

グローバル経済・金利ウォッチ

ソニーフィナンシャルグループ(株)
金融市場調査部 シニアエコノミスト

宮嶋 貴之

インフレが続く世界の中で中国はデフレに陥るのか？

KEY
POINT

- 世界中でインフレとの戦いが長引いている中、中国の6月のCPI前年比は”ゼロ”%とデysinフレが鮮明。
- この主因はコモディティ価格低下による輸入価格の急落。これに伴って企業の価格転嫁の動きは萎み、PPIやCPI財価格の伸び率が低下。一方、サービス価格は伸び悩み。景気や政策要因による雇用所得環境の悪化から賃金が弱含み。不動産市況低迷による家賃低下などから、サービス価格の弱さが長引く恐れ。
- ディスインフレが長引けば、実質金利上昇や価格転嫁困難による企業収益圧迫から、設備投資等の需要が下押しされ、それがまたディスインフレを生む悪循環に。中国政府が今後どの程度の利下げに出るか注目。

1. 中国の物価上昇率は”ゼロ”

周知の通り、世界の多くの国・地域では長引くインフレとの戦いが続いており、日本ですらCPIのヘッドラインは近年にない記録的な高さとなっている。

こうした世界の中で際立つのが中国のCPIだ。最新の6月の前年比はなんと”ゼロ”%まで減速した。リーマンショックやコロナ感染拡大といった経済危機時において、中国でもCPIが前年比マイナスになったことは当然あるが、世界経済が小康状態を保ち、かつ他の国・地域でインフレ傾向が続く足下では、中国の物価の伸びの弱さは目立つ。一部報道等では、中国が今後デフレ経済に陥るとの指摘もあるほどだ。

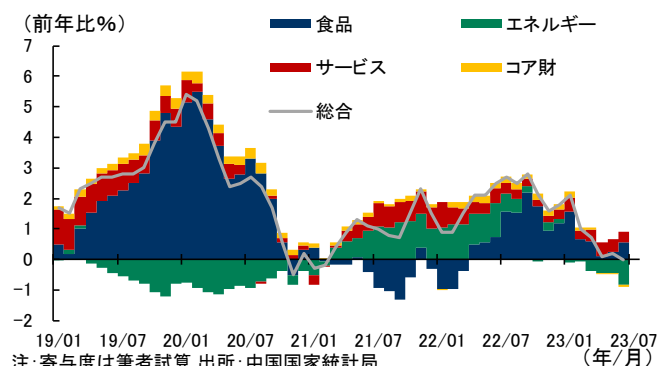
2. コストプッシュ圧力後退が主因

本稿では、中国のCPIについて考察していこう。

まずCPIの寄与度分解を試算したものが図表1だ。

図表1: 中国のCPI・寄与度分解

中国のCPI減速はエネルギーと食料品主体



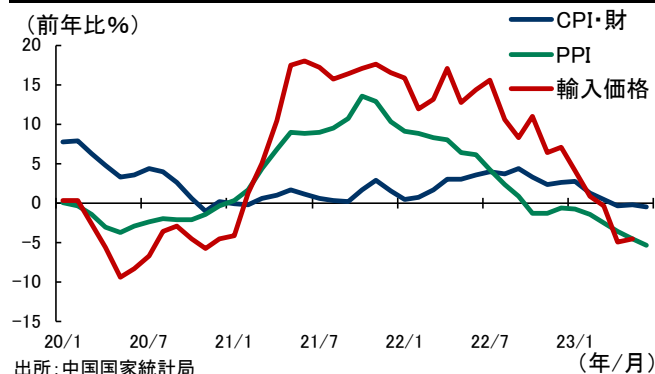
これをみると、CPI減速の主因はエネルギー価格の低下だ。ついで、食品の減速も目立つ。最新の6月に食品の伸びは加速しているが、振れの大きい生鮮野菜の影響が大きい。トレンドとしては食品価格も減速していると評価していいだろう。

一方、コア財についても足下ではやや下落している。ただし、食料品やエネルギーほどのマイナス寄与ではない。サービスも均してみればおおむね横ばい圏内だ。こうした点から考えると、中国のCPI減速の主因は食料とエネルギーの価格下落と評価される。

