

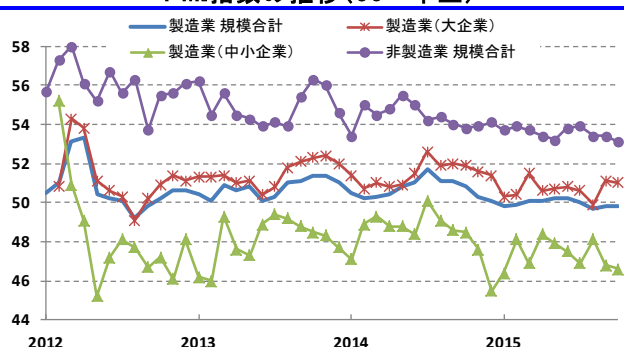
在庫と過剰生産能力の調整が最終局面を迎える中国経済

PMI 指数は 10 月も中小製造業で 50 を大きく下回り、景気は中小企業を中心に製造業で引き続き悪い。ただ、景気悪化をもたらした在庫調整は徐々に進展し、生産者物価のマイナス幅拡大には歯止めが掛かっている。今後、景気が回復に向かうかどうかは需要動向次第であるが、個人消費は底堅さを増し、固定資産投資は下げ止まりの兆しを見せるなど、国内需要は底入れしつつある点は追い風。輸出は未だ停滞感を払拭できないが、インフレ率の低下を受けて 10 月にも金融緩和が実施されるなど政策対応の余地は残っているため、早ければ年内にも在庫調整にメドがつく見込み。ただし、過剰生産能力の調整が成長ペースを抑制する状況は続く。

景気悪化をもたらした在庫調整は緩やかながらも進展

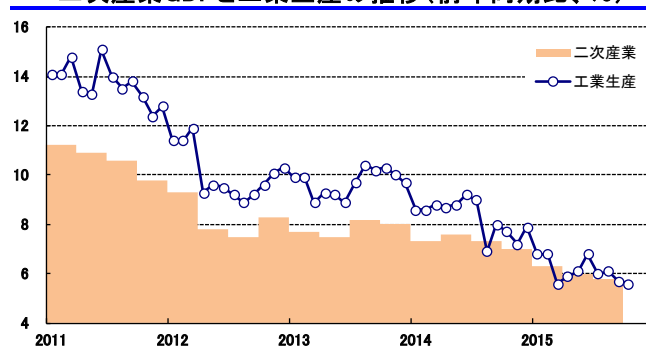
中国経済は、10 月も引き続き緩慢な拡大ペースにとどまっている。月初に発表された PMI 指数は、製造業が全体で 9 月と同じ 49.8 となり、3 ヶ月連続で好不調の境目である 50 を下回った。規模別に見ると、国有企業を中心とする大企業が 51.0 と 9 月 (51.1) に続いて 50 を上回ったが、中小企業は 46.6 と大きく 50 を下回る状態が続いた。一方、非製造業 PMI 指数は、9 月の 53.4 から 10 月は 53.1 へ低下したが、引き続き余裕を持って 50 を上回る水準を維持している。すなわち、景気は中小企業を中心に製造業で悪い状況が続いていると言える。

PMI 指数の推移 (50 = 中立)



(出所) 中国国家统计局

二次産業 GDP と工業生産の推移 (前年同期比、%)



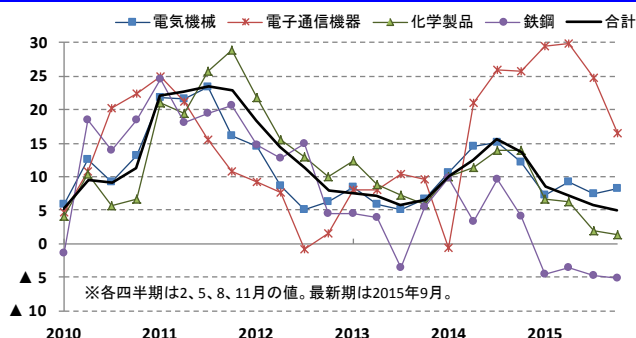
(出所) 中国国家统计局

製造業の景況感が冴えない背景は、過剰生産と需要の伸び悩みによる在庫の積み上がりであり、現在、製造業では在庫調整の最中にある。そのため、工業生産は 9 月の前年同月比 +5.7% から 10 月は +5.6% へ一段と伸びが鈍化した。なお、在庫の伸びは、9 月に全体で前年同月比 +4.9%、昨年 8 月のピーク +15.6% から大きく鈍化しており、在庫調整は進展している (次ページ左上図)。さらに、在庫の伸びが GDP 成長率や工業生産の伸びを下回っていることは、在庫調整が最終局面に入りつつある状況を示していると考えて良いであろう。

