

## 中国、物価上昇の背後にみえる様々なリスク

～原油相場の底入れ、米中貿易戦争、人民元安など懸念要因は山積～

発表日：2018年7月10日(火)

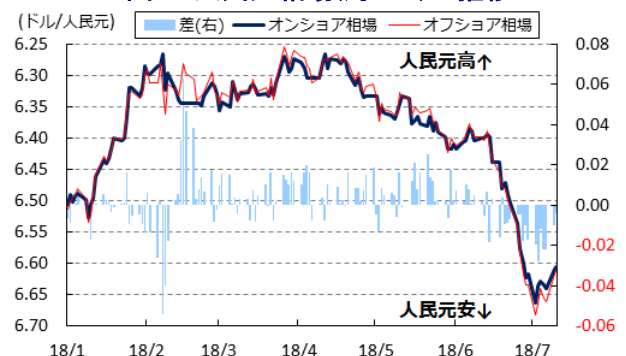
第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

### (要旨)

- 米中は貿易戦争に突入したが、現時点でその影響は限定的な一方、中国側の報復手段の少なさは金融市場での人民元安観測に繋がった。その後は人民銀による口先介入などで底打ちしている。年明け以降は株安が進んでおり、人民元安誘導は資金流出を招く「諸刃の剣」となり得る。こうした動きは中国当局の政策運営を巡る予見性の低さが影響しており、金融市場の動揺回避のためには透明性向上に向けた取り組みが望まれる。
  - 他方、足下の原油など商品市況の底入れは中国でも生産者段階で物価上昇圧力に繋がっている。ただし、消費者段階への価格転嫁は進まず、インフレ率は依然政府目標を大きく下回る。なお、堅調な景気に伴いサービス物価は上昇する一方、消費財物価は下落が続くなど特殊事情も影響している。ただし、今後は原油相場底入れの影響や米中貿易戦争、人民元安による輸入物価上昇などがインフレ圧力になり得ると予想される。
  - 米中貿易戦争は「持久戦」の様相をみせるが、貿易関係に加え、硬直的な金融市場に悪影響を与える可能性に要注意だ。共産党の指導で短期的に景気減速を乗り切る余地はあるが、構造問題の解決を両輪で行うことは困難だ。経済成長実現が困難になれば、中長期的には共産党の存立を巡るリスクを意識する必要もあろう。
- 世界経済を巡っては、米中貿易摩擦の激化やそれを契機に世界的な貿易摩擦の動きが広がることによる世界的な貿易の萎縮が景気下振れに繋がることが懸念されるなか、6日には米中両国が貿易制裁を発動したことにより貿易戦争に突入した。足下の世界経済は今年3月以降の米トランプ政権による通商政策を巡る動きにも拘らず、依然として拡大傾向が続くなど自律回復の歩みを続けている上、米中両国による貿易制裁も現時点では年間輸入額の340億ドル相当と限定的なものに留まり、直ちに世界経済の下振れが意識される状況にはない。ただし、米中両国は現時点において報復の応酬を示唆するなどチキンレースを演じる様子を見せており、事態が泥沼化する抜き差しならない事態に陥るリスクは小さくない。こうしたなか、報復措置の「手数」を巡って不利な展開が懸念される中国を巡っては、金融市場で輸出の下支えに向けて通貨人民元安誘導に動くとの見方が強まり（詳細は4日付レポート「[米中貿易摩擦、中国の「対抗措置」はあるのか](#)」をご参照下さい）、外国人投資家が自由に取引可能なオフショア市場が主導する形で人民元安が進む展開が鮮明になった。当局が営業日前に発表する「基準値」の算定方法を巡って恣意性が拡大するなか、6月後半以降の基準値が徐々に人民元安方向にシフトしたこともそうした見方に繋がったとみられる。しかし、足下では今月3日に人民銀行（中銀）が易綱総裁のインタビューの体で足下の人民元相場に関するコメントを掲載する事実上の「口先介入」を実施したほか、大手国有銀行による為替介入実施の動きなども背景に落ち着きを取り戻しつつある。年明け以降の中国株式市場では、当局が主導する形で企業のデレバレッジに向けた圧力が強まっている上、米中貿易摩擦などに伴う企業業績などへの悪影響を嫌気する

