

## 中国経済：デフレ懸念強まる中で金融市場の管理を強化

10月の主要経済指標は中国経済が停滞から脱し切れていないことを示した。消費者物価は前年比マイナスに転じデフレ懸念が再浮上している。ただ、物価下落は豚肉など食品が中心でサービス価格は上昇、コアではプラスを維持しており、中国の現状は日本がかつて経験した「真正デフレ」と比べるべくもなく、ディスインフレーションという程度のもの。不動産バブル崩壊による金融危機懸念は当時の日本と類似するも、共産党による金融市場の管理強化や中国経済の成長余力、賃金上昇が続いていることも考慮すると、デフレ突入には距離がある。

### 景気停滞から脱せずデフレ懸念が再燃

今月15日にまでに発表された10月の主要経済指標は、9月に見られた景気持ち直しの動きが早くも息切れし、中国経済が停滞から脱し切れていないことを示した。輸出は前月比で3ヵ月ぶりに減少、小売販売は前月比微増にとどまり、固定資産投資は前年同月比の伸びが鈍化するなど、需要の三本柱は冴えない。企業の景況感も、9月に50を超えた製造業PMIは再び50割れ、非製造業PMIは年初来の最低水準を更新する50.6まで悪化している。

需要の弱さを受けて、財（モノ）の価格の下落圧力は強まっており、生産者物価は川下の消費財で前年同月比のマイナス幅が拡大、消費者物価は全体で前年同月比マイナスに転じた。消費者物価の前年比マイナスは7月以来、3ヵ月ぶりであり、一時は後退したデフレ懸念が一部で再浮上している。ただ単に物価が下落することを「デフレ」と呼ぶのであれば、消費者物価が前年比で今年2度もマイナスになった中国経済は、デフレに突入したと言って良いのだろう（経済指標の詳細は後半の「主な指標の動き（2023年10月）」参照）。

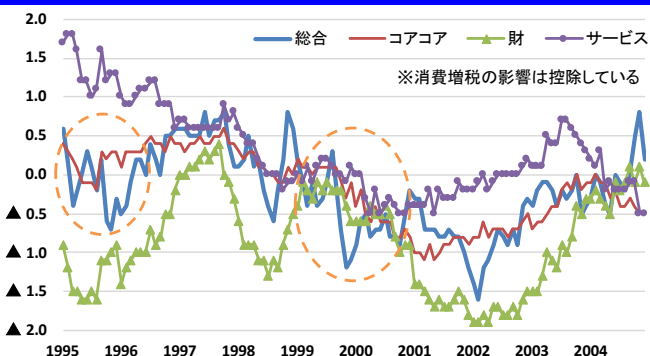
しかしながら、日本がかつて経験し、そこからの脱却を目指して現在も大幅な金融緩和を続けている、戦後の世界経済ではどの主要国も経験したことのない「真正デフレ」の世界に、中国も足を踏み入れたのかと問われれば、それは以下に述べる通り、まだ相当の距離がある。

### 日本のデフレは物価と賃金の連鎖的下落による経済の収縮

平成バブル崩壊後、日本の消費者物価指数が総合で初めて前年比マイナス（前年同月比▲0.2%）に転じたのは1994年7月であり、その後、1995年3月から96年3月までの13ヵ月のうち9回マイナスを記録した（右図）。この間、財の価格（除く生鮮食品）は一貫して1%程度ないしはそれ以上下落していたが、サービス価格（除く帰属家賃）は逆に1%程度ないしはそれ以上に上昇しており、消費者物価の下落は財の価格下落によるものであった。

なかでも、家電製品などの耐久財や食料品全般、エネルギー価格の下落が目立っている。当時は円高が急速に進み、より低価格な輸入品の流入が拡大、これを多くの消費者が歓迎、国内製品も価格の引き下

