

中国 景気減速によるデysinフレ圧力が高まる

～構造転換の道筋がつかないなか、一党支配色がより濃くなる可能性も～

発表日：2014年11月13日(木)

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)

- 足下の中国のインフレ率は国際商品市況の調整なども追い風に低下基調を強めている。しかし、金融市場では依然「シャドーバンキング」の問題がくすぶるなか、不動産市況の調整による資金需給のひっ迫が深刻化する懸念がある。党・政府は「的を絞った」対策で軟着陸を図る姿勢をみせるが、資産デフレが一段と進む事態となれば、同国においてもデysinフレからデフレに陥るリスクにも注意する必要がある。
- 足下の同国景気は世界経済の回復に伴い外需は堅調な一方、内需は依然として力強さを欠く。足下の生産の弱さは内需の弱さを示しており、物価下落による購買力向上にも拘らず個人消費には景気のけん引力はない。他方、固定資産投資は底堅さを維持し、インフラ投資や製造業に集中する状況も変わっていない。党・政府は構造転換の重要性を認識するが道半ばの状況であり、逸早い構造転換の進展が必要である。
- 先月に党が開催した四中全会では「法治」の重要性が強調されたが、この「法治」は「党の指導」による社会主義を前提とするなど西側諸国の想定とはまったく異なる。これは党の統治強化による独裁色が一段と強まる懸念がある。同国では独自色を前面に押し出す動きが外交でもみられるが、世界経済の安定成長には既存秩序との協調を含め、同国が直面する課題解決への構造改革が必要になっていると言えよう。

- 足下の中国景気を巡っては減速基調が長期化するなか、デysinフレ圧力が高まっている。10月の消費者物価は前年同月比+1.6%と前月(同+1.6%)と同じ伸びに留まり、依然として共産党・政府が定めるインフレ目標(3.5%)を下回っている。同国では例年、国慶節に伴う大型連休に伴い9月に食料品を中心に物価上昇圧力が高まる反動が出るため、翌10月は物価が落ち着きを取り戻す傾向はある。しかし、今年は足下における原油をはじめとする国際商品市況の調整を追い風にエネルギーや運輸などでも物価上昇圧力が後退しており、生活必需品を中心に物価が落ち着いていることがインフレ率の低下を促す一因になっている。さらに、国際商品市況の調整の影響をより受けているのが川上の物価に当たる生産者物価であり、10月は前年同月比▲2.2%と32ヶ月連続で前年を下回る伸びになっている上、前月(同▲1.8%)からマイナス幅は拡大し、前月比も▲0.4%と10ヶ月連続で下落している。生産者が直面する購買価格は燃料や鉱物資源をはじめとする原材料価格の下落を受けて低下基調を強めており、こうした動きは先行きにおける生産者の出荷価格を通じて消費者物価の下落要因になると見込まれる。中国の都市化率は50%を上回るなど都市部の住民は増加基調を強めており、現政権も都市化を通じて中長期的に持続可能な経済成長の実現を目標に据えているものの、所得水準は依然として高くないことから食料品やエネルギーなどの生活必需品の物価安定は家計部門などの購買力に影響しやすく、景気にとってはプラスの効果を与えると期待される。他方、同国金融市場

図1 インフレ率の推移



ではいわゆる「シャドーバンキング」を巡る問題が根深く残るなか、足下ではこれらの金融商品の後ろ盾となってきた不動産市況で調整圧力が強まっており、不動産や金融業界における資金繰り悪化のほか、関連金融商品でデフォルト（債務不履行）が発生するリスクも懸念されている。共産党・政府は一部商品のデフォルトを容認する一方、金融市場全体のシステミックリスクには発展させないとの姿勢をみせており、「的を絞った」対策を通じてソフトランディング（軟着陸）を図る対応をみせている。直近の新築住宅価格は約2年ぶりに前年を下回る伸びとなっている上、調査対象の70都市のほぼ全部で下落基調が強まるなど厳しい状況にあり、ひいては金融市場のみならず同国全体として資金需給のひっ迫感が高まる可能性がある。折しも現政権は汚職や腐敗撲滅を目指して綱紀粛正を進めており、これは同国内の高額品や饗応などを通じた消費意欲を減退させていることも物価上昇圧力の後退に繋がっており、食料品やエネルギーを除いたコア物価は10月に前年同月比+1.4%と前月（同+1.5%）から一段と減速している。このまま不動産市況の

