが、景気過熱が完全に解消されるにはなお時間がかかると予想されるため、しばらくは比較的高水準で推移するだろう。景気循環に沿って言えば、中国経済は、「高成長・高インフレ」という「過熱期」から「低成長・高インフレ」という「スタグフレーション期」にさしかかっている。インフレが沈静化することは、金融政策が引き締めから緩和に転換する前提条件となるが、その時期は2012年に持ち越されるだろう。

I、はじめに

中国では、2011年7月のCPI（消費者物価指数）上昇率は前年比6.5%と、37ヵ月ぶりの高水準に達し、4%以下という政府が掲げる2011年の年間目標の達成は難しくなっている。インフレの動向は、今後の金融政策のスタンス、ひいては景気の行方を左右するだけに、大きく注目されている。

II、インフレをもたらした循環要因と構造要因

今回のインフレの上昇は、景気過熱という循環要因に加え、労働力が過剰から不足に転じたという構造要因をも反映している。

* 関志雄（榊野村資本市場研究所 シニアフェロー）

中国経済は減速しているものの、過熱の解消にはまだ至っていない。2008年9月のリーマン・ショックを受けて、中国は輸出が大幅に落ち込み、景気後退を余儀なくされたが、4兆元に上る内需拡大策や、金利と預金準備率の大幅な引き下げをはじめとする拡張的財政・金融政策が実施されたことを受けて、景気は急回復した。それを背景に、インフレ率も2009年7月のマイナス1.8%を底に上昇傾向に転じた。実質GDP成長率は2010年第1四半期に11.9%に達した後、緩やかに低下しているが、2011年第2四半期には9.5%と、依然として高水準にある。一般的にインフレ率は、景気の運行指標で、成長率が減速しはじめてからも、しばらくは上昇し続けるという傾向が見られ、中国も例外ではない。

今回のインフレの上昇は、主に食料価格の上昇（7月には前年比14.8%）によるものである。一般的に食料価格は、天候や海外市場の動向などに大きく左右され、国内の景気動向とほとんど関係がないとされているが、このような認識は必ずしも正しくない。中国の場合、国が大きい故に、干ばつや水害など自然災害が起きても、影響を受けるのは一部の地域だけで、中国全体の生産高が大きく減少することは少ない。その上、中国の食料の自給率は極めて高い水準にあるため、食料価格は海外の市況の影響をそれほど受けていない。むしろ、景気がよくなると、賃金上昇が加速するため、食料への需要が増える一方、より多くの農民が都市部に出稼ぎに行き、その分だけ農業生産に従事する労働力、ひいては食料の供給が減ってしまい、食料価格が上昇するのである。実際、2007年から2008年年初にかけての前回のインフレも、今回と同様に、好景気を背景とする食料価格の上昇によるものである¹。

労働市場の変化もインフレに拍車をかけている。中国では、1980年に導入された一人っ子政策の影響で、少子化が進み、ここに来て生産年齢人口の伸びが鈍化してきている。その上、多くの農民が都市部に出稼ぎに行ってしまったことで、労働力は急速に過剰から不足に変わってきている。その結果、潜在成長率が従来の10%程度から9%程度まで低下していると見られ、実際の成長率がそれを上回り続ける中で、賃金、ひいては物価の上昇は加速したのである。

