

香港株式市場フラッシュ

デフレ経済と「内巻」、景気サイクルの違いと国際分散投資

リサーチ部 笹木和弘

Tel: 03-3666-6980

E-mail: kazuhiro.sasaki@phillip.co.jp

フィリップ証券株式会社

2025年10月1日号(10月1日作成)

“四中全会と重要人事、「反内巻(ネイジュアン)」政策”

中国共産党は9/29に開催した中央政治局会議で、党の重要会議である第20期中央委員会第4回全体会議(四中全会)を10/20~23に開催すると決めた。2026~30年の経済政策の運営方針を定める第15次5ヵ年計画が議論される。最終日に今後の政策方針を盛り込んだコミュニケを発表する見通しだ。通常は五中全会で新たな5ヵ年計画について話し合う中、今回は三中全会の開催がずれ込んだため四中全会で協議されることとなった。

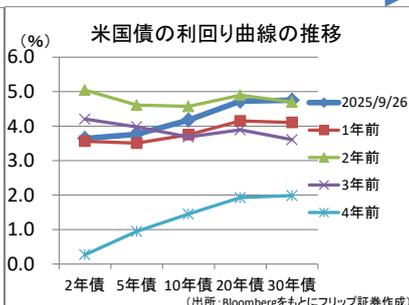
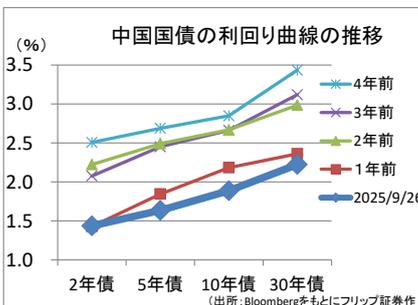
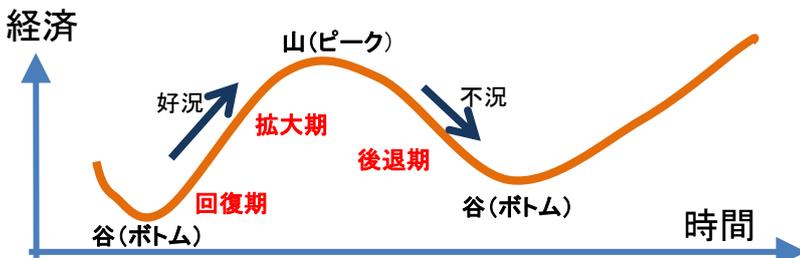
四中全会では、重要人事の発表も注目される。特に、混乱中の軍を含む重要人事が発表される可能性があり、中国共産内での習近平国家主席の権力基盤について、一部で噂されているような集団指導医体制に移行する動きに関する示唆が得られるかどうかの観点からも注目度が高い。

さらに、「反内巻」と呼ばれる過剰生産抑制策が四中全会でどのように議論されるのかも大きな注目点だ。中国政府は、①競争力のない生産設備の増大、②際限のない値下げ競争、③地方政府による過度な産業支援策の三点を「内巻(ネイジュアン)」と呼んで問題視している。その背景には、米中対立の激化を前提に最先端製品の内製化に突き進み、かつ、中国中心の供給網を新たに構築するため、過剰生産分野から最先端分野への資源再配分を促す目的があるとみられる。その一方、全国统一市場を過度に重視することで、経済政策面における地方の独自性が失われることが懸念される。

“利回り曲線と景気サイクル、グローバル分散投資”

「内巻」現象の背景には、過去の景気刺激策の遺産である過剰生産能力と、在庫処分や消費喚起のための値下げの動きがある。中央銀行である需要低迷や不動産セクターの不振を背景に、中央銀行である中国人民銀行は金融緩和政策を継続している。これにより短期金利が低く抑えられている。その一方、長期金利は中国政府の財政刺激策やインフラ投資への期待により下支えされているほか、グローバルな金利上昇圧力や人民元の為替レート安定化のための政策もあり、低下が抑制されている。そのため、中国国債の利回り曲線は下方にシフトしつつも、長期金利が短期金利を上回る「順イールド」状態で安定し、かつ、「フラット化」が防がれている。

このような利回り曲線の「順イールド」かつ「スティープ化」は、一般的に景気サイクル上の「谷(ボトム)」から景気回復期にみられる現象である。これに対し、米国債のイールドカーブは金融引き締め後の高金利水準で平坦となる「ベア・フラット化」が進んでいる。これは一般的に景気サイクルの「山(ピーク)」に近い場合にみられる。グローバル経済の「米中分断」が進む中で景気サイクル上の位置が異なるようになったことは米国株と中国・香港株の分散投資の有効性を高めていると言えるだろう。



