



中国に緩やかながらインフレの兆し

～人民銀による「やや引き締め」スタンスは今後も続く見通し～

発表日：2017年7月10日(月)

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)

- 昨年以降の中国経済の持ち直しは「オールドエコノミー」に拠るところが大きかったが、年明け以降は一転してその動きに陰りが出た。製造業PMIの頭打ちは国際商品市況の重石となり、世界経済の下振れ要因となる可能性も懸念されたが、直近においては底打ちの動きがみられる。先行きについて昨年来の勢いは期待出来ないものの、中国を起点に世界経済が下振れする可能性は後退していると捉えられよう。
- 6月の生産者物価は前年比+5.5%と頭打ちしているが、原材料関連で価格下落が続く一方、中国国内で商品市況に底入れ感が出ているほか、川下に向けた価格転嫁の兆しも出ている。消費者物価は前年比+1.5%と引き続き低水準だが、食料品とエネルギーを除くコアインフレ率は同+2.2%に加速している。消費の成熟化などに伴いサービス物価に上昇の動きが出ており、経済構造の転換も相俟って新たな形でインフレ圧力が高まる兆しもみられる。中国経済は着実に『新常態』に変貌を遂げつつあると言えよう。
- 昨年末以降、当局は金融政策を「やや引き締め」方向にシフトさせており、年明け以降は短期金利の誘導目標を引き上げる動きをみせている。人民銀は短期金融市場を重視する姿勢をみせており、徐々にインフレ圧力が高まる動きがみられるなかで、今後も現行のスタンスを維持する可能性が高い。先行きの中国は「ニューエコノミー」主導で緩やかな拡大を続ける一方、「オールドエコノミー」への期待は禁物と言える。
- 昨年以降における中国景気の持ち直しの動きは、インフラや不動産関連を中心とする投資拡大が追い風となるなど、いわゆる「オールドエコノミー」の活発化に拠るところが大きかった。このことは、以前に中国経済の実勢を示す経済指標として用いられてきた「李克強指数（鉄道貨物輸送量、電力消費量、銀行融資の伸びを用いた合成関数）」が、昨年以降急上昇したことにも現れている。習近平政権はここ数年、中国経済の成長のけん引役を「ニューエコノミー」に移行させることで『新常態（ニューノーマル）』を目指す姿勢をみせてきた。ただし、国際金融市場においては中国景気の減速を警戒する動きが強まったことに加え、ここ数年は中国を発端とする形で度々動揺が広がる事態となったほか、中国金融市場では海外資金の流出が懸念され、中国当局が対応に窮する場面もみられた。さらに、今年秋には5年に一度開催される共産党中央大会が予定されるなど、共産党内における「人事の季節」が近づいており、中国当局にとっては経済の安定が重要課題となっていることから、一時的措置として「オールドエコノミー」の活発化による景気下支えに繋がったと考えられる。このため、年明け直後にかけて中国国内における製造業景況感の回復感を強めたほか、鉱物資源需要の拡大期待を追い風に国際商品市況の底入れも進み、先進国を中心に拡大の動きが続いた世界経済の回復を後押しした。他方、不動産投資の活発化に伴い「不動産バブル」の再燃が懸念される事態となり、長期に亘る金融緩和などを追い風に企業部門の債務は急拡大して「危険水域」が意識されたため、当局は昨年末以降金融政策を引き締め方向にシフトさせる動きをみせた。この動きを反映して、年明け以降の中国の製造業景況感は一転して下落し、それに伴い鉱物資源需要が低迷するとの見方から国際商品市況は頭打ちし、中国経済を起点に世界経済に下押し圧力が掛かる可能性が懸念された。しかし、今月初めに発表された直近の財新製造業PMI（購買担当者景況感）は久々に反転して好不況の別れ目となる50を上回る水準を回復しており、中国の製造業が一段と減産

圧力を強める可能性は後退している（詳細は3日付レポート「[中国製造業を巡る不透明感は一とまず後退](#)」をご参照下さい）。中国国内では先物市場を中心に年明け以降調整模様が続いてきた鉄鋼石や石炭などの価格に底打ち感が出ているほか、鉄鋼製品価格なども上昇しており、中国国内における需要の堅調さを示唆する動きがみられる。米国のシェールオイルの動きなどに伴い原油相場の上値が重いことなどを理由に、国際商品市況は全体として頭打ちの状況を脱せないが、国際商品市況を取り巻く環境は少しずつ変化している。さらに、こうした動きは昨年来ほどの勢いは期待出来ないものの、世界経済にとってもプラスの効果を与えると見込まれるほか、少なくとも中国を起点に世界経済が下振れするとの懸念は大きく後退すると捉えられよう。