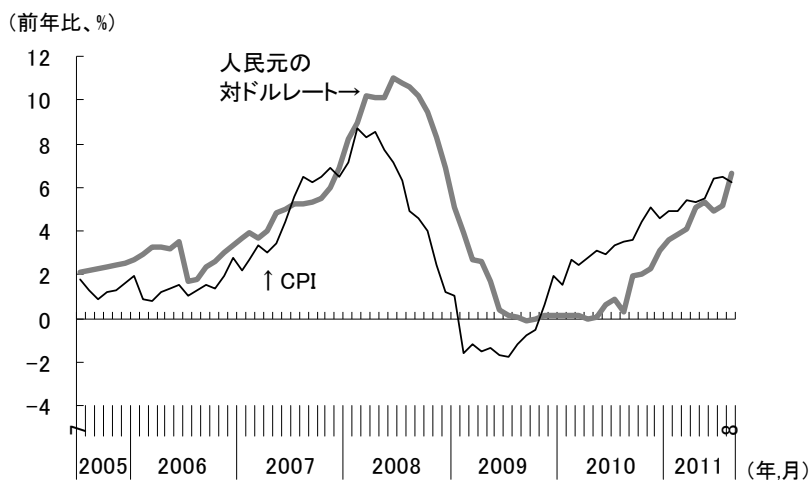
Ⅲ、現れ始める金融・為替政策の効果

インフレを抑えるべく、当局は金融引き締め政策を行ってきた。一年物の貸出金利は、2010年10月以来、5回にわたって計1.25%、預金準備率も2010年1月以来12回にわたって計6%引き上げられている。これを受けて、マネーサプライ（M2）の伸び（前年比）は、2009年11月のピーク時の29.7%から、2011年8月には13.5%に鈍化してきている。

その上、当局はインフレ対策の一環として、人民元の切り上げを容認するようになった。2005年7月にドルペッグ（ドル連動制）から「管理変動制」に移行して以来、2008年9月のリーマン・ショック前後から2010年6月までの約2年間を除いて、人民元はドルに対して上昇基調にある。インフレが高い国の通貨は下落するという経済学の常識に反し、この時期、中国ではインフレ率が高くなると人民元の対ドル上昇のペースも加速するという強い傾向が見られる（図表1）。このことは、人民元レートが市場の需給により決定されているのではなく、当局によって

¹ 食料の中でも、特に豚肉の価格の上昇率は2011年7月に前年比56.7%と目立っており、インフレ率を1.46ポイント押し上げている。中国では、「豚肉が高騰すると農家が子豚の飼育頭数を増やし、それが一斉に市場に出ると価格が暴落し、これを受けて農家が子豚の飼育頭数を減らすと、豚肉が再び暴騰する」という「ピッグサイクル」がほぼ3年ごとに繰り返されている。現在の豚肉価格はちょうどこのサイクルのピークに当たると見られる。

図表1 インフレ率と連動する人民元の対ドルレート上昇率
 -2005年7月以降-



(出所) 中国国家统计局、国家外為管理局より野村資本市場研究所作成

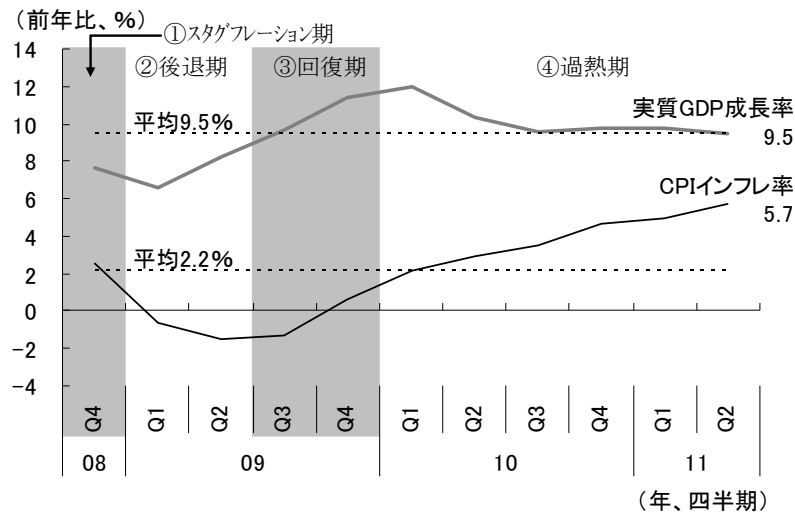
コントロールされていることを示している。

もっとも、中国における金融政策の有効性を疑問視する声もある。確かに、資本移動が完全に自由であり、為替レートが固定されている場合、引き締め政策の実施に伴う金利の上昇が、海外からホットマネーの流入を招くため、当局の本来の意図に反して、流動性は逆に増えてしまう恐れがある。これに対し、中国は資本移動への規制を残しながら、為替レートの柔軟性を高めることで、マネーサプライを抑えることに成功したのである。

