

中国での在庫増加の現状と他国への影響

<要旨>

中国では欧州向けを中心に輸出が減速し、個人消費と固定資産投資にも昨年までの勢いは見られず、内外需双方が弱含む形で出荷の伸びが低下している。このため2012年以降、出荷の伸びが在庫の伸びを下回り、生産への下押し圧力が強まっている。

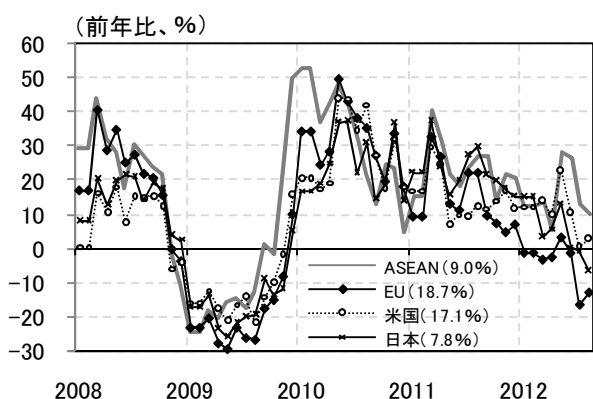
在庫調整圧力の強まりは、リーマン・ショック後と同様に、この先中国の輸入減少に拍車をかけるとみられ、業種別に見ても出荷と在庫のバランス悪化が著しい家電、鉄鋼、特殊機械といった業種において、輸入の減少幅が大きくなっている。これに加えて、中国企業が国内出荷の低迷をカバーすべく価格を切り下げて輸出シェアを奪う動きに出れば、市況を押し下げ、数量・価格の双方において日本を始めとする競合各国の輸出企業収益を圧迫する恐れも高まる。

1. 中国国内で高まる在庫調整圧力

中国景気は依然として減速が続いている。足元8月の中国輸出は前年比2.7%増と7月の同1.0%増からは改善したものの2010年から2011年にかけての10%を超える伸び率には遠く及ばない。なかでもEU向けの輸出は前年比12.7%減と下落幅が大きく、欧州債務問題の影響が中国の実体経済にまで波及してきたことが分かる(図表1)。

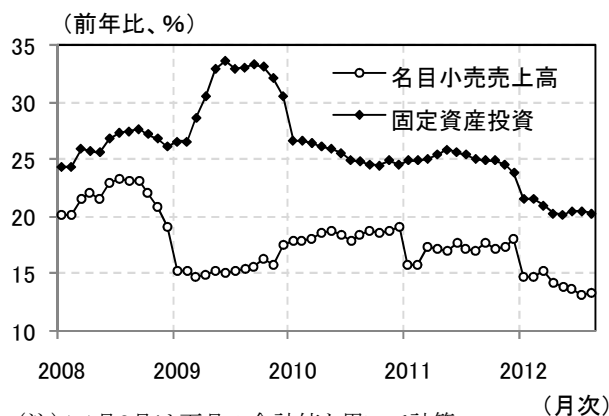
外需だけではなく内需も弱い。8月の名目小売売上高は輸出と同様、前年比13.2%増と7月の同13.1%増から僅か0.1%ポイント改善はしているものの、この水準はリーマン・ショック後に最も落ち込んだ2009年前半を下回っており、個人消費も弱含んでいることが見てとれる(図表2)。固定資産投資も1月からの年初来累計の前年比伸び率はここ数か月20%台が続いており、リーマン・ショック後の2009年の30%を超える伸び率や2010年、2011年の25%前後の伸び率と比べても見劣りしている。

図表1 中国輸出（地域別）



(注)1.カッコ内は2011年の各地域シェアを示す。(月次)
2.1月と2月は両月の合計値を用いて計算。
(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

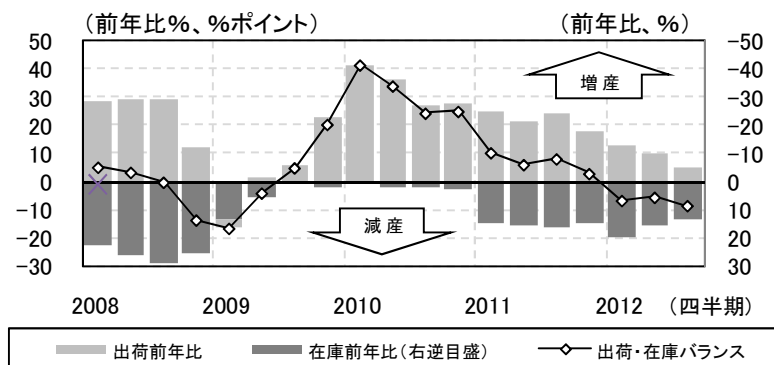
図表2 名目小売売上高と固定資産投資（中国）



(注)1.1月2月は両月の合計値を用いて計算。
2.固定資産投資は1月からの累計値を使用。
(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

