

新常態への移行により「まだら模様」が続く中国経済

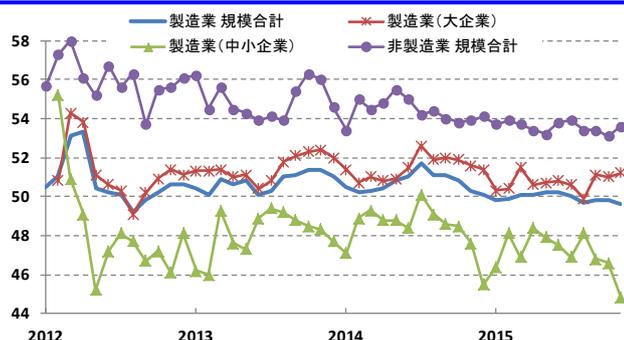
11月の経済指標は、製造業の景気が輸出の伸び悩みなどにより中小企業を中心に悪化する一方、非製造業では底堅い個人消費などから堅調な景気拡大が続いていることを示した。在庫調整は進展するも製品需給は明確な改善に至らず、固定資産投資は減速に歯止めが掛かったものの過剰生産能力の調整は道半ばである。そのため、実質 GDP 成長率は2015年通年で前年比+6.9%、2016年には+6.8%へ減速すると予想する。ただ、米国利上げが人民元の下落を通じて輸出の下押し圧力を軽減することもあり、在庫調整は今後も進展、2016年前半には製品需給が改善し景況感の悪化に一旦歯止めが掛かる見込み。

在庫調整は進むも製品需給は改善に至らず

今月中旬、上海・香港を訪れた際、中国経済の現状を「まだら模様」と評する声を良く聞いた。実際に11月の経済指標を見ると、製造業では中小企業を中心に景気が悪化しているものの、非製造業の景気は比較的底堅く、業種や企業規模、また、地域によっても景況感に温度差のある「まだら模様」の状況が続いていることが確認できる。

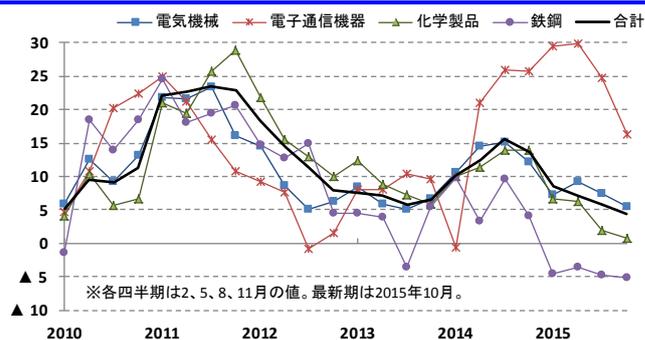
例えば11月の PMI 指数は、製造業が全体で10月の49.8から49.6へ悪化、4カ月連続で好不調の境目である50を下回った。内訳を見ると、国有企業を中心とする大企業が51.2となり3カ月連続で50を上回ったが、中小企業は10月の46.6から44.8へ大幅に落ち込んでおり、同じ製造業でも企業の規模によって景況感が大きく異なっている。一方、非製造業 PMI 指数は10月の53.1から11月は53.6へ上昇、引き続き余裕を持って50を上回る水準を維持しており、小売りやサービスなどの三次産業では景気が堅調に拡大している様子が窺える。

PMI指数の推移(50=中立)



(出所)中国国家统计局

在庫の推移(前年同期比、%)



(出所)中国国家统计局

PMI 指数が示す製造業の景況感悪化は在庫の積み上がりによるところが大きいとみられるが、在庫の伸びは昨年8月の前年同月比+15.6%から今年8月には+5.7%へ、さらに直近10月には+4.5%へ鈍化、在庫調整は進んでいる。主な品目では、深刻な生産過剰状態にある鉄鋼で前年同月比マイナス(8月▲4.7%→10月▲5.0%)が続いており、化学製品も概ね前年比横ばい程度まで伸びが鈍化(8月+1.9%→10月+0.9%)している。また、スマートフォンの国内販売の拡大一服などから電子通信機器も在庫の伸びを抑