IV、景気は「過熱」から「スタグフレーション」へ

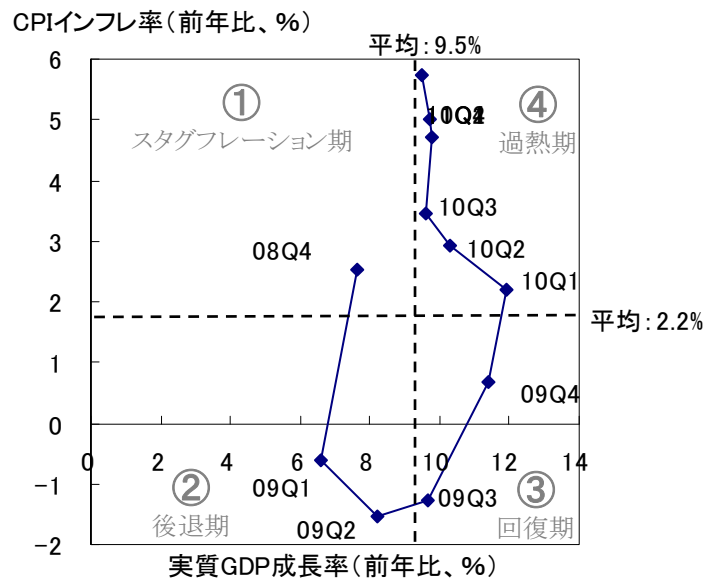
金融引き締め政策が功を奏する形でマネーサプライの伸びがすでに鈍化しており、成長率も低下していることを受けて、2011年8月のCPI上昇率(前年比)は前月の6.5%から6.2%に低下している。しかし、景気過熱が完全に解消されるにはなお時間がかかると予想され、インフレはピークアウトしてからも、しばらくは比較的高水準で推移するだろう。景気循環に沿って言えば、中国経済は、「高成長・高インフレ」という「過熱期」から「低成長・高インフレ」という「スタグフレーション期」にさしかかっている。インフレが沈静化することは、金融政策が引き締めから緩和に転換する前提条件となるが、その時期は2012年に持ち越されるだろう(図表2、図表3)。

図表2 リーマン・ショック以降の中国における景気の諸局面
—GDP成長率とインフレ率の推移—



(注) ①は低成長・高インフレ、②は低成長・低インフレ、③は高成長・低インフレ、④は高成長・高インフレ
(出所) CEIC データベースより野村資本市場研究所作成

図表3 リーマン・ショック以降の中国の GDP 成長率とインフレ率の循環的変動



(注) ①は低成長・高インフレ、②は低成長・低インフレ、③は高成長・低インフレ、④は高成長・高インフレ。景気は反時計回りで①→②→③→④→①という順で循環する。
(出所) CEIC データベースより野村資本市場研究所作成

著者紹介

関 志雄 (かんしゆう)

株式会社野村資本市場研究所 シニアフェロー

1957年香港生まれ。香港中文大学卒、1986年東京大学大学院博士課程修了、経済学博士。

香港上海銀行、野村総合研究所、経済産業研究所を経て、2004年4月より現職。

主要著書に『円圏の経済学』（1996年度アジア・太平洋賞）、『円と元から見るアジア通貨危機』、
『日本人のための中国経済再入門』、『人民元切り上げ論争』（関志雄／中国社会科学院世界経済政治研究所編）、『共存共栄の日中経済』、『中国経済革命最終章』、『中国経済のジレンマ』、『中国を動かす経済学者たち』（第3回樫山純三賞）、『チャイナ・アズ・ナンバーワン』などがある。



Chinese Capital Markets Research