周辺統計を確認したものが図表2だ。輸入価格指数(人民元建て)は今年の3月から前年比マイナスまで落ち込んだ。中国は原油などのエネルギーを多く輸入していることから、輸入価格が下落に転じたことはインフレ圧力を大きく和らげる。企業の直面する生産者物価指数をみても、足下は前年比マイナス幅が大きくなっており、価格転嫁の動きは急速にしぼんでいる。これを受けて、CPIのうち特に食品やエネルギーなどの財の価格に急ブレーキがかかっている状況だ。

図表2: 中国のCPI財・PPI・輸入価格

輸入価格の急落がインフレ圧力後退の主因



3. 賃金停滞や政策要因なども下押し要因に

こうした供給要因(コストダウン)によるディスインフレは中期的に続くとは断定できない。例えば、エネルギー価格は製造業サイクルが底打ちに向かえば、再び上昇に向かっていく可能性がある。そのため、現状の中国のCPIの減速をもって、中国が中期的にデフレの状況に陥るサインと断定するのは早計だろう。

とはいえ、物価の基調が弱含んでいることは確かだ。前述したように、ホームメイドインフレ圧力を測る上で重要なサービスの伸びが力強さに欠けるためだ。足下のサービスの前年比は1%を切る水準にとどまる。

サービス価格の伸び悩みの要因はやはり賃金の弱さとみられる。図表3(次頁)では长江商学院の企業景況感指数の中の人件費(5カ月先行)DIをみたものだが、同DIは足下も弱含んでおり、今後のサービス価格の減速が続く可能性が示唆される。

図表3: 中国CPIサービスと人件費DI
人件費の停滞がサービス価格の伸び悩みに



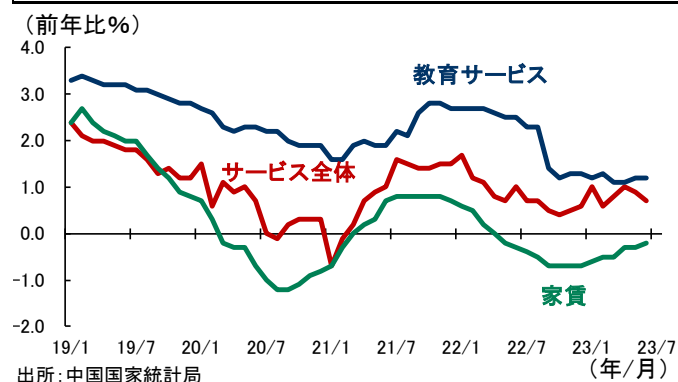
ゼロコロナ政策解除直後はリオープンの効果が大きく発現してサービス価格を中心にインフレが上振れするとの見方が金融市場では出ていた(筆者は当初からそのような想定はしていなかったが[レポートリンク](#))。実際、足下の旅行サービス価格は相対的には高い伸び率ではあるが、雇用所得環境の停滞が続く中では、その押し上げ効果は限定的となっている。

中国の雇用所得環境の弱さは①外需停滞などの循環的要因に加えて、②ミスマッチなどによる若年失業率の上昇、③不動産市況悪化等による資産所得の減少、④コロナ禍での家計支援策の未実施、⑤プラットフォームの監督強化による企業の採用意欲低下などといった政策や構造調整に依拠する要因もある。そのため、賃金の伸びがなかなか高まらず、サービス価格の低水準の伸びが続き、デスインフレが長引くリスクは高まっているのではないかとみられる。

⑤に関連して図表4をみると、サービス価格においても、住宅家賃や教育サービスの価格の伸び率は昨年後半から低下している。家賃は中国政府の不動産対策効果などもあり、最悪期は脱しつつあるように見えるが、中国政府が意図する不動産価格安定化や教育の監督強化方針のもと、こうした品目の価格伸び率が大きく高まる公算は小さいのではないかとみられる。

図表4: 中国CPIサービス・品目別

家賃や教育サービスの伸び低下は続く恐れ



4. デスインフレは中国経済を中期的に下押し

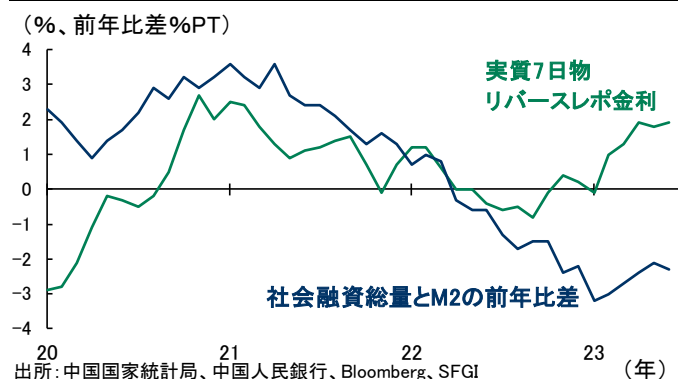
上述した状況から考えると、中国ではデスインフレの状況が強まったり、長引く公算が大きくなっているとみられ、政府のかじ取り次第ではデフレ(CPIマイナスの長期化)に陥ってしまうテールリスクも否定はできない状況と言えよう。