- こうしたなか、中国の6月の生産者物価は前年同月比+5.5%と前月（同+5.5%）と同じ伸びとなり、年明け直後にかけて上昇基調を強めてきた動きに一服感が出ている状況は変わらない。前月比は▲0.2%と3ヶ月連続で下落したものの、前月（同▲0.3%）からわずかながらマイナス幅は縮小しており、年明け以降の国際商品市況の頭打ちに伴う原材料価格の調整の動きが弱まりつつある。企業部門が直面する購買価格は依然下落基調が続いているものの、原油相場の低迷などを反映して燃料関連で大幅に下落し、その動きに伴い化学工業関連の原材料価格も下落したほか、非鉄金属関連でも原材料価格の下落が顕著になっている。一方、鉄鋼需要の

底入れの動きなどを反映して金属関連の原材料価格に底打ち感が出ているほか、建材に関連する金属及び非金属系の価格も上昇基調を強めるなど、すべての原材料関連で価格下落が続いてきた状況は変わりつつある。また、こうした動きを反映して鉱物資源関連をはじめとする採掘関連では価格下落圧力が依然根強い一方、原材料価格の下落ペースは縮小しており、加工関連では一部で価格が上昇する動きもみられるなど、川下に当たる消費者段階に向けて価格転嫁の動きが広がりつつある。中国の製造業を巡っては、昨年来の国際商品市況の底入れなどの動きにも拘らず幅広い分野で十分な価格転嫁が出来ない状況が続いており、結果的に業績の下押し圧力となることが懸念された。しかし、年明け以降における商品市況の頭打ちに伴い業績面で余裕が生まれているとともに、足下では価格転嫁に向けた動きに広がりが出ており、製造業を中心とする中国企業の業績を巡る状況も改善することが期待される。

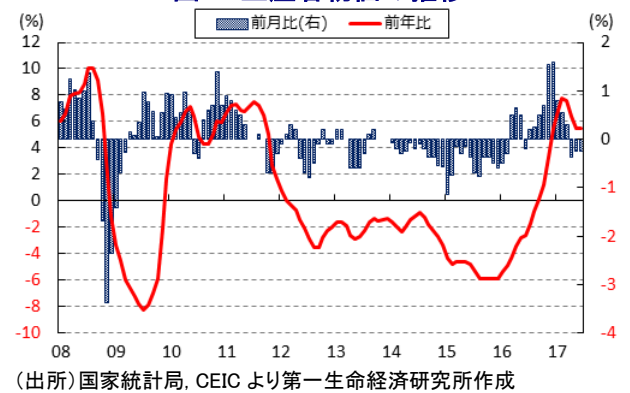
中国の製造業を巡っては、昨年来の国際商品市況の底入れなどの動きにも拘らず幅広い分野で十分な価格転嫁が出来ない状況が続いており、結果的に業績の下押し圧力となることが懸念された。しかし、年明け以降における商品市況の頭打ちに伴い業績面で余裕が生まれているとともに、足下では価格転嫁に向けた動きに広がりが出ており、製造業を中心とする中国企業の業績を巡る状況も改善することが期待される。

- 生産者段階での価格転嫁の動きは、長期に亘り低水準で推移している中国のインフレ動向にも少しずつ変化を与えつつある。6月の消費者物価は前年同月比+1.5%と前月（同+1.5%）と同じ伸びに留まり、中国当局が掲げる今年のインフレ目標（3%）を大きく下回る展開が続いている。さらに、前月比は▲0.2%と前月（同▲0.1%）から2ヶ月連続で下落しており、その下落ペースも加速するなど、一見すると物価上昇圧力は高まっていない。ただし、物価下落を招いている要因は食料品（前月比▲1.0%）の大幅下落にあり、なかでも豚肉（同▲3.4%）や果物（同▲4.2%）、野菜（同▲1.1%）、鮮魚（同▲1.1%）など、物価が変動しやすい生