調整圧力が強まることにより景気の減速感が一段と進行する事態となれば、資産デフレを発端に足下のディスインフレーションの高まりが一転してデフレに陥るリスクがある点にも注意する必要がある。

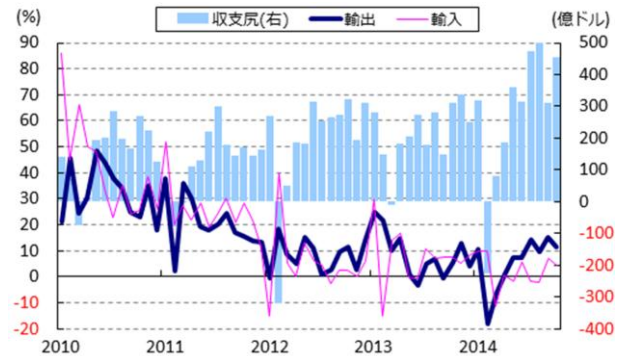
- 他方、足下の同国経済は依然として米国を中心とする世界経済の底離れを背景とする外需の改善が続いているものの、内需を取り巻く環境は厳しい展開となるなど難しい状況に直面している。10月の輸出額は前年同月比+11.6%と前月（同+15.3%）から減速したものの、2ヶ月連続で前年比二桁%の伸びとなり、当研究所が試算した季節調整値ベースの前月比も2ヶ月連続で拡大するなど堅調さがうかがえる。前月に引き続き香港向け輸出は高い伸びを示しており（前年同月比+24.0%）、金融市場では保税地域を利用した『偽輸出』への疑念が再燃しているものの、景気が足踏みしているEU向けは鈍化する一方、米国向けやASEANをはじめとするアジア新興国向けは堅調な推移をみせており、世界経済の緩やかな拡大が輸出を押し上げる構図は続いている。この動きは輸入にも現れており、10月の輸入額は前年同月比+4.6%と輸出に比べて伸びに勢いはなく内需が力強さに欠ける状況を反映している一方、輸出財の生産に関連する経済特区における輸入額は前年比二桁%の高い伸びをみせている。輸入額に下押し圧力が掛かっている一因には内需の勢いが乏しいことに加え、国際金融市場における「ドル高」圧力の高まりを反映して原油や鉄鋼石など国際商品市況に調整圧力が掛かっていることも影響している。商品市況の調整は上述のように物価の下押し圧力となるなか、堅調な輸出と相俟って貿易黒字は拡大して通貨人民元相場の上昇要因になると見

図2 不動産市況(新築住宅価格)の推移



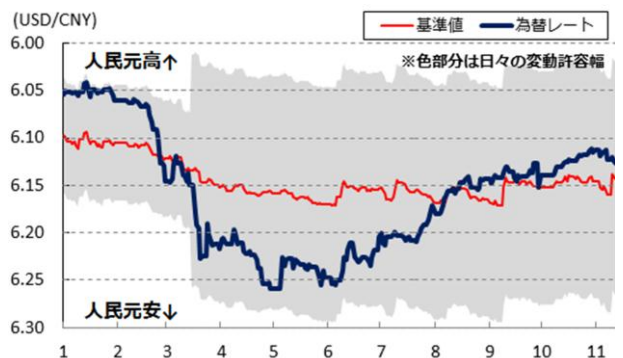
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 貿易動向の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 人民元の対米ドル為替レートの推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