デスインフレが続いた場合、中国経済にはどのような影響

があるか。まず実体経済には実質金利の上昇を通じた下押し効果が続くと思込まれる。図表5は政策金利の1つである7日物リバースレポ金利をCPIで実質化したものだ。中国政府は断続的に利下げを実施しており、金融緩和策を維持している。にもかかわらず、足下ではCPIの減速によって実質金利は上昇している。実質的な金融引き締めが生じてしまっているということだ。実質金利上昇と不動産市況の停滞も重なり、足下では社会融資総量(資金需要)の伸びがマネーサプライ(M2、資金供給)の伸びを下回る異例の事態となっている。

図表5: 実質政策金利と社会融資総量とM2の伸びの乖離

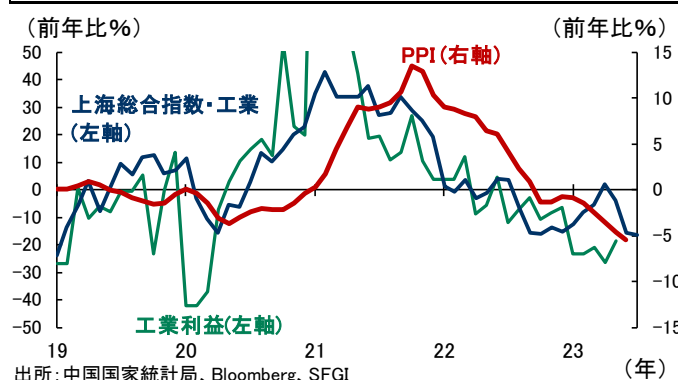
実質金利上昇は資金需要を下押し



デスインフレ傾向が強まった場合に想定されるもう1つの懸念は企業収益の悪化および株価の下押しだ。図表6は中国の工業利益と株価(工業部門)、PPIを並べてみたものだ。22年以降はPPIの伸び低下に伴って利益や株価も低下傾向にある。販売価格への転嫁が困難となることで、企業収益が圧迫されているとみられる。

図表6: 中国企業(工業部門)の利益、株価、PPI

価格低下が企業収益を圧迫、株価にもマイナス



デスインフレによる実質金利上昇と企業収益圧迫が強まれば、当然ながら設備投資などの需要が下押しされ、それがまたデスインフレ圧力を生むという悪循環が続く可能性がある。それが行き過ぎれば、最終的にはデフレにもなりうるだろう。

こうした悪循環を食い止めるべく、中国政府は23年末までにさらなる利下げを実施する必要性を認識していると筆者はみている。どの程度積極的な利下げとなるかについては、今月の政治局会議の結果等から、中国政府の政策スタンスがどこまで測れるか注目したい。

宮嶋 貴之

ソニーフィナンシャルグループ 金融市場調査部・研究員紹介



尾河 真樹（おがわ まき）
執行役員 兼 金融市場調査部長
チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン・チェース銀行などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部に於て為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行（現SMBC信託銀行）で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析を担当。2016年8月より現職。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。主な著書に『最新版 本当にわかる為替相場（2023年日本実業出版社）』、『ビジネスパーソンなら知っておきたい仮想通貨の本当のところ（2018年朝日新聞出版社）』などがある。ソニー・ライフケア取締役、ウェルスナビ株式会社取締役。



菅野 雅明（かんの まさあき）
金融市場調査部
シニアフェロー チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などを歴任。日本経済研究センター主任研究員を経て、1999年JPモルガン証券入社（チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクター）。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員ほか財務省・内閣府・厚生労働省などで専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路」「経済教室」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBC「昼エクスプレス」コメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。



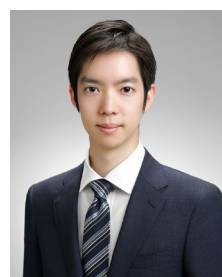
石川 久美子（いしかわ くみこ）
金融市場調査部 シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から同社研究員として、外国為替相場について調査・分析を行う。2016年11月より現職。外国為替市場に関するレポート執筆の他、テレビ東京「Newsモーニングサテライト」など多数のテレビやラジオ番組に出演し、金融市場の解説を行う。また、Twitterでの情報発信なども行っている。資源国・新興国通貨に強い。



