

2011年08月17日

広告審査番号 MFB151-110817-02

MSRC 審査番号 06-A-110817-02

2011/2012 内外マクロ経済予測<中国>

新たなリスクで下押しも、政権交代前で安定成長と調和

投資調査部 吉川 健治

ポイント

- 11年4-6月期の実質 GDP 成長率は、前年比+9.5%とやや減速も10年7-9月期~11年1-3月期の推移からみると、+9.5%~+10%の水準レンジで、安定的に比較的高い成長を維持している。需要項目別実質 GDP 成長率の寄与度では、最終消費支出は+4.6% (1-3月期：+5.9%)と鈍化したものの、総資本形成が+5.1% (同：+4.3%)と押し上げ、純輸出が▲0.1% (同：▲0.4%)と改善した。
- 11年の実質 GDP 成長率は、7月22日開催の中共中央政治局会議の決定事項を受けて、物価高や不動産過熱に対する防止、良好でかつ安定的で比較的高い経済成長および国民生活の改善（積極的な財政政策と効率的な資金配分など）とのバランスを一層配慮し、一方で、外部環境リスク（米国の厳しい財政状況と米債格付けの引下げおよび景気への影響、欧州財政金融問題の更なるリスクおよび景気への懸念など）が7-8月以降一層高まり、下半期の中国経済は一定程度の影響を受けると想定される。
- 12年の実質 GDP 成長率は、従来の5ヵ年計画の実質 GDP 成長率パターン（党大会が開催される5ヵ年計画の2年目に成長率がピークアウト）とは異なり、「物価高や不動産過熱に対する防止、良好で比較的高い経済成長および国民生活の改善」を一層重視した政策が実施され、前年比+9%台の安定成長が想定される。MSRC（みずほ証券リサーチ&コンサルティング）では、実質 GDP 成長率の11年予測を前年比+9.4% (11年5月予測：+9.3%)と若干上方修正も、12年予測を、良好でかつ安定的で比較的高い経済成長および国民生活の改善を一層重視し、前年比+9.4% (11年5月予測：+10.0%)に下方修正した。
- 構造問題として懸念されている地方政府債務残高(10.7兆元)のうち、11~12年の2年間で、償還期を迎える債務金額4.6兆元(全体の約43%)と集中し、ピーク時期に当たり、同債務問題が、金融行政や金融政策にも影響を及ぼす方向にあり、主要なリスク要因の1つとして、地方主導型経済開発に一定程度の抑制要因となり、景気下押しの可能性が高まることに留意し、フォローしていきたい。
- 中国共産党結党90周年における胡錦濤国家主席の講話では、とくに「4つのリスク」と「4つの試練」というキーワードが、「持続可能な成長」に対する危惧を示唆する1つの内容だとも捉えられる。とくに、「4つのリスク(精神的怠り、能力不足、人民からの離脱、消極的腐敗)」について、7月のセッ江省温州市での高速鉄道事故や8月の遼寧省大連市郊外での石油化学工場の公害問題など、最も重要な「人命」に関わる問題で、党・政府当局に対する国民の抗議デモが強まっており、中国の中間所得層以上の厚みに伴い、国民権利意識が強まる中、従来のような厳格な言論統制や力によるハードパワーではなく、ソフトパワーによる対応の必要性が一層求められていることを、胡主席講話からも認識される。重要な政権交代を控えた来年秋の党大会に向け、政治経済社会のバランス運営が一層求められている。

11年4-6月期の実質 GDP 成長率は前年比+9.5%も、前期比(MSRC 試算)では+8%程度の減速

11年4-6月期の実質 GDP 成長率は、前年比+9.5%とやや減速も、10年7-9月期(同+9.6%)、10-12月期(同+9.8%)、11年1-3月期(同+9.7%)の推移からみると、+9.5%~+10%の水準レンジで、安定的に比較的高い成長を維持している。需要項目別実質 GDP 成長率の寄与度をみると、1-6月期に、最終消費支出は+4.6% (1-3月期：+5.9%)と鈍化したものの、総資本形成が+5.1% (同：+4.3%)と押し上げ、純輸出が▲0.1% (同：▲0.4%)と改善した。

一方、消費者物価指数CPIが、6月に前年比+6.4% (前月比+0.3%、5月：前月比+0.1%)と加速し、1-6月期に、同+5.4%と政府目標(+4%以内)を上回った。とくに食品価格が前月比+0.9%、対CPI上昇寄与率で69%とけん引し、居住類価格も、対CPI上昇寄与率が18%と依然高く、2つの品目が同寄与率の大き

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

な比重(88%)を占めている。

4-6 月期の実質 GDP 成長率を、前期比年率(季節調整後)で見ると、みずほ証券リサーチ&コンサルティング(MSRC)の試算では、4-6 月期+8%弱と減速幅および成長率水準が厳しい結果であり、統計局公表の数値と異なり、スタグフレーション(景気減速とインフレの同時進行)の様相を示している。

党中央政治局会議で「物価安定、不動産健全化」を優先、「均衡、調整、持続性」を重視したバランス運営

今後の中国経済運営を展望すると、金融引き締め策の緩和は、一定の効果が奏功し、インフレ期待の高まりが抑制され、安定化するまで、見送られる可能性が高いと言えよう。一方、積極的な財政政策が継続され、比較的高い成長維持を支援することで、バランス運営を図っていく方向にあるようだ。

中国は、複雑な内外経済社会情勢に直面する中、7 月上旬の国務院主催の経済情勢座談会(計 4 回開催)に続き、党中央政治局が、21 日に経済情勢と下半期経済工作に関する政治経済関係者との座談会、22 日に党中央政治局会議の召集と異例の重要な会議が相次ぎ、最高決定権限を有する党中央政治局会議において、下半期の重点経済工作が検討され、主な決定項目の中で、上位 1~3 の「物価安定、農業豊作、不動産市場健全化」が優先事項となっている。