日本のデフレ初期の消費者物価動向（前年同月比、%）



（出所）総務省

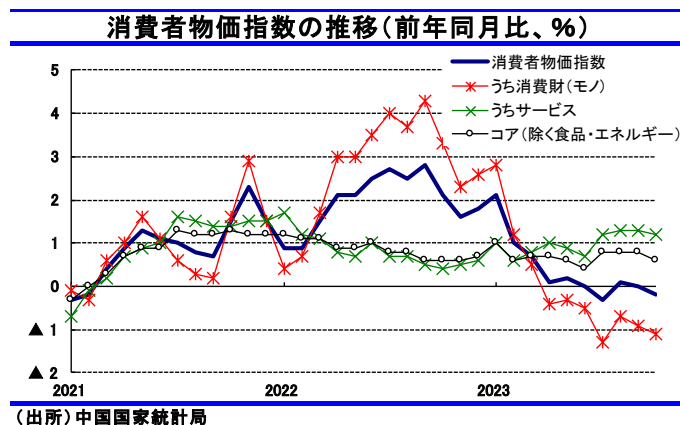
げを迫られ「価格破壊」と称された内外価格差を背景とする値下げの動きが広がった。ただ、この時点では企業による人件費削減の動きは限定的で賃金は上昇が続いていた<sup>1</sup>ため、サービス価格も上昇していた。また、食品やエネルギーを除いたコア消費者物価<sup>2</sup>は、この間も概ね前年比プラスを維持しており、物価の下落は部分的、全体としてはデysinフレーション（物価上昇率の鈍化）の範疇にとどまった。

物価下落が広範かつ継続的となったのは、日本経済が金融危機に陥った1998年以降である。消費者物価（総合）は1998年6月に前年同月比でマイナスに転じ、1999年2月以降はマイナスが定着、10月以降はコア消費者物価もマイナスが続いた。この間、財価格は一貫して前年比マイナスで推移、サービス価格も1998年10月にマイナスに転じたあと概ねゼロ前後で推移し、2000年3月以降はマイナスが続いた。

サービス価格まで下落に至った背景には、賃金の下落がある。賃金のベースとなる勤労者（サラリーマン）の所定内給与（基本給）は1999年に入り前年同月比でマイナスに転じ、2000年は若干のプラスで推移したものの、2001年以降はマイナスが定着、その結果、物価の下落がサービス分野にまで波及するに至った。つまり、日本が陥った「真正デフレ」とは、財の価格の下落が定着、製造業の企業業績が圧迫され、コスト削減が人件費にまで及び、賃金の下落がサービス産業にも波及しサービス価格も下落、販売価格の低下により企業業績が悪化、さらなる賃下げにつながるという「負の循環」によって経済が縮小していく世界であった。

### 中国の現状はデysinフレーションの領域

翻って中国の現状はどうか。10月の消費者物価の下落は食料品、特に豚肉価格が昨年高騰した反動により約3割も下落した影響が大きく、エネルギー価格の下落が多少加わって財（消費財）の価格が1%程度下落したことが全体を押し下げた（右図）。一方で、サービス価格は1%強の上昇を続けており、コア消費者物価は10月も前年同月比+0.6%と小幅ながらもプラスである。



サービス価格への影響が大きい賃金の状況は、家計所得の統計で見ると7～9月期も1世帯あたり前年同期比+6.8%と比較的高い伸びを維持しており、マイナスには程遠い。これらの点を踏まえると、中国の現状は日本の1995～96年頃のデysinフレーションに近い状況である。

当時の日本に比べてネガティブな材料を挙げるとすれば、消費者マインドであろう。90年代半ばの日本では、前述の通り消費者は財の価格下落を前向きに受け止め、少なくとも初期段階では個人消費を刺激する要因となった。一方、現在の中国においては、前月触れたように<sup>3</sup>、雇用の伸び悩みを主因に消費者マインドが落ち込んだままである。実際の小売販売動向も冴えず、物価上昇の鈍化が個人消費を刺激す

<sup>1</sup> 厚生労働省「毎月勤労統計」によると、勤労者（サラリーマン）の所定内賃金（基本給）は、1995年から96年にかけて前年同月比1%台の上昇が続いていた。