このような内需外需双方の伸び悩みを受けて、出荷(売上高)の伸び率が2011年中頃から低下している一方、在庫の伸び率は高いまま推移している。この結果、鉱工業全体の出荷・在庫バランス(出荷前年比－在庫前年比)は3四半期連続でマイナスを記録している(図表3)。

図表3 出荷・在庫バランス(中国)

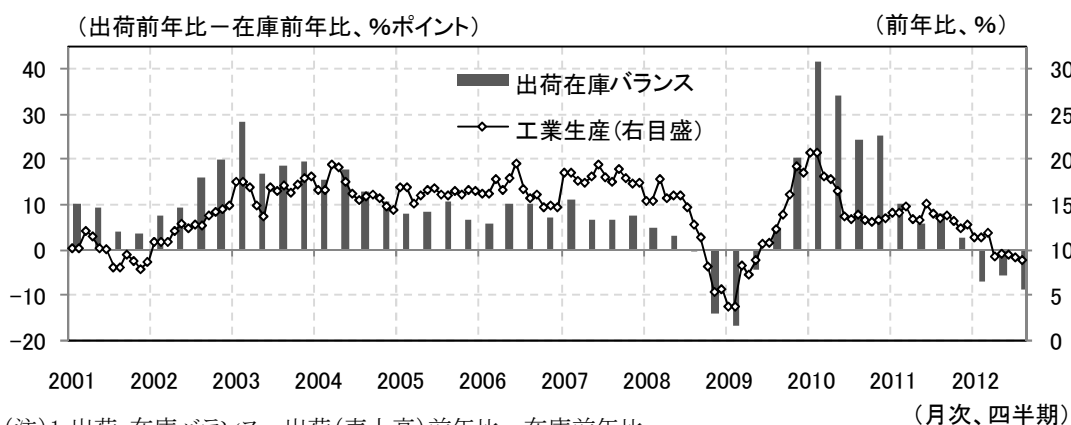


(注)1. 出荷・在庫バランス＝出荷(売上高)前年比－在庫前年比
 2. 直近2012年3Qのみ7月、それ以外は2月、5月、8月、11月の数値を用いて計算。
 (資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

このような状況下においては、企業は通常であれば生産を減らすことで在庫を適正水準に戻そうと行動する。実際、2001年以降の出荷・在庫バランスと工業生産の前年比を比較してみても、両者はほぼ同様の動きをしており、出荷・在庫バランスがマイナスに陥ると工業生産の伸び率が10%を下回る関係にあることも分かる(図表4)。

リーマン・ショック直後の動きを見ると、2008年10-12月期以降、世界的な需要急減を受けて出荷・在庫バランスは一時マイナスとなり、工業生産も伸び率が一桁台にまで落ちた。その後2009年後半には在庫調整の進展に加え、政府の所謂4兆元投資の効果もあって出荷は急伸し、出荷・在庫バランスは改善、工業生産も伸び率を高めた。

図表4 出荷在庫バランスと工業生産(中国)



(注)1. 出荷・在庫バランス＝出荷(売上高)前年比－在庫前年比
 2. 出荷在庫バランスは直近2012年3Qのみ7月、それ以外は2月、5月、8月、11月の数値を用いて計算。
 (資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

