



中国、デシインフレからデフレに突入するか

～原油安が後押しするなか、緩和姿勢が一段と強まる可能性～

発表日：2015年1月9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)

- このところの中国を巡っては『デシインフレ』基調が強まっている。足下の原油安もその動きに拍車を掛け、インフレ率は政府目標を大きく下回っている。需要鈍化による影響も色濃く残るなか、政府は昨年末以降、金融政策の緩和に舵を切っている。景気底入れと資産デフレ圧力の緩和を目指す対応はさじ加減が困難だが、共産党・政府は長期戦で対応に臨む姿勢をみせており、今後も難しい舵取りが迫られよう。
- 川上の物価は世界的な資源安を追い風に下落基調を強めている。ただし、資源輸入国である同国にとっての資源安はプラスの効果が小さくない。資源国景気の低迷が翻って外需に悪影響を与えるリスクはあるが、人民元安を志向する姿勢は変わらず、外需が鈍化するリスクを緩和しよう。インフレ圧力の低下も重なり、今後の金融政策を巡っては緩和的なスタンスが強まっていく可能性も出ていと考えられよう。

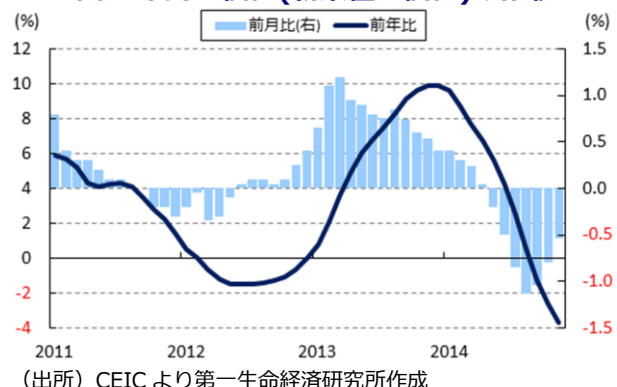
《原油安でデシインフレ基調に拍車が掛かるなか、先行きの金融政策は緩和的なスタンスを強める可能性も》

- このところの中国経済を巡っては、景気の先行きに対する不透明感を反映して『デシインフレ』の様相を呈してきたが、足下で世界的に進んでいる原油安もその動きを加速させている。12月の消費者物価は前年同月比+1.5%と前月(同+1.4%)からわずかに加速し、前月比も+0.3%と前月(同▲0.2%)から2ヶ月ぶりに上昇に転じた。しかしながら、この水準は共産党・政府が昨年初めに定めたインフレ目標(3.5%)を大きく下回っている。2014年通年のインフレ率も前年比+2.0%と目標を大きく下回り、人民銀行は物価抑制に成功していると評価することが出来る。このところの急速な物価抑制をけん引しているのは、世界的な原油安を背景とする燃料価格の下落(前年比▲12.3%)などエネルギー関連が中心になっている。その一方で、物価動向に影響を与えやすい食料品やエネルギーを除いたコアインフレ率も前年同月比+1.3%とインフレ率をも下回る伸びに留まり、同国内における需給バランス自体が弱含んでいることも示されている。近年は大幅な賃金上昇が続いてきたにも拘らずサービス物価は上昇しにくい状況が続いており、景況感指数の『雇用』関連の指標が悪化基調にあることも影響したと考えられる。こうした状況を受けて、人民銀行は昨年11月に2年4ヶ月ぶりとなる利下げを実施したほか、金利自由化への道筋を示すことで金融機関どうしの競争を喚起することで景気浮揚に繋げる動きをみせている。さらに、昨年末には銀行の預貸率の算出方法を変更して実質的に貸出余力の向上を図るなど、金融政策以外の方法を通じて市中への資金供給を

