

中国、家計部門の財布の紐はなかなか緩みそうにない状況

～企業マインド悪化で雇用調整圧力がくすぶるなか、都市部の生活コスト上昇も購買力の重石に～

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)

- 米中摩擦は、先月の米中首脳会談を経て再び一時休戦状態となった。ただし、現状でも中国の対米輸出の半分以上に制裁関税が課される状況にあり、製造業を中心に企業マインドは悪化傾向を強めている。サービス業でも企業マインドは頭打ちしており、幅広い分野で雇用への下押し圧力がくすぶる。株価は米中首脳会談を経て底打ちするも依然低迷状態が続いており、家計部門にとって財布の紐が緩むにはほど遠い状況にある。
- 年明け以降の生活必需品を中心とする物価上昇を受けて加速したインフレ率も、6月は前年比+2.7%と高止まりしている。豚肉を中心に供給不足と飼料価格高騰が物価を押し上げる一方、原油市況の頭打ちでエネルギー価格は一服した。価格競争に伴い消費財価格は上値が重い。都市部を中心に生活コストが上振れする動きもみられる。株価の上値が重く、雇用調整圧力がくすぶるなかでは実質購買力の下押しに繋がりが易い。
- 川上の物価に当たる生産者物価は、商品市況の調整を受けて6月は前年比+0.0%に鈍化した。原材料価格の低下が進む一方、過去の上昇に伴う価格転嫁が難しかったため、川下段階は横這いの展開が続く。企業業績の改善は株価にプラスに働きやすい一方、市場環境は米中協議の動向に左右される展開が続くであろう。結果、家計部門にとっては財布の紐が緩みやすい材料に乏しく、しばらく家計消費が伸び悩む状況が続くとみる。

米中摩擦を巡っては、先月開催されたG20（主要20ヶ国・地域）サミットに併せて行われた米中首脳会談において、米中協議の再開を前提に米トランプ政権が準備した中国からのほぼすべての輸入品に対して制裁関税を課す措置を一時猶予することで合意した（詳細は1日付レポート「[米中会談の結果とトランプ米大統領の動きを如何にみるか](#)」をご参照下さい）。この結果は昨年12月にアルゼンチンで行われた米中首脳会談での合意内容と大差のないものであり、従前において十分に予想可能なものであったと考えられる。その一方、昨年末から年明け以降にかけて米中協議が行われてきたことを勘案すれば、現時点において協議再開がどの地点及び条件から行われるかが不透明な状況にあるなど、依然として先行きに対する不透明感はくすぶっている。他方、現時点においても中国の米国向け年間輸出額2500億ドル相当（昨年の対米輸出額の52%）に25%の制裁関税が課されるなど、外需を取り巻く環境は厳しい状況に直面しており、中国国内の企業マインドは悪化傾向を強めている。なかでも、制裁関税の影響が直撃しやすい製造業については、政府統計（製造業PMI（購買担当者景況感））のみならず民間統計（財新製造業PMI）においても好不況の別れ目となる50を下回る水準となるなど、景気減速を強く意識する状況にある（詳細は1日付レポート「[中国製造業は、トランプ米大統領の言動に揺さぶられっ放し](#)」をご参照下さい）。また、米中摩擦による直接的な影響は比較的小さいとみられる非製造業、サービス業の企業マインドも、政府統計（非製造業PMI）及び民間統計（財新サービス業PMI）ともに50を上回る水準は維持しているものの、頭打ちの様相をみせるなど悪化の兆しがうかがえる。さ

らに、企業マインドの悪化に伴い製造業のみならずサービス業をはじめとする非製造業でも雇用への調整圧力が強まる動きが出ており、同国政府は今春の全人代（全国人民代表大会）において重点政策の柱のひとつに『雇用重視』を掲げたにも拘らず（詳細は3月5日付レポート「[中国全人代開幕、2019年は「景気」に重心がシフトの様相](#)」をご参照下さい）、足下ではその効果が十分に発現していない様子もうかがえる。なお、5月に米トランプ政権が対中貿易制裁の強化に踏み切る