<sup>2</sup> 正確には「コアコア」消費者物価。一般的には消費者物価全体（総合）から食品とエネルギーを除いたものを「コア」消費者物価とし、物価の基調判断に用いられるが、日本において「コア」は総合から生鮮食品だけを除いたものを指し、食品とエネルギーを除くものは「コアコア」と称されている。

<sup>3</sup> 2023年10月25日付 Economic Monitor「中国経済：予想を上回る7～9月期GDPで5%成長目標の実現可能性は高まるが追加景気対策を決定」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2459/>

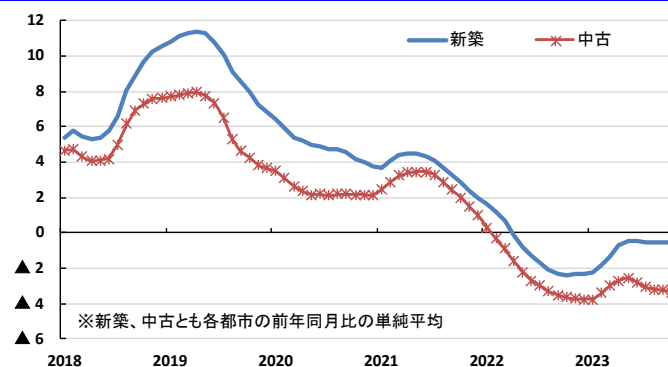
る様子は見られない。

### 厳しい対応と経済の若さが日本との相違点

逆に、その後デフレに突入していった日本との類似点を挙げるとすれば、金融危機への懸念が強まっていることであろう。最近の恒大集団や碧桂園といった不動産大手企業の経営危機と同様、日本でも 1995 年に住宅金融専門会社、いわゆる「住専」の不良債権問題が表面化し、その処理を巡って国会が紛糾、実態が明らかになるにつれ不動産バブルの後遺症として金融危機が広く懸念され始めた。この住専問題は最終的に処理策がまとまり、それによって一旦は平成バブルの処理が終わったかに見えたが、実際には処理すべき不良債権は住専だけにとどまらなかった。そして、1997 年 11 月の北海道拓殖銀行に始まった金融機関の大型破綻の連続により金融危機が深刻化、企業は防衛的な姿勢を強め人件費を大幅に削減、日本経済は真正デフレへ突入していった。

中国においても、一旦下げ止まるかに見えた不動産価格が再び下げ足を速めており、処理すべき不良債権がどれくらい発生するのか見通すことが困難となっている。70 都市の住宅価格は（右図）、前年同月比の単純平均で 10 月も新築は▲0.6%と前月から変わらず、中古では▲3.4%と前月（▲3.2%）からマイナス幅が再拡大している。不動産価格は下げ止まらず、住宅市場の調整に目途が付いていない。

住宅価格の推移(70都市、前年同月比、%)



(出所) 中国国家统计局

こうした状況への対応もあり、10月30～31日、中央金融工作会议が6年ぶりに開催された。特筆すべきは、これまで国务院（政府）主催で開催されていたこの会議が、今回から共産党の主催に変更されたことである。それが、より有効な選択肢であるかどうかは実際の運用次第であるが、国家を「領導<sup>4</sup>」する立場にある中国共産党が金融市場の管理に直接乗り出すことの意味は大きい。会議では「監督を全面的に強化してリスクの予防と解決を重点的に行う」と強調されており、不動産バブルの抑え込みに伴う市場の混乱を最小化すべく万全の体制で挑もうとする姿勢であることは間違いない。

その点において、かつての日本よりも不動産バブル崩壊の認識や対応は厳しく、早期に強力な体制を整えつつあると言えそうである。加えて、多大な不良債権処理を迫られた90年代の日本が成熟化した先進国で成長力が落ちていたことと比べ、今の中国はまだ先進国の入り口であり経済は若く、成長ペースが鈍化したとはいえ4%台で余力は大きい。もちろん、過去の過大投資が作り出した過剰債務は大きく、不良資産の積み上がりは不動産分野にとどまらないとみられ、その処理に伴う経済への負荷が大きいことは間違いない。ただ、上記の要素を踏まえれば、そのインパクトは日本の平成バブル崩壊時のような数十年に渡るデフレに陥るほどではないだろう。

