

中国の「スタグフレーション」打開への道のりは未だ遠い

～米中関係改善期待の一方、中東情勢不安定化や米中摩擦再燃リスクなど不透明要因は多い～

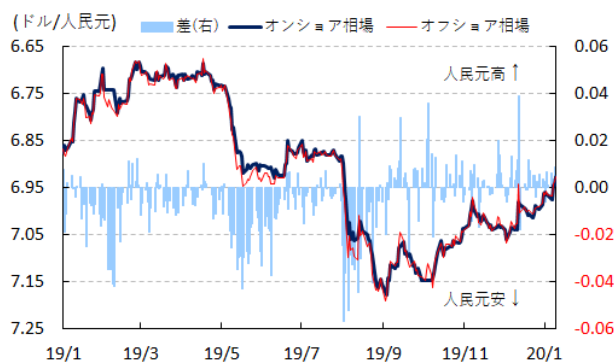
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

(要旨)

- 米中協議の「第一段階の合意」への期待を受けて国際金融市場は活況を呈するなか、中国企業のマインドは底打ちし、中国金融市場を巡る状況も改善している。昨年来の資金流出圧力に伴い下落した人民元相場も一転底打ちしている。人民元安は制裁関税の悪影響を相殺する一方、輸入物価を通じた物価上昇を招きやすく、インフレ率が目標を上回るなかで人民元相場の安定はコスト増圧力の緩和に繋がると期待される。
- 12月のインフレ率は前年比+4.5%と3ヶ月連続で目標を上回るも、前月比は+0.0%と豚肉など生鮮食品を中心とする上昇圧力に一服感が出ている。ただし、国際原油市況の底入れに伴いエネルギー価格は上昇が続くなど生活必需品のインフレ圧力は残る。他方、コアインフレ率は鈍化傾向が続くなど「節約志向」も重なりディスインフレ圧力はくすぶっている。物価を巡る動きは生活必需品を中心とするインフレと、その他消費財及びサービス物価のディスインフレとの「二極化」の様相を一段と強めていると言える。
- 川上の物価である生産者物価は前年比▲0.5%と7ヶ月連続のマイナスも、原油市況の底入れなどを受けてマイナス幅は縮小している。ただし、価格転嫁の難しさや価格競争の激化を受けて出荷価格は消費財を中心に下落が続いており、耐久消費財では下落幅が拡大するなど、当面ディスインフレ基調は続きそうである。
- 中銀は6日付で金融機関に対する預金準備率を50bp引き下げる金融緩和に動き、追加引き下げを示唆する動きをみせる。ただし、中東情勢の不透明感による原油相場の高止まりや米中摩擦再燃などのリスクは残る。スタグフレーションに直面するなか、当局は有効な手立てを打ち出せない状況が続くと見込まれる。

米中協議を巡る「第一段階の合意」への期待の高まりを背景に、昨年末にかけての国際金融市場では米FRB（連邦準備制度理事会）による「予防的利下げ」実施などに伴う世界的な『カネ余り』への期待も追い風に活況を呈する展開が続いた。また、米中摩擦が一段と激化する事態を回避したことを受けて、製造業を中心とする中国企業はマインドを改善させているほか（詳細は6日付レポート「[「第一段階の合意」の期待を素直に好感する中国の製造業](#)」をご参照下さい）、企業業績の改善期待を背景に中国金融市場では頭打ちが続いた株価が底入れの動きを強めている。こうした状況を受けて、一昨年以降に米中摩擦が激化する背後で資金流出の動きが強まったことを受けて下落圧力が掛かった人民元の対ドル相場を取り巻く環境も一変しており、足下ではオフショア市場を中心に人