製品需給のバロメーターとなる生産者物価も、8 月から 10 月にかけて 3 ヶ月連続で前年同月比 ▲5.9% とマイナス幅の拡大には歯止めが掛かっている。内訳を見ると、川下の消費財 (9 月前年同月比 ▲0.3% → 10 月 ▲0.4%) でマイナス幅が拡大したものの、川上の生産財 (9 月 ▲7.7% → 10 月 ▲7.6%) では小幅ながら

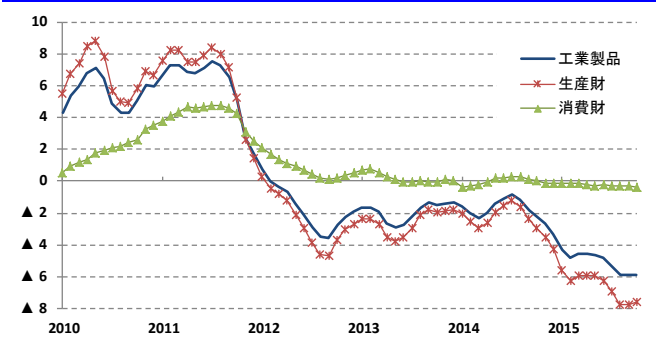
マイナス幅が縮小している。単月の動きで判断するのは早計であろうが、製品需給の改善を期待させる動きではある。

在庫の推移(前年同期比、%)



(出所) 中国国家统计局

生産者物価の推移(前年同期比、%)



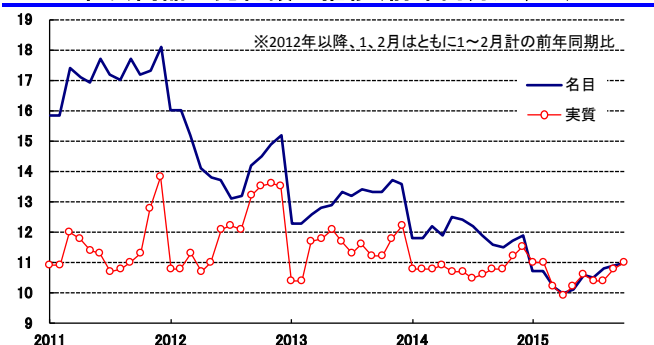
(出所) 中国国家统计局

個人消費は底堅さを増す

いずれにしても、今後、在庫調整に目途が付き、景気が回復に向かうかどうかは、最終需要の動向に大きく依存することは言うまでもない。その意味で、以下に見る通り、国内需要が底入れしつつある点は明るい材料であろう。なかでも、内需の2本柱である個人消費と固定資産投資のうち、個人消費は緩やかではあるが徐々に底堅さを増している。

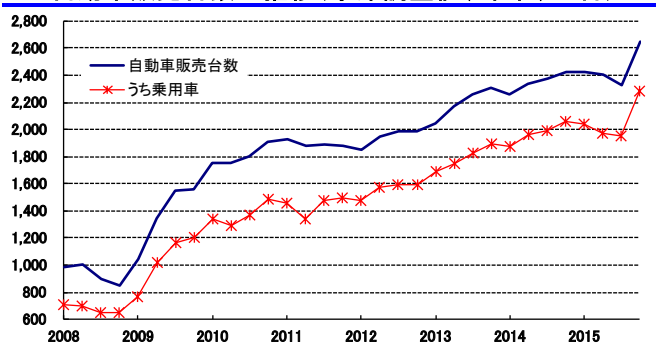
個人消費の代表的な指標である小売販売額(社会商品小売総額)は、9月の前年同月比+10.9%から10月は+11.0%へ伸びを高めた。また、物価上昇分を除いた実質では、9月の前年同月比+10.8%や7~9月期の前年同期比+10.5%と比べて10月は+11.0%へより明確に増勢を強めており、個人消費は10~12月期の実質GDP成長率を高める要因となる可能性が示された。

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

自動車販売台数の推移(季節調整値、年率、万台)



