Asia Trends

発表日：2020 年6月 10 日（水）

中国 経済活動再開にも拘らずディスインフレ懸念は払しょく出来ず

～ディスインフレ懸念の一方で「カネ余り」によるバブル創出が進めば経済格差の拡大に繋がるリスクも～

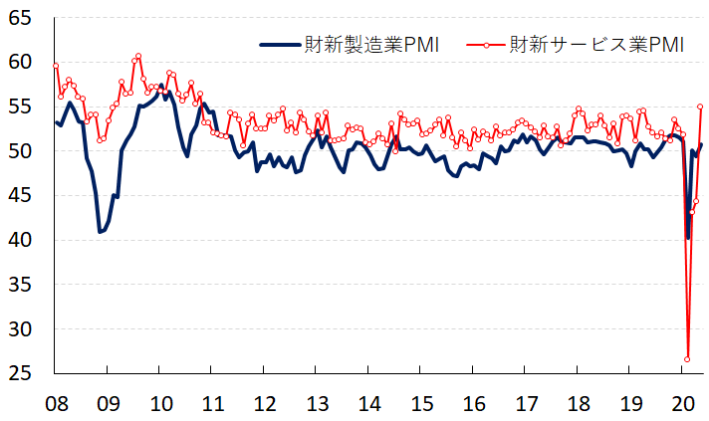
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
主席エコノミスト 西濵 徹（TEL：03-5221-4522）

（要旨）

- 中国で先月開催された全人代では成長率目標が示されない異例の内容となったが、経済活動再開の動きを受けて企業マインドは底入れしている。特に回復の足取りが遅いサービス業で回復が顕著になる一方、雇用環境は厳しい状況が続く。5 月のサービス業が予想外に回復した背景には「リベンジ消費」や補助金政策などが影響した可能性はあるが、雇用環境を巡る不透明感は先行きの回復の足取りを重くすると予想される。
- 事実、需要底入れ期待にも拘らず 5 月のインフレ率は食料品やエネルギーなど生活必需品を中心とする価格下落が影響して前年比＋2.4%と一段と鈍化している。コアインフレ率も前年比＋1.1%に留まり、家計の財布の紐の固さが消費財物価の重石となり、雇用環境の悪化がサービス物価の足かせとなっている。労働節連休にも拘らずサービス物価の上値が重い状況は、足下の景気が「本調子」にはほど遠い状況を示唆する。
- 川上の物価に当たる生産者物価は前年比▲3.7%と 4 年強ぶりのマイナス幅となっている。国際商品市況の低迷長期化が調達物価の下押し圧力となり、結果的に出荷価格を抑えている。先行きは商品市況の底入れが調達価格押し上げに繋がると見込まれるが、コスト削減圧力が雇用の足かせとなり、物価の重石になろう。他方、金融市場の「カネ余り」は資産価格を押し上げるなど経済格差の拡大を招く新たなリスクに繋がろう。

中国で先月開催された全人代（第 13 期全国人民代表大会第３回会議）を巡っては、年明け直後に大流行した新型コロナウイルス（SARS-CoV-2）の影響で例年に比べて２ヶ月半遅れての開催となったほか、感染封じ込めに向けた都市封鎖措置の影響で１－３月の実質ＧＤＰ成長率は前年比▲6.8%となるなど中国景気に急ブレーキが掛かり、世界経済を取り巻く不透明感を理由に成長率目標が提示されない異例の内容となった（詳細は５月 22 日付レポート「中国・全人代開幕、2020 年は成長率目標示せず、雇用重視が鮮明に」をご参照下さい）。その一方、足下の中国では感染収束を受けて経済活動の正常化に向けた動きが進んでおり、企業マインド統計の動きも５月は政府統計及び民間統計すべてが好不況の分かれ目となる水準を上回っている。なかでも、マインド統計のうち最も回復が遅れていた財新サービス業ＰＭＩ（購買担当者景況感）に至っては、５月は 55.0 と前月（44.4）から＋10.6pt と大幅に上昇して 2010 年 10 月以来となる高水準となるなど急回復

