

中国の金融政策はインフレとデフレーション、バブルの間で揺れ動く

～景気回復の持続力に不透明感がくすぶる一方、不動産市況のバブル懸念など対応は一層困難に～

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、新型コロナウイルスの感染拡大と封じ込め策を受けて大きく下振れしたが、感染収束による経済活動正常化や景気対策を受けてV字回復の様相をみせている。足下の回復は投資や輸出が主導する「いつか来た道」の状況にある一方、雇用改善の兆候も出ている。他方、新型コロナウイルスは散発的に感染がみつかるなかで経済活動が抑制される状況が続いており、社会経済格差が一層拡大するリスクを抱えている。
- 米中摩擦を受けた飼料価格の上昇や洪水被害による農産物価格の上昇により食料品価格の上昇が続いており、8月のインフレ率は+2.4%となる一方、コアインフレ率は同+0.5%に留まるなどデフレーション基調が続いている。川上の物価である生産者物価は前年比▲2.0%とマイナスで推移しており、出荷価格は下落傾向が続くなど、先行きの消費者物価に下押し圧力が掛かりやすい状況にある。インフレとデフレーションの混在に加え、不動産などではバブルが懸念されるなど、政策対応は困難な状況に直面すると予想される。

年明け以降の中国経済を巡っては、昨年末に同国で発見された新型コロナウイルス（SARS-CoV-2）の感染拡大とその後の感染抑制に向けた都市封鎖措置を受けて過去にみたことのないレベルで景気に下押し圧力が掛かる事態に直面した。しかし、その後は感染収束による経済活動の正常化の動きが進められたほか、全人代（全国人民代表大会）では財政及び金融政策を総動員する形で景気下支えを図る方針が確認されたこともあり、一転して景気は底入れの動きを強めた。さらに、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は中国の景気回復の足かせとなることが懸念されたが、欧米など主要国の経済活動再開を受けて世界経済も底入れの動きを強めている。こうしたことから、足下の中国においては分野を問わず企業マインドが大きく底入れしており、中国景気は年初の大幅減速から一転してV字回復の様相を強めている（詳細は3日付レポート「[中国・民間PMIの堅調さは「V字回復」に繋がるか](#)」をご参照下さい）。なお、このところの中国の景気回復の動きはインフラ関連など公共投資の活発化や、中銀（中国人民銀行）による金融緩和を背景とする『カネ余り』を追い風に不動産投資が活発化したほか、世界経済の回復期待を背景に輸出が底入れするなど、外需と投資が主導するなど『いつか来た道』の様相を呈してきた。その背景には、企業マインドは改善しているにも拘らず雇用調整圧力がくすぶるなど、家計部門を取り巻く状況に不透明感が残ることで家計消費の回復は道半ばの展開となるなど持続性に疑問が残る状況が続いてきた。しかし、足下ではGDPの半分以上を占めるサービス業で雇用を巡る状況に改善の兆候がうかがえる一方、伝統的に雇用の創出源となってきた製造業では雇用調整圧力がくすぶっている。その意味では、短期的には中国景気はV字回復に向けた歩みを進めているものの、その持続力が高まるかは見通せない状況が続いている。他方、中国国内では表面上は新型コロナウイルスの感染抑制に成功しているものの、散発的に新規感染が確認される状況にあり、当

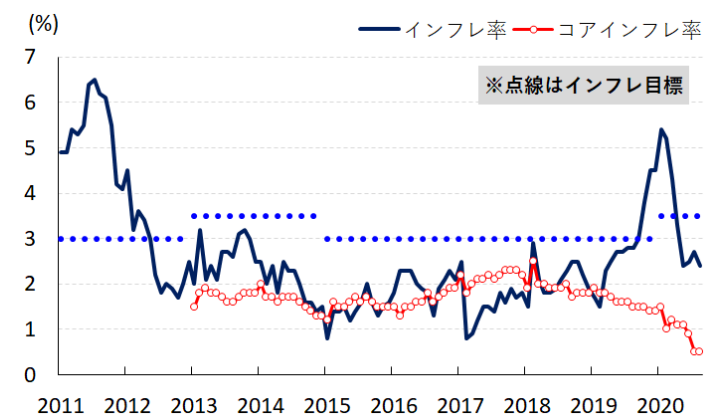
局は『もぐら叩き』のように感染源を潰す対応をみせる一方で経済活動が抑制される展開が続くなど、地方政府を中心に疲弊の度合いが高まる動きもみられる。新型コロナウイルスの感染封じ込めに向けた都市封鎖の動きは社会経済格差をあらためて浮き彫りにしているが、その後の対応は地域間格差を一段と拡大させる可能性もあり、中国経済が抱える構造問題が一層厳しさを増すことも予想される。

