

2011年11月24日

広告審査番号 MFB157-111124

MSRC 審査番号 06-B-111124-01

アジア経済ウォッチ (No.11-58)

＜中国＞欧州危機、不動産調整で資金流出へ変調 投資調査部 吉川 健治

景気全体に悪影響を及ぼすリスクが、「政策の微調整」の一層進展を後押し

ポイント

- 10月外貨購入ポジション残高が前月比▲249億元と07年10月以来のマイナス、とくにホットマネーが同▲1,860億元強と大幅に減少。資本規制下にあるものの、中国国内からアングラ・マネーが、香港などを經由し、資産市場(とくに不動産市場)の調整や元高一服などを嫌気
- 景気全体に悪影響を及ぼすリスクが高いため、「政策の微調整」の一層進展が後押しされる方向

[内外資金フロー(とくにホットマネー)、人民元レートの変調とその背景]

中国人民銀行が公表した10月の金融機関資金運用調達状況を見ると、外貨購入ポジション残高が前月比▲249億元と07年10月以来のマイナスとなり、とくにホットマネー(簡易方式による弊社MSRC試算)が同▲1,860億元強と大幅に減少し、リーマン・ショック当時の水準に並んだ。

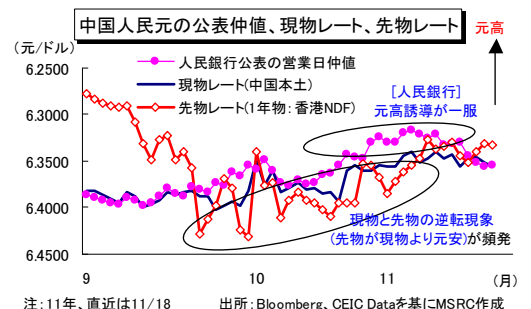
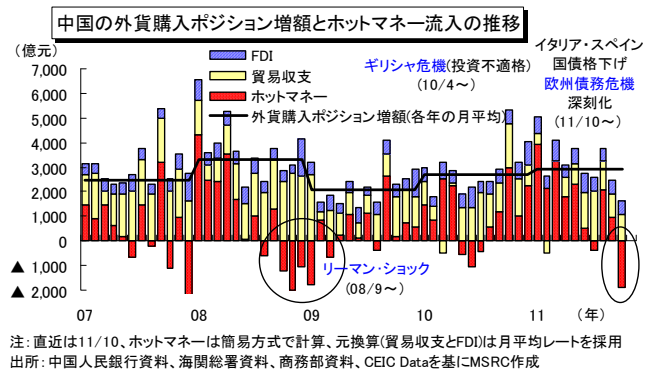
10月は、米国格付機関によるイタリア、スペインの国債格下げに伴い、欧州債務危機の先行き不安が一層高まった時期である。一方で、人民元(対ドル)の現物レート(中国国内市場)と先物レート(香港市場:NDF1年物)との関係において、9月下旬以降、逆転現象(先物レートが現物レートを下回る現象)が頻発し、リーマン・ショック(08年9月15日)後、約3年振りに、新たな危機の再来を示唆していた。

また、9月輸出にも欧州債務危機の影響が顕在化し、金融当局は輸出の先行き不安などを察知してか、人民元レート公表の仲値をみると、元高速度を緩和する一方、現物レートは9月~10月中旬にかけて、同仲値を下回る元安水準で取引される日々が多くなっていた。

リーマン・ショック当時と同様に、外部要因(欧州債務危機、輸出の先行き悪化や元高一服)と内部要因(金融引き締め、不動産市場の調整、景気減速の懸念など)を受けて、資本規制下にあるものの、中国国内からアングラ・マネーが、香港などを經由し、資産市場(とくに不動産市場)の調整や元高一服などを嫌気し、国外へ流出し始めたようだ。

[不動産市場の調整進展、価格指数が100割れ]

不動産市場は、「金九銀十」(9~10月が不動産販売旺盛なシーズン)の好景気に程遠く、厳しい結果が明確になり、加えて10月29日の国務院常務会議の要求内容(不動産コントロールを今後数ヵ月継続するなど)のとおり、少なくとも年末まで、厳しい局面が想定される。



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。

不動産景気指数が、6～7月頃から、調整の動きにあったが、10月には、不動産販売平均価格指数が、99.4pと分岐点の100を割った。08年9月～09年4月の期間に、リーマン・ショックの影響を受けて、100を下回る動きで推移しており、不動産価格の調整が本格化していることが認識される。一方、主要な70大中都市の中古住宅価格の動向をみると、とくに前月比で、下落が1月の2都市から10月に39都市に大幅に増加し、前年比でも、1月の5都市から13都市に増加するなど、右グラフの分布状況を比較すると、市況調整の進展が一目瞭然である。

