

アジア経済ウォッチ (No.11-52)

2011年10月18日  
 広告審査番号 MFB157-111018  
 MSRC 審査番号 06-B-111018-02

<中国>7-9 月期 GDP 統計評価と今後の政策

投資調査部 吉川 健治

前年比+9.1%と鈍化、政策の予見性、的確性、柔軟性を一層強化、欧州債務危機対応

ポイント

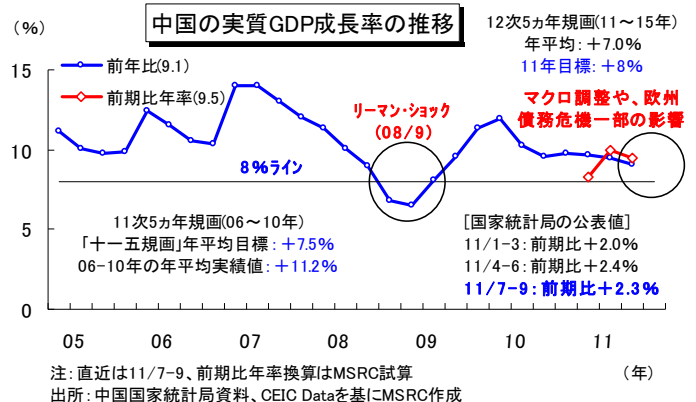
- 実質 GDP 成長率は、7-9 月期に前年比+9.1%に、前期比年率換算(前期比+2.3%、年率換算は、みずほ証券リサーチ&コンサルティング[MSRC]試算)で+9.5%とともに減速した。国内のマクロコントロール強化、外需の鈍化などの影響が顕在化してきたことが主な要因。内外記者会見で「中国の経済は自律的成長が 4-6 月期の転換から、今期は非常に顕著」との回答。
- 中国の貿易・輸出を先行き占う重要な会合「広州交易会」初日の来場者状況は、欧米からの貿易商が前年比▲21%と大幅に減少、広東省の製造業は厳しい局面。中国政府は、今後、マクロコントロールを、従来の政策の連続性、安定性の維持、加えて、政策の予見性、的確性、柔軟性を一層強化する方針。中国の財政状況の余裕度、金融引き締め政策の調整など一経済政策によるリスク対応力が、世界の中で相対的に高い

[GDP]

実質 GDP 成長率は、7-9 月期に前年比+9.1%に、前期比年率換算(前期比+2.3%、年率換算は、みずほ証券リサーチ&コンサルティング[MSRC]試算)で+9.5%とともに減速した。国内のマクロコントロール強化、外需の鈍化などの影響が顕在化してきたことが主な要因と考えられる。

統計公表当日の内外記者会見の中で、統計局統計司長・盛来運氏は、7-9 月期の景気情勢について、「中国の経済は自律的成長が4-6月期の転換から、今期は非常に顕著であった。マクロコントロールが的確で、成功した」と、また、今後の景気予測について、「内外景気情勢の不確実性はあるものの、中国の経済成長の動力からみて、引き続き、安定的比較的高い成長を維持できる可能性は、比較的高い」と返答した。確かに、現在の中国の経済力(財政状況、金融状況、人口動態など)と発展時期からみて、中国の底力は今後 4~5 年間程度は大きいと言える。

中国政府は、今後、マクロコントロールを、従来の政策の連続性、安定性の維持に加えて、政策の予見性、的確性、柔軟性を一層強化し、「安定的な高い成長維持、経済構造の転換とインフレ期待の管理との関係」、「改革、イノベーションの度合いの強化」、「経済構造調整の促進と発展方式の転換」、「民生の改善・保障の更なる重視」、「良好で高い経済発展の促進」を図る方針である。



[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/円)
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	10.4	18.4	23.8	31.3	38.7	1,831	3.3	15.7	6.607
11/1-6実績	9.6	16.8	25.6 (注)	24.0	27.6	449	5.4	14.3	6.464
11/7-9実績	9.1	17.3	23.9 (注)	20.5	24.8	492	6.1	13.8	6.381
11 MSRC予想	9.4	16.7	25.3	21.4	24.9	1,732	5.3	14.2	6.250
7-12予想	9.1	16.5	25.0	19.2	22.8	1,274	5.3	14.1	6.250