渡辺 浩志（わたなべ ひろし）
金融市場調査部 担当部長
シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部に於てエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室（経済財政分析・総括担当）へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部に於て機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より現職。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



森本 淳太郎（もりもと じゅんたろう）
金融市場調査部 シニアアナリスト

みずほフィナンシャルグループにて企画業務、法人営業などを経験した後、2019年8月より現職。外国為替市場の調査・分析業務、中でも主にユーロなどの欧州通貨に関するレポートを担当している。また、新型コロナウイルスの感染状況と金融市場の関連に特化したレポートを執筆するなど、幅広い観点から金融市場の分析を行っている。



宮嶋 貴之（みやじま たかゆき）
金融市場調査部 シニアエコノミスト

2009年にみずほ総合研究所にエコノミストとして入社。2011年～2013年は内閣府（経済財政分析担当）へ出向。官庁エコノミストとして『経済財政白書』、『月例経済報告』等を担当。2021年4月より現職。日本・中国・米国のマクロ経済や債券市場、半導体、不動産、観光等を分析。主な著書（全て共著）は、『TPP-日台加盟の影響と展望』（国立台湾大学出版中心）、『キーワードで読み解く地方創生』（岩波書店）、『図解ASEANを読み解く』（東洋経済新報社）、『激震 原油安経済』（日経BP）。

本レポートについてのご注意

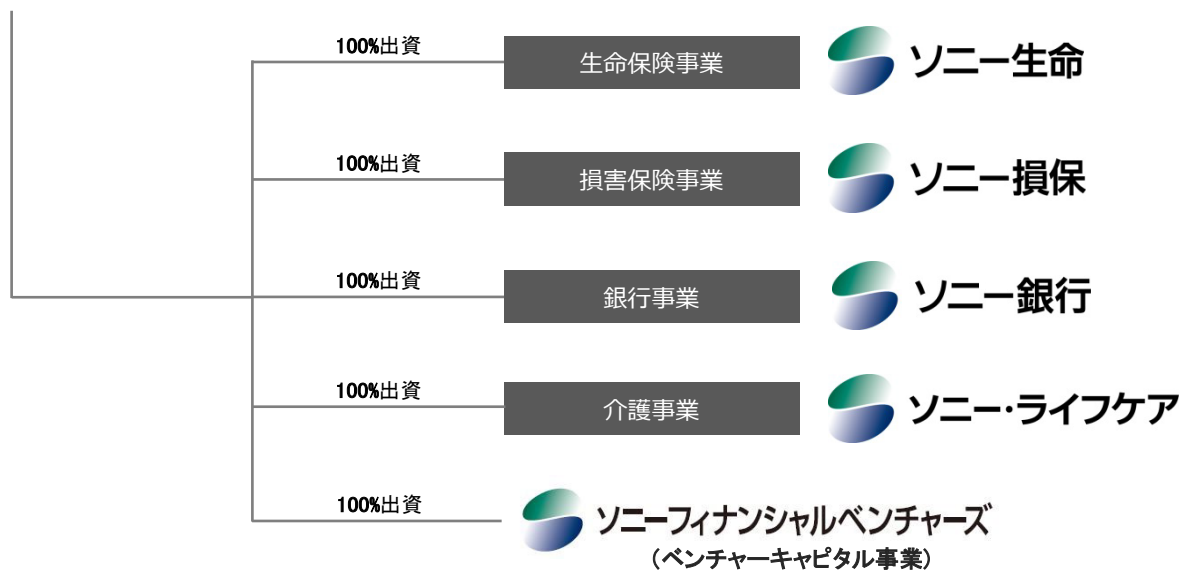
- 本レポートは、ソニーフィナンシャルグループ株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社はかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものでもありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社(以下、「グループ会社」といいます)に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと(お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます)による結果のいかなるもの(直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします)についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

ソニーフィナンシャルグループ



ソニーフィナンシャルグループ

ソニーフィナンシャルグループ(株)



- ソニーフィナンシャルグループ株式会社は、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社です。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客さまに提供しています。
- 当社グループの基本情報、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。

<https://www.sonyfg.co.jp>