さらに言えば、日本がデフレに陥った決定的な要因は賃金の引き下げであったが、社会主義体制を取る中国において賃金の引き下げが政治的に許容されるとは考え難い。その意味では、中国が真正デフレに陥るかどうかを見極めるうえで、賃金の動向が一つの重要なポイントとなろう。

<sup>4</sup> 指導して統率することを指す。

## 主な指標の動き (2023年10月)

## PMI (購買担当者指数)

10月の製造業 PMI は、9月に景気拡大・縮小の分かれ目となる 50 を 6 ヶ月ぶりに上回ったが、10月は 49.5 と再び 50 を下回り、景気の底入れ確認が先送りされる形となった (右図)。

主な内訳を見ると、新規受注 (9月 50.5→10月 49.5) が 3 ヶ月ぶりに 50 を割り込んだ。内訳項目である新規輸出受注 (47.8→46.8) が大きく悪化しており、海外需要の低迷が景況感悪化の主因となっている。

その結果、受注残高 (45.3→44.2) は 50 を大きく割り込み、年初来の最低水準を更新した (それまでは1月の44.5)。生産 (52.7→50.9) も悪化し、50 に接近している。

10月の非製造業 PMI も9月の 51.7 から 50.6 へ悪化、今年の最低を更新した (それまでは8月の 51.0)。うち、サービス業 (9月 50.9→10月 50.1) は 50 割れ寸前まで悪化、建設業 (56.2→53.5) は大きく水準を落とした。

## 輸出 (通関統計、米ドルベース)

10月の輸出額 (ドルベース) は前年同月比 ▲6.4% と 9月の ▲6.2% から小幅ながらマイナス幅が縮小、改善が足踏みした。当社が公表実額値から試算した季節調整値でも前月比 ▲2.4% と 3 ヶ月ぶりの減少。10月の水準は 7~9 月平均を 0.6% 下回っており、輸出の減少傾向に歯止めが掛かってはいない。

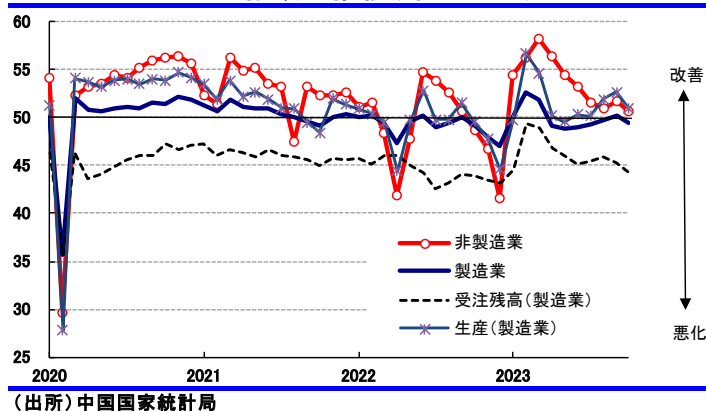
主な仕向地別の状況を見ると (右図)、今や最大の輸出先となった ASEAN 向けは 10月の水準が 7~

9月平均を 1.4% 下回ったほか、同様に EU 向けは 1.6%、日本向けも 0.4% 下回り、減少傾向が続いている。ただ、米国向けは 10月の水準が 7~9 月平均を 0.5% 上回り、下げ止まりの兆しを見せた。

