

中国、「コロナ禍」一巡の背後でデスインフレ懸念が再燃

～全人代に期待の向きがある一方、過度な対策は新たな問題の元凶となることも～

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)

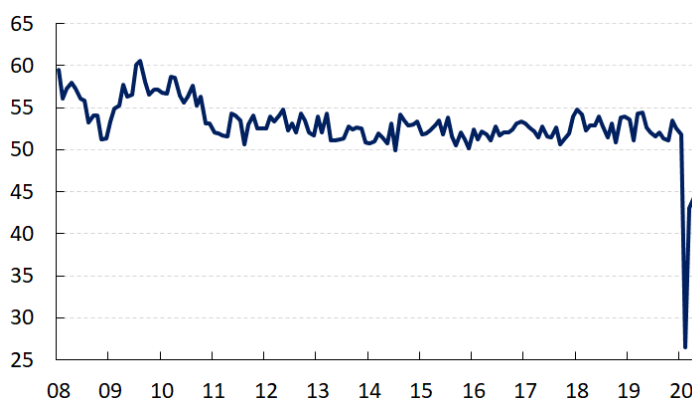
- 昨年末に湖北省武漢市で発見された新型コロナウイルスは、その後中国全土に感染が広がったため、政府は都市封鎖など強硬策での封じ込めに動いた。結果、1-3月の実質GDP成長率は前年比▲6.8%のマイナス成長となるなど甚大な悪影響が出た。その後は都市封鎖の解除など経済活動の正常化に動いているが、企業マインド回復の足取りは重い。政策支援の影響で4月の自動車販売は約2年ぶりに前年を上回り、企業部門で底打ちする一方、家計部門では雇用・所得環境の悪化が重石となり回復は道半ばの状況にある。
- 中国ではアフリカ豚コレラ流行による供給減が物価上昇要因となり、雇用環境が悪化するなかで家計の財布の紐を固くする一因となってきたが、4月のインフレ率は前年比+3.3%に鈍化した。経済活動正常化に伴う物流の回復、買い溜め需要の一巡に加え、原油市況の調整もインフレ圧力の後退に繋がった。雇用悪化懸念を反映してコアインフレ率も鈍化するなか、川上の物価である生産者物価は前年比▲3.1%と4年ぶりのマイナス幅となった。足下の景気の足取りの弱さも相俟って、デスインフレ懸念が再燃していると判断出来る。
- 来週22日に開幕する全人代を巡っては、金融市場では追加的な景気刺激策を期待する向きが強まっている。政府及び中銀が追加対策に動く可能性はある一方、過度な対策は過剰債務の問題を一層複雑にするリスクもある。「ポスト・コロナ」のフロントランナー然としているが、その道のりは決して平坦ではないと言えよう。

昨年末に湖北省武漢市で発見された新型コロナウイルス (SARS-CoV-2) は、その後1年で最もヒトが移動する春節 (旧正月) 連休の時期と重なったことで中国全土に感染拡大の動きが広がり、感染者数は2002～03年に同国で大流行したSARS (重症呼吸器症候群) を上回る事態となった。こうした事態を受けて、中国政府は春節連休の延長のほか、都市封鎖に伴う外出制限措置など強硬策を通じて短期の事態収束に向けた『封じ込め』に動いた。この結果、1-3月の実質GDP成長率は前年比▲6.8%と四半期ベースで初めてのマイナス成長となったほか、前期比年率ベースでは▲30%を上回る大幅マイナスとなるなど景気に大きく下押し圧力が掛かった。中国の経済統計を巡っては、数値に対する疑念が付きまとうことが少なくないものの、1-3月のGDP統計については実勢に近い数値を公表したとみられるほか、正しい現状認識に基づく形で政策判断が行われると期待される。他方、中国国内における新型肺炎の感染者数は公表ベースながら3月以降は二桁台で推移するなど落ち着いたため、都市封鎖措置の解除の動きが広がったほか、先月初めには当初の感染拡大の中心地となった武漢市の都市封鎖も解除されるなど、経済活動の正常化に向けた動きが進んでいる。ただし、足下では新型コロナウイルスのパンデミック (世界的大流行) による世界経済の減速懸念が高まっているほか、海外からの感染流入による『第2波』が懸念されるなど、引き続き新型肺炎の脅威が景気の重石となる展開が続いている。事実、世界経済の減速に伴う外需鈍化の懸念が製造業の企業マインドの重石となる動きがみられるほか (詳細は4

