

「独り勝ち」が続く中国景気の間方も「K字型」に向かうのか

～資産市場の活況の一方でコアインフレ率は底這いで推移するなど、政策対応は困難さが増している～

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)

- 世界経済は中国の景気底入れなどを背景に回復の動きが続く一方、主要国での新型コロナウイルスの感染再拡大など不透明感が強まっている。他方、国際金融市場は「カネ余り」に加え、ワクチン開発期待に加え、米大統領選でのバイデン氏の優勢を受けて活況を呈する。中国でも資産価格は上昇傾向を強める一方、社債市場ではデフォルトが発生するなどシステムリスクが懸念されており、当局は難しい対応が迫られている。
- 中国景気の底入れにも拘らず11月のインフレ率は前年比▲0.5%と11年強ぶりのマイナスとなった。ただ、これは食料品やエネルギーなど生活必需品の価格下落の影響が大きい。コアインフレ率も前年比+0.5%と低調な推移が続くなどデフレーション傾向が続く。川上の物価である生産者物価は前年比▲1.5%とマイナスで推移するも、国際商品市況の堅調さを反映して原材料価格に押し上げ圧力が掛かる。しかし、企業は原料価格の上昇にも拘らず価格転嫁が出来ず、雇用を巡る不透明感も物価の重石となる可能性が高い。
- 足下の世界経済は不透明感がくすぶるなかで中国経済の「独り勝ち」状態であり、当面はそうした傾向が強まると予想される。ただし、中国の家計部門は資産価格の上昇による資産効果が期待される一方、雇用不安は財布の紐を固くする対照的な状況にあり、世界同様に「K字型」の景気回復の様相を強めていると言える。

世界経済を巡っては、新型コロナウイルス（SARS-CoV-2）の当初の感染拡大の中心地となった中国において感染封じ込めにより経済活動の正常化が進むとともに、景気の底入れが図られているほか、欧米など主要国においても感染拡大の一服を受けて経済活動が再開されたことで製造業を中心に企業マインドが大きく改善するなど、一旦落ち込んだ景気の底入れが進んでいる。ただし、足下では欧米など主要国での感染再拡大により行動制限が再強化される動きが広がっているほか、一部の新興国においては感染拡大の動きが一段と強まるなど事態収束の見通しが立たない状況が続くなど、世界経済の底入れの動きに冷や水を浴びせる懸念がくすぶる。一方、国際金融市場においては全世界的な金融緩和を背景に『カネ余り』の傾向が一段と強まるなか、足下では新型コロナウイルス向けワクチン開発に対する期待の高まりを受けて、世界経済の回復が進むとの見方を反映して株式をはじめとする資産価格が上昇するなど活況を呈している。さらに、先月の米大統領選では

