

2011年10月27日

広告審査番号 MFB157-111027

MSRC 審査番号 06-B-111027-01

アジア経済ウォッチ (No.11-53)

<中国>温首相「予見的微調整」の解釈と展望

投資調査部 吉川 健治

～政策微調整に至った背景と条件および今後の経済予測と政策見通し

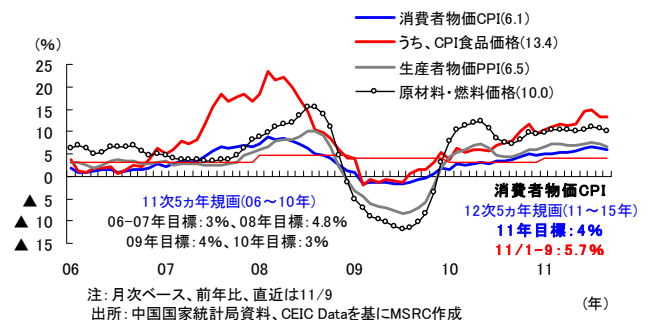
ポイント

- ▶ 温家宝首相が、24-25日に開催した天津、内モンゴル、江蘇、山東の4省(区、市)合同の経済情勢座談会での発言キーワードは、①「政策の的確性、柔軟性、予見性を一層強化し、情勢の変化に適宜対応する」、②「政策の力加減、リズム、重点を把握し、適時適宜、予見的微調整を行う」など。リーマン・ショックの教訓を踏まえ、物価、不動産、輸出などデフレ防止のため、予見性をもって、柔軟かつ的確に政策を微調整するとの表明
- ▶ 12月上旬開催の中央経済工作会议で、金融政策は、同じ「穏健」(適度な引き締め～適度な緩和)でも、「中立から適度な緩和」への動きを想定。11月の経済指標は、CPIが前年比+5%割れ、不動産市場の調整進展、輸出の更なる鈍化などを予想、12月には預金準備率の引き下げ実施へ。実質GDP成長率は、10-12月期に前年比+8.6%、12年に金融引き締め策の遅延的影響、欧州債務危機の一層の顕在化などで、同+8～8.5%

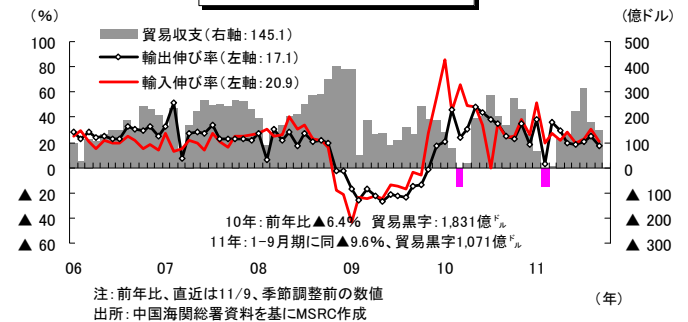
温家宝首相が、24-25日に開催した天津、内モンゴル、江蘇、山東の4省(区、市)合同の経済情勢座談会にて、発言したキーワードとして、①「政策の的確性、柔軟性、予見性を一層強化し、情勢の変化に適宜対応する」、②「政策の力加減、リズム、重点を把握し、適時適宜、予見的微調整を行う」、③「今後数ヵ月、民生の改善を一層重要な位置づけ、突出した矛盾を重点的に解決する取り組み、安定的比較的高い発展を維持する」などが挙げられる。

政策微調整に至った情勢の変化と主要な条件として、7月の党中央政治局会議の主な決定事項(P2の[同会議の主要内容]表を参照)である①物価の安定や②不動産市場の健全化について、マクロコントロールの効果が顕在化してきたこと、同時に③欧州債務危機が中国の輸出への影響が示現してきたことなどを受けて、中国の党・政府首脳部は、リーマン・ショックの教訓を踏まえ、物価、不動産、輸出、実質GDP成長率(P1のグラフ参照)のデフレを防止するため、予見性をもって、柔軟かつ的確に政策を微調整するとの表明であると捉えられる。

