

中国、内需に底入れ期待もデysinフレ圧力は依然くすぶる

～生活必需品を除けばインフレ横這い、不動産市況が中国経済の命運を握る難しい局面が続く～

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)

- 昨年の中国経済は内・外需双方で減速感が強まり、世界経済にも下押し圧力が強まる動きがみられた。ただし、年明け以降は米FRBの「ハト派」転換に加え、中国の経済政策も景気重視にシフトした結果、中国企業のマインドに改善の動きが出ている。米中協議を巡っては一部に合意間近とする見方もあるが、過去の協議などをみれば「一時休止」の延長に留まると見込まれる。よって、先行きの中国景気は外需の回復は期待しにくい、当局の景気対策効果の発現により内需が下支え役となる形で景気の底打ちが促される展開になるであろう。
- 今年の内需は投資及び消費ともに出だし上々の動きがみられる上、足下では中国株が上振れするなど好材料もみられる。また、年明け以降は原油相場も底入れしており、昨年のデysinフレ懸念が続いた状況は一変している。3月のインフレ率は前年比+2.3%と半年ぶりの水準に加速したが、足下の豚肉価格上昇が影響した。コアインフレ率は前年比+1.8%と横ばいで推移し、インフレ圧力が高まっているとは依然判断出来ない。
- 川上の物価である3月の生産者物価は前年比+0.4%と原油相場の底入れを受けて加速した。ただし、原材料価格の上昇にも拘らず企業は製品価格に転嫁出来ない状況が続いている。原油相場の上値を重くする動きを勘案すれば、インフレ圧力が強まる状況は想定しにくい。他方、不動産市況は依然高止まりが続くが、この動向は過剰債務問題と密接に関連するなど対応が難しい。当局は市況の上昇を容認しておらず、キャピタルゲインを元手にした消費拡大が困難な状況が続くため、今後もデysinフレ圧力の火種はくすぶるであろう。

昨年の中国経済を巡っては、習政権が主導するデレバレッジ（債務抑制）政策などに伴い企業部門を中心に資金繰りがタイト化するなど投資の重石になったほか、国際金融市場の混乱を受けて国内金融市場に動揺が広がり家計消費も鈍化するなど、幅広く内需に下押し圧力が掛かったことに加え、米中貿易摩擦の激化を受けて年末にかけて外需に急ブレーキが掛かるなど、全般的に景気の減速感が強まった。また、世界経済も中国の景気減速に加え、EU（欧州連合）景気が急速に頭打ちの様相をみせているほか、米トランプ政権を中心に世界的に保護主義的な動きが広がりをもよおすなかで世界貿易は鈍化するなど、世界的な景気減速に繋がる動きもみられる。こうしたなか、年明け以降は米FRB（連邦準備制度理事会）が『ハト派』姿勢に転じるなど、先進国中銀を中心にスタンスを見直す動きが広がりをもよおしている。さらに、中国では先月開催された全人代において今年の経済政策のスタンスが『景気重視』にシフトされ、様々な内需喚起策を通じて景気の下支えを図る姿勢が鮮明になり、企業マインドは製造業、サービス業問わず改善するなど、この効果を期待する向きが強まっている（詳細は1日付レポート「[中国景気の「大返し」が始まるか](#)」をご参照下さい）。他方、昨年末にかけて中国景気の足かせとなる動きが鮮明になった米中貿易摩擦については、その後も米中の閣僚級協議が継続的に行われ、先週には米トランプ大統領が「おおよそ4週間程度」との見通しを示し「合意にかなり近付いている」との認識を