直前以降、中国金融市場においては株価に調整圧力が強まる動きもみられたものの、足下では米中首脳会談の開催やその合意を経て底堅い動きをみせており、固くなった家計部門の財布の紐が緩む可能性もうかがえる。ただし、足下の水準は2015年のいわゆる『チャイナ・ショック』後の高値となる昨年年初旬を下回るのみならず、4月末の水準をも下回るなど、家計マインドの劇的改善は見通しにくい。さらに、人民銀行（中銀）は5月以降、3ヶ月連続で中小銀行を対象に預金準備率を引き下げる『的を絞った』金融緩和に動いているものの、企業マインドをみる限りは資金繰りを巡る状況が大きく改善している様子もうかがえない。こうした状況は、インターネット金融（P2P金融）の融資残高が昨年半ばを境に減少傾向が続いていることにも現れており、直近6月末時点でも減少が続くなど家計を取り巻く環境は厳しい事態に直面していると捉えられる。

こうしたなか、年明け以降のインフレ率は食料品を中心とする生活必需品の物価上昇圧力を背景に加速しており、6月の消費者物価は前年同月比+2.7%と前月（同+2.7%）から横這いとなり、政府が掲げるインフレ目標（3%）は下回っているものの、1年強ぶりの高水準で推移している。なお、前月比は▲0.1%と前月（同+0.0%）から3ヶ月ぶりとなる下落に転じるなど、物価上昇圧力が後退しているように見える。この背景には、年明け以降底入れの動きを強めてきた国際原油相場が足下で頭打ちしていることを受け、ガソリン（前月比▲3.5%）の価格に大きく下押し圧力が掛かったことに加え、食料品（同▲0.3%）価格も下落するなど、生活必需品を中心に物価上昇圧力が後退していることが影響している。ただし、食料品のうち野菜（前月比▲9.7%）や卵（同▲2.3%）、水産品（同▲0.9%）などの価格下落が下押し圧力に繋がったものの、果物（同+5.1%）や肉類（同+2.2%）では価格上昇が続いており、なかでも中国の食卓に欠かせない豚肉（同+3.6%）は、昨年のアフリカ豚コレラの同国での感染拡大に伴い供給不足状態に陥っていることが価格押し上げに繋がっているとみられる。また、肉類で幅広く物価上昇圧力が掛かっている背景には、米中摩擦による米国産穀物に対

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

図2 インフレ率の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

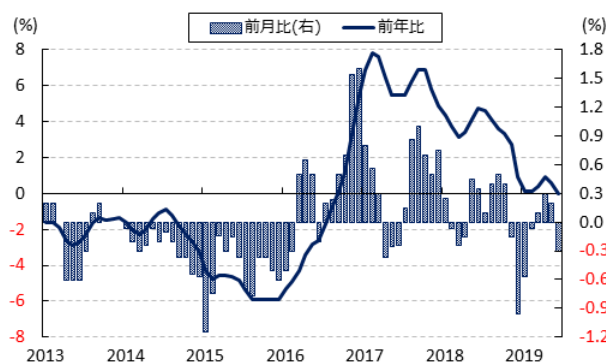
する報復関税措置に伴い、同国内の飼料用穀物価格が押し上げられたことも影響しており、当面は高止まりの展開が続くことは避けられないと見込まれる。また、食料品とエネルギーを除いたコアインフレ率は前年同月比+1.6%と前月（同+1.6%）から横這いで推移している一方、前月比は+0.1%と前月（同+0.1%）から上昇に転じるなど緩やかに物価上昇圧力が強まる動きがみられる。ただし、上述のように足下の雇用・所得環境に下押し圧力が掛かっていることに加え、エネルギー価格の低下による輸送コスト下落を反映して幅広く消費財価格が下落基調で推移しており、物価の重石になっている。その一方、近年の都市化の進展などに伴う生活レベルの向上を反映して、家庭サービス（前月比+0.3%）や医療サービス（同+0.3%）、住宅賃料（同+0.2%）などでは上昇圧力がくすぶるなど、都市部を中心にサービス物価が上振れしやすい状況もうかがえる。他方、上述のように雇用・所得環境は幅広く厳しい状況に直面しているにも拘らず、都市部を中心に生活コストの上昇圧力が強まる傾向をみせていることは、都市部において家計の実質購買力に下押し圧力が強まっていることを意味しており、足下における家計消費の低迷やEC（電子商取引）での激しい価格競争に繋がっている可能性がある。インターネット及び電子マネーの爆発的普及が進む一方、足下では所得が伸び悩む状況が続いており、今後も日用品などを中心に価格に下押し圧力が掛かりやすい展開が続く可能性は高いと見込まれる。