込まれており、年明け直後は下落基調を強めた人民元の対米ドル為替相場はその後緩やかながら上昇基調に転じていることにも現れている。しかしながら、同国の内需を取り巻く状況は依然として力強さに欠ける状況が確認される。10月の鉱工業生産は前年同月比+7.7%と前月（同+8.0%）から減速しており、前月比も鈍化するなど生産動向は弱含んでいる。なお、今月北京で開催されたAPEC（アジア太平洋経済協力）の一連の会議に備えるべく、北京周辺では大気汚染を懸念して多くの工場が事前に操業停止状態に追い込まれていたことから、その影響が出たとも考えられる。他方、輸出は比較的堅調を維持しているにも拘らず生産調整圧力が強まっていることは、内需が鈍化していることを示していると思われ、鋼材やセメントなどの建材をはじめとする内需向け主力財のほか、発電量の鈍化といった影響も出ている。一方で個人消費の動向を示す10月の小売売上高は前年同月比+11.5%と前月（同+11.6%）から鈍化したが、前月比には加速感が出ている上、物価動向を踏まえれば底堅さがうかがえる。ただし、国慶節休暇を含む10月であることを勘案すれば、例年に比べると勢いが足りない面は否めず、共産党・政府による汚職・腐敗撲滅に向けた綱紀粛正の強化が消費に影を落としていることが考えられる。消費を巡る動向は依然として力強さを欠く一方、1-10月の固定資産投資は前年同月比+15.9%と前月（同+16.1%）から鈍化したものの、10月単月ベースでは拡大基調を強めており、中国経済が外需と投資に大きく依存する構造から脱却出来ていないことも改めて確認された。中央政府や国有企業主導による投資計画は鈍化基調を強めているものの、依然として地方政府による投資計画は底堅く推移しているほか、鉄道や道路をはじめとする運輸インフラなどの建設が進捗したことも投資の押し上げに繋がっている。しかし、依然として固定資本投資の大半は製造業に集中しており、その動向が全体のけん引役になっていることは、現政権が掲げる経済構造改革が未だ道半ばの状況にあることを図らずも示している。過剰な設備や投資が経済構造の歪みであることが判っているなか、投資拡大によって景気維持を図る姿勢が続くことは問題の先送りを意味するとともに事態解決の道のりをより困難にすることも予想され、逸早く構造転換の道筋を付けることが求められる。

- 共産党は先月開催した四中全会（共産党18期中央委員会第4回全体会議）において、当面の政策運営の柱に「法治」を掲げる方針を発表し、経済運営における法治の徹底に向けて法制度整備や改正を進めるほか、軍紀や共産党内部で懸念される汚職・腐敗の防止などあらゆる面で「法治」を前面に押し出すとみこまれる。しかし、ここでの「法治」とは、西側諸国において「法の支配」として解釈される体系と同様に捉えると同国に対する見方を大きく誤る可能性がある点に留意が必要である。会議後に発表されたコミュニケ（決定）では、「法治」の核心として中華人民共和国憲法が示されているが、同法上では中国共産党が中華人民共和国を導領（指導）する立場にあると明記されている上、コミュニケのなかでも繰り返し「共産党の導領（指導）」を前提すると述べられていることを勘案すれば、共産党による統治の強化、ひいては「一党独裁色」を一段と強めていくことに繋がることも懸念される。現政権は中長期的に持続可能な経済成長を実現するためには様々な面で構造改革を進めることが重要との考えを度々示すが、一方で共産党一党支配を前提とする社会主義を前提にしていることはこれまでの国際秩序との間で大きな軋轢を生む可能性がある。先月に中国主導で設立覚書の署名が行われたアジアインフラ投資銀行（AIIB）などはその典型例であり、米国を中心とする西側諸国が主導してきた既存秩序への対抗と捉えられるのはそのためである。同国経済は世界第2位の規模に達しており、世界経済とは切っても切り離せない状況にあることを勘案すれば、同国が既存秩序との協調を図りつつ、安定成長に向けて構造改革に取り組むことは世界経済の安定化のためにも不可欠になっている。

以上