

中国はデysinフレに直面するか

～川上からの物価下押しが続くなか、金融市場の安定化が鍵を握る～

発表日：2014年9月12日(金)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 足下の中国景気は外需に回復感がある一方、内需は弱い状況が続く。景気の不透明感にも拘らず、経常黒字拡大を背景とする資金流入が人民元相場を上昇させ、商品市況の調整も輸入物価を抑えている。川上の段階では在庫拡大による需給バランスの悪化も重なり、生産者物価は上昇しにくい状況が続いている。
- 川上での物価低迷に加え、内需鈍化がサービス物価の安定を招き、消費者物価も落ち着いている。懸念要因の食料品物価も上昇しにくく、当面インフレ率は低位安定が続こう。今後は不動産市況が金融市場及び資金需給動向に与える影響が鍵を握ると見込まれ、当局による対応が一段と重要性を増すことになろう。

- 中国政府が発表している足下の経済指標をみると、内需を取り巻く環境は一段と厳しさを増している様子がうかがえる。直近の貿易統計によると、米国を中心とする世界経済の回復を追い風に外需に底離れの動きが出ている一方、国内の消費や投資をはじめとする経済活動に不可欠な輸入は力強さを欠いていることが明らかになっている(詳細は9月8日付レポート『中国 外需主導で景気底入れ進むも、内需不振は深刻』をご確認下さい)。結果、足下では中国景気に対する不透明感に伴う内需低迷が経常黒字の拡大を招いて世界経済の不均衡を増幅させることに繋がっている。さらに、先進国主導による金融緩和の影響で世界的に『カネ余り』が続いている中、海外投資家を中心にファンダメンタルズの堅牢さを理由に同国への資金流入が活発化しやすい状況にある。年明け直後の人民元相場は中国景気の減速懸念が高まったことに加え、中国政府などによる人民元安誘導とも取れる動きに伴って米ドルに対して急落する状況がみられたものの、足下では上昇基調に転じるなど人民元相場を取り巻く環境は大きく変わりつつある。足下の人民元の対ドル相場は前年同時期とほぼ同水準にまで回復しており、過去数ヶ月は自国通貨安による輸入物価の上昇がインフレを招く可能性がくすぶってきたものの、そうした懸念は急速に後退しつつある。また、ここ数ヶ月は先進国を中心とする世界経済の回復期待に加え、中東やウクライナなどにおける地政学リスクの顕在化を理由に鉱物資源をはじめとする商品市況の上昇懸念が高まる動きがみられ、これらを輸入に依存する国々でインフレ圧力が再燃するとの見方も出た。しかしながら、その後は世界経済の回復が進む一方、これまで世界中の鉱物資源を文字通り『暴食』してきた中国の内需が勢いを取り戻していないことに加え、地政学リスクを巡る懸念が必ずしも資源供給に直接的な悪影響を与えていないことから市況は落ち着きを取り戻している。こうした傾向は川上の物価に当たる生産者物価の動向にも現れており、8月は前年同月比▲1.2%と30ヶ月連続で前年を下回る伸びに留まり、前月比は▲0.2%と8ヶ月連続で下落するなど物価上昇圧力が掛かりにくくなっている。同国では近年鉱物資源を担保に融資などが行われる仕組みが発達しており、一部の生産者が市況の上昇を目論んで在庫を

図1 人民元の対米ドル相場の推移



積み上げる動きを加速させた結果、足下の市況下落に伴って現金化する動きが強まったことで供給が拡大し、需給バランスが崩れているとの見方もある。事実、一部では生産者段階の出荷価格の下落幅が購入価格の下落幅を上回る状況が確認されており、川上段階での物価が上昇しにくい土壌を生む一因になっている。こうした状況は足下における輸入鈍化に繋がっており、先行きについてもしばらくは輸入の伸び悩みが続き、川上からの物価上昇が見込みにくい展開が予想される。

- 川上段階での物価低迷は、川下に当たる消費者が直面する物価にも影響を与えている。8月の消費者物価は前年同月比+2.0%と前月（同+2.3%）から減速し、共産党・政府が定めた今年のインフレ目標（3.5%前後）

を大きく下回る水準で推移しており、インフレが懸念される状況ではない。上述のように川上部門で物価上昇圧力が後退していることに加え、足下では共産党・政府が主導する経済構造改革に伴い不動産をはじめとする建設投資が抑制されている結果、耐久消費財を中心とする日用品価格は落ち着いている。さらに、国際的な鉱物資源をはじめとする商品市況の調整によってエネルギー価格は川下段階でも下落基調を強めており、こうした動きも物価上昇圧力が高まりにくい一因になっている。また、共産党・政府による