ハンセン指数またはハンセンテック指数構成銘柄(全99銘柄)における終値の昨年末来騰落率

前回基準日: 20250916 基準日: 20250930

順位	銘柄	(%)	前回順位
1	華虹半導体[アパホン・セミコンダクター]	269.5	5
2	Pop Mart International Group Ltd	198.8	1
3	地平線机器人[ホライズン・ロボティクス]	166.1	2
4	中国生物製薬 [シノ・バイオファーマシューティカル]	157.9	3
5	中芯国際集成电路製造 [SMIC]	150.2	15
6	中国宏橋集団[チャイナ・ホンチャオ・グループ]	140.7	6
7	周大福珠寶集団[チャウタイフックジュエリーグループ]	136.8	4
8	JD Health International Inc (京東健康)	136.7	7
9	紫金鉱業集団[ズージン・マイニング・グループ]	136.6	11
10	葉明生物技術[ウーシー・バイオリジクス・ケイマン]	133.4	9

順位	2024年末来騰落率・下位10銘柄	(%)	前回順位
99	Haidilao International Holdi (海底撈)	-31.1	97
98	国業控股[シノファーム・グループ]	-13.7	95
97	長江基建集団 [チョンコン・インフラストラクチャーHDS]	-11.8	89
96	電能実業[パワー・アセッツHldg]	-10.6	85
95	海爾智家[ハイアールスマートホーム]	-10.4	93
94	中国石油化工 [シノベック]	-6.9	86
93	華潤電力控股[チャイナリソース・パワー・ホールディングス]	-3.9	84
92	創科実業[テクトロニック・インダストリーズ]	-3.5	90
91	比亞迪電子(国際) [BYDエレクトロニクス]	-3.4	88
90	ZTOエクスプレス(ケイマン)	-0.5	87

(出所: Bloombergをもとにフィリップ証券作成)

【2025年10月: 中国主要経済指標】

- 9月19日(金)
 - ・8月対外直接投資<前年同月比>: 前回▲13.4%、結果▲12.7%
- 9月22日(月)
 - ・1年ローン・プライムレート: 前回3.00%、結果3.00%
 - ・5年ローン・プライムレート: 前回3.50%、結果3.50%
- 9月27日(土)
 - ・1-8月工業利益<前年同月比>: 前回▲1.7%、結果+0.90%
- 9月30日(火)
 - ・9月製造業購買担当者景気指数(PMI): 前回49.4、結果49.8
 - ・9月非製造業購買担当者景気指数(PMI): 前回50.3、結果50.0
 - ・9月(RatingDog)製造業PMI: 前回50.5、結果50.6
 - ・9月(RatingDog)サービス部門PMI: 前回53.0、結果52.9
- 10月1日(水)~8日(水)
 - ・国慶節につき休場
- 10月7日(火)
 - ・9月外貨準備高: 前回3.322兆USD
- 10月13日(月)
 - ・9月貿易収支: 前回+1023億USD
 - ・9月輸出<前年同期比>: 前回+4.4%
 - ・9月輸入<前年同期比>: 前回+1.3%
- 10月15日(水)
 - ・9月消費者物価指数(CPI)<前年同月比>: 前回▲0.4%
 - ・9月生産者物価指数(PPI)<前年同月比>: 前回▲2.9%
- 10月9日(木)~15日(水)
 - ・9月資金調達総額: 前回26.56兆元
 - ・9月新規人民元建て融資: 前回13.46兆元
 - ・9月マネーサプライM2<前年同月比>: 前回+8.8%
- 10月20日(月)
 - ・3Q(7-9月期)GDP<前年同期比>: 前回+5.2%
 - ・9月小売売上高<前年同月比>: 前回+3.4%
 - ・9月鉱工業生産<前年同月比>: 前回+5.2%
 - ・1-9月不動産投資<前年同期比>: 前回▲12.9%
 - ・1-9月固定資産投資<前年同期比>: 前回+0.5%
 - ・9月住宅販売面積<前年同月比>: 前回▲7.0%
 - ・9月新築住宅価格<前月比>: 前回▲0.30%
 - ・9月調査失業率<前年同月比>: 前回5.3%

出所: Bloombergをもとにフィリップ証券作成)

【レポートにおける免責・注意事項】

本レポートの発行元: フィリップ証券株式会社 〒103-0026 東京都中央区日本橋兜町4番2号

TEL: 03-3666-2101 URL: <http://www.phillip.co.jp/>

本レポートの作成者: 公益社団法人 日本証券アナリスト協会認定アナリスト、国際公認投資アナリスト 笹木和弘

当資料は、情報提供を目的としており、金融商品に係る売買を勧誘するものではありません。フィリップ証券は、レポートを提供している証券会社との契約に基づき対価を得る場合があります。当資料に記載されている内容は投資判断の参考としてレポートの作成者の見解をお伝えするもので、内容の正確性、完全性を保証するものではありません。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。また、当資料の一部または全てを利用することにより生じたいかなる損失・損害について、フィリップ証券も、当レポートの作成者も、責任を負いません。当資料の一切の権利はフィリップ証券株式会社に帰属しており、無断で複製、転送、転載することを禁じます。

<日本証券業協会自主規制規則「アナリスト・レポートの取扱い等に関する規則 平14.1.25」に基づく表示>

・フィリップ証券または本レポートの作成者であるアナリストと対象会社との間に重大な利益相反関係はありません。