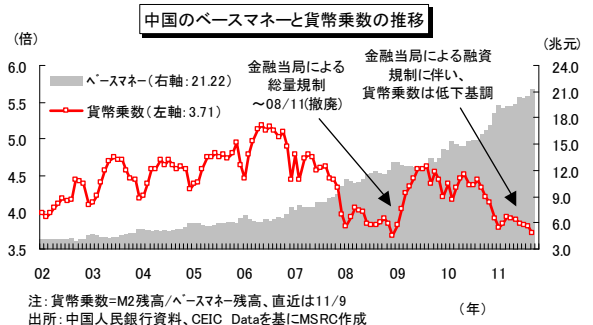
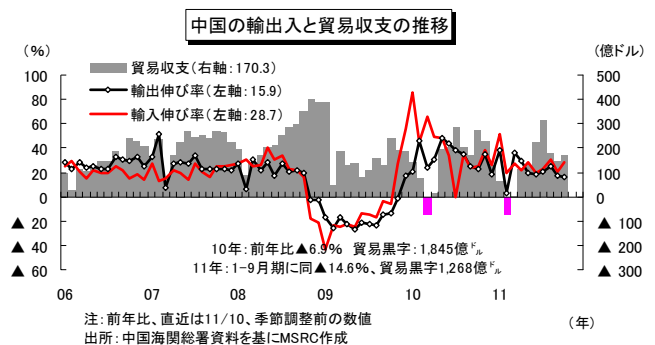
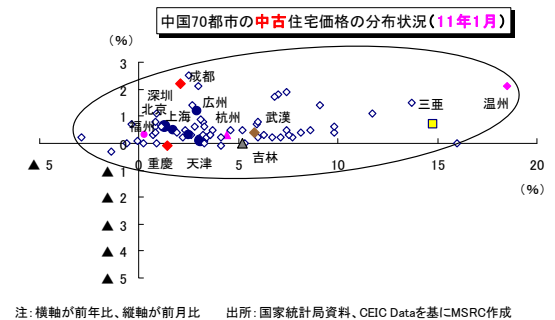
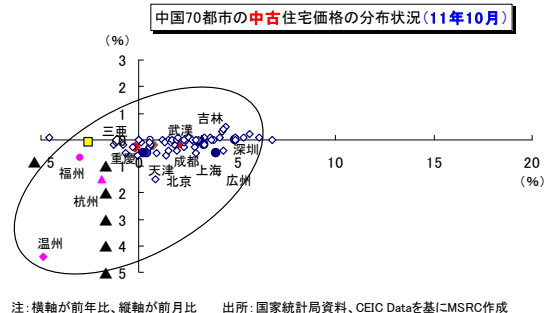
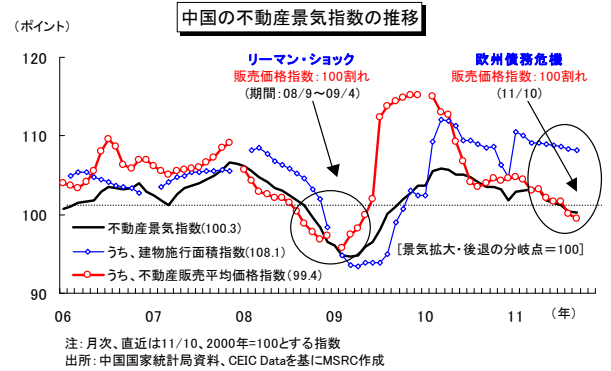
今後、不動産市場が予想以上に悪化すると、とくに地方財政の運営および経済開発の推進、銀行の経営財務の健全化などー景気全体に悪影響を及ぼすリスクが高いため、「政策の微調整」の一層進展を後押ししよう。

ここで、リーマン・ショックの中国経済への影響を3需要項目(投資、貿易、消費)別実質GDP成長率(P3を参照)をみると、貿易の動きが、マイナス成長に陥ると同時に、消費財小売総額も就業や所得の悪化を背景に、消費者信頼感指数の落ち込みに遅れて、急降下している。輸出、消費ともに09年に緩やかな回復、10年に拡大の動きに転じる一方で、固定資産投資は、大きな落ち込みがなく、景気のけん引役となった。更に、経済発展のリード役が、貿易の悪影響が比較的小さかった内陸地域へシフトし、かつ、従来の中央政府主導型の経済開発から、一部権限が委譲されて、地方主導型経済開発に変化したこと成長がけん引役となった。