制（8月+24.7%→10月+16.4%）しており、総じて在庫水準は適正化が進んでいると評価できる。

ただ、製品需給は今までのところ明確な改善に至っていない。製品需給のバロメーターとなる生産者物価（企業間の取引物価）は、11月も前年同月比▲5.9%となり、4ヵ月連続で同じマイナス幅となった。内訳を見ると、川上の生産財物価（8月前年同月比▲7.7%→11月▲7.6%）が若干マイナス幅を縮める一方で、川下の消費財物価（8月▲0.3%→11月▲0.4%）がマイナス幅を拡大させており、物価の下落圧力がピークを越えた可能性を示唆してはいるが、小幅な変化であり、基調が転換したとまでは言えない。

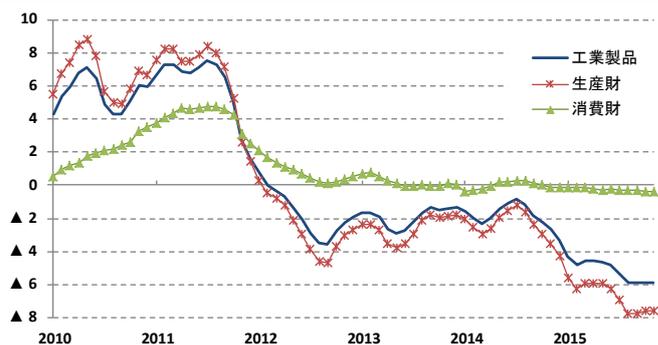
そうした中で、工業生産の伸びは10月の前年同月比+5.6%から11月は+6.2%へ高まった。在庫調整の進展を受けたものとみられるが、早過ぎる生産の再加速は在庫の積み上がりにつながる恐れがある。少なくとも、物価動向などから製品需給の改善傾向が確認されるまでは、工業生産の増勢加速を歓迎すべきではないだろう。

また、中小製造業の景況感が悪化している一因として、資金繰り環境の厳しさが指摘できる。人民銀行は、政策金利や預金準備率を相次いで引き下げ、資金供給の拡大に努めてきた。しかしながら、シャドーバンキング規制強化¹や金融機関のノウハウ不足などにより、大量に供給された資金は中小企業には十分に回っていない模様である。

個人消費は底堅く推移し非製造業の景気拡大を後押し

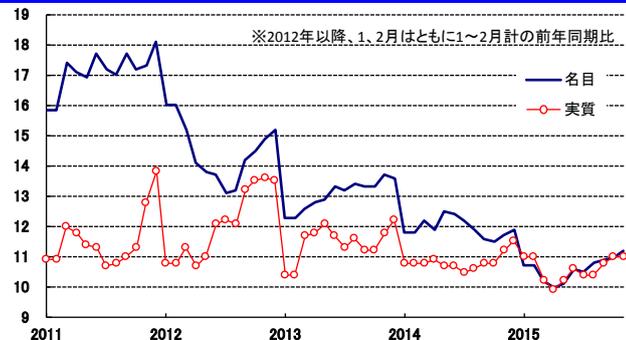
需要動向に目を転じると、個人消費の動向は非製造業の良好な景況感を裏付けている。個人消費の代表的な指標である小売販売額（社会商品小売総額）は、10月の前年同月比+11.0%から11月は+11.2%へ伸びを高めた。物価上昇分を除いた実質では、10月の前年同月比+11.0%から変わらずであったが、7～9月期の前年同期比+10.5%と比べて明確に増勢を強めており、個人消費は10～12月期の実質GDP成長率を押し上げる可能性が高い。

生産者物価の推移(前年同期比、%)



(出所) 中国国家统计局

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

¹ シャドーバンキングとは、信託商品や理財商品など銀行貸出以外の経路を通じた資金供給を指すが、その供給先には不採算プロジェクトや不動産投資ばかりではなく、銀行から直接融資を受けにくい中小企業も少なからず含まれていた。

