

中国、家計所得は増えず物価は上昇、財布の紐は一段と固くなるか

～資金需給環境も厳しいなか、米中摩擦の長期化も雇用・所得環境改善の足かせとなる懸念～

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、習政権が進めるデレバレッジ政策が内需の重石となり、米中摩擦が輸出を下押しして景気の減速感を強めた。年明け以降、習政権は景気重視姿勢を打ち出し企業マインドは底入れしたが、米中摩擦再燃で陰りがみられる。株価も調整する一方、「カネ余り」を理由に不動産市況は活況を呈する対照的な動きをみせる。ただし、株価低迷は家計部門の財布の紐を固くする傾向があり、家計消費の重石となりつつある。
- こうした状況は物価動向にも影響を与えている。5月のインフレ率は前年比+2.7%と15ヶ月ぶりの高水準となったが、食料品やエネルギーでインフレ圧力が強まる一方、雇用・所得環境や家計消費の弱さを受けてコアインフレ率は鈍化している。川上段階では原油相場の底入れが原材料価格の上昇に繋がる一方、家計消費の弱さは価格転嫁の動きを鈍らせている。先行きも物価を巡る動きは対照的な展開が続くと予想される。
- 年明け以降、習政権はデレバレッジ政策の緩和に動いたが、信託商品残高は縮小するなど企業及び家計部門の資金需給はタイトさが続く。内需喚起策に伴う債務拡大懸念は現状杞憂に留まるが、今後も懸念は残る。家計消費の復活には雇用・所得環境の改善が不可欠だが、米中摩擦長期化のなかでは困難が続くであろう。

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）政策の影響で固定資本投資や家計消費など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に伴い年後半にかけて輸出が鈍化傾向を強めた結果、内・外需双方で減速感を強める展開が続いた。しかし、習政権は昨年末以降金融政策を緩和方向にシフトさせるなどデレバレッジ政策からの転換に加え、3月に開催した全人代（全国人民代表大会）では減税や補助金政策のほか、インフラ投資の拡充などの内需喚起策を発表するなど、景気維持を重視する姿勢を前面に打ち出した（詳細は3月5日付レポート「[中国全人代開幕、2019年は「景気」に重心がシフトの模様](#)」をご参照下さい）。こうした動きは、米中摩擦激化の余波が外需を通じて中国経済に悪影響を与える動きが顕在化するなか、習政権は内需喚起によって景気維持を図りつつ、『長期戦』によって事態打開を目指す姿勢を示したものと捉えることが出来る。なお、上述の全人代における内需喚起策発表を受けて、中国国内企業には製造業を中心に一時的にマインドが改善する動きがみられたものの、効果発現までのタイムラグに加え、先月以降は米トランプ政権が対中貿易制裁を強化するなど米中摩擦が再燃したことで早くも勢いに陰りが出ている（詳

図1 中国株(上海総合指数)の推移



(出所) Refinitiv より第一生命経済研究所作成

細は5月31日付レポート「[米中摩擦再燃で中国製造業に暗雲ふたたび](#)」をご参照下さい。

中国金融市場においては年明け以降、習政権による内需喚起策への期待や国際的な株価指数への中国本土株（中国A株）の組み入れ比率拡大の動きも追い風に中国株は底入れの動きを強めてきたものの、先月以降は一転して頭打ちしている。他方、人民銀行（中銀）は昨年以降断続的に預金準備率の引き下げを実施するなど金融政策を緩和方向にシフトさせていることに加え、習政権

によるインフラ投資拡充への期待から、不動産市場への資金流入の動きが再び活発化しており、大都市部を中心に不動産価格は上昇傾向を強めるなど対照的な動きがみられる。ただし、こうした状況は不動産を有する一部にプラスの効果がある一方、中国では家計部門の資産に占める株式の割合が比較的高く、株価の低迷は逆資産効果を通じて家計消費の足かせとなりやすい。習政権は今年の経済政策の柱のひとつに『雇用重視政策』を掲げるものの、足下では製造業のみならず非製造業でも雇用調整圧力がくすぶるなど家計部門を取り巻く環境は厳しさを増しており、結果的に家計の『財布の紐』は緩みにくい状況にある。

こうした足下の状況は物価動向にも影響を与えている。5月の消費者物価は前年同月比+2.7%と前月（同+2.5%）から一段と加速しており、昨年2月（同+2.9%）以来15ヶ月ぶりの高い伸びとなっている。ただし、前月比は+0.0%と前月（同+0.1%）から上昇ペースは鈍化するなど物価上昇圧力は後退しており、昨年の同時期に物価が下落傾向を強めた反動が影響する形で前年比ベースの伸びが加速している。年明け以降における国際原油市況の底入れの動きなどを反映して、ガソリン（前月比+1.9%）は大幅に上昇するなどエネルギー関連で物価が押し上げられているほか、食料品（同+0.2%）も緩やかに上昇しており、生活必需品を中心に物価上昇圧力が高まる動きがみられる。食料品のなかでは、野菜（前月比▲7.9%）で上昇一服の動きがみられるほか、昨年のアフリカ豚コレラの感染拡大に伴い供給不足に陥った豚肉（同▲0.3%）も価格上昇の動きが一巡しつつある様子がうかがえる一方、需要拡大や米中摩擦激化に伴う飼料価格の上昇を背景に牛肉（同+0.1%）や卵（同+6.4%）で価格上昇が続いているほか、果物（同+10.1%）も高止まりしている。なお、前年比ベースの食料品価格は+7.7%と2012年1月以来となる高水準となるなど、足下でインフレ率が加速傾向を強める一因になっている。他方、食料品とエネルギーを除いたコアインフレ率は+1.6%と前月（同+1.7%）から伸びが一段と鈍化しており、前月比も+0.0%と前月（同+0.1%）から上昇ペースも鈍化するなど、