最近の経済動向をみると、3年前と類似した動きがみられるが、主な異なる点は、①積極財政政策の下、不動産開発投資の大幅な調整は想定し難く、②輸出も米国景気の底堅さで大幅な調整回避が予想され、一方で前回と同様に、③国内の厳しい金融コントロール解除による対応も可能なことから、P3の中国経済予測のとおり、12年は前年比+8%台の成長を維持しよう。

【金融政策、および11-12年の経済予測】

今後の金融政策を展望すると、12月上旬開催予定の中央経済工作会议(次年度の経済政策を決定)が注目され、金融政策は、「適度な金融引き締め」から、「中立および適度な緩和(輸出と不動産の動向次第では緩和へ転換も)」への動きが想定され、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る中、経済政策の変更の動きとして、先ず、12月には預金準備率の引き下げ(主要な金融手段)の可能性が高いと想定される。利下げは、12年以降、内外経済情勢を睨み、1-3月期に実施が期待される。政府は、政策の的確性、柔軟性、予見性を一層強化し、

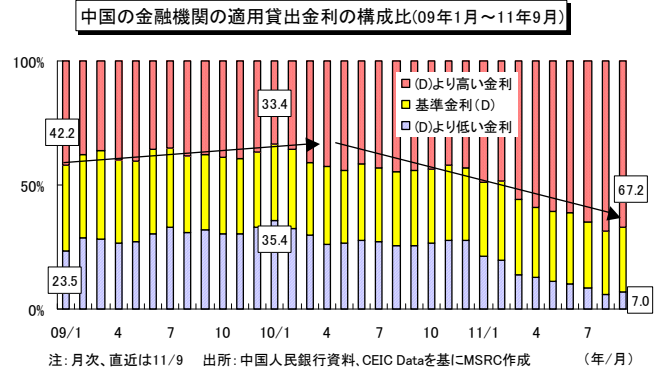
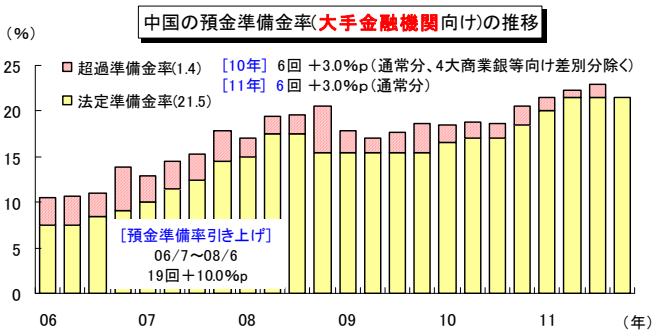


みずほ証券リサーチ&コンサルティング

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。

陰の銀行の横行などによる金融構造の歪み(とくに中小企業の厳しい経営[融資難、高金利]に直面)を是正することが求められている。

外需面では、貿易の拡大幅鈍化・収支均衡が進展する中、内需の拡大を中心に巡航速度への動きが想定され、みずほ証券リサーチ&コンサルティング(MSRC)では、実質 GDP 成長率の11年予測を前年比+9.2%(前期:+9.4%)と若干下方修正、12年予測を欧州向け中心に外需圧力による景気下押しが高まり、前年比+8.5%(前期:+9.4%)に下方修正した。12年予測の実質 GDP 成長率では、年前半が厳しく、前年比+8%台前半に、年後半にやや持ち直し、同+8%台後半の動きを予想する。◆



注: 四半期、直近は11/10(超過準備金率は11/9)  
出所: 中国人民銀行資料、CEIC Dataを基にMSRC作成

注: 月次、直近は11/9 出所: 中国人民銀行資料、CEIC Dataを基にMSRC作成 (年/月)

[中国経済の予測総括表]

(単位:%)