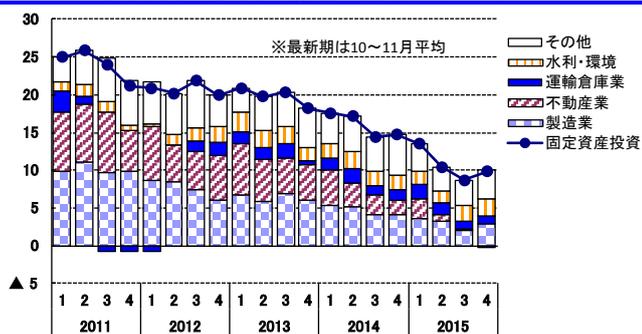
自動車販売動向は、より鮮明に増勢を強めている。自動車販売のうち個人消費に關係の深い乗用車販売台数は、9月に前年同月比+3.3%と4ヵ月ぶりのプラスに転じ、10月は+13.3%、11月は+23.7%へ大きく伸びを高めた。当研究所試算の季節調整値では、9月に2,079万台と6ヵ月ぶりに2,000万台を超え、10月は2,261万台、11月は2,419万台と史上最高水準を更新しながら急拡大している。こうした急増は、10月に自動車購入税が引き下げ²られたことがきっかけとなっているが、それまでの販売不振はメーカーの価格競争により値下がり期待を強めた消費者の買い控えによるところが大きいとの指摘もあり、自動車販売はようやく本来の拡大トレンドに戻ったという見方ができよう。

固定資産投資は減速に歯止めが掛かる

内需のもう1本の柱である固定資産投資は、都市部の1~11月累計で前年同期比+10.2%となった。1~10月累計と同じ伸びであるが、単月ベース（当研究所試算）では10月の前年同月比+9.5%から11月は+10.2%へ伸びを高めた。10~11月平均では前年同期比+9.8%と7~9月期の8.7%から明確に伸びを高めており、固定資産投資は下げ止まり、持ち直しに転じている。

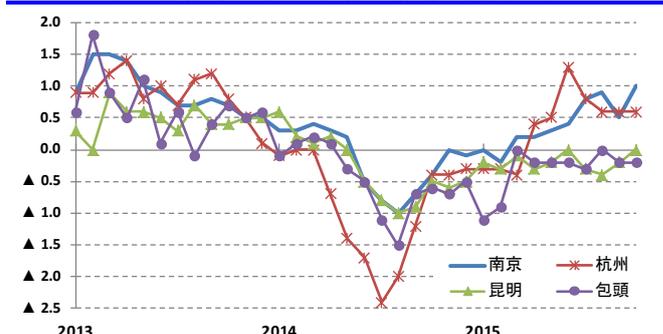
業種別に見ると、全体の約4分の1を占める不動産業（7~9月期前年同期比+0.9%→10~11月▲1.0%）は前年比で減少に転じたが、全体の約3分の1を占める製造業（7~9月期+6.2%→10~11月+8.8%）が持ち直したほか、卸小売業（7~9月期+14.7%→10~11月+25.3%）やリース業（7~9月期+10.6%→10~11月+25.2%）といった三次産業の一部が大きく伸びを高めた。また、運輸・倉庫（7~9月期+11.5%→10~11月+11.5%）や水利・環境（+22.5%→+24.0%）、電気ガス水道（+13.9%→+17.1%）といったインフラ関連分野も底堅い伸びを見せた。インフラ関連については、習近平政権が進める腐敗防止運動の弊害として政府プロジェクトの実行が遅延するケースが散見されたが、この問題は徐々に解消に向かっている模様である。

固定資産投資の推移（前年同月比、%）



(出所) 中国国家统计局

主な二線都市の住宅価格の推移（前月比、%）



(出所) 中国国家统计局

しかしながら、一方で製造業においては、鉄鋼やセメント、板ガラスなどの建設資材関連分野などで過剰生産能力の調整を迫られており、こうした分野を中心に固定資産投資の調整は続く見込みである。また、不動産業についても、住宅価格の回復は一部の大都市にとどまっており、固定資産投資の拡大を期待できる状況にはない。そのため、固定資産投資の減速には歯止めが掛かったとはいえ、2016年以降、増勢が強まり実質GDP成長率を押し上げる姿は想定し難い。