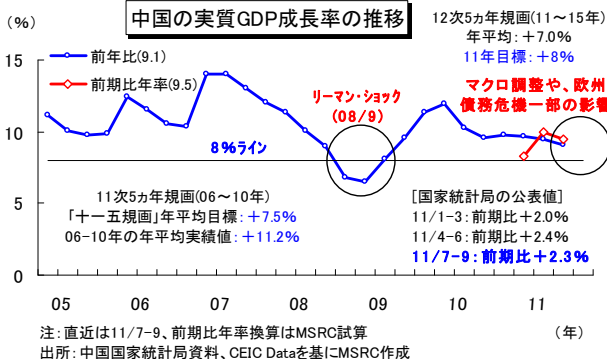
中国の消費者物価、食品価格、生産者価格、原燃料価格



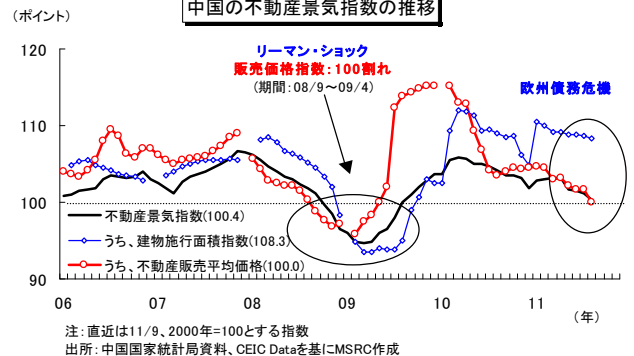
中国の輸出入と貿易収支の推移



中国の実質GDP成長率の推移



中国の不動産景気指数の推移



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基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、下向きにかい離幅が拡大し、厳格なマクロコントロールの影響度が予想以上に高まっている。そのため、「陰の銀行」(ローンの複雑な証券化、斡旋業者を通じた企業間による高金利融資など)が横行し、①金融構造の歪み、②中小企業中心の資金調達難・経営悪化、③不動産市場の急激な調整懸念、④地方政府の土地財政収入減と債務償還のリスクおよび銀行の不良債権増一などが懸念され、これらの新たなリスク、矛盾への対応が求められよう。

人民元レートも輸出鈍化の動きに伴い、元高一服の動きがみられるが、リーマン・ショック当時に見られたように、人民元の現物・先物(1年物)レートの逆転現象(先物レートが現物レートより元安)が、9月下旬以降、頻発し、中国の貿易動向の先行き不安を示唆しているようだ。

インフレ圧力は、依然根強いものの、世界景気の減速や世界商品市況高一服の動き、中国国内の穀物収穫の豊作に伴う農産物価格圧力の軽減などを背景に、徐々に安定化方向にある。一方、インフレ主要要因の1つである人件費の引き上げについて、中国人力資源・社会保障部は、内外記者会見上(25日)、11年に9月末時点で、21地区(北京、天津、山西など)の法定最低賃金平均引き上げ率が+21.7%(25省レベル:11年の賃金の基本上昇率+14%以上)と公表したが、今後、就業の受け皿である中小企業中心とする非公有制企業の経営状況において、労働契約法施行の08年にリーマン・ショックが発生し、賃金上昇より就業確保が重要になったことを踏まえると、足元、景気のダウンサイド・リスクが懸念される中、インフレ問題から、景気減速への対応に重点がシフトする可能性が高まっている。なお、12日開催の国務院常務会議において、中小企業経営の支援策の検討・確定が図られている。

不動産市場でも、10月に入り、「金九銀十」(9~10月が不動産販売旺盛なシーズン)ではなく、「冷九寒十」(同冷え込みの季節)が顕著となり、とくに1級都市のうち、北京、上海、深センなどの郊外地区での販売価格が足元、業者の不動産在庫増と資金繰り悪化を背景に、2~3割の下落との中国紙で報道が散見される。一方、2・3級都市における住宅購入制限令は依然、未発表であり、政府の慎重な姿勢が窺える。

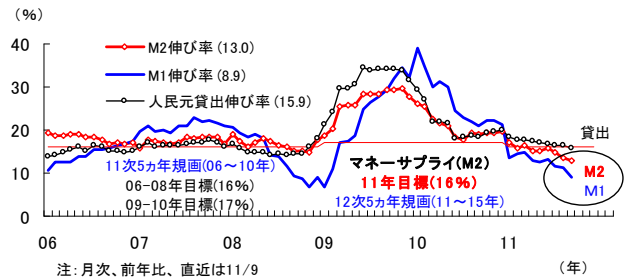
このように、すでに、中国の経済運営方針は微調整の動きがみられていた。12月上旬開催予定の中央経済工作会議(次年度の経済政策を決定)で、とくに金融政策において、同じ「穏健」(適度な引き締め~適度な緩和の幅)でも、「中立から適度な緩和」への動きが想定される。11月の経済指標は、CPIが前年比+5%割れ、不動産市場の調整進展、輸出の更なる鈍化などが予想され、先ず、12月には預金準備率の

