

中国経済はデスインフレと債務問題の板ばさみに直面

～政策余地拡大の一方、「灰色のサイ」の問題を一段と複雑にさせる可能性～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (Tel: 03-5221-4522)

(要旨)

- 昨年の中国の成長率は 28 年ぶりの低水準となり、内・外需双方での減速が景気の重石となった。経済規模は習近平政権が目指す「所得倍增計画」を前倒しで達成する一方、デスインフレ懸念という新たな問題も出ている。原油安によるデスインフレ圧力の進展が懸念されたが、1月のインフレ率は鈍化する一方、コアインフレ率はわずかに加速した。ただし、今年は春節の時期が前年より前倒しされており、サービス物価の上昇が前倒しされたことが影響している可能性があり、足下のコアインフレ率の加速のみで判断するのは早計だ。
- 他方、川上の生産者物価は前年比+0.1%と 28 ヶ月ぶりの低水準となり、前月比も3ヶ月連続で下落した。昨年末にかけての国際商品市況の調整に伴い原材料価格が下落し、企業の出荷価格も下落するなど、今後は消費者物価の下押しも見込まれる。春節需要の伸びが鈍化するなど家計消費は依然弱含むなか、デスインフレは景気刺激余地の拡大に繋がる一方、債務問題を勘案すればその弊害も懸念される。政府が先月末に発表した景気対策を巡っては、短期的な景気浮揚という単純な話では終わらないと判断出来る。

昨年通年の中国の経済成長率は前年比+6.6%となり、鄧小平氏によるいわゆる『南巡講話』を経て改革開放路線が一段と加速された直前である 1990 年 (同+3.9%) 以来となる 28 年ぶりの低い伸びに留まった。この背景には、習近平政権が過去に行われた過度な景気対策によって生じた過剰債務問題の解消に向けてデレバレッジ (債務抑制) 政策が採られたことで幅広く内需に下押し圧力が掛かる動きが強まったことに加え、米中貿易摩擦の激化などに伴い外需も景気の重石となるなど、内・外需ともに減速感を強めたことが影響している。なお、経済規模及び 1 人当たり GDP については、習近平政権発足時に掲げられた『所得倍增計画 (2020 年を目途に国民所得を 2010 年比で倍増させる計画)』の実現を計画から 3 年前倒しで実現することに成功する一方、家計消費や固定資本投資など内需が減速したことに歩を併せる形で GDP デフレータの伸びは鈍化傾向を強めるなど、徐々にデスインフレ状態に突入している (詳細は 1 月 28 日付レポート「[中国、成長目標達成の背後で忍び寄るデスインフレ圧力](#)」をご参照下さい)。さらに、昨年末にかけての原油をはじめとする国際商品市況の調整に伴い、中国国内では企業部門にとって幅広く原材料価格の低下に繋がっているほか、家計部門においてもエネルギー価格の下落が促されるなどの動きが出ており、デスインフレ圧力が一段と強まる可能性が