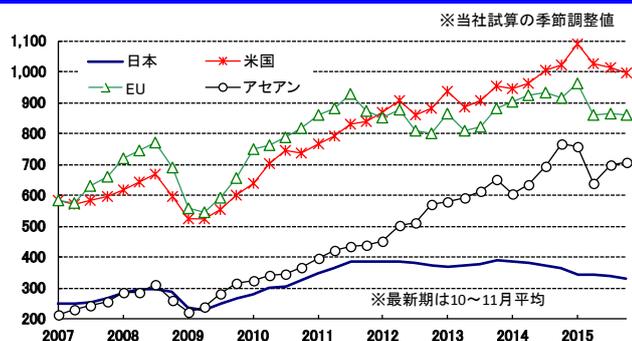
² 政府は10月1日から排気量1,600cc以下の乗用車について、自動車取得税を従来の10%（購入価格に対して）から5%に引き下げた。2016年末までの時限措置。

輸出は反発力に欠き製造業の景況感悪化要因に

底堅さを見せる国内需要に対して、輸出の足取りは緩慢である。11月の輸出額（通関ベース、ドル建て）は前年同月比▲6.8%と5ヵ月連続のマイナス、10月の▲7.0%からマイナス幅が小幅縮小するにとどまった。当研究所試算の季節調整値でも11月は前月比▲0.7%と10月（▲0.9%）に続いて小幅ながら減少した。それでも、10～11月平均の水準は7～9月期を1.7%上回っており、持ち直し局面にはあると言えるが反発力は乏しい。

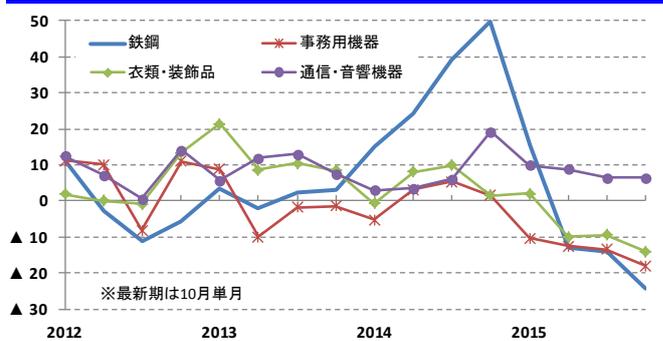
仕向地別に見ると、EU向け（シェア15.8%、7～9月期前期比+0.7%→10～11月平均の7～9月期比▲0.9%）が小幅ながらも減少に転じ、米国向け（シェア16.9%、7～9月期▲1.3%→10～11月▲2.0%）や日本向け（シェア6.4%、7～9月期▲1.3%→10～11月▲2.5%）は減少が加速するなど、主要先進国向けが総じて不振である。一方で、ASEAN向け（シェア11.6%、7～9月期+9.3%→10～11月+1.6%）は持ち直し傾向を維持したほか、韓国向け（シェア4.3%、7～9月期+0.9%→10～11月+7.9%）や香港向け（シェア15.5%、+2.2%→+7.3%）が増勢を強めるなど、アジア向けは比較的底堅く推移した。

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

主な財の輸出動向（前年同期比、%）



（出所）中国海関総署

10月までの実績が確認できる財別の動向を見ると、シェアの大きい品目のうち、スマートフォンなどの通信・音響機器（2014年シェア12.0%、7～9月期前年同期比+6.5%→10月前年同月比+6.5%）は堅固な拡大を維持したものの、事務用機器（シェア9.5%、7～9月期▲13.4%→10月▲17.9%）や衣類・装飾品（シェア8.0%、7～9月期▲9.4%→10月▲14.0%）はマイナス幅が拡大している。これら不振な分野においては、競合するASEANなど他の新興国と比べ通貨高や人件費の上昇などにより価格競争力が低下している可能性が指摘できよう。また、鉄鋼（シェア3.1%、7～9月期▲14.2%→10月▲24.4%）が落ち込みを加速させており、前年の輸出ドライブの反動が出たと考えられる。