一方、川上の物価に当たる生産者物価については、年明け以降は国際原油市況の底入れの動きが押し上げ要因となる展開が続いてきたものの、足下では一転して頭打ちの様相をみせていることが物価上昇圧力の後退に繋がっている。6月の生産者物価は前年同月比+0.0%となり、前月（同+0.6%）から伸びが一段と鈍化して約2年弱ぶりの水準となったほか、前月比は▲0.3%と前月（同+0.2%）から4ヶ月ぶりに下落に転じるなど、物価上昇圧力が後退している様子がうかがえる。原油相場の頭打ちに伴い全般的に国際商品市況に調整圧力が掛かっている

ことを受け、原油及び天然ガス関連のほか、化学繊維関連、化学製品関連、非鉄金属関連などで原材料（前月比▲1.0%）価格が下落していることが全体の下押し圧力に繋がっているほか、この動きは加工関連（同▲0.2%）での価格下落に繋がるなど、川下の工程でも価格下落を促している。このように、企業部門にとっては投入価格の全般的な低下に繋がっている一方、年明け以降の原材料価格の上昇にも拘らず製品価格などへの転嫁

が進まなかったことを受けて、足下においては原材料価格の下落にも拘らず製品価格の下落に繋がりにくい事情もうかがえる。このことは、食料品（前月比+0.0%）や衣類（同+0.0%）のほか、耐久消費財（同+0.0%）などで価格が横這いで推移しているほか、一般日用品（同+0.1%）についてもわずかな上昇に留まることにも現れている。なお、上述のように川下の消費者段階においてはECなどを通じて激しい価格競争が繰り広げられており、物価への下押し圧力が掛かりやすい状況が続いていることは、企業が生産コストを価格に転嫁しにくい環境となる一因になっている可能性があり、企業部門にとっては厳しいコスト競争環境が続くと見込まれる。さらに、家計部門の雇用・所得環境が頭打ちするなかで

図3 生産者物価の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

は、不要不急の耐久消費財に対する需要が喚起しにくい状況にあると捉えられ、政府は補助金や規制緩和などを通じて自動車需要を喚起する姿勢をみせているものの、底入れに時間を要する状況は変わらないと予想される。なお、年明け以降の自動車販売低迷の一因には、地方レベルでの拙速な環境基準引き上げの動きが影響したとの見方もあり、今後はその行方に注目が集まるとみられるものの、雇用・所得環境が一段と厳しくなるなかで事態打開は容易でないと考えられる。足下の国際商品市況の頭打ちの動きは企業部門にとって業績改善に繋がるとみられ、結果的に株価の下支え要因となることが期待されるものの、金融市場環境が米中協議の行方に左右される展開が続くなかでは、こうした材料に注目した取引が活発化するかは見通しにくい。その意味では、中国の家計部門にとっては先行きもしばらくは財布の紐が緩みにくい展開が続く可能性が高まっていると捉えることが出来よう。

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。