図1 人民元相場(対ドル)の推移



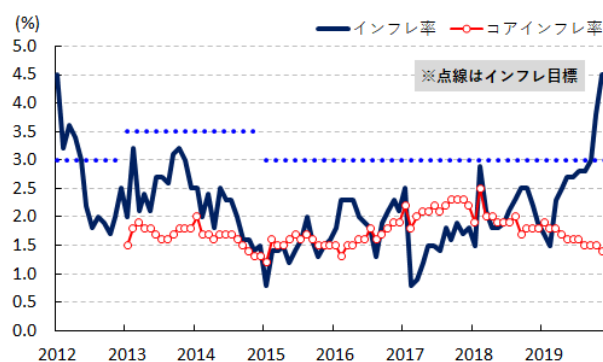
(出所)Refinitivより第一生命経済研究所作成

民元相場が強含みする動きをみせるなど、資金回帰が進んでいる様子が見えてくる。なお、昨年来の米中摩擦の激化に伴い中国にとっては対米輸出の7割以上に制裁関税が課される異常事態となっているものの、人民元安の進展による価格競争力の向上がその影響を相殺する展開が続いてきたとみられるが、足下で人民元相場が強含みする展開をみせていることはその効果を減じさせることに繋がる。その一方、中国では昨年からのアフリカ豚コレラ（ASF）の大流行に伴う豚肉の供給不足に加え、米中摩擦の激化による米国産穀物の輸入減の影響も重なり食料品を中心にインフレが昂進する展開が続いており、人民元安は輸入物価を通じてインフレ圧力の増幅に繋がることが懸念された。しかし、足下で人民元相場が底入れに転じていることは輸入物価の押し上げ圧力の後退を促すことで、インフレ圧力の緩和に資すると期待される。また、上述のように足下で期待が高まっている米中協議の「第一段階の合意」では、中国が農産物を中心に大量の米国産品を輸入するとされており、米中摩擦を経て調達先の分散を余儀なくされたことでコスト増を招いた状況も緩和されるとみられる。

なお、食料品を中心とする物価上昇を受けてインフレ率は政府目標（3%）を大きく上回る水準となっており、米中摩擦の激化などを受けた雇用・所得環境の悪化に加え、金融市場の動揺に伴う株価低迷など逆資産効果も相俟って家計消費の圧迫要因となっており、家計部門は『節約志向』を強めるなど消費市場のあり様を変える一因になっている。12月のインフレ率（消費者物価上昇率）も前年比+4.5%と前月（同+4.5%）と同じ伸びとなるなど3ヶ月連続で政府目標を上回る水準となったものの、前月比は+0.0%と前月（同+0.4%）から6ヶ月ぶりに上昇傾向が収まったことが影響している。なかでも、食料品価格が前月比▲0.4%と6ヶ月ぶりに下落に転じたことが大きく、政府による備蓄豚肉の抛出などを理由に豚肉（同▲5.6%）が7ヶ月ぶりに下落したほか、飼料価格

の低下などを背景に卵（同▲4.7%）の価格も下落に転じたことが大きく寄与した。ただし、豚肉価格の高騰を理由に中国国内では牛肉（前月比+0.1%）や羊肉（同+0.2%）など、豚肉以外の食肉需要が拡大しているほか、天候不順などの影響で野菜（同+10.6%）や果物（同+0.6%）の価格は上振れする動きもみられるなど、インフレ圧力が後退していると判断するのは早計である。また、米中摩擦の緩和期待を背景に世界的に企業マインドの底打ちが示唆されるなかで国際原油市況も底入れの動きを強めており、この動きに呼応する形でガソリン（前月比+1.4%）をはじめとするエネルギー価格も上昇傾向を強めるなど、生活必需品を中心に物価上昇圧力はくすぶる。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比+1.4%と前月（同+1.4%）と同じ伸びとなるなどインフレ率を大きく下回る水準で推移しており、前月比も+0.0%と前月（同▲0.1%）から下落圧力は後退するも上昇圧力の乏しい状況は変わっていない。消費財のみならずサービス物価もともに横這いの状況が続いており、企業マインドの底入れにも拘らず雇用拡大の動きが乏しいことで賃金上昇圧力が高まりにくいなか、生活必需品を中心とする物価上昇の動きを受けた『節約志向』の高まりを受けて企業は価格転嫁しにくい上、電子商取