月 30 日付レポート「[中国経済の「V字回復」は望み薄の状況が続く](#)」をご参照下さい)、家計消費をはじめとする内需の動向に連動しやすいサービス業の企業マインド(財新サービス業

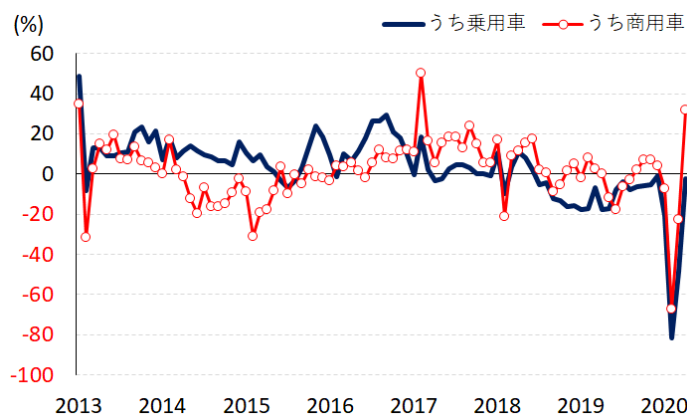
PMI (購買担当者景況感) は依然として好不況の別れ目となる水準を下回っている。このことは、足下の中国経済は『最悪期』を過ぎたものの、依然として力強さに乏しい景気回復が続いていることを示唆している。経済活動の正常化やインフラ関連など公共投資の進捗促進の動きに加え、地方政府レベルでの補助金政策などの後押しも重なり、4月の自動車販売台数は前年比+4.4%と約2年ぶりに前年を上回る伸びに転じたものの、政策支援も追い風に商用車の伸びが大きく加速する一方、乗用車は前年割れが続くなど対照的な動きがみられる。これは中銀(中国人民銀行)による金融緩和に加え、中小・零細企業を対象とする資金繰り支援策などにより企業部門を取り巻く状況は改善しつつある一方、幅広い分野で雇用・所得環境の悪化が続くなかで家計部門を巡る状況が依然厳しい状況にあることを意味している。直近の企業マインド統計では、製造業・サービス業問わず幅広い分野で雇用調整圧力がくすぶる動きが続いており、家計部門の消費マインド改善は引き続き時間を要する状況にある。

図1 財新サービス業 PMI の推移



(出所) IHS Markit より第一生命経済研究所作成

図2 自動車販売台数(前年比)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

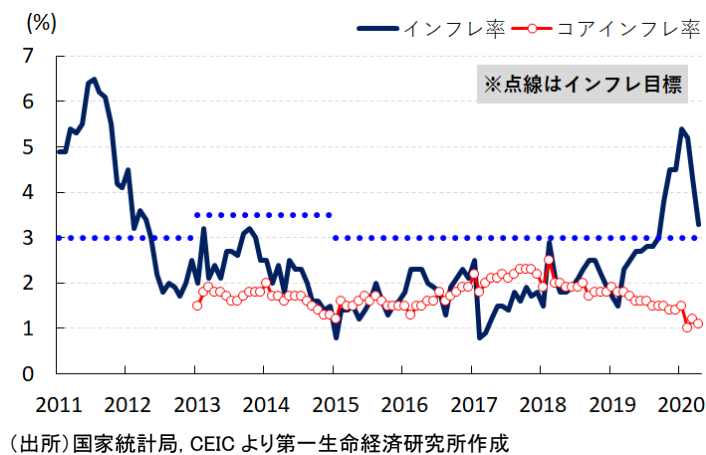
なお、中国では昨年以降におけるアフリカ豚コレラ（ASF）の流行に伴う豚肉の供給不足をきっかけにインフレ率が上振れする展開が続いており、このところの新型コロナウイルスの感染拡大に伴う雇用・所得環境の悪化も相俟って家計消費を下押しすることが懸念された。しかし、新型コロナウイルスの世界的大流行による

