

## 中国・外需は引き続き景気をけん引も、デスインフレにより中銀の判断は困難

～中銀は資産バブル懸念を理由に政策調整を迫られる一方、その判断は一段と困難になっている～

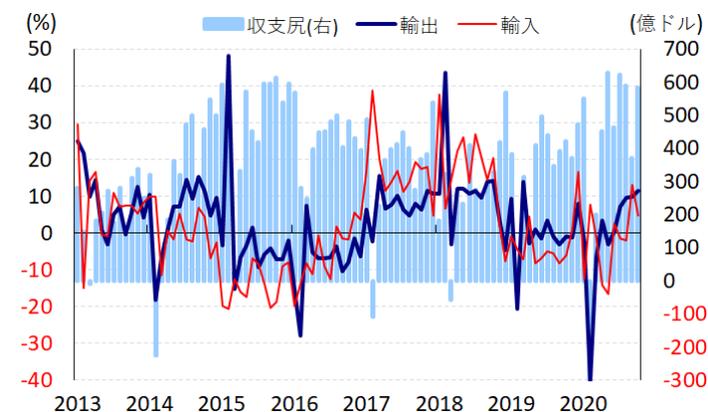
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部  
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

### (要旨)

- 中国経済は新型コロナウイルスの感染拡大を受けて大きく減速したが、その後は感染収束による経済活動の正常化や世界経済の回復期待を受けて底入れが進む。足下では欧米先進国での感染再拡大の影響が懸念されるが、10月の輸出額は前年比+11.4%と伸びが加速して底入れが進む。対米貿易黒字も拡大が続いており、米トランプ政権が残りの任期中に対中姿勢を一層硬化させる可能性に繋がるリスクもくすぶる。
- 外需の底入れが進んでいる上、企業マインドも幅広く堅調に推移しているにも拘らず、10月のインフレ率は前年比+0.5%に鈍化した。生活必需品の物価下落が影響したが、コアインフレ率も前年比+0.5%に留まるなど景気回復の鈍さを示唆する動きが続く。一部の資産市場でバブルが懸念されるなか、中銀は早晚緩和姿勢からの転換を迫られるとみられるが、景気回復の足取りの弱さは判断を難しくさせることも予想される。

昨年末に中国で発見された新型コロナウイルス（SARS-CoV-2）を巡っては、年明け以降に中国国内で感染拡大の動きが広がるとともに、感染封じ込めに向けた都市封鎖措置（ロックダウン）によって中国経済に深刻な悪影響が出る事態を招いた。しかし、デジタル技術を駆使した感染封じ込めを受けて経済活動の正常化に動くとともに、財政及び金融政策を総動員する形で景気下支えが図られた。結果、足下の中国経済は政策支援が下支えする形で内需の底入れが進んでいるほか、中国の後に感染拡大の動きが広がった欧米主要国でも経済活動の再開が進むなど世界経済の回復期待を追い風に外需も拡大する動きを強めており、実質GDPも新型コロナウイルスの感染拡大前の水準を上回るなど影響を克服している（詳細は10月19日付レポート「[中国の7-9月の成長率は前年比+4.9%、景気は一段と底入れ](#)」をご参照下さい）。一方、足下では欧米主要国において新型コロナウイルスの感染が再拡大しており、都市封鎖措置が再導入され経済活動が抑制されるなど、拡大傾向を強めてきた外需に再び下押し圧力が掛かることが懸念される。さらに、国際金融市場では米トランプ政権による追加景気対策への期待が高まる一方、上述のように中国経済が持ち直しの動きを強めていることで中銀（中国人民銀行）の政策スタンスがやや引き締め方向にシフトするとの見方も影響して人民元相場は上昇傾向を強めるなど、輸出競争力の足かせとなる動きがみられた。こうした状況にも拘