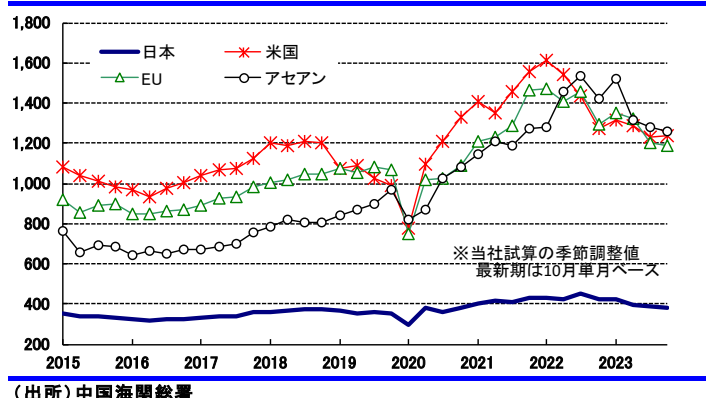
主な財別では、鉄鋼 (7~9 月期前期比 ▲5.9%→10月の 7~9 月比 +11.1%) が大幅に増加し、ハイテク製品 (▲2.0%→+0.8%) や繊維品 (▲1.4%→+0.9%) が下げ止まったが、電気製品 (▲4.9%→▲0.8%) や繊維製品 (▲12.0%→▲4.9%)、プラスチック製品 (▲4.7%→▲2.1%) は減少が続いた。

なお、ロシア向け輸出は、10月も前年同月比 +17.2% と高い伸びを維持したが、当社が公表実額値から試算した季節調整値では前月比 +0.8% と小幅増にとどまった。10月の水準を 7~9 月平均と比べても 0.6% の増加にとどまっており、7~9 月期が前期比 ▲8.7% だったことも踏まえると増勢は一服している。

PMI指数の推移 (中立=50)



仕向け地別の輸出の推移 (季節調整値、百万ドル)





## 社会消費品小売総額（小売販売）

10月の社会消費品小売総額（小売販売）は、前年同月比+7.6%と3ヵ月連続で伸びを高めた（右図）。ただ、前年の落ち込み<sup>5</sup>の反動による部分が大きく、政府公表の前月比は+0.07%と微増にとどまり、2年前同月比では9月の+8.1%から10月は7.1%へ鈍化したことが示す通り、回復力に欠ける。

内訳を見ると、物販、飲食とも前年同月比の伸びは高まったが、2年前の同月比では物販が伸び悩み（9月+7.7%→10月+7.0%）、飲食は大きく伸びが鈍化した（+11.9%→+7.6%）。

物販を品目別に見ても、2年前比で改善したのは、伸びを高めた医薬品（9月+14.2%→10月+17.8%）やプラスに転じた事務用品（▲6.1%→+5.4%）、マイナス幅が縮小した家電（▲8.3%→▲5.9%）くらいで、自動車（+17.4%→+15.7%）や宝飾品（+9.7%→+7.4%）は伸びが鈍化、衣服（+9.4%→▲0.6%）はマイナスに転じるなど、選択的な性格の強い財は総じて伸び悩み、消費者マインドが悪化した可能性が示された。建築内装用品（▲15.6%→▲13.1%）や家具（▲6.8%→▲5.0%）はやや改善したが、依然として水面下であり、住宅市場の悪化を受けて低迷が続いていると評価すべきであろう。

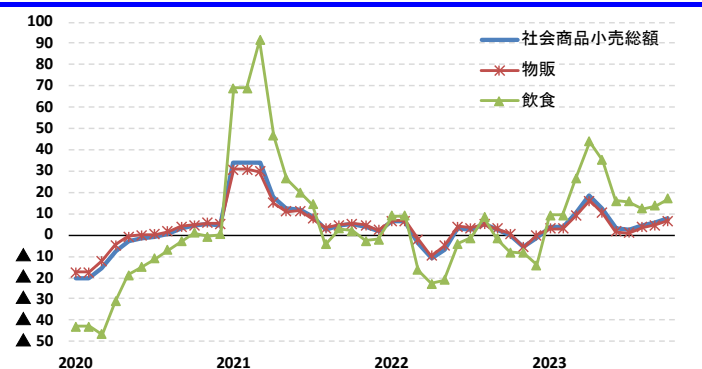
乗用車販売台数も、9月の前年同月比+6.7%から10月は+11.5%へ伸びを高めたものの、当社試算の季節調整値では前月比▲0.5%と小幅ながら減少、停滞気味の状況。