「安定的な成長維持」の是非については、国務院主催の座談会で、専門家間で「下期も安定的で、比較的速い成長を維持する」との見方に大きな異論がなく、むしろ、下期の物価情勢判断について、2 つの見方に分かれたようだ。党中央政治局会議は、内外経済社会情勢を総合的に勘案し、「下半期も物価安定がマクロコントロールの主要任務と位置づけ、かつ、不動産市場の健全化を図る」との判断を下した。

一方、7 月 1 日の中国共産党結党 90 周年における胡錦濤国家主席の講話の中で、「中国の国情は社会主義初級段階を長期間要することに、変化はなく、人民の日増しに高まる物質文化需要と劣化する社会生産との主要

[党中央政治局会議の主要内容]

No	主要項目
1	物価安定をマクロコントロールの主要任務とする
2	農業豊作を全力で勝ち取る
3	不動産市場コントロールと保障性住宅の着実な建設を図る
4	内需を促進し、安定的で比較的速い成長を図る
5	経済産業構造の調整を図る
6	省エネと汚染物排出削減を、明確な目標責任の下、推進する
7	対外開放水準を高める
8	医薬衛生、資源環境、農村など重点分野の改革を図る
9	国民生活の保障、改善を図る

出所：中国共産党中央政治局会議(11/7/22開催)資料を基にMSRC作成

[中国共産党結党90周年での胡国家主席講話のキーワード]

4つのリスク	① 精神的懈怠(善い事・為すべき事を怠る)	4つの試練	① 執政の試練
	② 能力不足		② 改革開放の試練
	③ 人民からの離脱		③ 市場経済の試練
	④ 消極的な腐敗		④ 外部環境の試練
「中国特色ある社会主義理論体系」の正確な理解	① 「中国特色ある社会主義理論体系」は、マルクス・レーニン主義、毛沢東思想を堅持、発展し、幾世代の中国共産党員が人民を率い、辛苦しながら実践を探究してきた知恵と心血を凝結したものである。マルクス主義の中国化の推進過程において、2大理論の成果を得た。一つは「毛沢東思想」であり、もう一つが鄧小平理論・三つの代表思想・科学的発展観など重大な戦略思想を包括した「中国特色ある社会主義理論体系」であり、毛沢東思想を継承・発展させたものである。また、後者は、当代中国的マルクス主義であり、マルクス主義が当代中国で創新・発展したものであり、マルクス主義理論を中国の実情に深く根づき、かつ、始終旺盛な生命力を保持させているものである。		
	② 鄧小平理論は、鄧小平を中心とする第2世代党指導部が、改革開放以降、解放思想、实事求是を堅持し、経済的文化的劣勢の中国をどのような社会主義に建設するのか、社会主義など一系列の重大な問題にどのように対応するのかについて、最初に回答し、鄧小平理論を創設したものである。		
	③ 三つの代表思想は、江沢民を中心とする第3世代党指導部が、改革開放を堅持し、時代と共に進歩し、世情・国情や党事情の発展・変化を深く認識し、正確に把握する基礎の上に、三つの代表の重要思想を創出し、どのような党を建設するのか、党の重大問題をどのように対応するのかについて、創造性をもって回答したものである。		
	④ 科学的発展観は、胡錦濤を総書記とする党中央が、鄧小平理論と三つの代表思想を指導に堅持し、喫緊にどのような発展を実現するのか、この基本的な問題にどのように対応するのか、党と国家事業発展全体から出発し、科学的発展観など重大戦略思想を提出したものである。		
「中国特色ある社会主義路線」を如何に認識するか		「中国特色ある社会主義路線」は、中国共産党の指導の下、基本的国情に立脚し、経済建設を中心とし、4項の基本原則と改革開放を堅持し、社会生産力を解放・発展させ、社会主義制度を強固・完成させ、社会主義市場経済・社会主義民主政治・社会主義先進文化・社会主義調和社会を建設し、富強民主・文明調和的的社会主義現代化国家を建設することである。	
「中国特色ある社会主義制度」を如何に認識するか		「中国特色ある社会主義制度」は、抽象的でも、漠然でもない、具体的なものであり、経済・政治・文化・社会など各分野で形成される総合的「セット」が相互にかみ合い、相互に関連する制度体系である。具体的には、中国特色ある社会主義根本政治体制、基本政治体制、法律体系、基本経済制度およびその基礎上の経済体制、政治体制、文化体制、社会体制など各具体的制度から組成されるものである。	

出所：人民網資料「中国共産党結党90周年大会における胡国家主席の講話」を基にMSRC作成

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

な社会矛盾に、変化はなく、世界最大の発展途上国家の国際的地位にも、変化はない」との文言が盛り込まれており、かつ、10年9月開催の党中央政治局会議での内容も再度表明されており、中国共産党は、経済—社会—環境の3分野の観点から、「均衡、調整、持続性」を基本に、バランスある発展を目指している。これまでも、再三訴えられてきたものの、進展が鈍かった「経済発展方式の転換」、「調和のとれた社会の構築」などの主要目標・政策は、中国が直面する情勢、構造問題、展望から逆算すると、まさに待ったなしの分岐点に来ているとの認識が、党首脳部の中で浮上していると想定される。

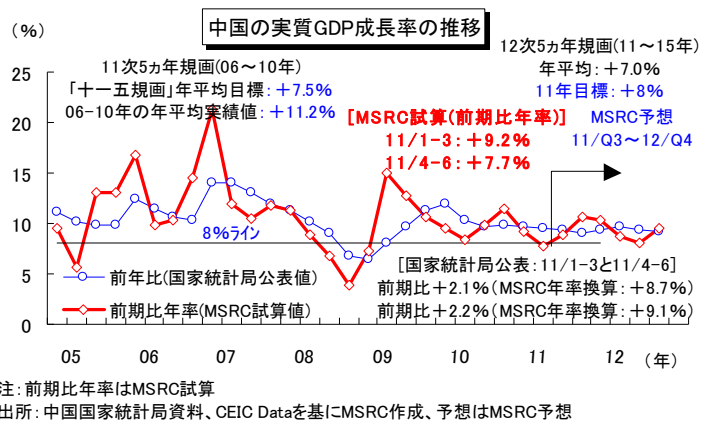
胡主席講話（比較的長い内容）でも、とくに「4つのリスク」と「4つの試練」というキーワードが、「持続可能な成長」に対する危惧を示唆する1つの内容だとも捉えられる。つまり、「4つのリスク」とは、「精神的怠り、能力不足、人民からの離脱、消極的腐敗」であり、中国が直面する重要なリスクであり、「4つの試練」とは、「執政の試練、改革開放の試練、市場経済の試練、外部環境の試練」であり、まさしく、「社会主義初級段階（社会生産力が強くない、制度が未成熟など）が長期的に継続する」の言葉に反映されておりでもある。