図1 中国本土株(上海総合指数)の推移



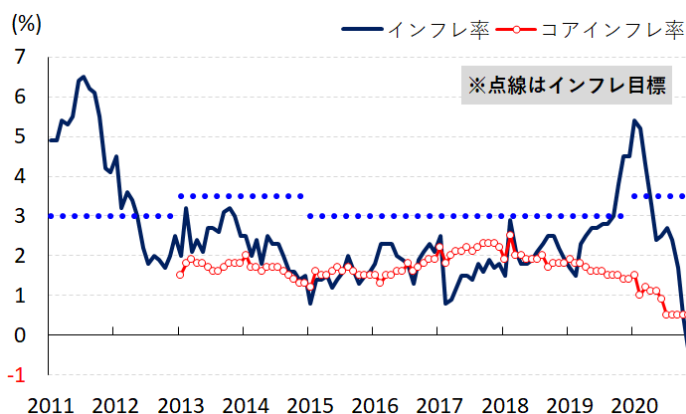
(出所)Refinitivより第一生命経済研究所作成

民主党のバイデン前副大統領の勝利が確実となり、次期政権の下でも財政出動による景気下支えに動くとの見方が強まったことで米ドル安が進んでいる。結果、足下の国際金融市場は『リスク・オン』の様相を強めるなかで、一部のマネーはより高い収益を求める動きを強めて新興国に回帰する流れが生まれるなど、国際金融市場の活況が一段と促される展開となっている。こうした動きに加え、上述のように足下の中国経済は新型コロナウイルスの影響を克服するなど景気回復の動きを強めており、足下の株式相場は年初来高値をうかがう動きが続いているほか、不動産市場においても大都市部を中心に上昇傾向を強めるなど、中国国内においても資産市場は活況を呈する動きをみせている。このように資産市場における『バブル』が懸念される事態を受けて、一部の大都市では不動産価格の抑制に向けて規制強化などの動きが広がっているほか、中銀（中国人民銀行）は直近の「金融政策報告書」において、先行きの金融政策について「穏健な金融政策をより柔軟かつ的を絞った形で運営する」との方針を示すなど、一段の金融緩和に距離を置く姿勢をみせている。なお、中国金融市場は活況を呈する一方、このところの社債市場ではデフォルト（債務不履行）が多数発生しているほか、有力国有企業のなかにもデフォルトに陥る事例が相次ぐなど金融市場のシステミックリスクに発展することが懸念される。こうした事態を受けて当局は社債市場に対する管理監督強化に動く一方、中銀は金融市場の動揺を落ち着かせるべく先月末に1年物中期貸出制度（MLF）を通じて2000億元の流動性供給を実施するなど難しい対応が続いている。他方、中銀は金融政策の方向性について「可能な限り長期に亘って『正常な』政策運営を維持する（易綱総裁）」とする姿勢も示しており、景気回復の足取りを確実にすべく緩和的な姿勢を維持する考えをみせるが、先行きの金融政策は様々な微調整を迫られる難しい運営となる可能性が高まっている。

足下の中国景気を巡っては、幅広い分野で企業マインドが改善の動きを強めるなど一段と底入れが進んでいるとみられるほか、金融市場も活況を呈するなかで資産価格は上昇傾向を強める動きがみられるにも拘らず、物価動向についてはデフレーションが懸念されるなど対照的な状況が続いている。11月の消費者物価は前年同月比▲0.5%と前月（同+0.5%）から伸びが鈍化して、2009年10月以来のマイナスに転じるなど物価上昇圧力は一段と後退している。前月比も▲0.6%と前月（同▲0.3%）から2ヶ月連続で下落しており、前月に続いて食料品

（同▲2.4%）の物価が大幅に下落している上、なかでも豚肉（同▲6.5%）を中心とする肉類のほか、野菜（同▲5.7%）、水産品（同▲1.9%）、卵（同▲1.4%）など生鮮品を中心に物価が下落傾向を強めている。さらに、国際原油価格の底入れ一服の動きやこのところの人民元相場の上昇を受けた輸入物価への下押し圧力を反映して、ガソリン（同▲0.3%）をはじめとするエネルギー価格も下落するなど、幅広く生活必需品で物価に下押し圧力が加わったことがインフレ率の下振れに繋がっている。なお、食料品やエネルギーを

図2 インフレ率の推移



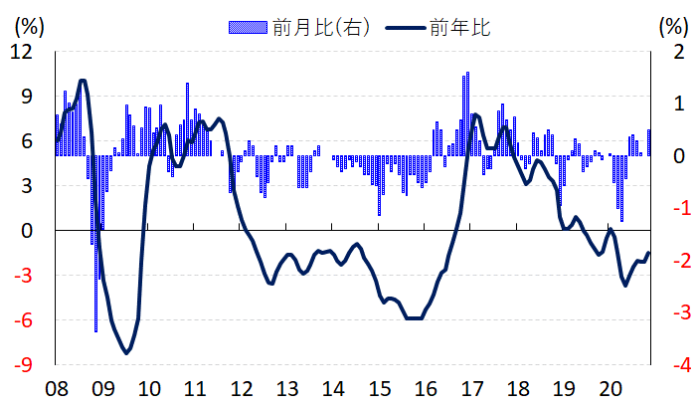
(出所)CEIC, 国家統計局より第一生命経済研究所作成

除いたコアインフレ率は前年同月比+0.5%と前月（同+0.5%）から横這いで推移しているものの、過去に遡ってみても5ヶ月連続となる過去最低水準で推移しており、前月比も▲0.1%と前月（同+0.1%）から5ヶ月ぶりの下落に転じるなどディスインフレ基調が続いている。食料品以外の消費財価格も幅広く下落している上、サービス物価も下落傾向を強めており、足下の中国景気は回復感を強める展開をみせているにも拘らず物価上昇圧力が高まりにくい展開となっている。足下の企業マインドの動きをみると、新型コロナウイルスの感染封じ込めによる経済活動の正常化に加え、世界経済の回復期待などを背景に民間統計では製造業、サービス業問わず雇用が拡大する動きがみられる一方、統計対象に国有企業など大企業の割合が高い政府統計では製造業、非製造業ともに雇用調整圧力がくすぶる展開が示唆されるなど、家計部門を取り巻く状況に跛行色が生じている可能性がある（詳細は1日付レポート「[世界的な感染再拡大による不透明感も中国企業は「どこ吹く風」](#)」をご参照下さい）。これまで雇用の受け皿となってきた大企業における雇用調整の動きは家計部門の財布の紐を固くしているとみられる上、近年のEC（電子商取引）の普及に加え、足下では主力ECサイト間で価格競争が激化していることも物価の下押し圧力になっているとみられる。