## 固定資産投資（都市部）

10月の固定資産投資（設備投資、公共投資、住宅投資の合計、都市部）は前年同月比+1.4%<sup>6</sup>と9月（+2.5%）から伸びが鈍化（右図）、持ち直しの動きが早くも失速。

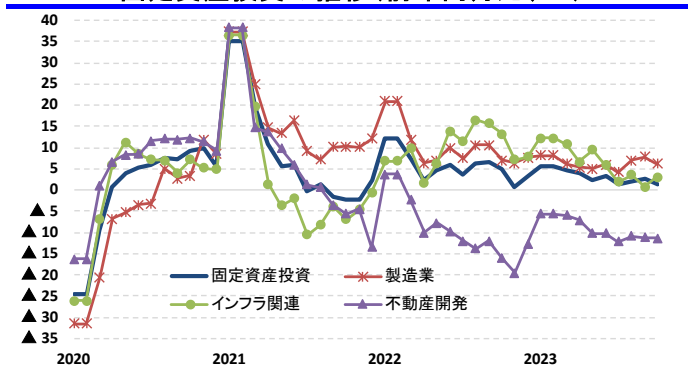
主な内訳を見ると、全体の約3割を占める製造業の投資（9月前年同月比+7.8%→10月+6.2%）の増勢加速が一服、不動産開発投資（▲11.2%→▲11.3%）は大幅マイナスが続いており、全体の2割強を占めるインフラ関連分野<sup>7</sup>（+0.8%→+3.1%）が電気・ガス・水道などを中心に復調したものの及ばなかった。

社会商品小売総額の推移（前年同月比、%）



(出所) 中国国家统计局

固定資産投資の推移（前年同月比、%）



(出所) 中国国家统计局

<sup>5</sup> 2022年10月の小売販売額はコロナ感染拡大を受けた移動制限の強化により前年同月比▲0.5%と落ち込んだ（前月9月は+2.5%）。11月はさらにコロナ感染拡大の影響が拡大していたため、今年11月の指標を見る際には留意が必要。詳細は2022年11月22日付 Economic Monitor「中国経済：コロナ感染拡大で再び景気停滞、2023年は景気回復もペースは緩慢（改訂見通し）」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2022/2262/>

<sup>6</sup> 当社試算の単月の前年同月比。

<sup>7</sup> 鉄道輸送、道路輸送、水利・環境・公共施設管理、電気・ガス・水道の合計。

## 消費者物価

10月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比▲0.2%と3ヵ月ぶりのマイナスに転じた（右図）。前月比でも▲0.1%と3ヵ月ぶりで低下した。

ただ、物価の基調を示すコア CPI（食品・エネルギーを除く総合）は前年同月比+0.6%とプラスを維持しており、マイナスに転じた主因は食料品が9月の▲3.2%から10月は▲4.0%へマイナス幅が一段と拡大したことである。豚肉価格（9月前年同月比▲22.0%→10月▲30.1%）の下落が食料品価格を押し下げた。

すなわち、現時点ではデフレに陥っているとは言えないものの、コア CPI の上昇率は9月の+0.8%から鈍化しディスインフレ気味に推移しているため、デフレ懸念を払拭できない状況にあるとは言えそうである。

食品以外の財では衣料品（9月前年同月比+1.1%→10月+1.1%）の伸びが横ばい、サービスは旅行（+12.3%→+11.0%）の伸びが鈍化、交通機関（▲4.6%→▲4.8%）のマイナス幅が拡大し、全体でも9月の+1.3%から10月は+1.2%へ鈍化した。