とくに、最近では、7月のセッ江省温州市での高速鉄道事故や8月の遼寧省大連市郊外での石油化学工場の公害問題など、最も重要な「人命」に関わる問題で、党・政府当局に対する国民の抗議デモが、クローズアップされている。これまで、民族対立、戸籍および三農の問題、所得格差の拡大、権力の乱用および汚職腐敗問題など、山積する課題に対して、現政権は、とくに注力し、前政権までの負の遺産に対して、着実に対策を打ち出し、徐々に成果を上げてきているものの、既得権益層の根強い基盤による反発や政治的管理層の素養問題が一層浮上し、「徳」の重要性や「人民主体」の政治経済社会の建設などの表明は、ボトムアップからの強い抗議を行なわなければ、現実的に前進しないことは明らかであり、中国の中間所得層以上の厚みに伴い、国民権利意識は強まる中、従来のような厳格な言論統制や力によるハードパワーではなく、ソフトパワー（対話、公正など）による対応の必要性が一層求められていることを、胡主席講話からも認識される。

胡主席—温首相の現政権は、第5世代政権に政権交代する予定の来年秋開催の党大会まで、残りの任期は1年半弱と短く、第12次5ヵ年規画（「十二五」規画：11-15年）に掲げた目標・方針の下、国内の政変を起こさず、しっかりと引継ぎの責務を果たすべく、重要な最終段階にあると言えよう。

GDP 予測は 11 年を +9.4% と若干上方修正も、12 年を良好な発展重視で +9.4% に下方修正

11年の実質 GDP 成長率は、7月22日開催の党中央政治局会議の決定事項を受けて、物価高や不動産過熱に対する防止、良好なかつ比較的速い経済成長および国民生活の改善（積極的な財政政策と効率的な資金配分など）とのバランスを一層配慮し、一方で、外部環境リスク（米国の厳しい財政状況と米債格付けの引下げおよび景気への影響、欧州財政金融問題の更なるリスクおよび景気への懸念など）が7-8月以降一層高まり、下半期の中国経済は一定程度の影響を受けると想定される。11年の下半期の実質 GDP 成長率（上半期：前年比 +9.6%）は、



みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

前年比+9%台前半の成長が予想される。

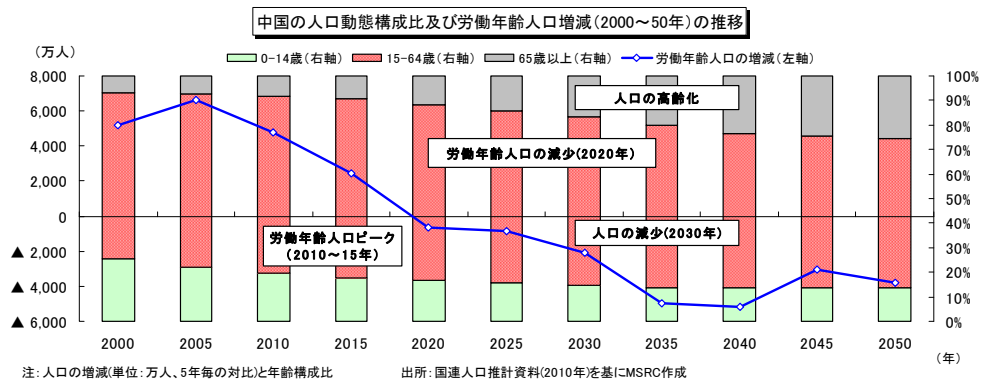
第12次5ヵ年計画(11-15年、P9の一覧表を参照)では、地域特性ある総合的産業集積群の発展戦略、7大戦略性新興産業の振興(5年間で10兆元)、民間投資『新36条』の推進、大規模保障性住宅の建設(5年間で3,600万戸、その内、当初2年間は2,000万戸と前倒し実施)など4大政策に加えて、水利事業建設の拡充(11年の党中央文件第1号に指定、農業用灌漑や都市部の上下水道の整備—など10年間で4兆元)など大型プロジェクトが控えており、今後2年程度、年率+2割強程度の固定資産投資が引き続き、経済成長をけん引していくことが予想される。

12年も、中国政府は、引き続き「積極」的財政政策、「穏健」的金融政策を継続することが予想される。とくに、「中国共産党結党90周年における胡錦濤国家主席の講話」の内容などを総合勘案すると、従来の5ヵ年計画の実質GDP成長率パターン(党大会が開催される5ヵ年計画の2年目に成長率がピークアウト、P8グラフ参照)とは異なり、「物価高や不動産過熱に対する防止、良好でかつ比較的高い経済成長および国民生活の改善」を一層重視した政策が実施され、12年の実質GDP成長率は、前年比+9%台の安定成長が想定される。

今後、都市化(10年末:47%→15年末:50%超→20年末:50%半ば)と工業化(~20年まで)の進展や2015年程度までの労働年齢人口の増加などから、潜在的に高い経済成長(11-15年:年平均で9%程度→16-20年:同8%台)が想定されるが、持続可能な発展を実現するために、経済発展方式の転換(粗放型発展から集約型発展へ、規制緩和や技術革新などに伴う生産性の向上など)、循環型経済社会(環境に優しい経済社会、低炭素社会)への転換が求められる。