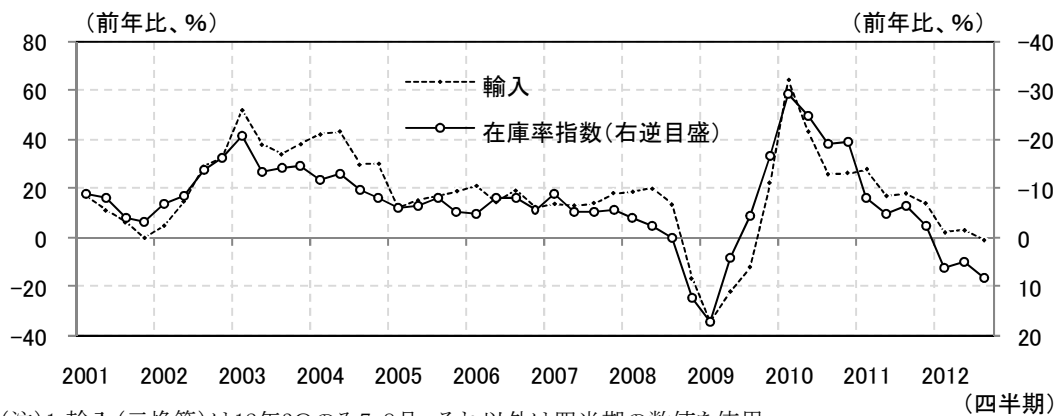
対して、足元2012年7-9月期の出荷・在庫バランスは▲8.6%ポイントと、リーマン・ショック後の最悪期である2009年1-3月期の▲16.3%ポイントほどは悪化していない。しかし、輸出輸入の弱い動きや、9月初めに中国政府により認可された総額1兆元規模のインフラ投資の効果が实体经济に表れてくるまでにまだ時間がかかると見られることから、生産への下押し圧力は少なくとも年内いっぱいには続く可能性が高い。

2. 中国国内の在庫調整が他国に与える影響

生産水準が低下すれば、そのために必要となる原材料・中間財の輸入を減らす要因となるが、原材料・中間財の在庫調整が行われる際には、生産減少分以上に仕入れを減らす必要が生じるために、結果として中国の輸入減少に拍車をかけることになる。実際に在庫率指数(在庫/出荷)と輸入の伸び率の時系列の動きを見ると、2001年以降、在庫率指数が上昇すると輸入の伸び率が低下するという逆方向の関係にあることが分かる(図表5)。リーマン・ショックの後、日本の経済成長率が震源地である米国よりも大幅な低下に見舞われたのは、このメカニズムによって日本の輸出が年率7割にも及ぶペースで急減したことが主な要因の一つであった。

足元の動きを見ると、在庫率指数は前年比10%近くも上昇(悪化)しており、既にゼロ近辺まで低下している輸入の伸び率は、この先更にマイナスに落ち込んでいく可能性が高いことを示唆している。

図表5 輸入と在庫率指数(中国)



(注)1. 輸入(元換算)は12年3Qのみ7-8月、それ以外は四半期の数値を使用。

2. 在庫率指数(在庫/出荷)は12年3Qのみ7月、それ以外は2月、5月、8月、11月の数値を使用。

(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

在庫率指数と輸入の関係を、時系列だけでなく業種間でも見てみよう。

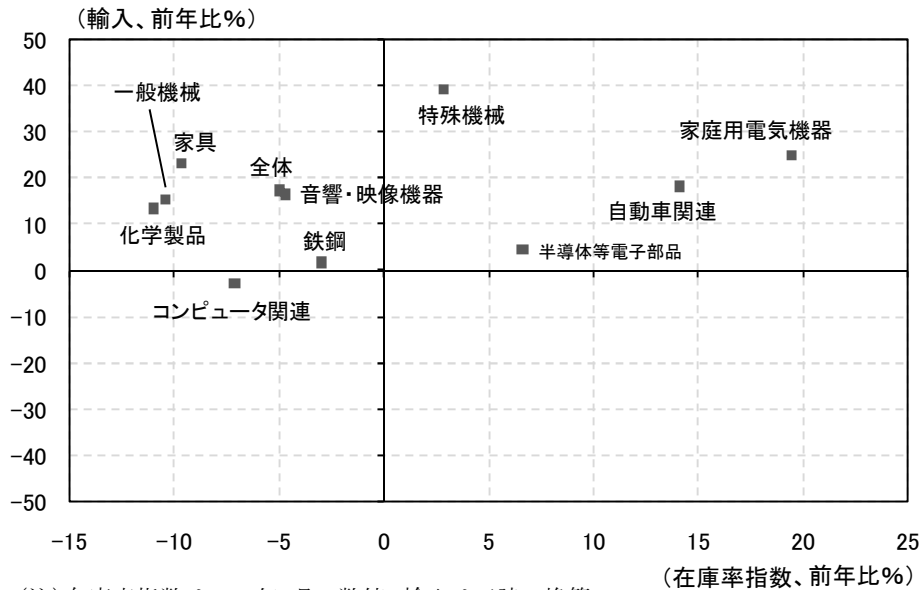
主要業種の在庫率と輸入それぞれの伸び率の関係を、①中国经济がまだ好調な状態を維持し、景気過熱気味とも言われていた2011年4-6月期、②直近の2012年4-6月期の2時点で比較したのが次頁図表6である。