(出所) 中国自動車技術研究センター

自動車販売動向は、個人消費の堅調さをより鮮明に示している。乗用車販売台数は、9月に前年同月比+3.3%と4ヵ月ぶりのプラスに転じたが、10月は+13.3%へ大きく伸びを高めた。当研究所試算の季節調整値では、9月に2,064万台と6ヵ月ぶりに2,000万台を超え、10月は史上最高を更新する2,284万台に達した。

こうした乗用車販売の急回復は、10月から施行された減税による影響が大きいとみられる。政府は10月

1日から排気量1,600cc以下の乗用車について、自動車取得税を従来の半分に引き下げている¹。8月まで停滞感が強まっていた自動車販売は、政策効果によって本来の堅調な拡大基調を取り戻しつつあると言えよう。

固定資産投資は下げ止まりの兆し

内需のもう1本の柱である固定資産投資は、都市部の1～10月累計で前年同期比+10.2%となり、1～9月累計の+10.3%に比べ伸びが鈍化した。単月ベース（当研究所試算）では9月の前年同月比+6.9%から10月は+9.5%へ伸びを高めた。7～9月期の前年同期比+8.7%と比べても10月は若干伸びが高まっており、固定資産投資の減速にはひとまず歯止めが掛かった格好となった。

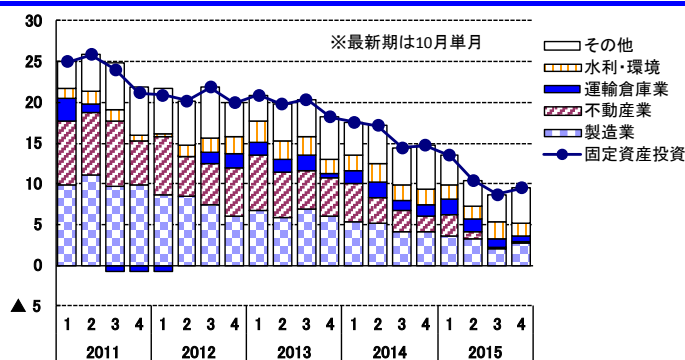
業種別に見ると、全体の約4分の1を占める不動産業（7～9月期+0.9%→10月+0.3%）は減速傾向が続き、運輸・倉庫（+11.5%→+8.5%）や水利・環境（+22.5%→+16.4%）などのインフラ関連分野も伸び悩んだが、全体の約3分の1を占める製造業（7～9月期前年同期比+6.2%→10月単月+8.3%）が底入れの動きを見せたほか、卸小売業（7～9月期+14.7%→10月+20.3%）やリース業（+10.6%→+16.9%）といった三次産業の一部が持ち直した。

このように、下げ止まりの兆しを見せる固定資産投資であるが、中国経済が今後、6～7%程度の成長率を目指すこと（詳細後述）を前提とすれば、景気悪化の根底にある過剰生産能力を調整するためには、引き続き伸びを抑制する必要がある²。そのため、固定資産投資はこれから調整の最終局面を迎え、さらに減速する可能性はあっても増勢が加速するような状況は当面望むべくもない。

輸出は持ち直しが続くも停滞感を払拭できず

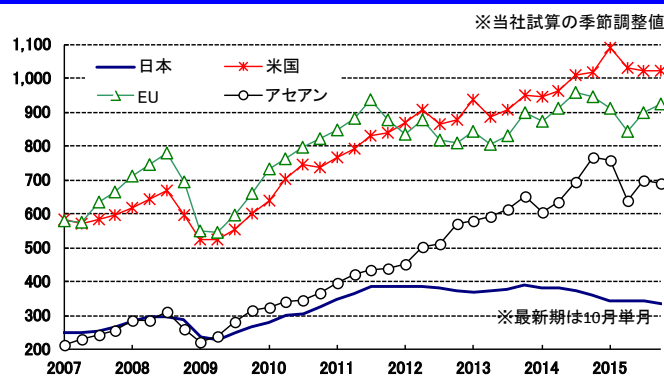
それでも、徐々に底堅さを見せる国内需要に対して、輸出は依然として停滞感を払拭できない状況にある。10月の輸出額（通関ベース、ドル建て）は前年同月比▲7.0%と4カ月連続のマイナス、9月の▲3.8%からマイナス幅が拡大した。当研究所試算の季節調整値でも10月は前月比▲0.8%と3カ月ぶりに減少した。10月の水準が7～9月期を2.3%上回っていることから、未だ持ち直し局面にあるとの見方はできるものの、勢いはない。