このように内需の拡大を中心に、外需は貿易収支の拡大均衡が進展し、巡航速度への動きを受けて、MSRC

では、実質GDP成長率の11年予測を前年比+9.4%(11年5月予測:+9.3%)と若干上方修正、12年予測を良好でかつ安定的で比較的高い経済成長および国民生活の改善を一層重視し、前年比+9.4%(11年5月予測:+10.0%)に下方修正した。なお、景気モメンタムは、11年10-12月~12年1-3月期の2四半期に、前期比年率(MSRC試算)で+10%程度に強まろう。



[中国経済の予測総括表]

(単位: %)

(年)	実質GDP成長率	消費財小売総額	社会固定資産投資	輸出	輸入	貿易収支(億ドル)	消費者物価	鉱工業生産(付加価値)	人民元(元/ドル)
06	12.7	13.7	24.0	27.2	19.9	1,775	1.5	16.6	7.805
07	14.2	16.8	24.8	25.7	20.8	2,622	4.8	18.5	7.304
08	9.6	21.6	25.5	17.2	18.5	2,940	5.9	12.9	6.828
09	9.2	15.5	30.1	▲16.0	▲11.2	1,961	▲0.7	11.0	6.827
10	10.3	18.4	23.8	31.3	38.7	1,831	3.3	15.7	6.607
11 MSRC予想	9.4	16.7	25.3	21.4	24.9	1,732	5.3	14.2	6.250
12 MSRC予想	9.4	16.5	24.1	19.1	22.0	1,560	4.1	13.9	5.900

注: 前年比、人民元レートは期末値

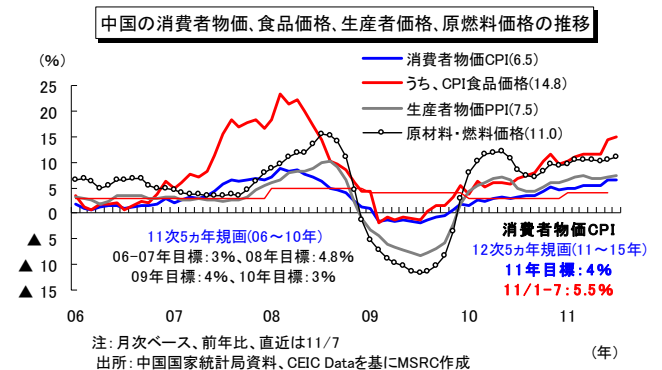
出所: 中国国家统计局資料、中国海関総署資料、CEIC Dataを基にMSRC作成、予想はMSRC予想

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

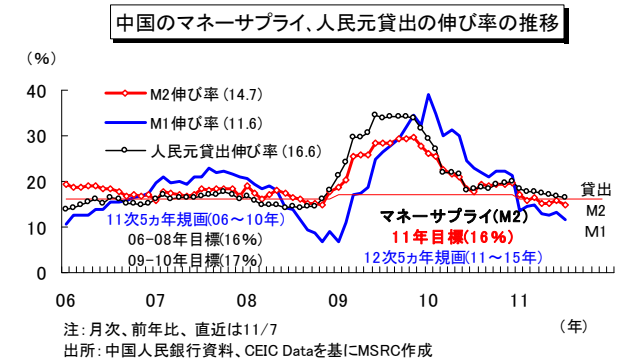
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

CPI 年間上昇率+5%台に上方も年末には+4%程度に、金融引き締めは当面継続も政策微調整の動き

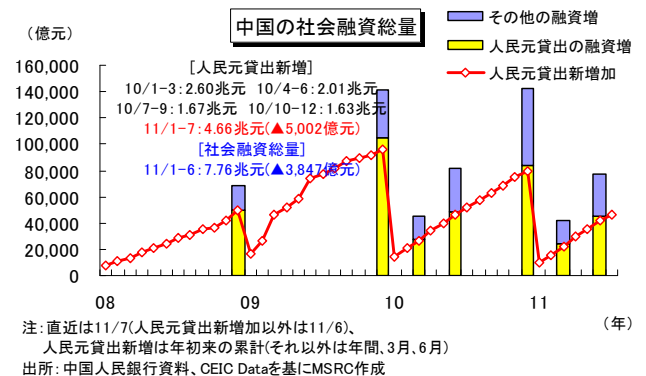
インフレ状況は、消費者物価指数 CPI が、7月に前年比+6.5%と加速する一方、生産者物価指数 PPI は、同+7.5%、原材料・燃料価格は、同+11.0%と前月比で各々横ばい、鈍化であった。川下分野は、これまでのコスト上昇分の価格転嫁が遅行して顕在化し、依然、インフレ圧力は強い。一方、川上分野では、世界商品市況の落ち着いた動きなどを反映し、安定化の兆しがみられる。CPI 上昇率の MSRC 予想では、7-9 月期に前年比+6.1%（前回予想：同+5.0%）、10-12 月期に同+4.4%（前回予想：同+3.9%）、11 年年間では、同+5.3%（前回予想：同+4.8%）と上方修正した。ただし、年末には、①ベース要因（P9 のグラフ参照）の先行き CPI 前年比上昇率の低下、②世界商品市況（原油・穀物市況など）高の一服・安定化、③自然災害の最悪期越えや高騰の豚肉など需給改善策に伴い、8 月以降、インフレ圧力が徐々に緩和し、前年比+4%（政府目標）程度に鈍化する可能性が高いと想定している。



一方、不動産市場は、政府が、不動産融資審査の一層の厳格化や、不動産行政指導の更なる強化を実施し、住宅購入制限を目的とした政策「限购令」を、1 級都市（北京、上海、深センなど）から 2・3 級都市にも適用拡大する方向で検討するなど、市場の健全化が図られる方向にあり、下半期以降、政策の効果が顕在化してくると想定される。すでにその効果の兆しがみられるが、不動産業者の資金繰り問題や調整期待から、7 月以降、土地入札の不成立の割合が急速に高まり、土地市場が低迷し始めている。また、不動産開発における業者の資金調達源泉の内訳において、借入れが難しい環境の下、とくに自己資金充当が増加する方向にあり、2・3 級都市の中小不動産業者も資金繰りの厳しさを懸念する企業が増えていることから、高騰していた 2・3 級都市の不動産市況も調整局面を迎えることが考えられる。