示す一方、「合意に至るか予断は持たない」と述べるなど、最終的な行方については依然不透明な状況にある。過去の米中協議を巡っては度々合意間近との見方が出たものの、米トランプ大統領がその都度『ちやぶ台返し』を行い、結果的に両国間の貿易摩擦が激化の度合いが強まった経緯がある。昨年末にかけては、世界経済の減速懸念などを背景に米国株は急落する場面がみられたものの、年明け以降は上述の米FRBによるスタンス変更などを受けて持ち直しの動きを強めており、米トランプ大統領にとっては最終的な判断の上で『フリーハンド』を得られる状態にある。よって、仮に米中貿易摩擦が解消に向かって双方動く事態となれば、このことが不透明要因となってきた世界経済にとってプラスに作用する可能性は高い一方、依然として米トランプ政権内の『対中強硬派』が期待する内容にはほど遠いとみられ、実態としては足下のような『一時休止』状態が延長される程度に留まると見込まれる。なお、上述のように中国企業のマインドは幅広く改善しているものの、先行きの輸出が大幅に回復するとの見方はしておらず、こうした状況を企業は見越しているとみられる。よって、当面の中国景気は外需に回復を期待することは難しいものの、公共投資をはじめとする内需喚起策の効果発現などを追い風に、固定資本投資や家計消費など内需が下支え役となる形で景気の底打ちが促される展開が期待される。

年明け以降の内需を巡っては、1-2月時点で固定資本投資や小売売上高の伸びに底打ち感が出ており、昨年末以降に当局が民間企業や中小・零細企業を対象とする資金繰り支援を強化する動きをみせたほか、政府による内需喚起策を期待する形で中国本土株（中国A株）が底入れの動きを強めるといった材料を受けて、まずまずの出だしをみせている（詳細は3月14日付レポート「[2019年の中国内需は「まずまずの出だし」の様子](#)」をご参照下さい）。

さらに、足下の企業マインドの動きはインフラ関連を中心に公共投資の進捗を示唆する展開もみられるほか、2月末に国際的な株価指数の開発・算出を行う米MSCI社が「グローバル新興国株式指数（EM）」への中国本土株の組み入れ比率を4倍に引き上げる方針を示したことを受けて、海外資金の流入なども追い風に中国本土株は上昇傾向を強めるなど、家計消費のさらなる追い風となる動きもみられる。また、昨年末にかけて急激な調

整に見舞われた国際原油市況は、OPEC（石油輸出国機構）諸国などによる協調減産を受けて年明け以降は一転底入れして足下では半年弱ぶりの水準に戻すなど、世界的に物価上昇圧力に繋がる可能性が高まっている。こうしたことから、景気減速の動きも重なり中国においてもデフレーションが懸念される展開がみられたものの、一変する可能性が出ている。3月の消費者物価は前年同月比+2.3%と前月（同+1.5%）から加速して半年ぶりの伸びとなるなど、表面上インフレ率が加速感を強めている様子が見えてくる。ただし、同国では例年春節（旧正月）の時期に需要が集中する食料品やサービス関連で物価が上振れする傾向があり、3月はその影響が剥落したことで前月比は▲0.4%と前月（同+1.0%）から4ヶ月ぶりに下落に転じている。なお、食料品は前月比▲0.9%と大幅に下落し、卵（同▲5.1%）や水産品（同▲3.6%）、野菜（同▲2.6%）など生鮮品を中心に下落圧力が強まったことが影響したほ

図1 中国本土株(CSI300 指数)の推移



(出所)Refinitiv より第一生命経済研究所作成

か、連休に伴う旅行需要が一巡したことで観光（同▲9.6%）が大幅に下落したことも全体の重石となった。ただし、前月比は昨年3月（▲1.1%）に比べて小幅の下落に留まり、これに伴い前年比の伸びも昨年3月（+2.1%）に比べて上振れするなどインフレが加速しているように見えるが、この背景には豚肉価格の動きが影響している点に注意が必要である。中国では豚肉が食用肉として幅広く用いられるため、春節の需要変動に伴い価格が大きく上下する傾向があるが、昨年以降は

アフリカ豚コレラの感染拡大などに伴い同国内の豚肉供給が減少して足下の豚肉価格は上昇しており、肉類の物価が押し上げられている。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+1.8%と前月（同+1.8%）から横這いで推移しており、前月比も▲0.3%と前月（同+0.4%）から丸1年ぶりに下落に転じるなど上振れにはほど遠い状況が続いている。年明け以降の原油相場の底入れに伴いエネルギー価格の上昇圧力が強まるなど、物価上昇に繋がる動きはみられるものの、これを除けば明確にインフレ圧力が高まっている兆候はみられず、デフインフレ懸念がくすぶる状況が続いていると捉えられる。