図1 人民元相場(対ドル)の推移



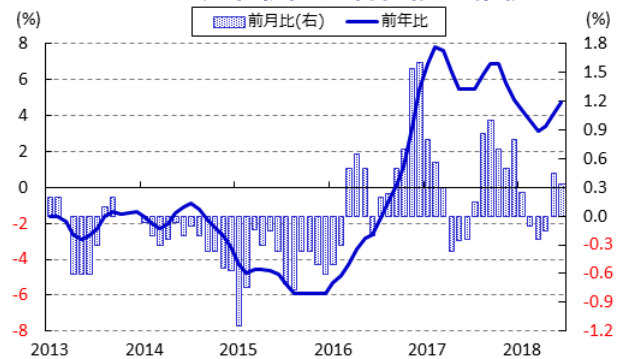
(出所) Thomson Reuters より第一生命経済研究所作成

形で調整局面が続いている。中国の企業部門は近年米ドルなど外貨建債務を急増させてきたため、過度な人民元安は債務負担の増大を通じて企業活動を萎縮させるリスクがある上、株価の調整局面での人民元切り下げは2015年から翌年はじめにかけて起こった資金流出の二の舞に繋がる可能性もある。さらに、米国への貿易制裁に伴い農畜産物や水産物の価格上昇が予想されるなか、人民元安に伴う輸入物価の上昇が国内の食料品など生活必需品を中心にインフレ圧力となる可能性もあり、当局として過度な人民元安を避けたいとの思惑もうかがえる。他方、人民銀は先月末に今月5日付で預金準備率の引き下げを決定するなど、一見金融緩和の動きをみせているが、余剰資金の用途を債務の株式化（DES）や中小・零細企業向け融資に限定するなど金融緩和とは様相が異なる（詳細は6月25日付レポート「[中国人民銀、預金準備率引き下げで景気下支え](#)」をご参照下さい）。米中貿易摩擦などに伴う景気の下振れが意識される一方、企業部門の過剰債務懸念があるなか、過度な信用拡大を招かない形で景気下支えを目指す苦肉の策がこうした複雑なオペレーションに繋がっているが、そうした政策の予見性の低さは金融市場の疑心暗鬼を招いている。よって、当局にはより透明性の高い形での政策運営をすることが望まれる上、そのことは無用な金融市場の動揺回避にも繋がることを期待される。

- こうしたなか、国際金融市場ではOPEC（石油輸出国機構）加盟国などが先月末の定例総会において協調減産の緩和で合意したにも拘らず、その内容の不透明さから世界的にタイト化している需給緩和に繋がらないとの見方が強まり、原油相場は一段と上振れしている。昨年以降の原油相場の底入れの動きは、長期に亘る原油相場の低迷などを背景に世界的な低インフレ環境が続いた流れを一変させており、中国においても川上の物価に当たる生産者物価を中心に上振れする展開が続いてきた。年明け以降の原油相場の上昇一服を受けて生産者物価の上昇ペースも鈍化するなど落ち着きを取り戻す動きがみられたものの、足下の原油相場の底入れの動きなどを反映して再び加速感を強めている。6月の生産者物価（出荷価格）は前年同月比+4.7%と前月（同+4.1%）から伸びが加速しており、前月比も+

0.3%と前月（同+0.4%）から2ヶ月連続で上昇するなど底入れが進んでいる。さらに、生産者段階の購買価格は前年同月比+5.1%と前月（同+4.3%）から一段と伸びが加速しており、前月比も+0.4%と前月（同+0.3%）から上昇ペースも加速するなど原油をはじめとする国際商品市況底入れの動きが影響している。財別では、燃料関連のほか、非鉄金属関連、建築資材関連、紡織原材料関連など原材料価格の上昇が直結しやすい分野を中心に購買価格の上昇に直面している。こうした動きを反映する形で出荷価格にも上昇圧力が掛かり、石油・天然ガス関連のほか、非鉄金属圧延加工関連など原材料系で価格転嫁の動きが広がる一方、食料品や衣料品などの日用品関連や耐久消費財関連の物価は横這いで推移するなど価格転嫁が進まない対照的な動きもみられる。こうした動きは川下段階に当たる消費者段階で物価が上昇しにくい一因になっており、6月の消費者物価は前年同月比+1.9%と前月（同+1.8%）

図2 生産者物価(出荷価格)の推移



(出所) 国家統計局, CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 インフレ率の推移



(出所) 国家統計局, CEIC より第一生命経済研究所作成

から伸びが加速したものの、依然政府が定めるインフレ目標（3%）を大きく下回る水準に留まっている。前月比も▲0.1%と前月（同▲0.2%）から4ヶ月連続で下落しており、果物（同▲6.7%）や野菜（同▲1.8%）など生鮮品を中心とする食料品価格の下落が全体の重石になっている。他方、原油相場の底入れの動きなどを反映してガソリンなどエネルギー価格は上昇しているものの、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+1.9%と前月（同+1.9%）から横這いで推移しており、前月比も+0.1%と前月（同+0.0%）からわずかな上昇に留まる。サービス物価は前月比+0.2%と上昇基調を強める一方、消費財物価は同▲0.2%と下落基調が続いており、川上段階で価格転嫁の動きが進まないことに加え、EC（電子商取引）の爆発的普及に伴う価格競争の激化も物価の抑制要因となっている。ただし、今後は米中貿易戦争に伴う食料品価格の上昇に加え、このところの人民元安に伴う輸入物価の上昇も懸念されるなか、徐々にインフレ率に上昇圧力が強まる可能性は高い。

- 米中貿易戦争を巡っては、中国側の対抗措置の余地は限られるなかで今後は「持久戦」の様相を呈することが予想されるが、その影響は貿易関係のみならず、金融市場などに広範に現われることは避けられない。「箸の上げ下ろし」まであらゆる行動を共産党及び政府が指導するなど柔軟性に乏しい中国では、当座の景気減速を乗り切る能力は高いと見込まれるものの、様々な構造問題を抱えるなか、景気減速局面においてこうした課題解決を図ることは容易でない。また、経済成長の実現が厳しくなれば共産党の存立基盤も難しくなることも考えられる。こうした懸念は当座に表面化する可能性は低いものの、米中貿易戦争の長期化などに伴って中長期的なリスクとして意識する必要性が高まることになろう。

以 上