汚職撲滅を目的とした綱紀粛正策の強化は高額消費のみならず、外食などによる饗応の減少を招いており、これらに関連するサービス物価の下落に繋がっている。このように日用品やサービス物価が上昇しにくい状況を反映して、8月のコア物価は前年同月比+1.6%とインフレ率も下回る伸びに留まっており、同国経済は見た目の経済成長率に比べて厳しい状況に直面していると捉えることも可能である。同国の物価動向を最も左右する食料品については、前年に大幅に物価上昇圧力が高まった反動もあり、足下では前年比の伸びは急速に低下しており、これがインフレ率の低下を招く一因になっていると考えられる。他方、生鮮品などを中心に足下では前月比で上昇基調を強める動きがあり、消費の割合が大きく、近年は生育に必要な飼料を輸入に依存しているために国際的な穀物価格の動向に影響を受ける豚肉や卵などの物価動向には引き続き注意が必要である。しかし、足下の穀物市況はロシアによる禁輸措置検討などのリスク要因はくすぶるものの、北米での豊作を追い風に低位で安定しており、天候要因などを除けば食料品物価が上昇基調を強める可能性は高くない。なお、当面の中国経済にとってのリスク要因は金融市場における資金需給の動向にも影響を与えかねない不動産市況の行方になる。不動産市況は近年の理財商品をはじめとする金融商品の増加を通じて同国金融市場と密接に関わっており、市況の調整は不動産や金融部門を中心に資金需給をひっ迫させ、その現

図2 生産者物価の推移

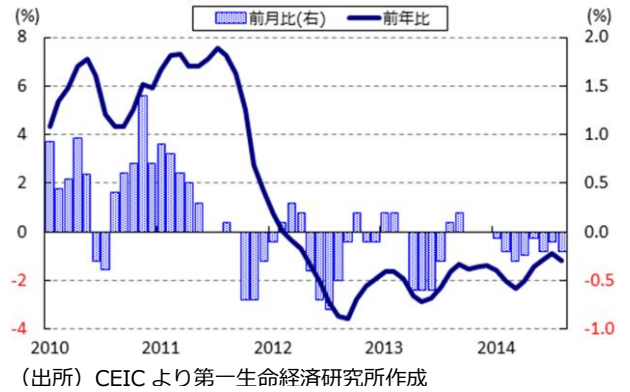
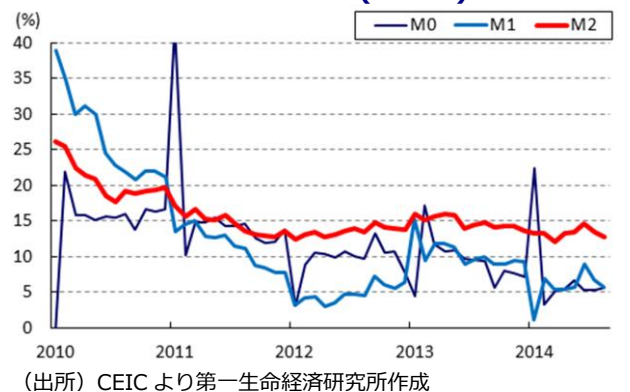


図3 消費者物価の推移



図4 マネーサプライ(前年比)の推移



金化に向けた動きが市況のさらなる悪化や信用収縮をもたらす悪循環を招く懸念もある。共産党・政府は4月と6月に『的を絞った』金融緩和による景気刺激策を実施しているが、マネーサプライの伸びは鈍化基調が続くなど金融市場を大きく変える状況には至っていない。共産党・政府は不動産バブルの再燃に繋がる懸念もある全面的な金融緩和などの政策の大転換には否定的であり、あくまで『的を絞った』対応によりソフトランディングを目指す方針を堅持している。金融市場の一部には金融緩和など大胆な政策転換を求める声は少なくないが、過去のそうした方策が足下の同国経済の困難な事情を生む一因になってきたことを勘案すれば、そうした対応は問題の先送りに繋がるとともに、事態解決を一段と困難なものにする可能性がある。現政権は経済構造と金融市場の改革による問題解決を図る方針を示しているが、過度に閉鎖的であった市場の性急な自由化は急激な資金移動を通じて機能不全を招くことも懸念されることから、慎重ながらも円滑な資金移動を促す形での制度設計を進めることが望まれよう。

以 上