図1 国際商品市況(CRB 指数)の推移



図2 生産者物価の推移



鮮品を中心とする物価下落が影響している。また、年明け以降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基調を強めるなど、生活必需品を中心とする物価下落がインフレ圧力の後退に繋がっている。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+2.2%と前月（同+2.1%）から伸びが加速してインフレ目標に近付いているほか、前月比も+0.1%と前月（同+0.1%）と同じペースで上昇するなど、緩やかにインフレが進行して

いる。上述したように、川上の生産者段階においては徐々に川下の消費者段階に向けた価格転嫁の動きが出つつあるものの、耐久消費財などを中心に依然充分な形では価格転嫁が出来ず、足下では消費財を中心に価格下落が続いており、物価の重石となっている。その一方、過去数年に亘る都市化政策の影響による都市人口の増加に加え、少子高齢化の進展などに伴い消費市場の「成熟化」が進んでいることでサービス物価は上昇基調を強めており、医療関連サービスや教育関連サービス、住宅関連サービスなどでその動きが顕著になっている。また、このところの観光ブームなどを背景に観光関連サービスの物価も上昇基調を強めており、経済構造の転換が新たな物価上昇圧力となる可能性が高まっている。なお、このところ中国国内ではシェアリングエコノミーが急速に拡大しているほか、決済手段として携帯電話を通じた電子決済が爆発的に普及して消費行動が大きく変化しており、中間コストの「中抜き」が進んだことも消費者段階におけるインフレ圧力の足かせになっている可能性はある。ただし、決済手段の多様化などを背景とする消費行動の変化といったダイナミズムの大きさは、新たな形でインフレ圧力を引き起こす要因となる可能性もあるなど、中国経済は着実に『新常态』に向けた変貌を遂げていると捉えることが出来よう。

- 昨年末以降、当局の金融政策のスタンスがやや引き締め方向にシフトしたことに加え、年明け以降は常設貸出ファシリティー（SLF）の適用金利を引き上げるなど、短期金融市場における流動性管理を強化することで、金融機関に対してデレバレッジを促す姿勢をみせている。また、これまで中国の金融政策を巡っては、中長期を前提に金融機関に対して金利の指導を行う一方、少数の金融機関のみによる比較的自由的な取引が可能な短期金融市場との違いは、資金調達と運用を巡るデュレーションのギャップを生むなどの問題を生んできた。こうしたことから、中国人民銀行（中銀）内では金融政策及び金利調節能力に関する検討が行われ、短期金融政策を巡る内容の明確化が必要であるとともに、市場との対話を強化させる必要性を主張する『ワーキングペーパー』が出されるなど、金融政策の改善を求める動きが出ていた。今月初めに人民銀が発表した『金融市場の発展に関する報告書』では、「市場原理に基づく金利改革の深化により、市場原理に基づく金利メカニズムの改善を促して人民銀行の金利調節能力を向上させる」とし、中期貸出ファシリティー（MLF）やSLF、リバースレポによる公開市場操作（オペ）の効率性向上を図る方針が示された。足下でサービス物価に上昇圧力が掛かるなど、インフレ圧力が徐々に高まる兆し

図3 消費者物価の推移

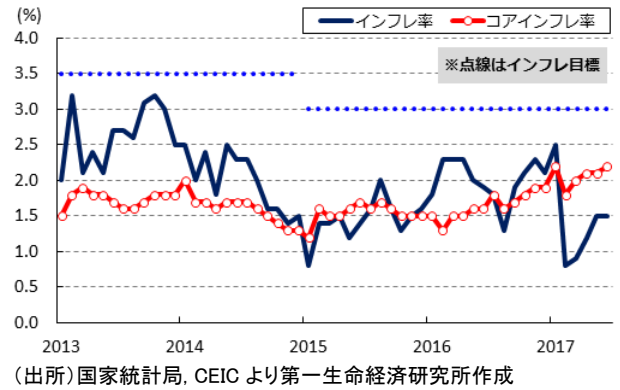


図4 短期金利(SHIBOR1 週間物金利)の推移



が出ていることから、先行きの金融政策は現行のやや引き締めのスタンスが維持される見通しであり、結果として金利が高止まりする状況が続くことで先行きの景気の重石となることは避けられない。なお、先行きの中国経済は「ニューエコノミー」がけん引する形で緩やかな拡大を続ける可能性は高い一方、「オールドエコノミー」に過度な期待を抱くことは禁物であることは間違いない。

以 上