注: 前年比、社会固定資産投資は農村部を除く数値、11/7-9は月次伸び率単純平均値(GDP、貿易関係以外の項目)、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(みずほ証券リサーチ&コンサルティング)作成、予想はMSRC予想(11/8時点)

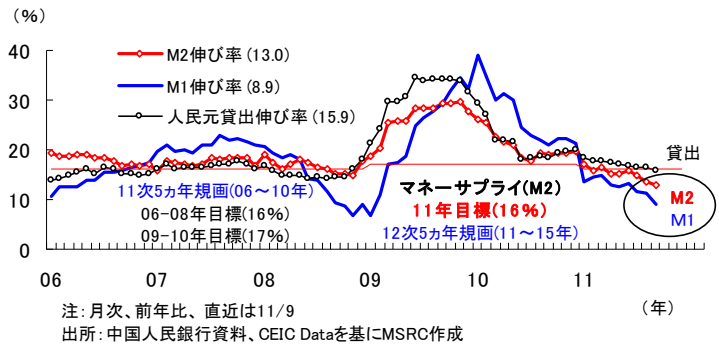
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

[金融情勢と政策]

マネーサプライ(M2)が、金融情勢は、マネーサプライ(M2)が9月に前年比+13.0%と3ヵ月連続鈍化、しかも過去5年で最低の水準を更新、11年の政府目標(+16%)から、下向きにかみ離幅が拡大している。預金準備率は現在21.5%(大手行向け)と過去最高水準に達し、超過準備率が11年6月末に0.8%と金融機関の貸出余力は大幅に低下している。

一方で、「政策ありて、対策あり」との中国の常用文言のとおり、銀行からの間接金融が厳しい状況下、「陰の銀行」(実質的に銀行と信託協調による信託貸出方式などによるローンの複雑な証券化も含むと推定、斡旋者を通じた企業間による高金利融資など)が、旺盛な資金需要の下、金融引き締め策に対応した、補完的に資金供給源となり、下支えしていると言われている。このような地下金融の横行を、実際には当局は黙認の中、比較的緩和な金融状況に政策調整し、積極的な財政政策と整合性をもって、実際のM2計算に現れない資金が、中国経済の安定成長を支援していると推察される。

中国のマネーサプライ、人民元貸出の伸び率の推移



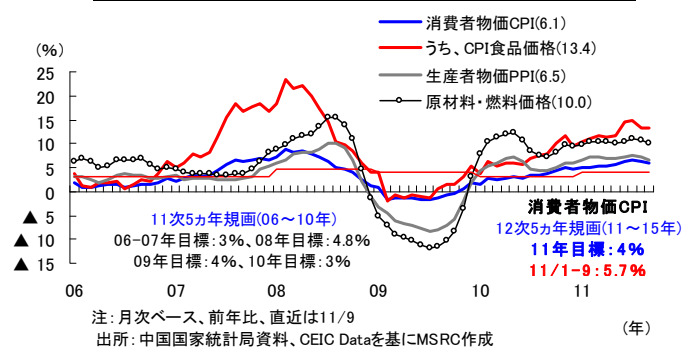
金融政策を展望すると、7月の中央政治局会議で決定した優先事項「物価安定がマクロコントロールの主要任務」の下、適度な金融引き締め策が一定の効果を示現させており、今後10-12月期にかけて、内外景気減速の動きに伴いインフレ期待の安定化、不動産市場の調整が進捗しよう。加えて、外需の悪化懸念が高まり、12月上旬開催予定の中央経済工作会議(次年度の経済政策を決定)で、金融政策において、同じ「穏健」(適度な引き締め~適度な緩和の幅)でも、「中立から適度な緩和」への動きが想定される。

[物価]

9月の物価統計をみると、①消費者物価指数CPIが、前年比+6.1%と鈍化も、前月比では+0.5%(8月:前月比+0.3%)とインフレ圧力が根強く再び高まった。一方、②生産者物価指数PPIは、同+6.5%(同+0.0%、8月:同+0.1%)、③原材料・燃料価格は、同+10.0%(同+0.1%、8月:同+0.2%)と前年比および前月比ともに鈍化した。