固定資産投資の推移（前年同月比、%）



（出所）中国国家统计局

仕向地別の通関輸出の推移（季節調整値、百万ドル）



（出所）中国海関総署

¹ 2016年未までの時限措置。車両価格の10%から5%へ引き下げる。

² 中国の投資比率（固定資産投資/GDP、名目）は2009年から2014年にかけて44%を上回る高水準が続いている。日本における過去のピークが37%程度（1973年）であったことを基準にすれば過大投資の状況が長期化していると言え、その調整にはGDP成長率を下回る伸びを相当の長期間続ける必要があることになる。

仕向地別に見ると、EU向け（シェア15.8%、7～9月期前期比+6.1%→10月の7～9月期比+2.9%）が持ち直し傾向を維持、米国向け（シェア16.9%、7～9月期▲0.9%→10月+0.2%）も下げ止まりつつあるが、ASEAN向け（シェア11.6%、7～9月期+9.3%→10月▲1.0%）は持ち直しが一服、日本向け（シェア6.4%、7～9月期▲1.1%→10月▲1.4%）は減少傾向が続いている。概ね各地域の景気動向を反映した動きと言えるが、景気好調な米国向けの弱さや、減速しているとはいえ成長が続いているASEAN向けの低迷は、中国企業による輸出ドライブの反動が出ている面もあろう。

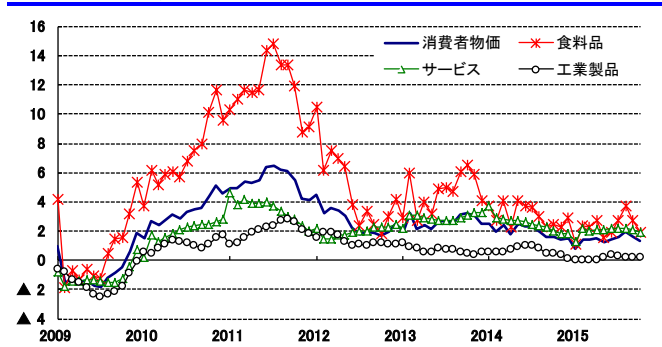
輸出復調に向けて、一時は人民元安という追い風が期待されたが、足元の人民元相場はドルに対して強含んでいる。後述の通り中国では金融緩和が断続的に行われている一方で、米国では年内にも利上げ開始という状況にあり、こうした金融政策の違いが示すような米中のファンダメンタルズ格差からみれば人民元安が進んでも不思議ではない。しかしながら、人民元安の進行は、①中国からの資本逃避ないしは中国への直接投資が抑制される懸念、②米国為替報告などが示すような人民元が未だ割安だという海外からの批判、③中国企業のドル建て債務の負担増、などの観点から好ましくないという見方もあり、むしろ人民銀行は元買い介入により人民元安の進行を食い止めている模様である。人民元相場が中国の輸出拡大を後押しすることは期待できそうもない。

人民元相場の推移(元/米ドル)



(出所) CEIC DATA

消費者物価の推移(前年同月比、%)



(出所) 中国国家统计局

インフレが一段と低下し人民銀行は追加緩和を実施

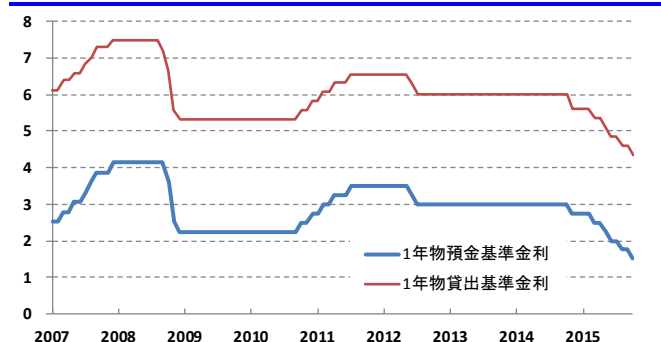
以上のような景気動向を反映して、消費者物価上昇率は9月の前年同月比+1.6%から10月は+1.3%へ一段と低下した。先に見た通り消費財の企業間取引価格（生産者物価）の下落を反映して工業製品価格の低い伸び（前年同月比+0.2%）が続く中、食料品価格が落ち着きを見せ（9月前年同月比+2.7%→10月+1.9%）、サービス価格の上昇も抑制された（9月+2.1%→10月+1.9%）。