金融情勢は、マネーサプライ（M2）が、金融コントロールが奏功し、4 月以降連続で、11 年政府目標（+16%）を下回って推移し、とくに 7 月は前年比+14.7%と大幅に鈍化した。一方、重要な金融指標の 1 つである社会融資総量は、11 年 1-6 月期で前年比▲3,847 億元の 7.76 兆元、その内、人民元貸出新增以外（銀行引受手形、信託貸出、株式・債券発行など）の資金調達では、3.25 兆元と減少幅が小さく、銀行の厳格な貸出抑制に対応した動きが根強い。実質金利（定期預

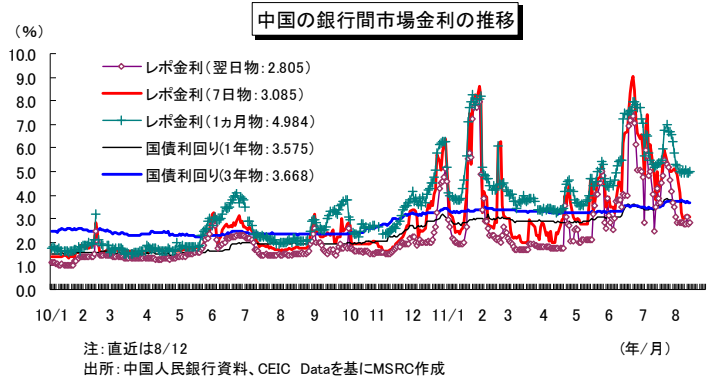


みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

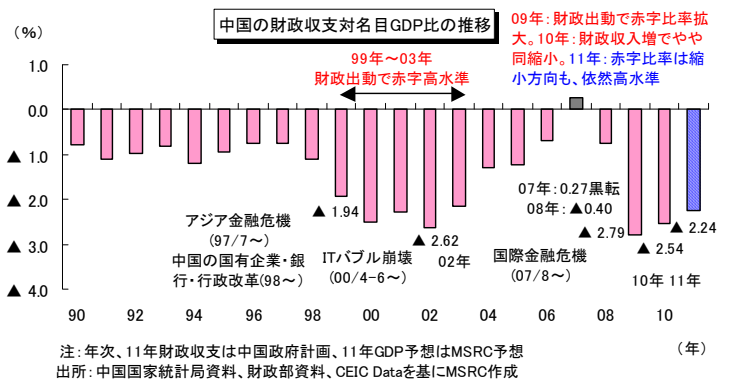
金1年物金利-消費者物価指数伸び率:P9のグラフ参照)は、本年3回の利上げ実施も、7月に▲3.00%と依然高水準のマイナス金利に留まっている。

今後の金融政策を展望すると、確かに7月開催の中共中央政治局会議の決定内容や8月発表の「中国貨幣政策執行報告(11年第2四半期)」の報告内容(マクロコントロールの基本方針の不変を堅持し、物価安定をマクロコントロールに主要任務とすることを継続するなどの内容)を勘案すると、金融引き締め程度の緩和は、当面期待できないものの、最近の銀行間市場金利は、6月下旬~7

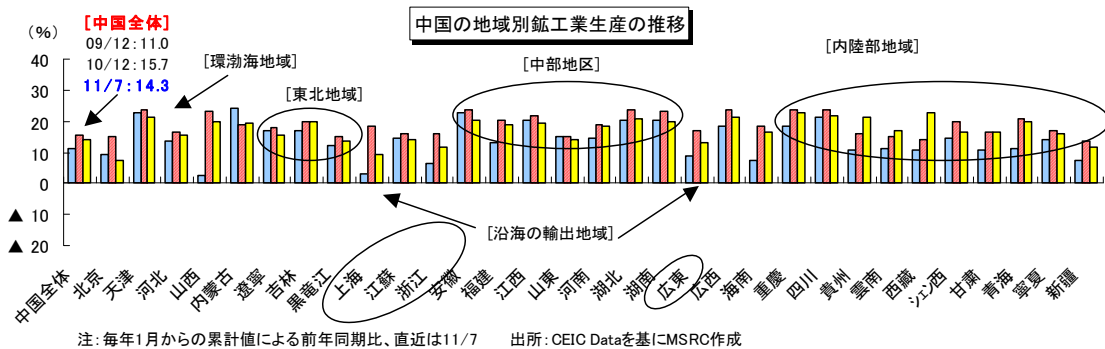


月下旬までの高止まりの動きに対し、公開市場操作で資金の純放出の動きがみられ、加えて、欧米債務リスク懸念の急浮上に伴う世界の株式金融情勢の混乱もあり、とくに短期金利の低下とやや微調整の動きもみられる。また、金融当局は、金融機関に対し、「保障性住宅、三農、中小企業」に関する融資(P9グラフのとおり、実際に貸出金利は基準金利を上回る割合が上昇)の奨励を図っていることは、金融引き締めの一部緩和を示唆している動きとも言えよう。利上げや預金準備率の引き上げ(P9のグラフ参照)の可能性は残るものの、政府は、海外情勢の不確実性(欧米の景気減速および金融情勢・政策への懸念)が一層高まり、中国景気への影響などを勘案すると、金融政策にはより一層慎重で、かつ、予見的に柔軟で的確な対応が求められよう。

一方で、構造問題として懸念される地方政府債務残高は、中国審計署(会計検査院)の公表によると、10年末で10.7兆元(10年対名目GDP比率:約27%)と拡大しているが、11~12年の2年間で、償還期を迎える債務金額4.6兆元(全体の約43%)と集中し、ピーク



時期に当たるとの報道(11/8/15付け新浪網)があるが、國務院、財政部は、地方政府融資プラットフォームに対する支援を、主要責任者である地方政府に迫っているが、財政部の提案による試験的債券発行などの対策を含めて、今後、如何に解決を図るのか、注目される。同債務問題が、金融行政や金融政策にも影響を及ぼす方向にあり、主要なリスク要因の1つとして、けん引役の地方主導型経済開発に一定程度の抑制要因となり、景気下押しの可能性が高まることに留意し、フォローしていきたい。