図1 インフレ率の推移



図2 不動産価格(新築住宅価格)の推移



促す取り組みもみせる。人民銀は引き続き金融政策の方向性について『穏健』を維持する方針を示すものの、実質的な『金融緩和』に向けて舵を切っている背景には、同国の不動産市場において『資産デフレ』に陥ることへの警戒がある。昨年11月の不動産価格（新築住宅販売価格）は前年同月比▲3.7%と3ヶ月連続で前年を割り込み、前月比も▲0.5%と7ヶ月連続で下落し、調査対象の70都市中68都市で下落基調が続くなど厳しい状況に直面している。不動産市場を巡っては共産党・政府主導の『都市化』政策の効果もあり、若年層を中心とする潜在需要が見込まれる一方、長期に亘る低金利状態に伴う投機が影響して一部が急騰した結果、その調整を余儀なくされている。現執行部は汚職や不正の撲滅を旗標に不動産投資に絡んだ問題の根絶に取り組んでいることも、その動きを加速させてきた。その一方で、不動産関連の投資はGDPの2割程度に上るとみられるため、急激な投資抑制は景気を下振れさせるほか、不動産関連の投資商品の収益悪化を通じて金融市場の信用収縮を通じた混乱を引き起こすとの懸念が高まった。結果、足下のインフレ圧力が後退しており、『金融緩和』に踏み切りやすい環境が整ったことも対応を後押ししたと考えられる。一連の対応を通じて一部に不動産市況が底入れするなどの効果は出ているものの、過度な資金流入は市況を再び過熱させるリスクもあり、共産党・政府は長期戦で『バブル的』な状況の収束を図る姿勢をみせている。金融市場では人民銀が追加的な金融緩和に動くとの見方もくすぶる一方、現執行部は構造改革を通じた経済構造の転換を促す姿勢を鮮明にしておき、今後も引き続き難しい舵取りを迫られる展開が続くと見込まれる。

- 川上の物価については世界的な原油をはじめとする資源価格の調整が重石となる形で低迷が続いている。12月の生産者物価は前年同月比▲3.3%と34ヶ月に亘って前年を下回る伸びに留まり、前月（同▲2.7%）からマイナス幅も拡大するなど下落基調が続いている。前月比も▲0.6%と12ヶ月連続で下落しており、このところの急激な原油安を背景に石油・天然ガス関連で物価下落圧力が強まったほか、資源安を受けて非鉄金属関連や石炭採掘などの鉱業部門を中心に物価下落基調が続いている。こうした原材料価格の下落は最終消費財の商品価格の抑制に繋がっていると考えられる一方、世界的な資源価格の下落はこれらの多くを輸入に依存する中国経済にとってプラスに寄与するところが少なくない。仮に、原油が向こう1年間1バレル＝60ドルの水準で推移した場合、交易条件の改善などを通じて原油及び天然ガス全体で最大GDP比＋1%程度のプラスの効果に繋がると試算される。さらに、生産者が直面する出荷価格より購買価格が急速に下落しており、先行きは多くの企業にとって収益向上を通じて雇用機会の拡大などに繋がると期待される。なお、川上段階で物価下落基調が続いており、川下における消費者段階で物価上昇が起こりにくい環境は当面続くと予想されるものの、足下における急激な低下は資源価格など外的要因に起因している。その意味でも先行きの同国経済にとっては実質的な減税と同等の効果をもたらすことが期待されよう。その一方、資源価格の下落はいわゆる『資源国』の交易条件の悪化を通じて世界経済のリスク要因となり、翻っ

図3 生産者物価の推移



図4 人民元の対米ドル為替レートの推移



て中国の輸出などに悪影響を及ぼす可能性はある。人民銀は先月来、日中発表する人民元の為替レートの基準値を割高な水準に設定するなど、一見すると人民元相場の上昇を容認する様子を見せたものの、現実の為替レートは変動幅の下限周辺で推移しており、依然として『人民元安』による外需下支えを志向している。こうした姿勢には、国際金融市場において米国F R B（連邦準備制度理事会）による利上げに焦点が集まるなど世界的なマネーの動揺が懸念されるなか、資金流出による実質的な金融引き締め効果を抑制したいとの思惑もうかがえる。共産党・政府は今年の経済政策の運営方針について『積極的な財政政策と穏健な金融政策』を継続しつつ、安定成長を目指す方針を堅持しており、このところの一連の実質的な金融緩和はその方針を踏襲したものと言える。先行きの金融政策については、利下げなどさらなる具体的な金融緩和に動くかは依然不透明であるが、緩和に相当する効果のある施策を打ち出すなど、少なくとも引き締めには繋がらない動きを強めると予想される。

以 上