

中国: バブル再燃とデスインフレ懸念が共存する奇妙な世界に

～「官製バブル」の背後で家計の「デフレマインド」もくすぶるなど難しい対応が迫られよう～

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)

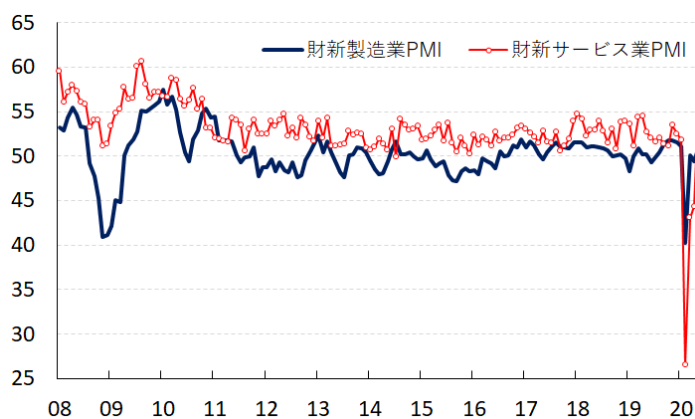
(要旨)

- 年明け以降の中国経済は、新型肺炎感染拡大と感染封じ込めに向けた都市封鎖措置などの影響で景気に急ブレーキが掛かった。しかし、その後は感染収束により経済活動の正常化が進み、財政及び金融政策による景気下支えの動きもみられる。こうした動きに加え、香港問題を契機とする金融市場の不安定化阻止に向けた動きは、足下で株式を中心に資産価格が急上昇するなど「バブル」再燃が懸念される兆候がみられる。
- 一方、直近6月のインフレ率は前年比+2.5%とわずかに加速するも、政府目標(3.5%前後)を大きく下回る。コアインフレ率は前年比+0.9%に鈍化しており、雇用・所得環境の悪化や価格競争の激化がデスインフレ圧力を招いている可能性がある。さらに、商品市況の底入れは生産者物価を押し上げるも、家計部門のデフレマインドが幅広い財の出荷価格の重石となるなど、先行きもデスインフレ基調が定着する可能性もある。
- 足下の株式市場におけるバブル的な価格上昇は「官製バブル」の様相を呈しているが、政府は株式相場の上昇を煽る一方で過去のバブル崩壊を教訓にその萌芽を潰す動きもみせる。当面はバブル懸念とデスインフレ圧力が同居する奇妙な状況が続く一方、实体经济の動向がこれまで以上に重要になると見込まれる。

このところの中国経済を巡っては、1年で最もヒトが移動する春節(旧正月)のタイミングで新型コロナウイルス(SARS-CoV-2)の感染拡大が直撃するとともに、全土に感染拡大の動きが広がりを見せたため、感染封じ込めに向けた都市封鎖措置が採られた結果、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るなど景気に急ブレーキが掛かった(詳細は4月17日付レポート「[中国、四半期で初のマイナス成長、2020 通年の成長率も大きく鈍化](#)」をご参照下さい)。しかし、その後は都市封鎖措置をはじめとする防疫政策が奏功する形で感染収束の動きが進んだことを受けて、3月以降は都市封鎖解除の動きが広がったほか、4月初めには当初の感染拡大の中心地となった湖北省武漢市の都市封鎖も解除されるなど、全土で経済活動の正常化に向けた動きが進んだ。さらに、5月末には当初は3月初旬に開催予定であった全人代(第13期全国人民代表大会第3回会議)が開催され、中国政府は財政及び金融政策のほか、規制緩和など『政策総動員』による雇用対策を通じて景気の下支えを図る姿勢を示した(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)。なお、新型肺炎感染拡大の中心地は欧米など主要国から新興国にシフトしており、医療インフラが脆弱な上、今後は季節が冬に移行する南半球での感染拡大の動きは事態収束を困難にすることが懸念されるなど世界経済には不透明感がくすぶる。なお、春先以降の中銀(中国人民銀行)による預金準備率引き下げや利下げを通じた金融緩和、流動性供給など金融市場安定化策に加え、政府による財政出動なども追い風に生産水準は新型肺炎感染拡大前の水準を回復するなど影響を克服する動きがみられる一方、企業部門の設備投資意欲のほか、雇用・所得環境の悪化を