なお、先行きのインフレ動向に影響を与える川上の段階での物価に当たる生産者物価は前年同月比+0.4%と前月（同+0.1%）から加速しており、前月比も+0.1%と前月（同▲0.1%）から5ヶ月ぶりに上昇に転じるなど、徐々に物価上昇圧力が高まっている様子がうかがえる。国際原油市況の底入れの動きを反映して原油及び天然ガス関連のほか、一部の非鉄金属関連で原材料価格が上振れする動きがみられるものの、こうした状況が川下の物価動向に影響を与える出荷価格に転嫁されにくい状況もみられる。事実、日常生活に必要な生活用品の出荷価格は前月比+0.0%と横這いで推移しており、食料品（同+0.2%）に上昇圧力が強まる動きがみられるものの、衣類（同▲0.1%）や日用品（同▲0.1%）で下落が続いているほか、耐久消費財（同▲0.2%）も下落傾向が続くなど、原材料価格の上昇が転嫁される動きには繋がっていない。こうした背景には、昨年の小売売上高が鈍化傾向を強めるなど家計消費が弱含む展開が続いたことに加え、近年のインターネットの爆発的普及を背景とするEC（電子商取引）の活発化に伴い価格競争が激化していることが影響しており、コスト上昇を価格に転嫁することが難しくなっていることが考えられる。年明け以降の株価上昇などは家計消費の押し上げに繋がると期待されるものの、都市部のみならず農村部においてもここ数年の経済成長や内需喚起策などを背景に、電化製品などの普及率が向上してきたほか、生活レベルの向上に伴う成熟度も高まっている上、景気の底入れ期待にも拘らず雇用・所得環境は厳しい展開が続く可能性を勘案すれば、家計部門の財布の紐は緩みにくい。また、来週にも予定されるOPEC総会では、年明け以降の原油相場の底入れの動きに加え、経済的に危機的状況に見舞われているベネズエラの産油量が過去最低を更新するなど需給がタイト化する動きも顕在化した結果、一部に増産を望む動きも出るなど先行きの頭打ちに繋がることも予想される。よって、先行きも川上段階から川下に向けて物価上昇圧力が高まる動きは繋がりにくいと見込まれ、結

図2 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

果的に食料品やエネルギーなど物価変動が多い財を除いたベースでインフレ圧力が高まる状況は想定しにくい展開が続くであろう。他方、昨年末以降に当局は金融政策を緩和方向にシフトする動きをみせる一方、過去数年の不動産市況の高騰による市民の不満を招いていることを受け、不動産市場の大幅な変動を警戒する姿勢を崩していない。先月の全人代で示された不動産税の税率及び導入時期などについては、住宅価格への影響を最小限にすべく地方政府レベルで決定される

見通しであるが、不動産関連収入が地方政府の重要な財源であることを勘案すれば、導入の動きが前倒しされる可能性はある。他方、『灰色のサイ』と揶揄される中国の過剰債務問題を巡っては、その背後に過去の活発な不動産投資が存在しており、市況の調整は金融市場のシステミックリスクの引き金を弾くリスクもあるなど対応には慎重にならざるを得ないのも実情である。現状は『隘路を進むような』舵取りが極めて難しい状況にあるものの、当局が穏当な政策対応を通じて不動産市場の安定を図ることで金融市場を巡るリスクが顕在化は避けられると予想するが、上昇圧力が弱まることは家計部門がキャピタルゲインを元手とした消費拡大が難しくなることを意味しており、デフインフレ圧力の火種となる可能性はくすぶるであろう。

以 上

図3 不動産価格(70都市)の推移



(出所) 国家統計局, Refinitiv より第一生命経済研究所作成

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。