中国景気が過熱気味だった2011年4-6月期においては、在庫率指数の伸び率高低にかかわらずほぼ全ての業種で輸入伸び率はプラスになっており、全体的に先行きに対する楽観的な見方がなされていたことがうかがえる。他方、直近2012年4-6月期は在庫率指数の伸びが高い業種に

において輸入の伸び率が低下する関係が見られ、中国企業が在庫の積み上がりを警戒し輸入を減らし始めた姿が窺える。中でも特に出荷と在庫のバランス悪化が著しい家庭用電気機器、鉄鋼、機械といった業種において既にこの傾向が強くなっている。

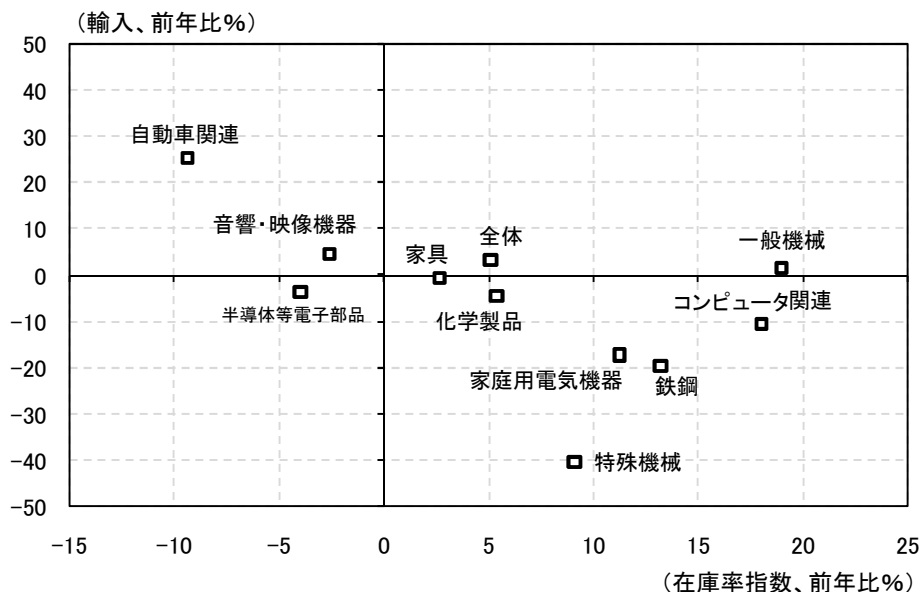
図表6 業種別の在庫率指数と輸入伸び率の関係（中国）

＜景気拡大期（2011年4-6月期）＞



(注) 在庫率指数は2011年5月の数値。輸入は元建てで換算。
 (資料) CEICより三井住友信託銀行調査部作成

＜景気調整期（2012年4-6月期）＞



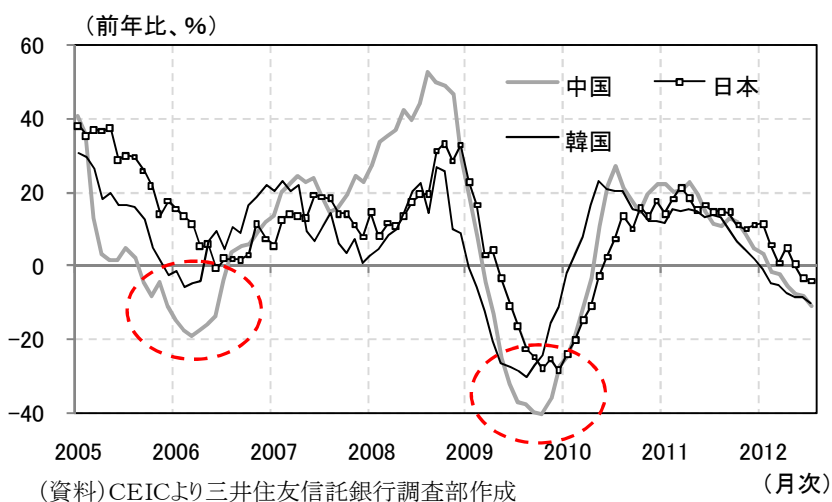
(注) 在庫率指数は2012年5月の数値。輸入は元建てで換算。
 (資料) CEICより三井住友信託銀行調査部作成