川上分野では、世界商品市況の世界景気減速懸念に伴う調整の動きを反映し、安定化の動きが想定される。一方、川下分野は、賃金の大幅上昇、生活様式の変化や需給逼迫などを背景に、食品価格の上昇圧力が根強く、非食品価格もコスト上昇分の価格転嫁が遅行して進展する動きが継続する方向で、生産性の向上などとのバランスを欠いた状況の中、世界的なりセッションにならない限り、インフレの悪循環は当面、続こう。なお、秋収穫の穀物は予想以上に良く、農産物価格圧力を軽減しよう。

中国の消費者物価、食品価格、生産者価格、原燃料価格



[生産]

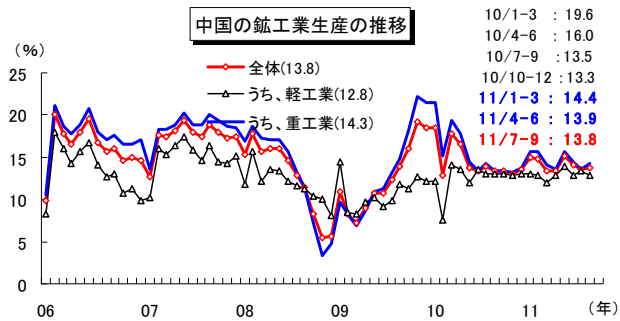
鉱工業生産は、前年比で1-3月期の+14.4%、4-6月期の+13.9%から、7-9月期に+13.8%と鈍化基調(物価考慮後の実質では7-9月期の鈍化率は名目以上に高いと推定)にある。内訳をみると、重工業が前年比+14.1%、軽工業が同+13.0%であった。

企業形態別でみると、国有企業、集団所有制企業、外資系企業が、9月に前年比で各々、+9.9%、+7.2%、+10.1%と基調的に鈍化している。一方で、株式制企業が同+16.0%と相対的に高い水準で推移し、下支えしている。ただし、とくに今後5年間は、都市化と工業化(ポスト工業化:21年以降)が進展する方向である

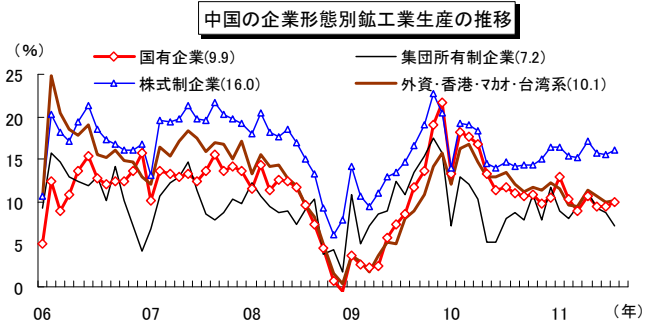
みずほ証券リサーチ&コンサルティング

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。

ため、鉱工業生産は、比較的高い伸びを維持しよう。



注: 前年比、直近は11/9、付加価値(VA)ベース、四半期数値は単純平均値  
出所: 中国国家统计局資料、CEIC Dataを基にMSRC作成

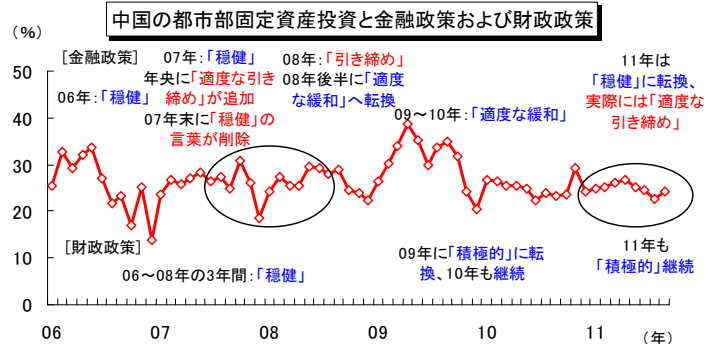


注: 前年比、直近は11/9、付加価値(VA)ベース  
出所: 中国国家统计局資料、CEIC Dataを基にMSRC作成

**[投資]**

都市部固定資産投資は、1-9 月期に名目で前年比+24.9%(実質[物価考慮後]: 同+16.9%)で、対上半期比▲0.7%pとやや鈍化した。地域別では、東部地区は前年比+22.3%に対して、中部地区: 同+29.9%、西部地区: 同+29.5%の中西部が、地域経済開発が重視される中、高い伸びを維持している。一方、不動産開発投資(都市部固定資産投資の 2 割強)は同+32.0%とやや鈍化ながらも、高水準の伸びを維持した。政府の保障住宅建設プロジェクトが、新規着工進捗度が、9 月末時点で 90%を超えと急ピッチで高まっているが、11~12年の2年間、前倒しで年間1,000 万戸(実際には竣工ではなく、着工ベース)を計画していることから、通常の商品房(比較的高価な物件)を扱う不動産業者向け融資規制は継続されるものの、不動産開発投資は、引き続き高い伸び率を維持しよう。