[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

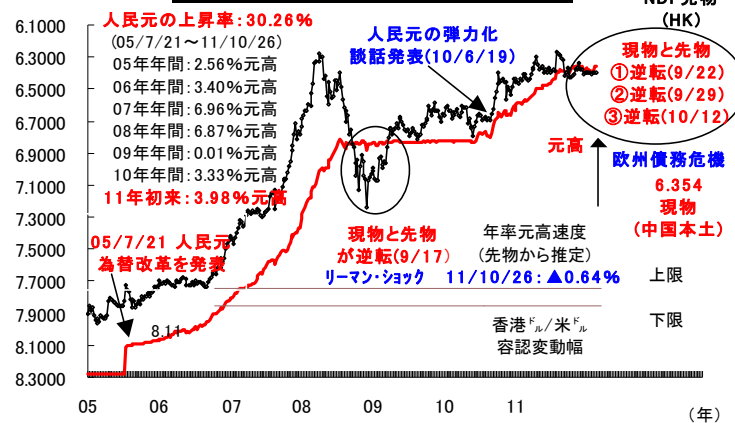
出所: 中国共産党中央政治局会議(11/7/22開催)資料を基にMSRC作成

中国のマネーサプライ、人民元貸出の伸び率の推移



注: 月次、前年比、直近は11/9
出所: 中国人民銀行資料、CEIC Dataを基にMSRC作成

人民元為替レート(現物と先物NDF[12M])の推移



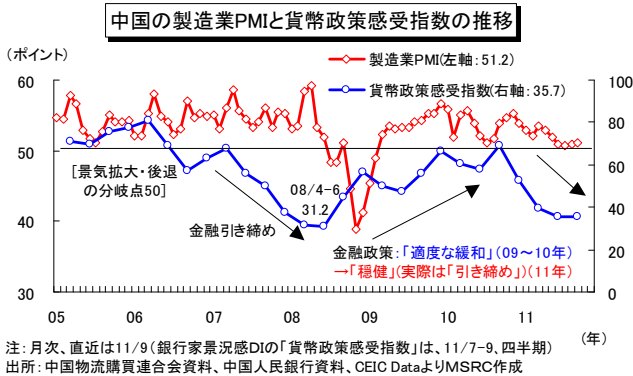
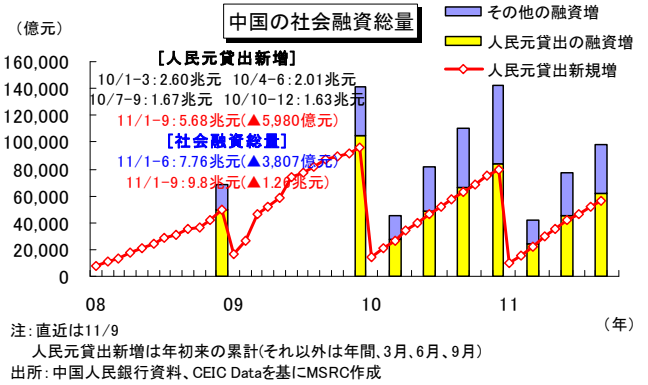
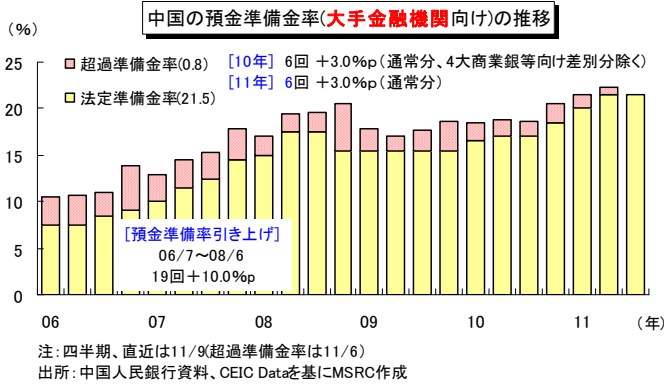
注: 直近は10/26 出所: Bloombergを基にMSRC作成

