

中国、経済活動正常化でインフレ圧カー服も、家計のデフレマインドに懸念

～雇用不安が財布の紐を固くするなか、川上でのデフレが川下に浸透する展開が続く模様～

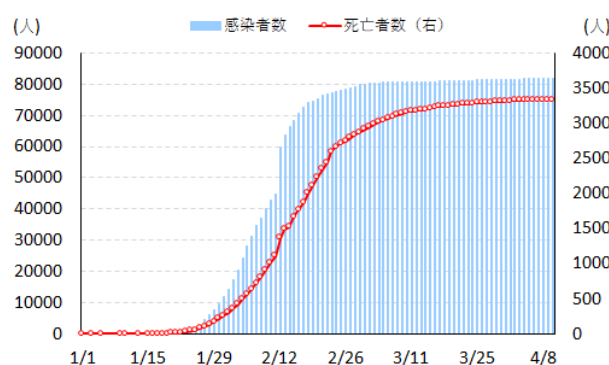
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

(要旨)

- 昨年末に中国で発生した新型コロナウイルスは、その後の感染拡大や当局の封じ込め策の影響で景気が大きく下振れしたが、足下では事態収束に向けて経済活動の正常化も前進している。ただし、大企業ではマインド改善の動きがみられる一方、民間企業のマインドは回復途上であるなど跛行色は残る。さらに、足下では海外からの感染流入や無症状感染者による「第2波」懸念など、正常化にはまだ紆余曲折が待ち受けている。
- 2月のインフレ率は都市封鎖などに伴う買い溜めなど家計の不安心理が上振れ要因となったが、経済活動の正常化が進むなかで3月のインフレ率は前年比+4.3%に鈍化した。食料品やエネルギーの価格下落が下押し圧力となるなか、サービス物価も下落するなど全般的にインフレ圧力の後退が続く。雇用不安は家計部門のデフレマインドの定着に繋がる懸念もあるなか、当面は物価下振れが意識されやすい展開が続こう。
- 中国景気の減速懸念により中国金融市場では一時的に動揺したが、「国家隊」の買い支えなどを受けて株価や人民元相場には底堅さがうかがえる。なお、3月末の外貨準備高は急減するなど資金流出が起こった模様である。他方、中銀は金融緩和などを通じた景気下支えを強化しているが、資金流出懸念がくすぶるなかでは効果は未知数と判断出来る。今後は財政政策の重要性がこれまで以上に高まるものと予想される。

昨年末に中国中部の湖北省武漢市で発生した新型コロナウイルス (COVID-19) を巡っては、政府公表ベースでは(無症状感染者数が含まれていなかったなど問題はあるものの)感染者数は先月以降頭打ちしているほか、死者数についても同様に頭打ちするなど鎮静化が進んでいる上、当初の段階で『震源地』となった湖北省武漢市も今週8日には2ヶ月半に及んだ封鎖状態が解除されるなど事態収拾に向けた動きが前進している。中国政府は春節期間中に新型コロナウイルスの感染者数が急拡大したことを受けて、その後は全土での春節連休の延長に動いたほか、地方レベルでも個別に移動制限及び企業に対する操業停止措置が実施されたことから、2月の企業マインドは幅広い分野で軒並み大きく下押し圧力が掛かるとともに(詳細は3月2日付レポート「[衝撃の結果となった中国PMIを如何にみるか](#)」をご参照下さい)、経済指標の前年を下回る伸びとなるなど過去に類をみない景気の下振れが確認された

図1 新型肺炎の感染者数・志望者数(累計)の推移



(出所)Refinitiv より第一生命経済研究所作成

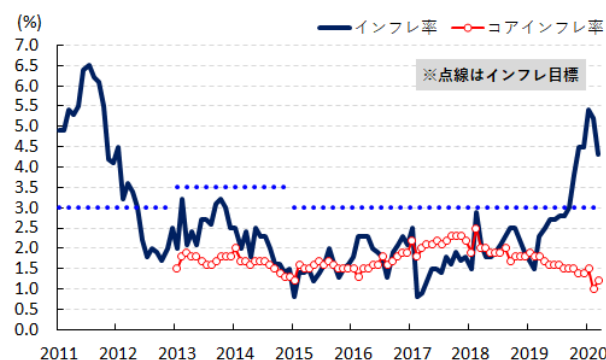
(詳細は3月16日付レポート「[中国、今年1-2月の統計は軒並み「とんでもない水準に」](#)」をご参照下さい)。ただし、上述のように先月以降は中国政府による『封じ込め』の成果が現われていることを