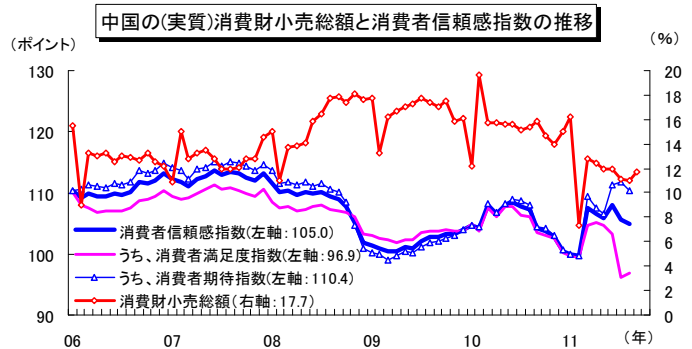
確かに、地方政府融資プラットフォーム問題など地方政府財政問題がクローズ・アップされているが、「十二五」規画(11-15 年)では、①地域特性ある総合的産業集積群の発展戦略、②7 大戦略性新興産業の振興(5 年間で 10 兆元、同規定・細則は依然検討中で実質的にスタート遅れ)、③大規模保障性住宅の建設(5 年間で 3,600 万戸、既に実施中)、④民営資本政策「新 36 条」(民間投資の奨励・誘致に関する政策、同細則は依然検討中で早期公表・運用目指す)の 4 大政策、⑤水利事業建設の拡充(10 年間で 4兆元)など大型プロジェクトが控えており、基本的に中央政府の行政指導強化と健全な発展政策の組み合わせの実施を図る方針であり、固定資産投資は、年率+2 割強と景気のけん引役の位置づけに変更はない。



注: 前年比、直近は11/9、月次数値はMSRC試算値  
出所: 中国国家统计局資料、CEIC Data、人民銀行資料を基にMSRC作成

**[消費]**

消費財小売総額は、9 月に名目で前年比+17.7%と上向くも、実質では、同+11.0%(1-9 月期: 名目で同+17.0%、実質で同+11.3%)と安定ながらも緩やかに鈍化基調にある。直近 8 月の消費者信頼感指数をみると、消費者期待指数は比較的底 堅く推移しているが、消費者満足度指数が 100 を割って急速に低下しており、マイクロ景気の減速、根強いインフレ圧力、消費奨励策の削減などを受けて、消費者マインドは、政府への期待感を持ちながらも、現実的に行動していると言えよう。



注: 月次ベース、前年比、直近は11/9、実質小売伸び率=(小売伸び率)-(小売物価伸び率)  
消費者信頼感指数の構成指数は満足度指数と期待指数  
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。

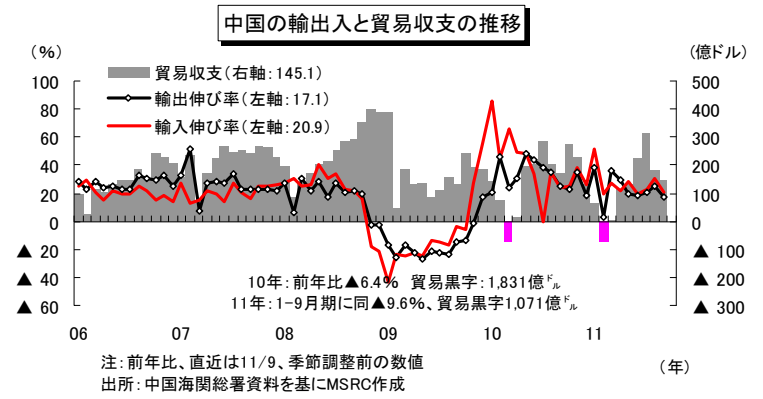
就業面では、1-9 月期の都市部就業者数が前年比+555 万人(出稼ぎ農民工:同+606 万人の 1.64 億人)と就業機会の創出が継続している。一方で、所得面では、1-9 月期に都市住民の一人当たり可処分所得が、実質(物価考慮後)で前年比+7.8%、農村住民の一人当たり現金収入が実質で同+13.6%と上昇基調にある。加えて、社会保障制度でも 7 月に社会保険法が、9 月に所得税の改正による最低課税対象金額の引き上げが実施され、民生の改善を一歩前進させ、国民の生活マインドにプラスに働き、景気失速がない限り、引き続き、安定的に消費支出は維持されよう。