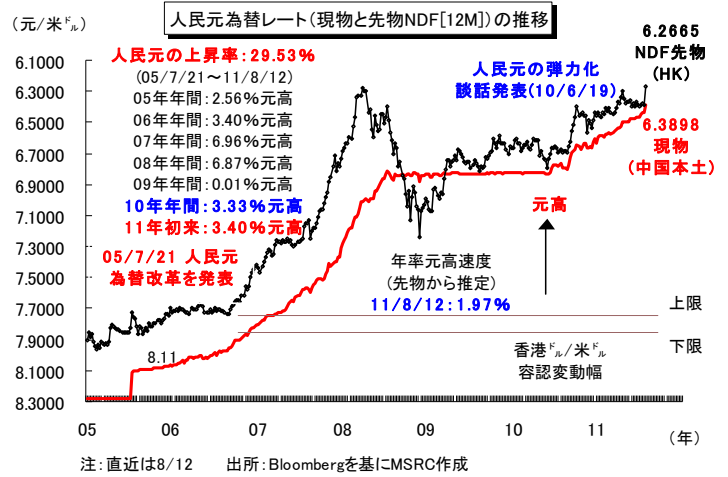


みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

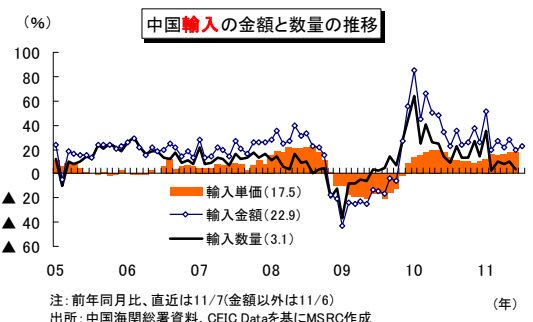
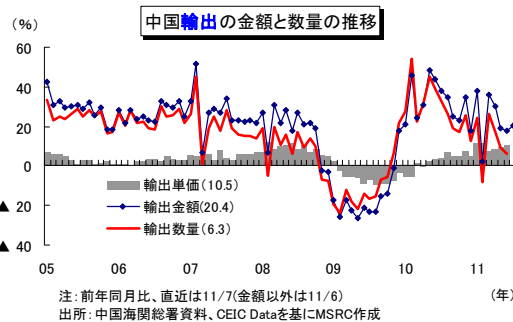
人民元レートが、世界の株式・金融市場の混乱などで急上昇、ただし、元高容認には依然慎重姿勢

人民元為替レートは、8月8日の週に入り、世界の株式・金融市場の混乱および7月の貿易黒字拡大を受けて、対ドル上昇率が急激に高まり、1-3月期の0.90%、4-6月期の1.31%から、7月1日～8月12日の期間で、早くも1.16%の上昇率となった。11年の年初来元高率では、10年の年間3.33%に対して、8月12日時点で3.40%と上回った。確かに、インフレ防止策の一環としても、元高容認観測が期待されているものの、欧米景気の先行き減速懸念が浮上していることから、一層の元高速度アップというより、今後の海外要因を睨みながら、中国政府は、「自主性、制御可能性、漸進性」の基本原則に基づき、柔軟な対応が図られよう。なお、11年以降、年率+6%程度の元高予想に変更はない。最近、高まっている元高期待容認の思惑は、ホットマネーの流入増に繋がり易く、流動性の拡大によるインフレ促進への懸念が高まることから、利上げへの慎重姿勢なども勘案すると、政府にとって経済社会運営を難しくしよう。伝統的な労働集約型産業の繊維製品の堅調などから、元高対応力が増しているとの捉え方は、時期尚早と想定される。



7月黒字拡大も欧米景気減速・内需拡大で均衡基調、輸出入とも11年下半年～12年の予想を下方修正

中国の11年上半期の貿易動向をみると、輸出入ともに「数量伸び率の鈍化基調、単価伸び率の緩やかな上昇および高止まりの基調」が継続基調にあった。下半期に入り、7月には、輸出入の金額と単価の前年伸び率(単価伸び率に3-6月期の平均伸び率を前提)から、7月の数量前年比伸び率を推定すると、輸出が+10%程度、輸入が+6%弱とやや持ち直したようだ。7



月に、米国のソフトパッチ(踊り場)の影響が継続するも、EU、ASEAN、日本の需要が持ち直し、香港経由貿易やロシア、ブラジルなどの新興諸国の需要増と市場開拓、中国の原材料・製品在庫の積み増しの兆しを受けて、中国の輸出、輸入ともに、持ち直しの動きがみられた。貿易収支は、6月の拡大(前年比+11.2%の222.7億ドル)に続き、7月に前年比+9.6%の315億ドルとなり、1-7月累計で前年比▲8.7%(1-6月累計: ▲17.4%)の762億ドルと減少率が縮小した。今後の貿易を展望すると、とくに欧米の株式・金融市場の混乱

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

に端を發し、財政金融問題が欧米の景気減速に影響する見方がコンセンサスとなる中、中国の輸出への影響や内需拡大程度の緩和なども勘案し、11年下半期～12年下半期の期間、中国の輸出を従来の前年比+20%台前半から同+20%弱に、輸入も従来の前年比+20%台後半から同+20%台前半に下方修正した。

人民元建て貿易決済が拡大と漸進的に改革

政治外交面では、胡国家主席が11年1月に公式訪米し、1月19日発表の米中共同声明に「人民元相場形成メカニズムを一層改善し、人民元の弾力性を高める。外貨準備の経営管理を改め、徐々に人民元の資本取引兌換を実現する」との文言のとおり、すでに人民元改革の一層の進展を決定していた。