受けて経済活動の正常化に向けた動きが広がりを見せており、大都市部などでは移動制限によって抑制された反動で『報復性消費（反動消費）』とも呼ばれる動きが活発化している。こうした動きを反映して政府統計が示す企業マインドは幅広い分野で回復するなど景気は最悪期を過ぎつつあると捉えられる（詳細は3月31日付レポート「[中国の企業マインドは急回復も、今後の懸念は「海外」](#)」をご参照下さい）。他方、民間統計に拠れば製造業についても内・外需双方で回復が道半ばの状況にあるほか（詳細は1日付レポート「[中国、民間企業マインドが示唆する本当の苦境](#)」をご参照下さい）、サービス業に至っては好不況の分かれ目となる水準を下回る推移が続くなど、依然として多くの店舗が閉鎖ないし規模を縮小した営業活動に追い込まれている上、資金繰りを巡る不透明感もマインドの重石になっているとみられる（詳細は7日付レポート「[中国・サービス業、回復の足取り重く見通しも厳しい](#)」をご参照下さい）。さらに、足下では海外からの渡航者が新型コロナウイルスに感染しているケースが続いている上、無症状感染者もくすぶるなど感染拡大の『第2派』が懸念されており、上述のように湖北省武漢市では封鎖状態が解かれる一方、その他の都市で封鎖の動きが出るなど、完全な形で感染拡大前の状態に戻るには依然として時間を要する可能性がある。その意味では、中国国内の新型コロナウイルスを巡る状況は最悪期を過ぎたと判断出来るものの、正常化に向けては依然として紆余曲折も予想される状況にあると言えよう。

なお、2月の中国国内における物価動向については、大都市部などでの都市封鎖やそれに伴う移動制限の影響で家計部門を中心に『買い溜め』の動きが活発化する一方、物流の目詰まりなどを理由に食料品などを中心とする需給ひっ迫を受けて物価が上振れするなど、不安心理がインフレ圧力に繋がる動きがみられた（詳細は3月10日付レポート「[中国、新型コロナウイルス流行による「不安心理」も物価上振れの一因に](#)」をご参照下さい）。しかし、上述のようにその後の経済活動については正常化に向けた動きが進んでいるほか、それに伴う物流回復も相俟って需給のひっ迫度合いは緩和しており、3月の消費者物価は前年比+4.3%と前月（同+5.2%）から鈍化して3ヶ月ぶりの水準となったほか、前月比も▲1.2%と前月（同+0.8%）から9ヶ月ぶりとなる下落に転じており、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う物価上昇の動きが一巡しつつある様子が確認出来る。食料品（前月比▲3.8%）の低下が全体の下押し圧力となっており、なかでも野菜（同▲12.2%）や卵（同▲4.3%）、水産品（同▲3.5%）など生鮮品で軒並み価格が下落したほか、春節連休における『ハレの消費』による需要一服の影響で豚肉（同▲6.9%）な

ど食肉需要が鈍化して価格に下押し圧力が掛かったことも影響している。さらに、先月のOPEC（石油輸出国機構）加盟国とロシアなど一部の非OPEC加盟国による協調減産枠組の破たんを受けて（詳細は3月9日付レポート「[ロシアの「強情」とサウジの「逆切れ」でOPECプラスが瓦解](#)」をご参照下さい）、その後の国際原油市況が大きく調整したことを反映して、エネルギー価格も下落傾向を強めるなど、生活必需品を中心とする物価下落が全体の重石になっている。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比+1.2%と前月（同+1.0%）から伸びは加速しているものの、前月比は▲

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

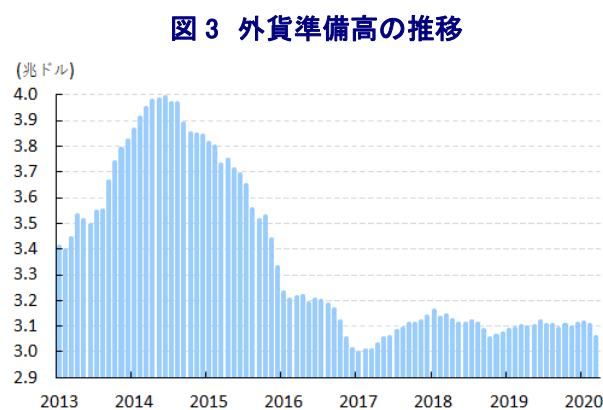
ど食肉需要が鈍化して価格に下押し圧力が掛かったことも影響している。さらに、先月のOPEC（石油輸出国機構）加盟国とロシアなど一部の非OPEC加盟国による協調減産枠組の破たんを受けて（詳細は3月9日付レポート「[ロシアの「強情」とサウジの「逆切れ」でOPECプラスが瓦解](#)」をご参照下さい）、その後の国際原油市況が大きく調整したことを反映して、エネルギー価格も下落傾向を強めるなど、生活必需品を中心とする物価下落が全体の重石になっている。なお、食料品とエネルギーを除いたコアインフレ率は前年比+1.2%と前月（同+1.0%）から伸びは加速しているものの、前月比は▲