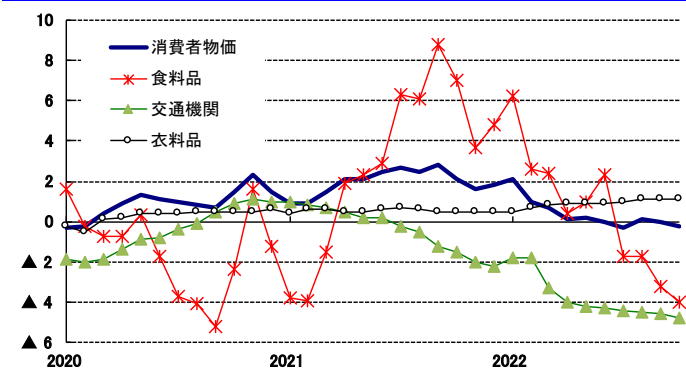
## 生産者物価

生産者物価指数（PPI）は、6月の前年同月比▲5.4%を底に9月（▲2.5%）まで3ヵ月連続でマイナス幅が縮小してきたが、10月は▲2.6%へ拡大した。川上の生産財（9月前年同月比▲3.0%→10月▲3.0%）は横ばいながら、川下の消費財（▲0.3%→▲0.9%）でマイナス幅の拡大が加速した。個人消費の回復力の弱さが背景にあるとみられる。

消費財の内訳を見ると、食品（▲0.3%→▲1.2%）のほか、耐久財（▲1.2%→▲2.0%）の価格下落が顕著である。そのほか、衣料品（+0.8%→+0.4%）や日用品（+0.7%→+0.4%）も伸びが鈍化、全体的に弱含んでいる。

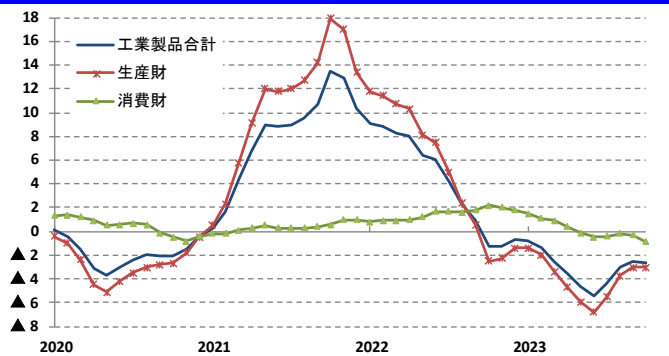
生産財も、石油・天然ガス（9月前年同月比▲3.3%→10月+1.7%）がプラスに転じ、鉄鉱石（+6.8%→+10.1%）は一段と伸びを高めるなど、資源価格はむしろ上昇している。こうした動きを受けて、燃料（▲6.7%→▲3.8%）や化学製品（▲7.1%→▲6.9%）などでマイナス幅が縮小、原材料全体（▲2.8%→▲2.3%）でも下げ止まりの兆しを見せた。ただ、加工品全体（▲2.8%→▲3.0%）は最終需要の弱さを反映してマイナス幅が拡大しており、加工業種の業績悪化が懸念される。

### 消費者物価の推移（前年同月比、%）



（出所）中国国家统计局

### 生産者物価の推移（前年同月比、%）



（出所）中国国家统计局

## 人民元対ドル相場

人民元の対米ドル相場は、米国の長期金利上昇と中国の金融緩和継続を背景に、年初来安値圏の 1 ドル = 7.3 元前後での推移が続いている。

10 月後半は米国の長期金利上昇を受けてドル高圧力が高まり、1 ドル = 7.3 元を超える人民元安水準で推移していたが、10 月の雇用統計（11/3）や消費者物価（11/14）が市場予想を下回り米国の利上げ打ち止め期待が高まったことから、11 月上旬から中旬にかけて、1 ドル = 7.2 元台半ばの元高ドル安方向に戻している。

今後は、米国の景気が減速し長期金利はピークアウト、ドル高圧力は低下すると見込まれる。ただ、中国では人民銀行が 11 月も中期貸出制度（MFL）の 1 年物金利を 2.5% で据え置いたとはいえ、景気の低調な足取りから追加利下げの可能性を残す。また、外貨準備高は 7 月の 3 兆 2,043 億ドルから 3 ヶ月連続で減少、10 月は 3 兆 1,012 億ドルへ水準を切り下げており、人民元の下落圧力となる海外への資金流出の動向にも留意が必要。

人民元相場の推移(元/米ドル)



(出所)CEIG DATA