図1 貿易動向の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

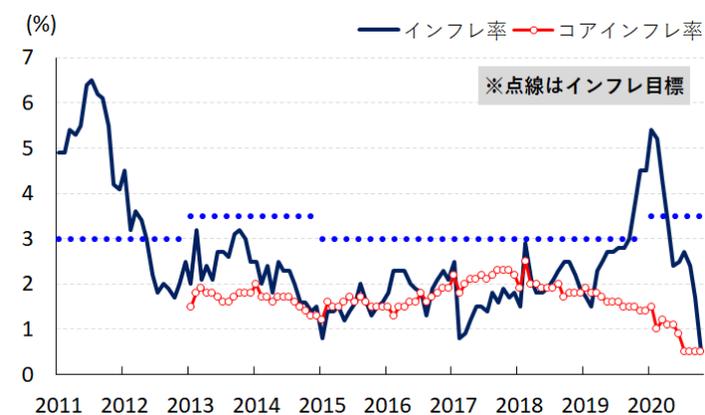
らず10月の輸出額は前年比+11.4%と5ヶ月連続で前年を上回るとともに、前月(同+9.9%)から伸びが加速するなど一段の底入れが確認された。当研究所が試算した季節調整値に基づく前月比も5ヶ月連続で拡大しており、経済活動の正常化に伴う生産拡大の動きに加え、中国政府によるいわゆる『マスク外交』の影響で衛生用品関連や医療機器関連のほか、パソコン関連などを中心に輸出を押し上げる動きが続いている。一方の輸入額は前年同月比+4.7%と前月(同+13.2%)から伸びは鈍化するも前年を上回る推移が続き、前月比は2ヶ月ぶりに減少に転じるも中期的な基調は拡大傾向を維持するなど堅調さがうかがえる。補助金や減税をはじめとする政策支援に加え、経済活動の正常化によるペントアップ・ダイヤモンドの発現を受けて内需の底入れが進んでいる上、今月11日の「独身の日」に向けた調達活発化の動きも輸入の押し上げに繋がっているとみられる。なお、輸出の底入れが進んでいることを反映して貿易収支は+584.43億ドルと黒字幅が拡大しており、対米黒字に限っても+313.75億ドルと貿易黒字全体の半分以上を対米黒字が占めるなど、米トランプ政権にとっては依然として承服しがたい状況が続いている。米大統領選では民主党候補のバイデン前副大統領が当選を確実にするなど政権交代に向けた動きが進んでいるものの、トランプ大統領は敗北を認めず訴訟に動くほか、残りの任期中に対中姿勢を一段と硬化させる可能性もあるなど、目を離せない展開も予想される。

なお、上述のように中国の外需を取り巻く状況を巡っては、様々な不透明要因が懸念されるものの依然として堅調な動きが続いており、こうした展開を示唆するように企業マインドも幅広い分野で堅調な推移がみられるなど、足下の景気は拡大傾向を維持していると捉えられる(詳細は2日付レポート「[中国・企業マインドは堅調を維持も、海外動向に不透明感](#)」をご参照下さい)。さらに、足下の企業マインドはサービス業を中心に改善傾向を強める動きが進んでおり、GDPの半分以上がサービス業をはじめとする第3次産業が占めるなかでは景気全体の拡大に繋がっているとみられる。こうした状況にも拘らず、10月の消費者物価は前年比+0.5%と

前月(同+1.7%)から鈍化して2009年10月以来となる低い伸びに留まるなどディスインフレが続いていることが示された。前月比も▲0.3%と前月(同+0.2%)から4ヶ月ぶりの下落に転じており、豚肉(同▲7.0%)や野菜(同▲2.1%)、卵(同▲1.9%)、水産品(同▲1.2%)など生鮮品を中心に食料品価格が同▲1.2%と下落したことに加え、国際原油価格の底入れ一服を反映してガソリン(同▲2.2%)などエネルギー価格

も下落するなど、幅広く生活必需品の物価御上昇圧力が後退したことが影響している。なお、食料品とエネルギーを除いたコアインフレ率も前年比+0.5%と前月(同+0.5%)から横這いで推移するなど過去最低水準に留まり、前月比も+0.1%と前月(同+0.2%)から上昇ペースも鈍化するなどインフレ圧力は後退している。足下の家計消費はペントアップ・ダイヤモンドの発現などを受けて底入れしているものの、雇用・所得環境を巡る厳しい状況は続いている上、電子商取引(EC)による価格競争の激化が

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

消費を下支えするなど物価の重石となる状況が続いているとみられる。さらに、川上の物価に当たる生産者物価は前年比▲2.1%と前月（同▲2.1%）から9ヶ月連続のマイナスで推移しており、前月比も+0.0%と前月（同+0.1%）から上昇ペースが鈍化している。国際商品市況の頭打ちの動きが調達価格の重石となっている上、出荷価格も伸び悩む展開が続くなど、将来的な消費者物価の重石となることも予想される。足下におけるインフレ率の鈍化は食料品など生活必需品が影響していることを勘案する必要がある一方、コアインフレ率が底這いで推移している上、川上段階で価格転嫁の動きが広がりにくい状況にあることはデフインフレ基調が根深く、景気回復の足取りの重さを示唆している。他方、中銀による金融緩和を背景に金融市場では『カネ余り』が意識されやすい状況にあり、不動産をはじめとする資産市場ではバブルが懸念される動きがみられ、景気回復が進んでいることから金融政策は早晚引き締め方向にシフトせざるを得ない展開も見込まれる。中銀は先行きの政策運営について「次の政策措置も検討せねばならない」とする一方、「政策調整は経済情勢の正確な判断に基づく必要があります、性急な行動は禁物である」（ともに劉国強副総裁）との考えを示すなど、政策判断は困難を極めることは避けられそうにない。

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。