理由に家計消費も弱含む展開が続いてきた（詳細は6月15日付レポート「[中国：生産は新型コロナウイルス克服の一方で消費や投資は「沼」を抜け出せず](#)」をご参照下さい）。他方、足下では依然として雇用・所得環境に対する不透明感が残るものの、6月は11月11日（いわゆる『独身の日』）に並ぶEC（電子商取引）サイトの大規模セールが実施されたことに加え、地方政府レベルでの補助金や商品券配布などの家計消費喚起策のほか、今年は都市封鎖

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

措置によるペントアップ・デマンドが発現しやすい環境であったことも重なり小売売上が大きく押し上げられている可能性がある。結果、6月の企業マインドは製造業、サービス業問わず幅広い分野で改善しており、なかでもサービス業（財新サービス業PMI）では10年強ぶりの水準となるなど大きく改善している。上述したように今年は様々な要因が重なり数値が上振れしやすくなっていることを勘案すれば、これらの指標を以って中国経済の持ち直しが進んでいると判断するのは些か早計と言える。しかし、金融市場においては先月末以降株式市場の活性化を目指した動きが相次いでいることに加え、香港問題をきっかけとする香港市場の地位低下を危惧した当局による支援の動きも重なり株式市場を中心に上昇傾向を強める動きがみられるなど『官製バブル』にも似た動きが顕在化している（詳細は8日付レポート「[中国で早くも再燃しつつある「バブル懸念」](#)」をご参照下さい）。バブル再燃の萌芽は株式市場のみならず、大規模インフラ投資を期待する形で大都市部を中心とする不動産市場にも顕在化しつつあるなど幅広い資産市場に及んでおり、中銀による金融緩和を背景とする『カネ余り』の弊害が早くも出つつある。その意味では、実体経済の回復が順調に進まなければ活況を呈する金融市場との乖離が広がるとともに、いずれかのタイミングで調整を余儀なくされる可能性に注意が必要と言えよう。

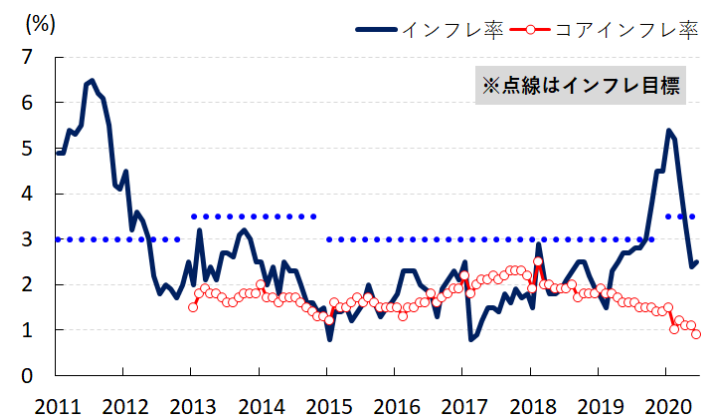
一方、年明け以降の中国では、新型コロナウイルス感染拡大や感染封じ込めに向けた都市封鎖措置などを理由に景気に急ブレーキが掛かったほか、その後の経済活動の再開に向けた動きにも拘らず雇用・所得環境を巡る不透明感が重石となる形でディスインフレ懸念がくすぶる展開が続いてきたが、足下においてもそうした懸念は依然として残っている。6月の消費者物価は前年同月比+2.5%と前月（同+2.4%）からわずかに上昇ペースが加速しているものの、政府が全人代において定めた今年のインフレ目標（3.5%前後）を大きく下回る水準で推移している。前月比も▲0.1%と前月（同▲0.8%）からマイナス幅は縮小するも4ヶ月連続で下落しており、引き続きインフレ圧力が高まる動きはみられない。なお、過去数ヶ月については国際原油市況の低迷を理由とするエネルギー価格の下落が物価の下押し圧力となってきたが、当月は原油市況底入れの動きを反映してガソリン（前月比+0.2%）が上昇に転じているほか、エネルギー全般でも下落圧力が後退する動きがみられる。また、食料品（前月比+0.2%）も上昇に転じており、豚肉（同+3.6%）や野菜（同+2.8%）など生鮮品を中心に上昇圧力が強まる動きがみられるなど、生活必需品を中心にインフレ圧力がくすぶる動きがみられる。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同月比+0.9%と前月（同+1.1%）から伸びが鈍化して過去に遡って最も低水準となっているほか、前月比も▲0.1%と前月（同+0.0%）から下落に転じるなどインフレ圧力が一段と後退している様子が見えてくる。長期に亘るエネルギー価格の下落に伴う輸送コストの低下に加え、ECサイト間の価格競争の激化なども影響して幅広く消費財価格に下押し圧力が掛かりやすい状況が続いているほか、雇用・所得環境を巡る不透明感はサー