抑制されたインフレは金融政策の自由度を高めており、人民銀行は10月23日、政策金利と預金準備率の引き下げを決定した（実施は24日から）。この結果、1年物預金基準金利が1.75%から1.50%へ、1年物貸出基準金利が4.60%から4.35%へ引き下げられた。利下げは2014年11月から6回目となる。また、預金準備率は今年2月以降、4回目となり、大手銀行で18.0%から17.5%へ、中小銀行では16.0%から15.5%へ引き下げられた。

既に銀行貸出残高の伸びは9月に前年同月比+15.4%、マネーサプライ（M2）も+13.1%と、名目GDPの伸び（7～9月期前年同期比+6.2%）を大きく上回っているため、資金供給量の面からは既に十分に景気刺激的な状況にあるが、実質金利が概ねゼロとなる預金から株式などのリスク資産へ資金を誘導するこ

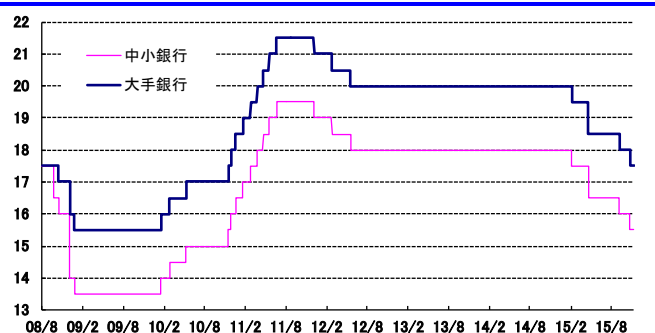
とで資産価格を下支えするほか、資金調達コストの低下を通じて需要（景気）を刺激する効果は期待できよう。

政策金利の推移 (%)



(出所) CEIC DATA

預金準備率の推移 (%)



(出所) CEIC DATA

成長ペースの減速は続くが景気は2016年前半には一旦底入れ

以上の通り、需要に底入れの動きが見え始める中で、政府・人民銀行による景気テコ入れも引き続き見込まれるため、今後、在庫調整は更に進み、早ければ年内にも調整に目途が付くことで、景気は2016年にかけて徐々に持ち直すと見込まれる。

一方、10月26～29日の4日間で開催された五中全会（第18期中央委員会第5回全体会議）では、第13次5ヵ年計画（2016～2020年）の内容が議論され、従来の目標である「2020年の所得³を2010年から倍増」の踏襲が基本的な方針として確認された。このことは、習近平国家主席が「目標達成のためには少なくとも6.5%の成長が必要」とした通り、次期5ヵ年計画期間中の成長率目標が6.5%以上となることを意味する。さらに、労働力供給の先細りを勘案すると7%までは必要なく、成長率目標は恐らく6.5%となるであろう。

なお、2015年の実質GDP成長率について当研究所は、底堅さを見せ始めた最近の需要動向を踏まえて、10～12月期も7～9月期と同程度となり、その結果、通年で前年比+6.9%程度、すなわち政府が目標とする7%「前後」の範囲内での着地を予想する。しかしながら、次期5ヵ年計画の対象期間となる2016年以降は、平均で6.5%という成長ペースに向けてさらに減速することになる。

別の表現をすれば、中国経済は現在、高位中所得国⁴に相応しい「中速成長」へスピードダウンする途上にあり、それまでの早過ぎた成長からブレーキを強めに踏まざるを得ない分、時に経済情勢が不安定化し、在庫調整という形で景気が一時的に大きく悪化することも起こり得る。その顕著な例が昨年から今年にかけての状況であり、さらに、2016年前半に景気が予想通り持ち直したとしても、さほど時間を置かずに再び在庫調整を強いられる可能性は十分にある。つまり、中国内の企業や消費者の経済活動が「新常态」のスピードに慣れるまでには相応の時間を要するため、その間は生産調整が遅れ在庫が積み上がり易く、その調整に伴う景気の拡張と収縮を比較的短いサイクルで繰り返すことが多くなるということである。そして、中国経済を外から見る上でも、これまでの全面的な景気拡大が長期間続くことが当然とされた時代から、在庫循環に基づいて景気変動する新しい時代に変わったことへの慣れが必要ではないかと思う。

³ 目標の対象とする所得は、GDPと一人当たり所得の双方。

⁴ 世界銀行は一人当たりGDPが4,086ドルから12,615ドルの国を高位中所得国と定義している。