図１ 財新製造業･サービス業 PMI の推移

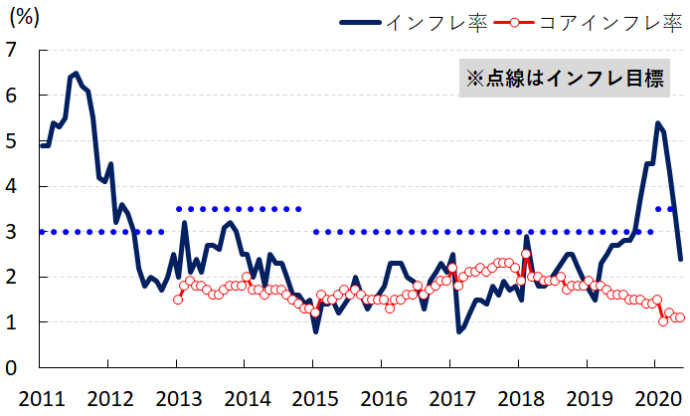


（出所）IHS Markit より第一生命経済研究所作成

している様子がうかがえる。さらに、製造業とサービス業を併せた財新総合ＰＭＩについても５月は54.5と前月（47.6）から＋6.9pt上昇して４ヶ月ぶりに50を上回る水準を回復している上、その水準自体も2011年１月以来の高さとなるなど、一見すれば中国景気は『Ｖ字回復』軌道に入りつつあるようにみえる。しかし、表面上の数値は大きく改善しているものの、中国政府が全人代で様々な政策を通じて重点課題に掲げた雇用に関する指数は５月も49.1と依然として50を下回る水準で推移しており、景況感の改善にも拘らず企業部門は雇用拡大に尻込みしている様子がうかがえる。なお、５月にサービス業のマインドが大きく回復している背景には、低調な推移が続いた自動車販売が前年を上回る伸びに転じるなど、都市封鎖措置の影響で下押し圧力を受けた需要の反動（「報復性消費（リベンジ消費）」）に加え、一部の都市で自動車購入刺激策が採られたことも影響しているとみられる。他方、上述のリベンジ消費の動きは過去に失われた需要の掘り起こし以上の動きに繋がっておらず、雇用・所得環境を巡る不透明感が家計部門の消費マインドの足かせとなる状況は変わっていないことを勘案すれば、足下の数字の改善を以って先行きに対する楽観姿勢を強めることは難しいと見込まれる。

このところの中国では、上述のように新型コロナウイルスの感染収束を受けて経済活動の再開に向けた動きが前進しているにも拘らず、需要鈍化を反映して物価上昇圧力が後退する動きがみられてきた（詳細は５月12日付レポート「中国、「コロナ禍」一巡の背後でディスインフレ懸念が再燃」をご参照下さい）。さらに、その後はリベンジ消費の動きなども追い風に企業マインドは改善しているにも拘らず、５月の消費者物価は前年比＋2.4%と前月（同＋3.3%）から一段と伸びが鈍化して14ヶ月ぶりの低水準となるなどインフレ圧力が後退しており、全人代で設定されたインフレ目標（3.5%前後）を大きく下回っている。前月比も▲0.8%と前月（同▲0.9%）から３ヶ月連続で下落しており、国際原油市況の低迷長期化を反映してエネルギー価格の下落傾向が続いているほか、食料品（同▲3.5%）も大きく下落するなど生活必需品を中心とする物価下落が重石になっている。ただし、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＋1.1%）から同じ伸びで推移するもインフレ率を大きく下回っている上、前月比も＋0.0%と前月（同＋0.0%）から２ヶ月連続の横這いで推移するなど、物価上昇圧力が高まりにくい状況が続いている。なお、食料品価格が大きく下落した背景には、野菜（前月比▲12.5%）のほか、豚肉（同▲8.1%）を中心とする肉類、卵（同▲4.1%）など生鮮品を中心に下落の動きが強まっており、都市封鎖措置の解除や経済活動の正常化を受けた物流の回復などが影響した面が大きい。さらに、エネルギー価格の下落に伴う輸送コストの低下を受けて幅広く消費財価格に下押し圧力が掛かりやすい展開となっているほか、近年のＥＣ（電子商取引）の活発化に伴う価格競争の激化の動きは雇用・所得環境が厳しくなるなかで家計部門が財布の紐を固くしていることも相俟って消費財全般で物価上昇が上がりにくくなる一因となっている。