なお、ここ数年中国経済にとって最大のリスク要因となっている米中摩擦の激化を受けて輸入に依存する飼料用穀物の調達価格は上昇しており、昨年来のアフリカ豚コレラ（ASF）の流行による供給不足も相俟って豚肉をはじめとする生鮮食品品価格は上昇傾向を強めてきた。さらに、7月以降は中国全土で記録的な大雨が降り続いたことを受けて全国的に洪水被害が広がっており、なかでも長江周辺での河川及びダムなどの水位が上昇したことで、沿岸地域では農作物の生産に甚大な被害が出る事態となっている。また、春先にかけての新型コロナウイルスのパンデミックを受けた世界経済の減速懸念を受けて大きく調整した国際原油価格はその後の

回復期待の高まりを受けて底入れしており、その動きに呼応する形でエネルギー価格も上昇傾向を強めるなど、インフレ率は比較的高水準で推移している。なお、8月の消費者物価は前年同月比+2.4%と前月（同+2.7%）から伸びが鈍化しているものの、引き続き全人代において示されたインフレ目標（3.5%前後）を大きく下回る水準に留まっている。前月比は+0.4%と前月（同+0.6%）から上昇ペースは鈍化してお

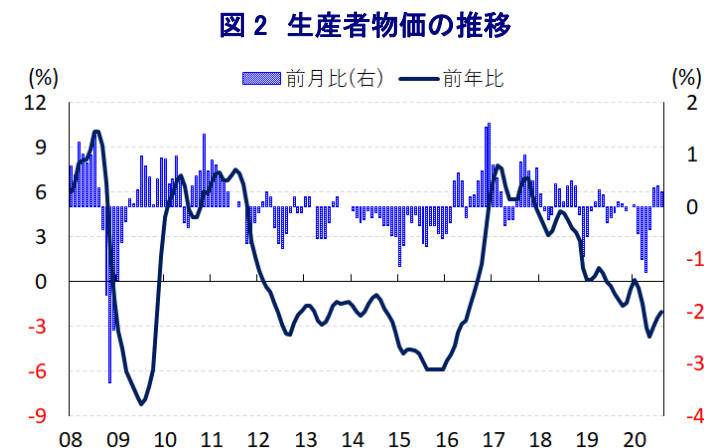
り、国際原油価格の底入れの動きに一服感が出ていることを受けてエネルギー価格は落ち着きを取り戻しているほか、食料品価格も前月比+1.4%と前月（同+2.8%）から鈍化するなど、生活必需品を中心とする物価上昇圧力の後退が影響している。なお、食料品のなかでは豚肉（前月比+1.2%）など肉類で上昇が続いているほか、卵（同+9.4%）も大きく上昇するなど飼料価格の上昇の影響に加え、野菜（同+6.4%）も上昇するなど洪水被害の影響も物価の押し上げ要因になっている。他方、食料品とエネルギーを除いたコアインフレ率は前年同月比+0.5%と前月（同+0.5%）と同じ伸びに留まっており、前月比も+0.1%と前月（同+0.0%）からわずかな上昇に留まるなどデフインフレ傾向が続いている。足下においても依然として新型コロナウイルス対策を理由に事実上の行動制限が課されていることを受けて、観光関連を中心にサービス物価に下押し圧力が掛かる展開が続いているほか、家計消費の回復途上を反映して幅広く消費財価格も上値が抑えられるなど、物価上昇圧力が高まりにくい状況が続いている。さらに、川上の物価に当たる生産者物価が前年同月比▲2.0%と前月（同▲2.4%）からマイナス幅は縮小するも7ヶ月連続のマイナスで推移しており、前月比は+0.3%と前月（同+0.4%）から上昇ペースは鈍化するなど川上の段階でも物価上昇圧力が後退している。国際商品市況の底入れの動きを反映して資源関連を中心に原材料価格は上昇傾向が続いているものの、出荷価格は下落傾向が続くなど川下の消費者段階の物価に下押し圧力が掛かる展開が続いている。なお、一般日用品の出荷価格は前月比+

図1 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

0.5%と一部に価格転嫁の動きはみられるものの、耐久消費財の出荷価格は同▲0.4%と下落するなど、物価上昇圧力が高まりにくい環境にある。当面は飼料価格の上昇や洪水被害の影響を受けた生鮮食料品を中心とする物価上昇がインフレ圧力の押し上げに繋がると見込まれるものの、消費財価格の下振れや雇用・所得環境を巡る不透明感が物価の重石となる展開が続くと見込まれる。中銀は当面の政策運営について、穏健な金融政策を適切かつ柔軟に



(出所)CEIC, 国家統計局より第一生命経済研究所作成

維持するとの方針を示している一方、足下では大都市部を中心に不動産価格のバブル化が懸念される動きもみられるなど政策対応が難しさを増すことも予想される。

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。