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基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。

引き下げ(主要な金融手段)が、次に 12年に入り、利下げも実施される可能性が高いと考えられる。

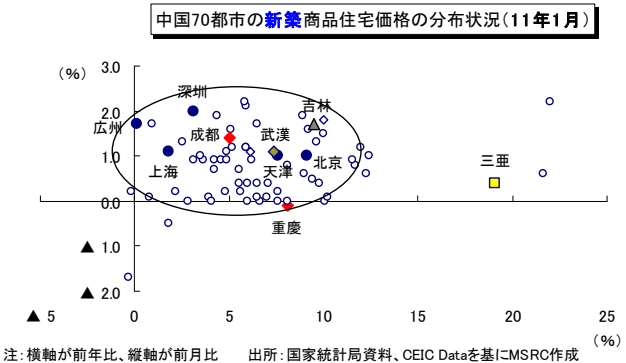
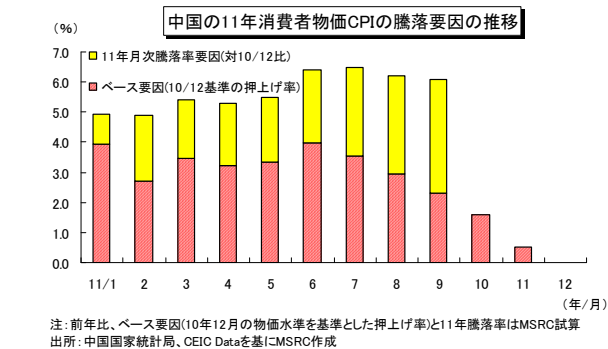
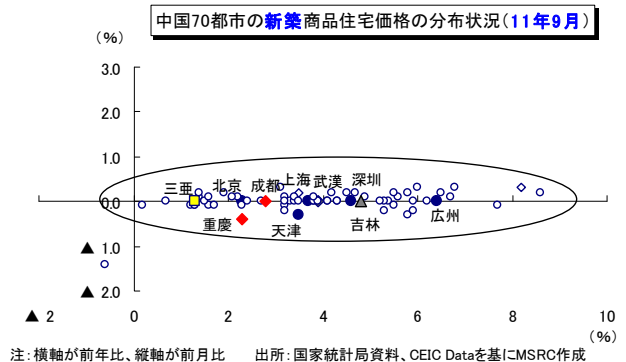
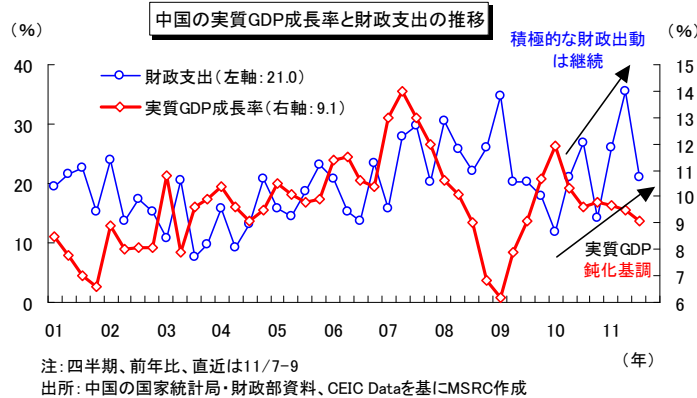
実質 GDP 成長率は、11 年年間で前年比+9.2% (10-12 月期: 同+8.6%)、12 年に、金融引き締め策の遅行的な影響、欧州債務危機の一層の顕在化などを受けて、前年比+8.0~8.5%が予想される。◆



【地方政府債務残高と償還の一覧】

(年)	前年比(%)	債務残(兆元)	償還金額(兆元)	償還比率(%)
07	-	4.5	-	-
08	23.5	5.6	-	-
09	61.9	9.0	-	-
10	18.9	10.7	-	-
11	-	-	2.6	24.5
12	-	-	1.8	17.2
13	-	-	1.2	11.4
14	-	-	1.0	9.3
15	-	-	0.8	7.5
16~	-	-	3.2	30.2

注: 償還金額と比率は10年末の債務残高10.7兆元(うち、約79%は銀行借入れ)に対する数値
出所: 中国審計署(国家の会計検査院に相当)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基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。

[中国の実質GDP成長率と需要項目別寄与度]

