



中国物価は依然政策に左右される展開

～「カネ余り」の長期化に伴うリスクは無視し得ない状況に～

発表日：2017年5月10日(水)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 昨年来の中国経済の持ち直しの動きは世界経済を後押しする一方、足下では頭打ちの兆候が出ている。この動きに伴い国際商品市況に調整圧力が掛かっており、上昇基調が続いた生産者物価に頭打ち感が出ている。投入価格が下落する動きに繋がる一方、出荷価格も低下するなど価格転嫁が進まない分野では企業収益の圧迫要因となる可能性もある。足下の株価が調整模様を強めている動きも要注意と言えよう。
- 価格転嫁の動きが広がらない消費者物価は加速するも、生活必需品を中心とする物価下落が重石となっている。他方、サービス物価の上昇を背景にコアインフレ率は加速しており、都市化の進展などに伴う経済の成熟化が影響している可能性もある。ただし、足下では雇用調整圧力がくすぶるなか、構造改革の進展に伴い雇用や物価が下押しされることも予想され、先行きの物価動向は政府の政策動向に左右されよう。
- 中国は依然インフレと無縁だが、長期に亘る「カネ余り」に伴い不動産バブルが再燃する事態を招いている。当局は金融政策のスタンスをシフトさせているが、それに伴い金融市場では信用収縮が起こるリスクもくすぶる。当局は監督強化で対応する姿勢だが、過度な対応は反って事態を悪化させる恐れがある一方、先延ばしも許されない状況にある。中国にとって中長期的な課題が山積する状況は変わらない。
- 昨年来の中国経済を巡っては、インフラや不動産を中心とする固定資本投資の拡大などを追い風にして景気に持ち直しの動きが出ており、米国をはじめとする先進国がけん引する形で自律回復を続ける世界経済を後押ししている。ただし、足下では中国国内における過剰生産能力削減に向けた動きが顕在化し始めつつあり、回復基調を強めてきた製造業の景況感に頭打ち感が出ているほか、その旺盛な資源需要が鈍化する兆候もうかがえる。こうした動きを反映して、年明け以降の国際商品市況は一転して調整圧力を強めており、昨年半ば以降多くの国でインフレ圧力が高まりつつあった流れに一服感が出ている。同様の傾向は中国でもみられ、長期に亘ってマイナスで推移してきた生産者物価は昨年9月に約5年半ぶりにプラスに転じ、その後はプラス幅を拡大させたものの、足下では頭打ちしつつある。

図1 生産者物価の推移



(出所) 国家统计局, CEIC より第一生命経済研究所作成

4月の生産者物価は前年同月比+6.4%と前月(同+7.6%)から2ヶ月連続で減速しており、前月比も▲0.4%と前月(同+0.3%)から10ヶ月ぶりに下落に転じるなど、物価上昇圧力が後退している。鉱物資源の価格調整の動きを反映して、原材料を中心とする投入価格の下落基調が強まっており、この点は月初に発表された製造業PMI(購買担当者景況感)において「投入価格」が急速に低下したのと同様である。分野別では、原油相場の調整などを反映する形で原油及び天然ガス関連で物価下落基調が強まっているほか、非鉄金属関連でも同様の動きが顕著になるなど、国際商品市況の頭打ちが物価上昇圧力の後退を招いている。他方、これまでの国際商品市況の上昇にも拘らず、川下段階に当たる日用品や耐久消費財の出荷価格には上昇圧力が掛から

ないなど、価格転嫁が進まない展開が続いてきたものの、足下では原材料価格の下落に伴い出荷価格にも下落圧力が掛かっている。この動きをみると、企業部門は原材料価格の上昇圧力に直面しても価格転嫁に動くことが出来ない一方、これが一転して下落すると価格を引き下げざるを得ない厳しい状況にあるとみられ、製造業PMIで「出荷価格」が低下していることにも現われている。ただし、生産者物価の動きに比べて消費者物価が穏やかに推移していることは、価格転嫁の動きが企業間取引に留まり、川下の消費者段階に及ばず、結果的に企業部門の収益圧迫要因となっている可能性も考えられる。このところの景気の持ち直しや、海外との資本取引規制強化の動きなども追い風に、昨年春を底に堅調な推移をみせてきた株式市場は先月来調整局面を迎えているが、こうした影響が顕在化している可能性に注意が必要である。