図2 インフレ率とインフレ目標の推移



(出所) 国家統計局, CEIC より第一生命経済研究所作成

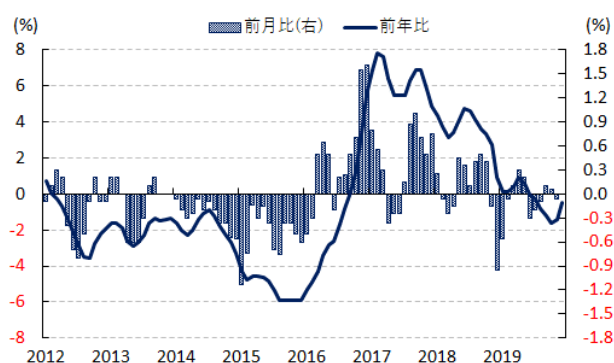
引（EC）の拡大に伴う価格競争の激化も幅広く消費財価格の重石になっているとみられる。その意味では、足下の中国の物価の動きは生活必需品を中心とするインフレと、その他の消費財及びサービス物価のデysinフレの『二極化』が一段と進んでいる様子が見えてくる。

また、川上の物価に当たる生産者物価は世界経済の減速懸念やそうした動きに伴う原油をはじめとする国際商品市況の低迷を受けて下押し圧力が掛かる展開が続いてきたなか、12月は前年比▲0.5%と7ヶ月連続でマイナスとなったものの、前月（同▲1.4%）からマイナス幅が大きく縮小するなど底打ちの兆候が見えてくる。前月比も+0.0%と前月（同▲0.1%）から下落圧力が後退しており、世界的な企業マインドの底打ちの動きに歩を併せるように国際原油市況が底入れの様相を強めていることを受けて、デysinフレ圧力が和らいでいるとみられる。原油や天然ガスをはじめとするエネルギー資源価格の底入れの動きを背景に原材料関連を中心に調達価格が押し上げられているほか、インフラ関連を中心とする公共投資の進捗による景気下支えの動きを反映して建築資材関連

で物価上昇圧力が強まるなど、川上段階で物価に押し上げ圧力が強まっている様子が見えてくる。ただし、消費者物価など川下の段階に影響を与える出荷価格の動きをみると、一部の原材料や加工品関連で物価上昇の動きはみられるものの、日用品関連などの物価は下落基調が続いており、上述のように家計部門の『財布の紐』が堅くなるなかで消費財への価格転嫁が難しくなっていると考えられる。事実、消費財の出荷価格は前月比▲0.2%と10ヶ月ぶりに下落に転じており、それには食品（同▲0.3%）が11ヶ月ぶりに下落に転じたことが影響しているとみられるものの、日用品（同▲0.1%）や耐久消費財（同▲0.3%）はいずれも3ヶ月連続で下落している上、耐久消費財では下落幅が拡大するなど下押し圧力が強まっている。こうした状況を勘案すれば、先行きのインフレ率については引き続き食料品やエネルギーなど天候や国際商品市況といった外部要因によって影響を受けるとみられる一方、コアインフレ率には下押し圧力が掛かりやすいなかでデysinフレ基調がくすぶる展開が続くと見込まれる。

先行きの物価の行方については、来週にも予定される「第一段階の合意」に関する米中両国の署名が行われるとともに、「第二段階の合意」に向けた協議が開始されるなど『雪解け』が進む事態となれば、米国産の農産品輸入の拡大など食料品価格の安定に繋がることが見込まれるほか、国際金融市場の安定は人民元相場の堅調を促すと見込まれるなど輸入物価の安定に繋がると期待される。他方、年末年始以降の中東情勢を巡る不透明感の高まりは一時的に国際原油市況の上振れに繋がると期待される。他方、年末年始以降の中東情勢を巡る不透明感の高まりは一時的に国際原油市況の上振れに繋がると期待される。他方、年末年始以降の中東情勢を巡る不透明感の高まりは一時的に国際原油市況の上振れに繋がると期待される。他方、年末年始以降の中東情勢を巡る不透明感の高まりは一時的に国際原油市況の上振れに繋がると期待される。

図3 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

行（中銀）は本月1日に6日付でノンバンクやリース企業、自動車ローン会社を除くすべての金融機関を対象に預金準備率を50bp引き下げる決定を行ったほか、同行内では追加的な引き下げに含みを持たせる姿勢をみせているものの、生活必需品を中心とするインフレ圧力が根強く残る可能性を勘案すれば政策余地は限定的なものになる可能性は高い。景気減速と物価高が共存するスタグフレーションに直面するなかで、当局にとっては有効な手立てを講じることが難しい状況が続くであろう。

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。見直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。