世界経済の減速懸念を受けた原油をはじめとする国際商品市況の大幅調整の動きはインフレ圧力を相殺しているほか、需要低迷の動きもインフレ圧力の後退に繋がることが期待される。4月の消費者物価は前年比+3.3%と前月（同+4.3%）から鈍化して7ヶ月ぶりの伸びとなったほか、前月比も▲0.9%と前月（同▲1.2%）から2ヶ月連続で下落しており、インフレ圧力が後退している様子が見えてくる。なかでも食料品は前月比▲3.0%と2ヶ月連続で大幅に下

落しており、春節連休明けに伴う需要減を受けて豚肉（同▲7.6%）が大幅に下落したほか、豚肉の代替需要で上振れが続いた牛肉（同▲1.4%）や羊肉（同▲1.0%）も下落するなど、上昇の動きが一服している。また、野菜（前月比▲8.0%）や果物（同▲2.2%）、卵（同▲1.9%）など生鮮食料品の価格に総じて下押し圧力が掛かっており、都市封鎖措置の解除に伴う物流の回復、買い溜め需要が一巡したことも物価上昇圧力の緩和に繋がったと考えられる。さらに、国際原油市況の大幅下落などを反映してガソリン（前月比▲7.3%）のほか、エネルギー（同▲0.7%）で価格に下押し圧力が掛かっており、生活必需品を中心にインフレ圧力が後退している。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+1.1%と前月（同+1.2%）から伸びが鈍化しており、前月比も+0.0%と横這いで推移するなど落ち着いた展開が続いている。事態収束に向けた動きは進んでいるものの、新型コロナウイルス対策に伴い保健医療関連（前月比+0.2%）で物価上昇の動きはみられる一方、エネルギー価格の下落を受けた輸送コスト低下や需要鈍化を受けて幅広く消費財価格に下押し圧力が掛かっている。また、経済活動の正常化は進んでいるものの、雇用・所得環境の悪化懸念を

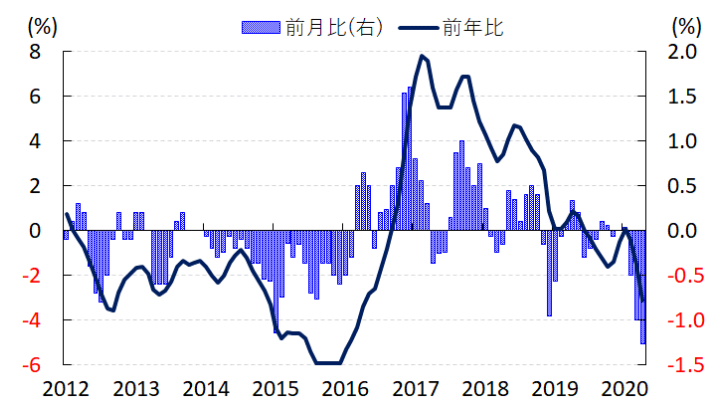
反映してサービス物価も低調な推移が続いており、インフレ圧力が高まりにくい状況にある。さらに、川上の物価に当たる生産者物価は前年比▲3.1%と3ヶ月連続でマイナスとなり、4年ぶりのマイナス幅となっているほか、前月比も▲1.3%と3ヶ月連続で下落して前月（同▲1.0%）から下落幅も加速するなど物価上昇圧力が後退している。原油をはじめとする国際商品市況の大幅下落を受けて鉱物資源関連で幅広く下押