	実質GDP	最終消費支出	総資本形成	純輸出
10/1-3	11.9	6.2	6.9	▲ 1.2
1-6	11.1	3.9	6.5	0.6
1-9	10.6	3.6	6.2	0.7
1-12	10.4	3.8	5.6	1.0
11/1-3	9.7	5.9	4.3	▲ 0.4
1-6	9.5	4.6	5.1	▲ 0.1
1-9	9.4	4.5	5.0	▲ 0.1

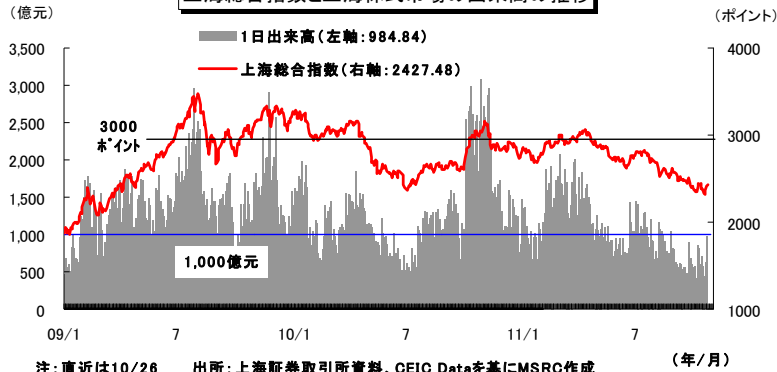
注: 年初来累計の数値 出所: 中国国家统计局資料、CEIC Dataを基にMSRC作成

[中国の地域別最低賃金引き上げ一覧(2010~11年)]

地区	No	省・市・自治区	2010年				2011年		
			最低賃金(元/月)		平均上昇率	実施日	最低賃金(元/月)		平均上昇率
			最高	最低			最高	最低	
直轄市	1	北京市	960		20.0%	10年7月1日	1160		20.8%
	2	天津市	920		12.2%	10年4月1日	1160		26.1%
	3	上海市	1120		16.8%	10年4月1日	1280		14.3%
		重慶市	680	520		08年1月1日	870	710	27.9%
東北地区	4	吉林省(長春)	820	680	22.9%	10年5月1日			
	5	遼寧省(瀋陽)	900		28.6%	10年7月1日			
		黒竜江省(ハルビン)	680			08年1月1日			
東部地区	6	山東省(済南)	920	600	21.2%	10年5月1日	1100	800	19.6%
	7	江蘇省(南京)	960	670	13.1%	10年2月1日	1140	800	18.8%
	8	セツ江省(杭州)	1100	800	15.3%	10年4月1日	1310		19.1%
	9	福建省(福州)	900	600	24.5%	10年3月1日	1100		22.2%
	10	広東省	1030	710	21.1%	10年5月1日	1320	850	28.2%
		広州	1100		27.9%	10年5月1日	1300		18.2%
		深セン	1100		15.8%	10年7月1日	1320		20.0%
中部地区	11	海南島	830			10年7月1日			
		河北省(石家荘)	750			08年7月1日			
	12	山西省(太原)	850	640	15.5%	10年4月1日			
	13	安徽省(合肥)	720			10年7月1日			
	14	江西省(南昌)	720			10年7月1日			
	15	河南省(鄭州)	800			10年7月1日			
	16	湖北省(武漢)	900	600	28.9%	10年5月1日			
西部地区	17	湖南省(長沙)	850	600	27.8%	10年7月1日			
	18	シャーン西省(西安)	760	580	22.7%	10年7月1日			
	19	寧夏回族自治区(南寧)	710	605	18.0%	10年5月1日			
	20	雲南省(昆明)	830			10年7月1日			
		内蒙古自治区(フフホ)	680			08年1月1日			
		広西壮族自治区(南寧)	670			08年8月1日			
	四川省(成都)	650			07年12月26日				
	貴州省(貴陽)	650			07年11月1日				
	青海省(西寧)	600			08年5月1日				
	甘肅省(蘭州)	620			08年4月1日				
	新疆ウイグル自治区	800			08年8月1日				
	西蔵自治区	730			08年8月1日				

注: 2011年の平均上昇率は最高額を基準比較、空欄は未入手 出所: 中国労働ZIXUN網資料ほか各種資料を基にMSRC作成

上海総合指数と上海株式市場の出来高の推移



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基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。