0.2%と前月（同▲0.1%）から2ヶ月連続で下落しており、全般的にインフレ圧力が後退している様子が見えてくる。新型コロナウイルスの感染拡大を受けた医療需要の高まりを反映して関連サービス物価に押し上げ圧力が掛かる動きはみられるものの、反動消費の動きにも拘らず消費財価格は幅広く下振れしており、物流の回復を受けて電子商取引（EC）を通じた取引が再び活発化するなど景気減速が意識されるなかで価格競争が激化している可能性も考えられる。さらに、サービス業を中心に雇用調整圧力がくすぶるなかでサービス物価も下落傾向が続いており、仮に今後の景気回復の足取りが鈍るなど雇用・所得環境の足かせとなる状況が長期化すれば、中国においても『デフレマインド』が定着する可能性に注意する必要がある。さらに、川上の段階の物価である生産者物価については、中国での新型コロナウイルスの感染拡大による同国経済の悪化懸念の高まりを受けて国際商品市況に下押し圧力が掛かるなど頭打ちが意識されてきたが、上述したOPECプラスによる協調減産の破たんを受けて国際原油市況が一段と下振れしたことを反映して3月は前年比▲1.5%と2ヶ月連続でマイナスとなり、前月（同▲0.5%）からマイナス幅も拡大している。前月比も▲1.0%と前月（同▲0.4%）から2ヶ月連続で下落している上、下落幅も加速するなど下押し圧力が強まっており、国際商品市況の低迷を反映して鉱物資源関連を中心とする調達価格の低下が生産者物価全体の重石となっている。調達価格の低下によるコストの下振れを受けて出荷価格にも下押し圧力が掛かるなど、川下に当たる消費者段階での物価下落に繋がる動きがみられる一方、こうした状況も家計部門のデフレマインドを定着させる一因となる可能性も考えられる。

中国金融市場においては、同国での新型コロナウイルスの感染拡大による同国経済への悪影響が懸念されたことを受けて、春節連休の直後には主要株式指数（上海総合指数）に大きく下押し圧力が掛かる動きがみられたものの、その後は国際金融市場の動揺を受けつつも比較的底堅い展開が続いている。この背景には、国有銀行を中心とするいわゆる『国家隊』による買い支えの動きが影響している可能性があるほか、足下では経済活動の正常化への取り組みが進むなかで中国政府が景気下支え策に動くとの思惑も影響しているとみられる。また、人民元の対ドル相場についても外国人投資家が自由に取引可能なオフショア市場を中心に下落圧力が掛かる動きがみられたものの、足下では事実上当局の管理下に置かれているオンショア市場を中心に落ち着いた動きが続くなど、表面上は平静を取り戻している様子が見えてくる。

しかし、3月末時点における外貨準備高は3兆610億ドルと前月比▲460.85億ドルも減少しており、当局は国際金融市場の動揺に伴う資産価格及び為替相場の変動が影響したとする一方、金融市場の動揺に際しては中国が大量に保有する米国債の価格は上昇していたほか、米ドルはユーロや円など主要通貨に対して大きく変動していないことを勘案すれば、相当額の資金流出ないし為替

介入が実施された可能性は否めない。中国準備銀行（中銀）は先月に続き、今月及び来月にも中小・零細企業を支援する観点から中小金融機関を対象に預金準備率を一段と引き下げるほか、それ以外にも金融機関に対して中小・零細企業向けの貸付拡大及び返済猶予を求めるなど資金繰り支援を強化している



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

ものの、資金流出による資金需給のひっ迫懸念がくすぶる上、経済活動の正常化が道半ばのなかではその効果は見通しにくい。何よりデフレマインドが高まりつつあるなかで金融緩和による流動性供給に依存した対応の限界も懸念されるなか、今後は財政政策の重要性がこれまで以上に高まると予想される。

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。