一方、人民元建て貿易決済は、中国人民銀行の「中国貨幣政策執行報告(11年第2四半期)」によると、1-3月期の3,603億元から、4-6月期に5,973億元(1-6月期:前年比13.3倍の9,576億元)と拡大、とくに財の決済が4-6月期に4,556億元と増勢にあり、決済通貨としての存在を高めている。実際に、輸入中心の人民元建て貿易決済の主要な相手先は香港となっており、実際の決済累計ベース(人民元建て貿易決済スタートの09年7月～11年3月まで)で、全体の3分の2を超えている。

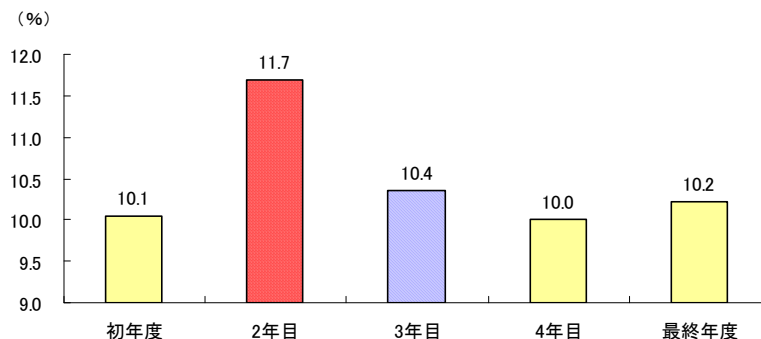
このように、中国政府が、グローバル経済への対応、改革開放の深化に向けて、人民元為替レートの形成メカニズムの整備、および香港市場を利用した人民元の貿易決済の拡大や資本取引の自由化への試みを、着実に推進する動きにあり、引き続き、その進展度合いおよび新たな政策動向が注目される。◆

[中国の需要項目別実質GDP成長率の予測総括表] (単位:%)

年	四半期	実質GDP	最終消費支出	総資本形成	*純輸出
10	Q1	11.9	12.8	16.6	▲1.2
	Q2	10.3	4.9	15.4	2.2
	Q3	9.6	3.8	15.1	1.0
	Q4	9.8	9.7	10.5	1.2
11 MSRC予想	Q1実績	9.7	13.6	11.6	▲0.4
	Q2実績	9.5	7.4	16.2	0.2
	Q3	9.3	8.1	15.2	0.2
	Q4	9.1	9.7	14.7	▲0.2
12 MSRC予想	Q1	9.4	14.5	12.1	▲0.5
	Q2	9.6	8.4	18.7	0.0
	Q3	9.4	10.0	16.9	▲0.2
	Q4	9.1	11.0	13.4	▲0.2
10		10.3	7.8	14.4	0.8
11 MSRC予想		9.4	9.7	14.4	▲0.1
12 MSRC予想		9.4	11.0	15.3	▲0.2

注:前年比、各四半期の需要項目の実績値は統計局公表の年初来累計寄与度を基にMSRC試算、*寄与度
出所:中国国家统计局資料、CEIC Dataを基にMSRC作成、予想はMSRC予想

中国の『5カ年計画』循環的実質GDP成長率の推移

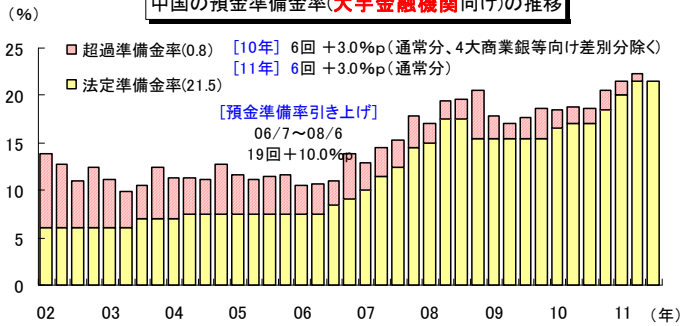


注:1991年以降の5カ年計画「八五計画」(91-95年)～「十一五計画」(06-10年)における初年度から最終年度の実質経済成長率の単純平均値
出所:中国国家统计局資料、CEIC Dataを基にMSRC作成

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

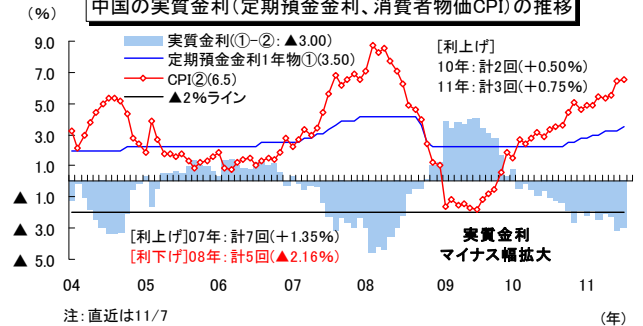
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

中国の預金準備金率(大手金融機関向け)の推移



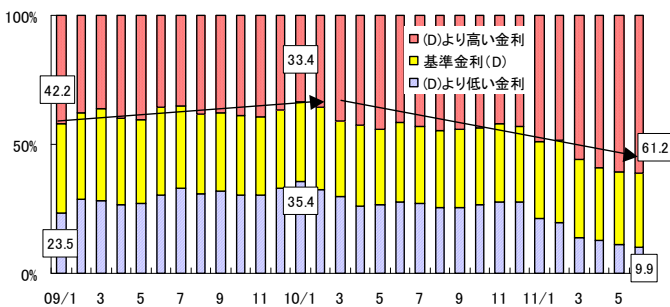
注: 四半期、直近は11/7(超過準備金率は11/6)
出所: 中国人民銀行資料、CEIC Dataを基にMSRC作成

中国の実質金利(定期預金金利、消費者物価CPI)の推移



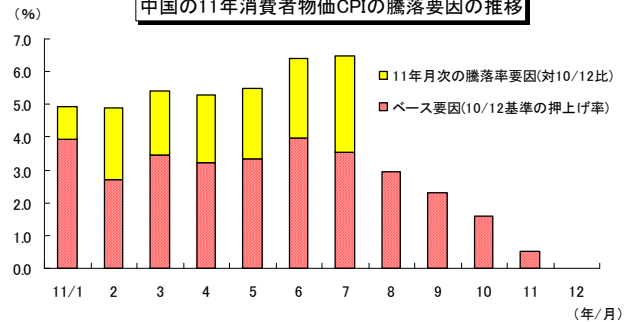
注: 直近は11/7
出所: 中国人民銀行資料、CEIC Dataを基にMSRC作成