図２　インフレ率の推移

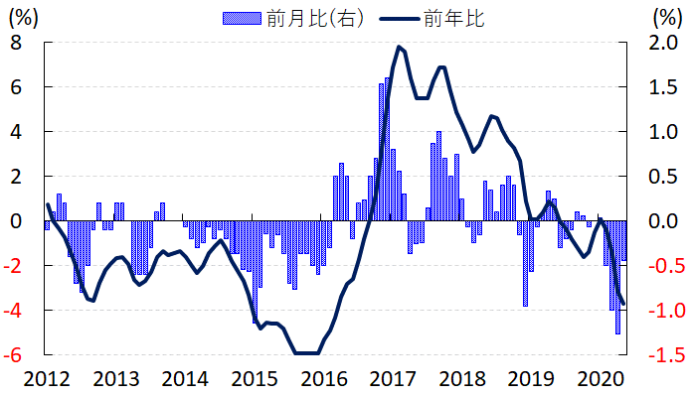


（出所）CEIC，国家統計局より第一生命経済研究所作成

他方、雇用・所得環境を取り巻く厳しさはサービス物価の上昇圧力を抑えており、過去数ヶ月は新型コロナウイルス対策に関連して医療・保健サービス分野で物価上昇圧力が高まる動きがみられたものの、足下ではその動きは一巡している。また、労働節（メーデー）の連休という春節（旧正月）以降で初めての連休があったにも拘らず幅広くサービス物価は伸び悩む展開が続いており、経済活動の正常化にも拘らず『本調子』にほど遠い状況にある様子がうかがえる。

さらに、川上の物価に当たる５月の生産者物価は前年比▲3.7%と４ヶ月連続のマイナスとなり、前月（同▲3.1%）からマイナス幅も拡大するなど一段と下押し圧力が掛かり、2016 年３月以来４年強ぶりの水準となった。前月比は▲0.4%と前月（同▲1.3%）からマイナス幅こそ縮小するも４ヶ月連続で下落しており、原油をはじめとする国際商品市況の低迷長期化の動きを反映して企業部門の調達価格に下押し圧力が掛かる展開が続いている。そして、原材料価格の低下を受けて出荷価格にも下押し圧力が掛かる動きもみられるなど、結果的に先行きについては川下の打開に当たる消費者物価の下押し要因となるものと考えられる。企業部門にとっては、家計消費など内需を取り巻く不透明感がくすぶっていることに加え、足下の輸出はいわゆる『マスク外交』により押し上げられた動きが一巡している上、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）に伴う世界経済の減速も重石となる動きがみられるなど、生産活動の足かせとなっている。こうした状況を反映して企業部門の設備投資意欲は後退しているとみられるほか、雇用・所得環境の回復の足取りの重さを招く悪循環に繋がっている可能性が考えられる。なお、足下では中国をはじめ、欧米主要国などでの経済活動再開の動きを受けた世界経済の回復期待に加え、ＯＰＥＣ（石油輸出国機構）プラス諸国による協調減産などの動きも相俟って国際原油市況は底入れしているほか、原油以外の商品市況も底入れしており、先行きは企業部門の調達価格に押し上げ圧力が掛かることが予想される。こうした動きを受けて川上の段階でのディスインフレ圧力は後退すると見込まれる一方、内・外需を巡る不透明感を勘案すれば企業部門にとってはコスト削減の観点から雇用拡大に動きにくい状況に直面するとみられ、価格転嫁が進まない展開も考えられる。そうなれば雇用回復の遅れが引き続き家計消費の足かせになるとともに、家計部門の財布の紐の固さが物価上昇圧力の重石となる一方、中銀（中国人民銀行）による金融緩和を背景に金融市場では『カネ余り』感が強まることで株式や不動産など資産価格が上昇するなど経済格差の拡大に繋がる動きが顕在化することにも注意が必要と言えよう。

図３　生産者物価の推移



（出所）CEIC，国家統計局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。