

# インフレよりもデフレを懸念

## 中国を読む

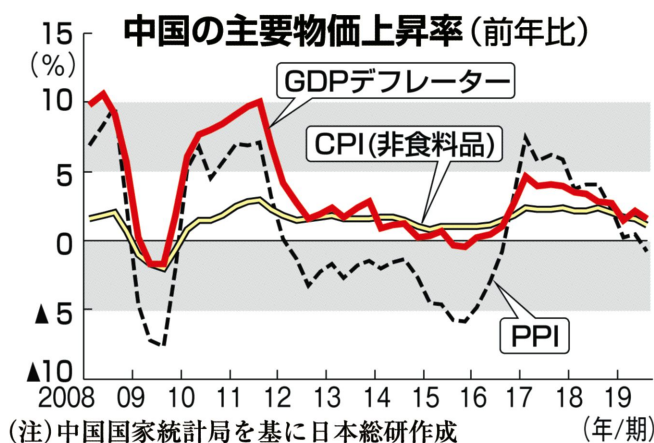
日本総合研究所 関辰一



せき・しんいち 2006年早大大学院  
経済学研究科修士課程修了。08年日本  
総合研究所入社、19年から調査部主任  
研究員。拓殖大学博士(国際開発)。  
専門分野は中国経済。著書に「中国経  
済成長の罫」38歳。中国上海出身。

このところ、中国の物価動向が注目されているものの、筆者はインフレよりもデフレを懸念している。インフレを懸念する方の多くは、豚肉価格の高騰に注目している。確かに、アフリカ豚コレラによる供給不足で、豚肉価格が昨年の2倍に高騰していることは問題だ。中国でも、所得の上昇に伴って牛肉の消費量が増えているものの、いまだに平均所得は先進国を大きく下回るため、割安な豚肉の方がはるかに多く食べられている。豚肉価格の高騰は家計の負担になるため、豚肉の安定供給を図ることは急務であることに異論はない。

しかしながら、豚肉価格が消費者物価指数(CPI)を大きく押し上げている裏で、主要な物価上昇率が、総じて低下傾向にあることが心配だ(図)。名目国内総生産(GDP)成長率と実質GDP成長率の差で表される総合的な物価指標「GDPデフレーター」の伸びは、2017年初から低下し続けている。工業品卸売物価指数(PPI)の上昇率もその頃から低下し、足元ではマイナスとなった。豚肉など



の食品を除いたCPI上昇率も4四半期連続で低下した。中国には31もの省・市・自治区がある。そのうち、河北省や遼寧省、重慶市など10地域のGDPデフレーターが今年上半期にマイナスに転じた。

### 弱い物価上昇力

一般的に、十分な成長を遂げた先進国でデフレが大きな経済・社会問題となる一方、成長余力の大きい新興国ではインフレが問題となる。ところが中国では、経済成長率が高い割には物価が上がらないことが常態化している。例えば昨年、中国、イ

ンド、ベトナム、フィリピン、インドネシアの実質GDP成長率は、それぞれ6.6%、7.5%、7.1%、6.2%、5.2%であった。他方、消費者物価指数の上昇率はそれぞれ2.1%、3.5%、3.4%、5.2%、3.2%と、中国の低さが目立つ。

これは中国の経済成長率が実態を十分に反映していないからかもしれない。一方で、鉄鋼業に代表されるように、政府の債務保証や産業補助金によって国内需要を上回る供給能力が温存されてきたという理由も考えられる。鉄鋼業の過剰生産能力は、中国国内の市況を押し下げ

ただけでなく、国際市況の悪化にもつながった。このほか、スマートフォンやコンピューターなどの性能が大きく向上する一方で、価格がそれほど上がっていないことも、物価上昇率の低さの理由として挙げられる。

### バブル後の日本同様

ところで、16年から17年にかけての公共投資の拡大がなければ、供給能力が需要を上回る状況が持続しただろう。その結果中国のGDPデフレーターとPPIのマイナスが続き、食品を除くCPIもリーマン・ショック直後以来のマイナスとなった可能性もある。先行きは、巨額の国有企業債務や地方政府の隠れ債務がネックとなることで、公共投資はさほど拡大せず、長期にわたる需要不足に陥り、結果的に中国が大方の想定よりもずっと早いタイミングでデフレに入ること懸念される。

中国は、バブル期の日本を上回る企業債務を抱えるだけに、特にデフレに警戒する必要がある。インフレであれば、実質的に債務が軽減されるためまだ明るい将来が描ける。しかしデフレとなれば、企業は同じ数量の財・サービスを販売・提供しても売り上げとキャッシュフローはその分減少するため、債務返済を優先し、新たな借入れに慎重になりやすい。設備と雇用の調整も余儀なくされ、製品の値引き競争や賃金抑制の動きも鮮明となるだろう。まさにこれは日本がバブル崩壊後に苦しんだのと同じ状況だ。

以上のシナリオの実現可能性についてはまだ追加検証が必要であるが、筆者はこうした考えからインフレよりもデフレを懸念している。