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

図4 生産者物価の推移



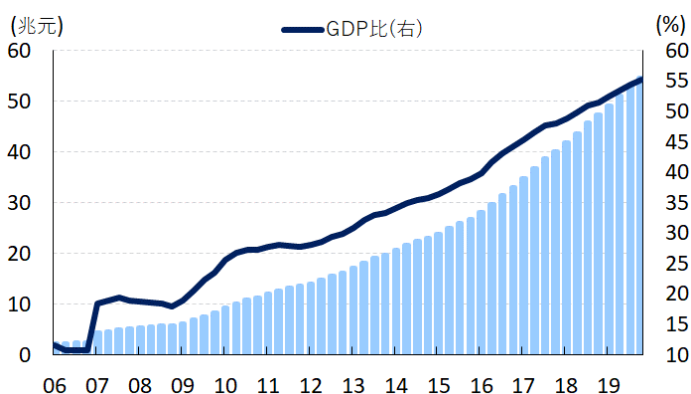
（出所）国家統計局、CEICより第一生命経済研究所作成

し圧力が掛かっているほか、原材料価格の下落を反映して幅広く出荷価格も下押しされており、先行きについては川下段階に当たる消費者物価の下押し圧力となることが予想される。

例年3月に開催され、中央及び地方の代表が一堂に会する形で今年の経済政策の運営方針などが討議される全人代（全国人民代表大会）は異例の開催延期を余儀なくされたものの、来週22日に会期を1週間に短縮して開催されることとなった。上述のように、1-3月のGDP統計で同国経済に大幅な下押し圧力が掛かったとの認識が共有されており、金融市場においてはこれまで地方レベルで様々な景気下支え策が実施されていることに加え、中央レベルでも追加的な景気下支え策が実施されるとの見方が強まっている。これに先立って、中銀が10日に公表した「金融政策報告」では景気下支え策を強化する方針が示されたほか、これまで繰り返し示されてきた『洪水のような景気刺激策は実施しない』とする文言が削除されたことで一段の金融緩和に動くとの見方が強まっている。他方、例年全人代では経済成長率目標が設定されるとともに、目標実現に向けて政策運営がなされる傾向があるが、今年は1-3月の大幅な下振れを受けて目標設定が難しくなるなかで目標を撤廃するとの見方もある。ただし、李克強首相は全人代に先立つ形で、国営テレビを通じて「中国経済は予期せざる困難及び挑戦に直面しているものの、経済・社会発展目標の達成を目指すべく政策調整を強化する」と述べるなど、相当規模の景気刺激策を通じて成長率を押し上げる可能性を示唆する可能性をみせている。仮に世界金融危機直後と同様に巨額の景気刺激策に動くことになれば、短期的には景気押し上げ効果に繋がる可能性はある一方、企業部門をはじめとする過剰債務問題の元凶になったことを勘案すれば、同じような問題を引き起こすことが懸念される。他方、ここ数年は家計部門の債務が積み上がっており、昨年末時点ではGDP比55.2%と新興国の平均（43.2%）を上回り、G20の平均（60.7%）に迫る水準となるなど拡大余地は徐々に狭まっている。家計債務の多くは住宅投資に関連していることを勘案すれば、財政及び金融政策を通じた景気刺激策は不動産市況の押し上げに繋がるほか、

足下のデフインフレ懸念の払しょくも期待される一方、不動産バブルの再燃やそれに伴う社会経済格差の拡大といった新たな問題が噴出することも懸念される。足下の中国は経済活動の正常化などに伴い『ポスト・コロナ』のフロントランナー然としているものの、その足取りは依然として安泰にはほど遠い状況にあると言えよう。

図5 家計部門向け信用残高の推移



(出所) BIS(国際決済銀行)より第一生命経済研究所作成

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。