3. 中国国内での販売低迷で輸出価格切り下げによる競合激化の可能性

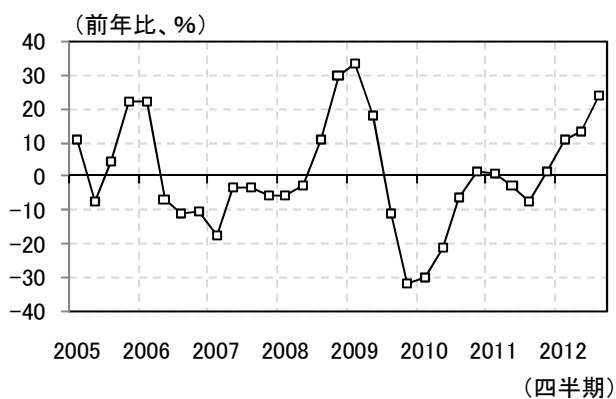
中国での生産減と在庫調整による輸入減少に加えて、中国企業が国内販売の低迷をカバーすべく価格を切り下げて輸出シェアを奪う動きにでる可能性もある。このような動きが強まれば、市況価格の押し下げと輸出シェア拡大により日本を始めとする輸出競合国の企業収益を圧迫する恐れが強くなる。

鉄鋼の輸出価格を日中韓で比較すると、リーマン・ショック後、中国は鉄鋼のドル建て輸出価格を大きく引き下げており、同じく自国通貨高が続いた日本や、大幅な自国通貨安政策をとった韓国よりも10%ポイント近く前年比の下落幅が大きい(図表7)。また2005年末から2006年半ばにかけての時期も、中国からの輸出価格下落が日韓よりも明らかに大きくなっている。この時期は、中国において鉄鋼の生産能力を急激に高めた結果在庫率指数が顕著に上昇し、同時に世界全体の鉄鋼輸出における中国の輸出シェアが急激に高まった時であった(図表8, 9)。図表7に示したこの時期の輸出価格下落と合わせると、価格を切り下げて輸出を増やそうとしたものと考えられる。

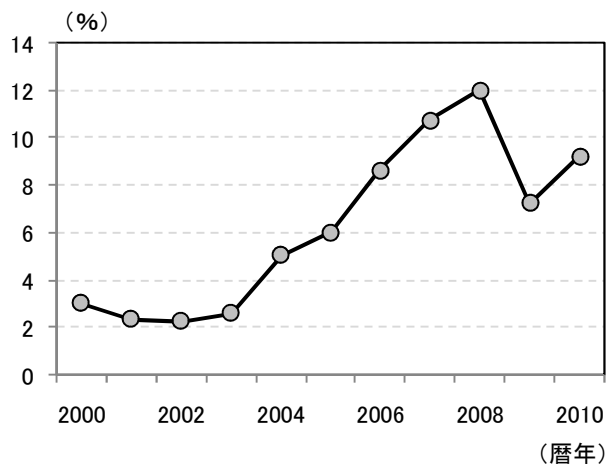
図表7 日中韓の鉄鋼輸出価格



図表8 鉄鋼の在庫率指数(中国)



図表9 鉄鋼輸出の世界シェア(中国)



このように、中国の景気減速による在庫積み上がりは、中国の輸入減少に拍車をかけるのみならず、中国の国内販売減少分をカバーするための輸出価格引き下げを招き、韓国なども巻き込んで通貨安誘導による輸出競争力の引き上げも含め、輸出市場における競合が激化する可能性が高い。この先も中国経済が欧州情勢悪化の影響を受け続け、景気減速が長引けば、輸出数量面のみならず価格面の双方において、日本の輸出企業収益に対する悪影響の程度と範囲が拡大していくことが懸念される。

(経済調査チーム 鹿庭 雄介:Kaniwa_Yuusuke@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。