中国の金融機関の適用貸出金利の構成比(09年1月~11年6月)



注: 月次、直近は11/6 出所: 中国人民銀行資料、CEIC Dataを基にMSRC作成 (年/月)

中国の11年消費者物価CPIの騰落要因の推移



注: 前年比、ベース要因(10年12月の物価水準を基準とした押し上げ率と11年騰落率はMSRC試算
出所: 中国国家统计局、CEIC Dataを基にMSRC作成

第12次5か年規画(『十二五』規画 2011~15年)綱要草案の主要24目標および、『十一五』規画(2006~10年)の主要22目標と実績状況

第12次5か年規画(『十二五』規画 2011~15年)	15年目標	目標の性質	『十一五』規画(2006~10年)	2005年	10年目標	目標の性質	実績
①経済発展(3項目)			①経済成長(2項目)				
実質GDP成長率(年平均%)	7.0	予期性	実質成長率(年平均%)				
名目GDP規模(最終年度:兆元)	55.0		GDP	9.5	7.5	予期性	11.2
サービス化率(第3次産業対GDP比:%)	47.0	予期性	削除 1人当たりGDP	-	6.5	予期性	10.6
都市化率(%)	51.5	予期性	名目規模(最終年度)				
②資源・環境(8項目)			名目規模(兆元)	18.2	26.1		39.8
単位GDP当たりエネルギー消費削減率(5年累計%)	▲16	約束性1	名目1人当たり(元)	13,985	19,270		29,748
追加 単位GDP当たり二酸化炭素排出削減率(5年累計%)	▲17	約束性2	②経済構造(4項目)				
追加 非化石エネルギー消費比率(%)	11.4	約束性3	サービス化率(第3次産業対GDP比:%)	40.3	43.3	予期性	43.0
単位工業GDP当たり用水削減率(5年累計%)	▲30	約束性4	削除 サービス産業就業比率(%)	31.3	35.3	予期性	-
農業灌漑用水有効利用係数(%)	0.53	予期性	R&D比率(対GDP比:%)	1.3	2.0	予期性	1.75
耕地保有面積(億ha)	1.21	約束性5	都市化率(%)	43.0	47.0	予期性	47.5(非公式)
主要汚染物質排出量削減(5年累計%)		約束性6	③人口・資源・環境(8項目)				
二酸化硫黄	▲8		総人口(万人)	130,756	136,000	約束性1	134,100(速報)
化学的酸素要求量	▲8		単位GDP当たりエネルギー消費削減率(5年累計%)	-	▲20	約束性2	▲19.1
アモニア態窒素・窒素酸化物	▲10		単位工業GDP当たり用水削減率(5年累計%)	-	▲30	約束性3	-
調整 森林蓄積量(億m)	6.0	約束性7	農業灌漑用水有効利用係数(%)	0.45	0.50	予期性	-
③科学技術・教育(4項目)			工業固体廃棄物総合利用率(%)	55.8	60.0	予期性	-
R&D比率(対GDP比)	2.2	予期性	耕地保有面積(億ha)	1.22	1.21	約束性4	-
調整 9年義務教育普及率(%)	93.0	約束性8	主要汚染物質排出量削減(5年累計%)	-	▲10	約束性5	-
追加 高校教育の進学率(%)	87.0	予期性	二酸化硫黄	-	▲10		▲12.45
追加 1万人当たり発明特許の取得数(件)	3.3	予期性	化学的酸素要求量	-	▲10		▲14.29
④国民生活(人口・年金・医療・就業・所得:9項目)			森林カバ率(%)	18.2	20	約束性6	-
総人口(億人)	13.9	約束性9	④国民生活(教育・年金・医療・就業・所得:8項目)				
追加 予測寿命向上(歳)	1.0	予期性	平均教育年数(年)	8.5	9.0	予期性	9以上
都市部基本養老保険カバー人口(億人)	3.57	約束性10	都市部基本養老保険カバー人口(億人)	1.74	2.23	約束性7	2.57
調整 都市農村3項目基本医療保険加入率(%)	+3.0	約束性11	新農村共同医療加入カバー率(%)	23.5	80.0	約束性8	96.3
都市就業者新規増加数(5年累計 万人)	4,500	予期性	都市就業者新規増加数(5年累計 万人)	-	4,500	予期性	5,771
都市部登録失業率(%)	5%以内	予期性	削除 離職就業者数(5年累計 万人)	-	4,500	予期性	4,500
調整 都市部住民平均可処分収入の年平均増加率(%)	7.0	予期性	都市部登録失業率(%)	4.2	5%以内	予期性	4.1
調整 農村部住民平均純収入の年平均増加率(%)	7.0	予期性	都市部住民平均可処分収入(元)	10,493	13,390	予期性	19109(年平均+9.7)
追加 都市部保障性住宅の建設戸数(万戸)	3,600	約束性12	農村部住民平均純収入(元)	3,255	4,150	予期性	5919(年平均+8.9)

出所: 中国の國務院資料「政府工作報告」(11年3月の全人代報告)、国家统计局資料、各種資料を基にMSRC作成

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

【金融商品取引法に係る重要事項】

みずほ証券で取り扱いの商品等にご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料（国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大1.20750% [税込み]、最低2,625円 [税込み]の委託手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸費用、等）をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料等をよくお読みください。

商号等:みずほ証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第94号

加入協会:日本証券業協会、社団法人日本証券投資顧問業協会、

社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

株式会社みずほ証券リサーチ&コンサルティング

〒103-0027

東京都中央区日本橋1-17-10

TEL:03-5203-6501 FAX:03-5203-6499

URL:<http://www.mizuho-msrc.com/>

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。