ビス物価の重石となるなど、全般的にインフレ圧力が高まりにくい状況にある。なかでも観光（前月比▲1.8%）を中心とする娯楽関連サービスで物価への下押し圧力が強まったほか、都市化の進展を追い風に上昇傾向がみられた家庭サービス（同+0.0%）でも上昇圧力が後退しており、全般的にデフインフレ基調が強まって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も前年同月比▲3.0%と5ヶ月連続のマイナスで推移している。前月比は+0.4%と前月（同▲0.4%）から5ヶ月ぶりの上昇に転じているものの、原油をはじめとする国際商品市況の底入れを反映して原材料価格は上振れする一方、日用品をはじめとする出荷価格は横這いで推移しており、価格競争の激化や家計部門における『デフレイマインド』を受けて価格転嫁が進みにくくなっている可能性がある。さらに、耐久消費財では出荷価格の下落が続いており、先行きも消費者段階の物価に上昇圧力が掛かりにくい状況が続くと見込まれるなど、デフインフレ懸念が定着する可能性も考えられる。

なお、上述のように株式市場をはじめとする資産市場で『バブル』の再燃が懸念される一方、中国共産党の事実上の宣伝機関である国営メディアにおいては、このところ株価の上昇を後押しする言質が目立つなどこうした動きを煽っている可能性もある。こうした動きの背景には、香港問題などをきっかけに米中摩擦の再燃が懸念されるなど中国経済に対する不透明要因が高まるなか、経済成長を維持するには資金の確保が必要であり、『『ポスト・コロナ』の世界で中国が新たな新境地を構築するためには活発な資本市場が不可欠』といった論説に繋がっているとみられる。一方、2014年末以降における株価の急上昇を受けて翌15年中旬から16年にかけて一転して急激な調整に直面する事態となったことを教訓に、『2015年の市場の異常なボラティリティー拡大による悲劇的な教訓は記憶に新しく、健全な株式市場の繁栄には経済のファンダメンタルズを土台とす』

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

図3 主要株式指数(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

る長期的かつ合理的な投資が必要になる」との論説もみられるなど、急激な相場上昇を警戒する姿勢も崩していない。そうした姿勢を反映して、証券監督管理委員会（証監会）は違法な証券担保融資サービスプラットフォームと運営会社の社名を公表するなど、2014 年末以降の株価暴騰を招いた仕組みを潰す姿勢をみせるなど『いたちごっこ』の状況が続くことも予想される。その意味では、しばらくはバブル懸念とデフインフレ懸念が共存する奇妙な状況が続くと見込まれ、実体経済の持ち直しとそれに伴う雇用・所得環境の回復が進まなければ、一転して株式市場への調整圧力が強まる可能性をはらんでいると言えよう。

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。