図2 主要70都市の不動産価格の推移



（出所）国家統計局, Thomson Reuters より第一生命経済研究所作成

図3 インフレ率の推移



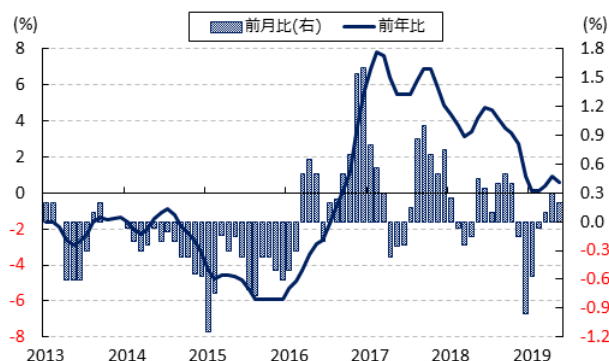
（出所）国家統計局, CEIC より第一生命経済研究所作成

インフレ率の動きとは対照的に物価上昇圧力は後退している。近年の都市化の進展に加え、生活レベルの向上などに伴い医薬品（前月比+0.5%）や衣類（同+0.2%）などで物価が上昇しており、消費財（同+0.1%）の物価は上昇する一方、サービス（同▲0.1%）物価に下押し圧力が掛かるなど、足下の雇用・所得環境を巡る厳しさが物価の重石になっている様子もうかがえる。さらに、昨年国際商品市況の上昇の動きに歩を併せて上昇傾向を強めた、川上の物価である5月の生産者物価は前年同月比+0.6%と前月（同+0.9%）

から一段と鈍化している。前月比も+0.2%と前月（同+0.3%）から上昇ペースが鈍化しており、年明け以降の原油相場の底入れなどに伴い生産段階において、鉱業関連（同+1.9%）など原材料価格の上昇が出荷価格に転嫁される動きもみられる。しかし、川下の物価である消費者段階に直接影響を与える生活用品関連では、食品（前月比+0.4%）で上昇の動きがみられるものの、一般日用品（同+0.1%）への価格転嫁の動きは進まず、耐久消費財（同▲0.2%）では価格が下落するなど家計部門の財布の紐が固くなっていることを受けて価格転嫁を躊躇う動きもみられる。こうした状況を勘案すれば、先行きも食料品やエネルギーなど生活必需品を中心に物価上昇圧力がくすぶることでインフレ率が押し上げられる可能性がある一方、その他の消費財やサービス物価は伸び悩む対照的な展開が続くと見込まれる。

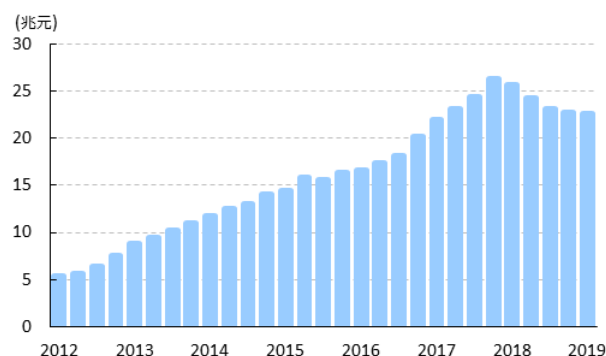
なお、足下の家計部門を取り巻く環境が厳しさを増している背景には、習政権によるデレバレッジ政策の転換に加え、人民銀行も金融政策を緩和方向にシフトさせるなどの動きをみせているにも拘らず、家計部門を巡る資金需給の状況が好転しない状況が続いていることも影響している。いわゆる『理財商品』をはじめとする信託商品残高は、昨年のデレバレッジ政策の余波を受ける形で減少傾向に転じる動きをみせてきたが、年明け以降もペースこそ鈍化しているものの引き続き減少に歯止めが掛かっておらず、結果的に企業部門を中心とする資金調達環境が、家計部門にとっては資産運用環境がともに厳しい状況にあることを示唆している。さらに、ここ数年は中国金融市場における『カネ余り』を背景に爆発的な拡大をみせてきたインターネット金融（P2P金融）も昨年半ばを境に一転して融資残高は減少傾向を強めており、年明け以降も毎月100億元を上回るペースで融資残高の縮小が続いている。習政権が全人代で減税や補助金政策などを通じた内需喚起策を発表した当初は、これらの政策に伴い近年経済規模を上回るペースで拡大が続いている家計部門の債務が加速することが懸念されたものの、足下ではそうした懸念が杞憂に留まる一方、家計消費の勢いを削ぐ一因になっている。政府（国

図4 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

図5 信託商品残高の推移



（出所）中国信託業協会より第一生命経済研究所作成

家発展改革委員会）は今月、低迷が続く自動車販売のてこ入れに向けて地方政府による購入制限の禁止を発表するなど販売促進策を発表しており、早晩底打ちするとの期待は高い一方、資金需給を巡る懸念がくすぶるなかではその効果は相殺され得る。雇用・所得環境を巡る不透明感の解消が家計消費の起爆剤となり得るが、米中摩擦の長期化が避けられないなかでは容易ではないと判断出来る。

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。