図 1 インフレ率の推移

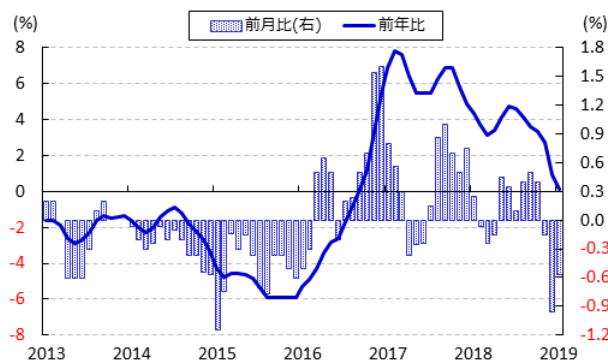


(出所) 国家統計局, CEIC より第一生命経済研究所作成

高まっている。こうしたなか、1月の消費者物価は前年同月比+1.7%と前月（同+1.9%）から伸びが一段と鈍化して1年ぶりの低水準となる一方、前月比は+0.5%と前月（同+0.0%）から上昇している。なお、中国では例年春節直前のタイミングでは食料品や観光関連などサービス物価が上振れしやすい傾向があるが、当月は食料品価格が前月比+1.6%上昇しており、野菜（同+9.1%）、果物（同+2.3%）、水産品（同+2.0%）など生鮮品での上昇が押し上げに繋がった。さらに、米中貿易摩擦に伴う米国からの飼料用穀物の輸入減による価格高止まりも重なり、羊肉（前月比+1.8%）や牛肉（同+1.7%）の価格上昇も続いていることも食料品価格の上振れに繋がっている。また、観光（前月比+5.5%）のほか、家庭サービス（同+3.9%）など近年のライフスタイルの変化に伴う需要増が物価の上振れに繋がる動きもみられた。その一方、原油安の影響でガソリン（前月比▲3.6%）をはじめとするエネルギー価格が下振れしており、生活必需品を巡る物価の動きはまちまちの状況にある。結果、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+1.8%）から伸びが加速しており、前月比も+0.4%と前月（同+0.1%）から上昇ペースも加速している。ただし、今年は春節の始まりが前年に比べて10日強早いいため、それに伴って春節需要に関連するサービス物価の押し上げが前倒しされている可能性があるため、足下のコアインフレ率のわずかな加速を以ってディスインフレ圧力が後退していると判断するのは些か早計と言えよう。

他方、年明け以降の原油相場は米F R B（連邦準備制度理事会）による『ハト派』への転換なども追い風に底打ちしているものの、昨年末にかけての大幅な相場調整の動きは引き続き川上の物価である生産者物価の重石になっている。1月の生産者物価は前年同月比+0.1%と前月（同+0.9%）から一段と伸びが鈍化して28ヶ月ぶりの低水準となったほか、前月比も▲0.6%と前月（同▲1.0%）から3ヶ月連続で下落するなど物価上昇圧力は一段と後退している。原油及び天然ガス関連での価格下落の動きを反映して、燃料関連（前月比▲2.1%）や原材料関連（同▲1.6%）を中心に下落圧力が強まっているほか、国際商品市況全般で調整圧力が強まったことを受けて非鉄金属素材関連（同▲0.8%）や非鉄金属材料関連（同▲0.6%）などに軒並み下落の動きが広がっている。企業部門にとっては原材料などの調達価格に下落圧力が掛かっていることを受けて、出荷価格を引き下げる動きも広がりを見せており、結果的に先行きにおいて川下の消費者段階の物価の下押し圧力となることも予想される。

図2 生産者物価の推移



（出所）国家統計局、CEIC より第一生命経済研究所作成

商務部が発表した今年の春節の連休期間中の小売売上高の伸びは前年同期比+8.5%と前年（同+10.2%）から一段と鈍化し、当該統計が発表されて以来最も低い伸びとなったことが明らかになったほか、文化観光部が発表した連休期間中の国内観光収入も前年同期比+8.2%と前年（同+12.6%）から伸びが鈍化したことが明らかになるなど、足下においても家計消費を取り巻く状況は厳しいことが示された。政府は昨年末以降、財政及び金融政策を通じた景気下支えに向けた動きを強めており、インフレ圧力の後退は一段の金融緩和などによる政策対応余地の拡大に繋がると期待される一方、過去に行った

「洪水のような景気刺激策」（国家発展改革委員会）が過剰債務問題の原因になったことを教訓に、大規模な景気対策には及び腰になっている。他方、デフインフレ圧力が一段と強まれば、過剰債務を抱える企業部門のみならず、ここ数年債務水準を急拡大させてきた家計部門にとっても経済活動の足かせとなり得るだけに、政府として足下の事態を座視している訳にはいかないのも実情である。先月末に国家発展改革委員会が打ち出した補助金政策を柱とする景気刺激策は、短期的にみれば中国景気の押し上げに繋がるほか、世界経済にとってもプラスと見込まれる一方、中長期的にみれば過剰債務問題を巡る対応を一段と複雑にさせるリスクもあり、単純な話で終わらせることは出来ないと言えよう。

以 上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