このように、輸出は悪化には歯止めが掛かりつつあるものの回復を期待できるほどではなく、製造業の景況感を悪化させる大きな要因の一つとなっている。

米利上げを受けて人民元の対ドル相場は一段と下落

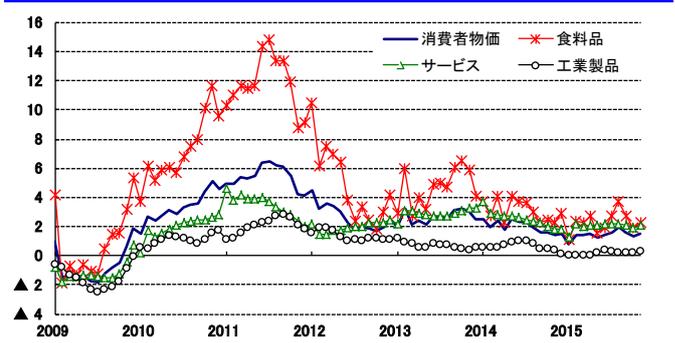
こうした「まだら模様」の中で、12月17日の米国におけるゼロ金利政策解除の影響が懸念される場所である。その直接的な影響は、まずは人民元相場に表れると考えられるが、人民元の対ドル相場は既に米利上げを織り込む形で11月上旬の1ドル=6.35元程度から下落が続いており、利上げ後は6.48元台まで下落した。その結果、年初からの下落率は4%強まで拡大、約4年半ぶりの安値となっている。

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

人民元相場下落が経済に与える影響としては、①輸出の価格・数量面からの押し上げ、というプラス面と、②国内物価の押し上げ、③外貨建て債務の負担増、といったマイナス面が考えられる。①輸出への影響については、人民元が対ドルで下落しているとはいえ、競合する ASEAN 主要国の通貨はドル・ペッグのベトナム・ドンを除いて人民元以上に下落³しているため、価格競争力の低下を弱める程度の影響にとどまろう。

一方、②物価については、消費者物価上昇率が10月の前年同月比+1.3%から11月は+1.5%へやや伸びを高めたとの、依然として低い伸びにとどまっております、先に見た通り消費財の企業間取引価格(生産者物価)が下落傾向にあることも併せて考えると、現状程度の通貨安をさほど懸念する必要はないであろう。③外貨建て債務についても、年間4%程度下落(元本の増加)であれば、金融緩和による国内金利の低下により人民元建て債務の負担が軽減されることから、影響は相当程度減殺されよう。

今後は展望すると、米国の政策金利は段階的に引き上げられる一方で、中国の政策金利は更なる低下の可能性があり、米中金利差の観点からはドル高人民元安地合いが続くと予想される。そして、人民相場下落が加速すれば、上記②③の悪影響が強まる恐れがあるが、その場合は人民銀行が元買い外貨売り介入を行い、下落ペースを調整しよう。そのため、今後の人民元相場はドルに対して緩やかな下落にとどまり、景気に対しては輸出の下押し圧力を緩和する形でのプラス面がやや勝ると考えられる。

成長率の鈍化続くも景況感の悪化には一旦歯止め

こうした景気の現状などを踏まえて、人民銀行は12月16日、2015年の実質GDP成長率見通しを従来の前年比+7.0%から+6.9%へ下方修正、2016年については+6.8%への減速予想を発表した。また、同日、政府系シンクタンクである社会科学院は、2016年の成長率予想を+6.6%~+6.8%とした。2016年の経済政策を議論する中央経済工作会議の開幕(12/18)直前というタイミングでの発表は、成長率目標が引き下げられる可能性を示唆するものであろう⁴。

実際に、上記の景気動向を踏まえると、2015年10~12月期の実質GDP成長率は、個人消費や固定資産投資が押し上げ寄与となる一方で、輸出が前年比では一段と減速、在庫投資もマイナス寄与が見込まれるため、7~9月期の前年同期比+6.9%と同程度にとどまる可能性が高い。その結果、2015年通年の実質

³ ASEAN 主要国通貨の2015年初からの下落率(対ドル)は、インドネシア・ルピアが13%、タイ・バーツが10%、マレーシア・リンギが24%、フィリピン・ペソが6%であり、いずれも人民元より下落幅は大きい。

⁴ 2016年の成長率目標は来年3月の全人代(全国人民代表大会)において発表される見込み。

GDP 成長率は前年比+6.9%で着地すると見込まれる。なお、当研究所は従前より 2015 年の実質 GDP 成長率を前年比+6.9%、2016 年は+6.8%と予想している。既に述べた通り今後も過剰供給力の調整を進めるため、固定資産投資の伸びが抑制されることを主因に、「新常态」と銘打たれた中高速成長に向けて成長ペースの減速が続くと見込んでいる。そうした中で、堅調な個人消費の拡大や輸出の持ち直しにより在庫調整は進み、2016 年前半には景況感の悪化に一旦歯止めが掛かるとの見方も維持する。