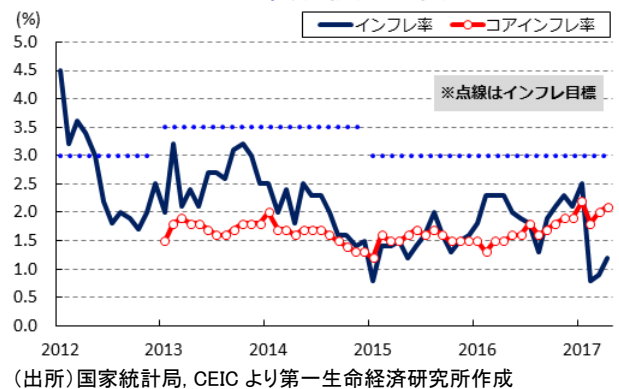
- その一方、価格転嫁の動きが広がらない消費者物価は4月も前年同月比+1.2%と前月（同+0.9%）から加速したものの、引き続き低水準で推移しており、前月比も+0.1%と前月（同▲0.3%）から3ヶ月ぶりに上昇に転じるも、わずかな上昇に留まる。これは生鮮品を中心とする食料品価格に下落圧力が掛かっており、野菜（前月比▲5.0%）や豚肉（同▲2.0%）、卵（同▲0.6%）などで下落基調が止まらないことが物価の下押し圧力に繋がっている。さらに、このところの原油相場の調整などを反映してガソリンをはじめとするエネルギー価格も下落しており、生活必需品を中心に物価上昇圧力が高まりにくい展開が続いている。なお、食料品とエネルギーを除いたコアインフレ率は前年同月比+2.1%と前月（同+2.0%）から加速しており、前月比も+0.3%と前月（同+0.1%）から上昇ペースが加速している。この背景には、消費財価格は前月比▲0.1%と下落基調が続く一方、サービス物価が同+0.4%と上昇ペースが加速していることが影響しており、インフレ圧力が高まりつつあると捉えられる。サービス物価のうち、医薬関連サービスや教育サービス、住宅関連サービスなどで物価上昇圧力が高まっており、これらは習政権の下で進められている「都市化政策」の進展や、「一人っ子政策」の影響による少子高齢化などが影響している。また、足下の中国経済は近年の高度経済成長が一服するなかで、都市部を中心とする富裕層や中間層の増大を受けて経済の「成熟化」が進んでおり、消費を巡る嗜好の多様化を反映している可能性もある。他方、足下の企業の景況感の動向からは、製造業のみならずサービス業においても雇用調整圧力がくすぶる展開となっており、過剰生産能力の削減をはじめとする構造改革の進展によって雇用に一段と下押し圧力が掛かれば、物価上昇圧力の後退に繋がる可能性もくすぶる。よって、先行きの物価動向については、引き続き政府による政策動向に左右される展開が続くと予想される。

- 足下の中国は依然としてインフレが警戒される状況にはないが、長期に亘り金融緩和環境が続いてきたことに加え、ここ数年当局が海外への資金流出圧力の高まりを警戒して資本規制に動いたことも影響して、国内金融

図2 株価指数(CSI300)の推移



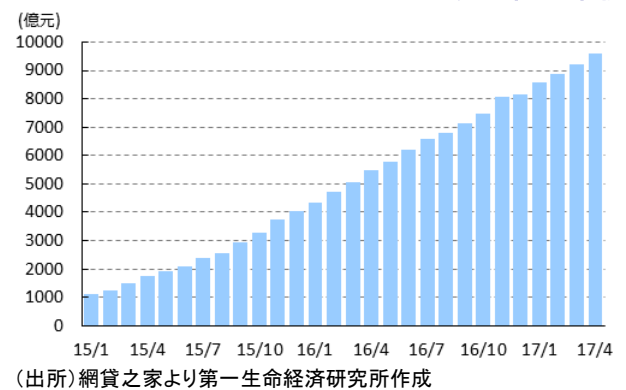
図3 消費者物価の推移



市場で「カネ余り」の状況が続いてきた。結果、一昨年は株式市場で「バブル」的に市況が急騰した後に下落する事態に見舞われ、その後は大都市部を中心に不動産市場に資金が流入して「バブル」の再燃が警戒されている。地方政府単位で不動産投資や購入に対する規制を強化する動きが出ているものの、現時点では不動産価格が上昇する都市数に歯止めが掛からないなど、十分な効果は挙がっていない。春節前後から人民銀行（中銀）は、従来の「緩和的な金融政策」を維持する一方、短期金融市場の適用金利を徐々に引き上げることで金融機関に対するデレバレッジを促すなど、徐々にスタンスを「引き締め姿勢」にシフトさせている。また、足下では国際金融市場が落ち着きを取り戻すなか、中国からの資金流出懸念が後退していることもあり、資本移動に対する規制を一部緩和するなど「正常化」に向けた取り組みを前進させているが、引き続き「カネ余り」の解消にはほど遠い。過去数年に亘る「カネ余り」状態に伴う低金利環境を受けて、企業部門を中心に社債発行による資金調達を活発化させる動きが強まり、国内金融市場における信用拡大が促される一因になってきた。

しかし、上述のような金融引き締めの動きに加え、当局による資本統制やシャドーバンキングに対する取り締まり強化の動きに伴い、足下では社債発行が急減している。これを受け、先月末に習近平氏は金融市場の安定に向け、当局に対して監督強化に動くよう指示した旨が報道されたが、中国金融市場では企業部門による信用収縮圧力が強まることで、金融市場全体がシステムリスクに陥ることを警戒した動きと捉えられる。ただし、足下では当局による監督強化の動きにも拘らず、シャドーバンキングのツールの一つである信託商品残高は増加傾向を強めている上、個人による新たな資金調達手段として普及するインターネット金融（P2P金融）の融資残高も増加が続くなど、その勢いは収まっていない。当局が強攻策に乗り出せば金融市場の過剰反応を招いて反って事態の悪化を招く可能性がある一方、対応を先延ばしすれば課題解決の取り組みを一段と困難にさせるリスクもくすぶる。短期的にみれば中国経済は持ち直しており、すぐに事態が急速に悪化する可能性は低いものの、中長期的にみれば取り組みが困難な課題が山積していることは間違いない。

図4 インターネット金融(P2P金融)融資残高の推移



以 上