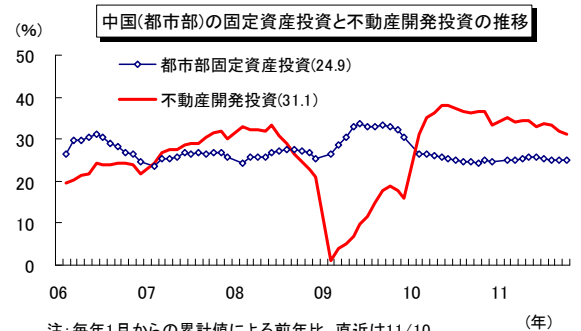
(年)	実質GDP成長率	消費財小売総額	社会固定資産投資	輸出	輸入	貿易収支(億ドル)	消費者物価	鉱工業生産(付加価値)	人民元(元/円)
06	12.7	13.7	24.0	27.2	19.9	1,775	1.5	16.6	7.805
07	14.2	16.8	24.8	25.7	20.8	2,622	4.8	18.5	7.304
08	9.6	21.6	25.5	17.2	18.5	2,940	5.9	12.9	6.828
09	9.2	15.5	30.1	▲16.0	▲11.2	1,961	▲0.7	11.0	6.827
10	10.4	18.4	23.8	31.3	38.7	1,831	3.3	15.7	6.607
11 MSRC予想	9.2	16.7	24.0	20.0	23.9	1,653	5.5	13.9	6.315
12 MSRC予想	8.5	15.5	23.6	8.9	11.1	1,416	4.1	12.8	6.040

注: 前年比、社会固定資産投資は農村部を除く数値、人民元レートは期末直  
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

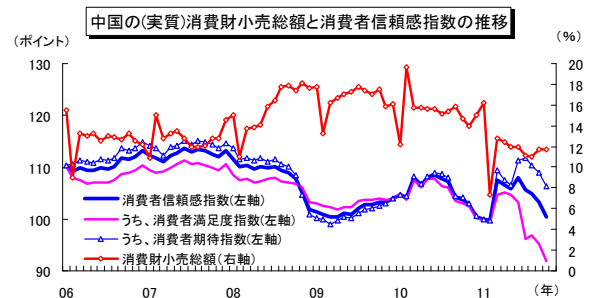
[中国の11~12年需要項目別実質GDP成長率予測]

	実質GDP成長率	最終消費支出	総資本形成	純輸出
2006/12	12.7	9.5	13.5	2.0
2007/12	14.2	10.7	14.6	2.5
2008/12	9.6	8.3	11.0	0.8
09/1-3	6.6	9.0	14.8	▲4.2
09/1-6	7.5	6.4	16.1	▲1.8
09/1-9	8.2	8.8	21.6	▲3.9
09/1-12	9.2	9.2	24.6	▲3.6
10/1-3	12.0	12.7	14.7	▲1.2
10/1-6	11.2	8.0	13.9	0.6
10/1-9	10.7	7.6	13.0	0.7
10/1-12	10.4	8.0	11.7	1.0
2011 MSRC予想	9.2	9.3	10.3	▲0.2
11/1-3	9.7	12.3	8.9	▲0.5
11/1-6	9.6	9.6	10.6	▲0.1
11/1-9	9.4	9.4	10.4	▲0.1
11/1-12	9.2	9.3	10.3	▲0.2
2012 MSRC予想	8.5	8.6	9.9	▲0.4
12/1-3	8.3	10.6	8.2	▲0.8
12/1-6	8.3	8.9	9.5	▲0.5
12/1-9	8.4	8.6	9.7	▲0.4
12/1-12	8.5	8.6	9.9	▲0.4

注: 前年比、純輸出は寄与度  
出所: 中国国家统计局、CEIC Dataを基にMSRC作成、予想はMSRC予想



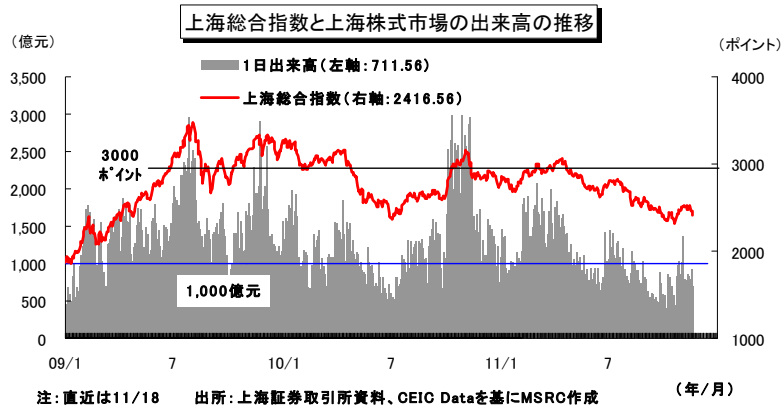
注: 毎年1月からの累計値による前年比、直近は11/10  
出所: 中国国家统计局資料、CEIC Dataを基にMSRC作成



注: 月次ベース、前年比、直近は11/10、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。