[貿易]

9 月貿易統計をみると、前年比で、輸出が+17.1%(8 月:前年比+24.5%)、輸入が+20.9%(7 月:同+30.2%)と世界景気減速の影響の兆しが示現してきたようだ。輸出は、とくに EU 向けに減速が顕著、米国向けも伸び悩み継続、一方、輸入は、中国の内需拡大策が支援するも、機械・電機(ハイテク製品)の鈍化、原油・石油製品の数量減など一の動きとみられる。

対欧米貿易の動きをみると、とくに輸出の 36%を占める EU(1-9 月累計:19.1%)向けと米国(同:16.9%)向けが、9 月に各々前年比で+9.8%(8 月:前年比+22.3%)、+11.6%(同+12.5%)であった。年初以降、米国向けは 4-6 月期以降、鈍化基調、一方、EU 向けは、9 月に欧州債務危機の影響の兆しがみられ、今後の動向に留意したい。

中国の主要輸出地域の直近 8 月までの動きをみると、広東省(輸出全体の 3 割弱)が 7 月から伸び悩み、江蘇省(同 18%程度)、浙江省(同 13%程度)、上海市(同 11.0%程度)などの長江デルタ地域が持ち直すも、9 月の全体輸出および品目別輸出動向(繊維製品:前年比+14.8%←8 月:同+26.4%、靴・玩具類:同+9.6%←8 月:同+16.8%、ハイテク製品:同+6.3%←8 月:同 15.6%と揃って鈍化)から推定すると、広東省(ローテク製品、中小企業を抱えるなどの特色)、長江デルタ(ローテク製品からハイテク製品まで網羅する地域)ともに、世界景気減速、人件費高、原材料高、資金繰り難、人民元高などの影響で、鈍化に転じたようだ。



このように、インフレ圧力は依然、根強いものの、①欧州債務危機を契機に一層の海外景気減速と中国輸出鈍化、②不動産市場の予想以上の調整、③地方財政の悪化と経済開発への影響、④中小企業の経営難・倒産増と就業の悪化、⑤銀行の予想以上の不良債権増一など内外景気情勢が不確実性の下、先行き不安の高まりを背景に、中国景気に足元、リスクの顕在化の兆しがみられ、中国の景気ダウンサイド・リスク(11年10-12月期~12年)が高まる方向にある。

とくに、貿易において、香港紙「信報」(10月17日付け)の報道によると、中国の貿易・輸出を先行き占う重要な会合「広州交易会」が10月13-14日に温家宝首相の挨拶で開幕したが、初日の来場者状況は、欧米からの貿易商が前年比▲21%と大幅に減少、広東省の製造業は厳しい局面を迎えているようだ。一般的に 7-9 月期の出荷はクリスマス商戦の受注によるものであるが、同広州交易会の契約・受注は、来年 1-3 月期の輸出に影響することから、すでに 9 月以降、EU 向け輸出減速の動きと併せて勘案すると、11 年 10-12 月期から徐々に欧州債務危機および世界景気減速の影響が一層顕在化し、12 年 1-3 月には、中国の輸出減速が顕著となる可能性が高まろう。

しかし、中国の財政状況の余裕度、金融引き締め政策の調整など一経済政策によるリスク対応力が、世界の中で相対的に高いため、党大会を来年秋(政権交代)に控え、実質 GDP 成長率は、11 年の前年比+9%台前半から、12 年に同+8%台を維持する可能性は高いと想定される。但し、経済的な負の遺産は、中長期的に持ち越されながら増加し、タイミングを計らって、処理されることになろう。◆

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。