一方、川上段階の物価に当たる11月の生産者物価は前年同月比▲1.5%と10ヶ月連続のマイナスとなっているものの、前月（同▲2.1%）からマイナス幅は縮小している上、前月比も+0.5%と前月（同±0.0%）から上昇圧力が強まるなど、生産者段階においては物価上昇圧力が高まる動きがみられる。この背景には、上述のように国際金融市場が活況を呈していることに加え、中国の景気回復も追い風に原油をはじめとする国際商品市況が堅調な動きをみせるなど原材料価格に押し上げ圧力が掛かっていることが影響している。分野別では、化学工業関連の原材料（前月比+1.7%）、原油や石炭をはじめとする燃料類（同+1.2%）のほか、建設資材などの非鉄金属類（同+1.1%）などをはじめ、すべての原材料関連で上昇傾向を強める動きがみられる。また、原材料を中心に調達価格に押し上げ圧力が強まる動きがみられるにも拘らず、出荷価格については原油や石炭などの価格上昇の動きを反映してエネルギー関連で上昇しているほか、

食料品価格の上昇を受けて加工食品など一部で押し上げられる動きはみられる。しかし、衣類をはじめとする日用品関連の出荷価格は横這いで推移するなど、原材料価格に上昇圧力が掛かる動きがみられるにも拘らず、企業は商品価格に転嫁することが難しい状況が続いている上、耐久消費財に至っては前月比でマイナスとなるなど、価格競争の激化を受けて価格転嫁が一層厳しくなっている様子もうかがえる。こうした動きは先行きの消費者物価の行方に影響を与えると見込まれ、当面の消費者物価は景気回復が進んでいるにも拘らず上昇圧力が掛かりにくい展開となるなどディスインフレ状態が続く可能性が高いと予想される。景気回復を背景に雇用を取り巻く環境の改善が進めばそうした流れが一服することも考えられる一方、足下では国際金融市

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

況は、衣類をはじめとする日用品関連の出荷価格は横這いで推移するなど、原材料価格に上昇圧力が掛かる動きがみられるにも拘らず、企業は商品価格に転嫁することが難しい状況が続いている上、耐久消費財に至っては前月比でマイナスとなるなど、価格競争の激化を受けて価格転嫁が一層厳しくなっている様子もうかがえる。こうした動きは先行きの消費者物価の行方に影響を与えると見込まれ、当面の消費者物価は景気回復が進んでいるにも拘らず上昇圧力が掛かりにくい展開となるなどディスインフレ状態が続く可能性が高いと予想される。景気回復を背景に雇用を取り巻く環境の改善が進めばそうした流れが一服することも考えられる一方、足下では国際金融市

場の活況を背景とする資金流入を追い風に人民元相場は上昇圧力を強めており、景気回復のけん引役となっている輸出関連企業にとっては収益圧迫要因となることは避けられず、雇用を取り巻く環境も不透明であり、デフインフレ基調が継続する可能性は高いと見込まれる。

足下の世界経済については、いち早く新型コロナウイルスの封じ込めに成功するとともに、経済活動の正常化を進めるなど中国の『独り勝ち』とも言える状況となっており、欧米など主要国のみならず、多くの新興国が感染封じ込めに手間取っていることを勘案すれば、来年においてもそうした傾向は一段と強まる可能性が予想される。しかし、足下の中国の景気底入れの動きは外需がけん引役になっているほか（詳細は7日付レポート「[中国景気は引き続き外需がけん引も、米中関係は不透明感だらけ](#)」をご参照下さい）、内需については公共投資が押し上げ要因となる一方で家計消費は力強さを欠く展開が続くなど跛行色がうかがえる。なお、家計消費についても足下の株価上昇や不動産価格の上昇などに伴う資産効果が押し上げ要因となる動きが期待される一方、雇用環境の不透明さは勤労所得を巡る見通しの悪化に繋がっていると見込まれる。その意味では、足下の世界経済の回復は新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）による構造変化を受けて、その変化の波に乗ることが出来る分野と悪影響を被る分野の間で『K字型』になるとの見方が強まっているが、中国についてもそうした状況は無縁ではなく、人口規模の多さを勘案すれば『忘れられた』存在は無視し得ず、デフインフレ圧力に繋がると見込まれる。

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。

