

2011年12月9日

広告審査番号 MFB157-111209

MSRC 審査番号 06-B-111209-01

アジア経済ウォッチ (No.11-59)

<中国> 中央経済工作会議の12年経済政策

投資調査部 吉川 健治

12月CPI+4%割れも、「成長維持、構造調整」の下、金融は穏健を基本に微調整

ポイント

- 11月の物価統計をみると、①消費者物価指数CPIが、前年比+4.2%と鈍化、前月比では▲0.2%とインフレ圧力は一層緩和の動きに。一方、②生産者物価指数PPIは、前年比+2.7%、前月比▲0.7%、③原材料・燃料価格は、前年比+5.1%、前月比▲0.7%と2つの物価指標ともに前年比で大幅鈍化、前月比で2ヵ月下落に転換。12月のCPI前年比上昇率は、+4%を割る可能性も
- 温家宝首相の「予見性ある政策微調整」の10月発言以降、過去12回の預金準備率引き上げから12月5日引き下げ(▲0.5%p)に転換。党政府の主要任務は、「物価安定」から「成長維持」へシフト。12月12~14日開催予定の中央経済工作会議(次年度の経済政策決定)では、「インフレの防止、成長の維持、構造調整の推進」の下、金融政策は「穏健」を基本に予見性、的確性、柔軟性ある微調整を、財政政策は「積極的」継続を予測

[11月の物価統計評価]

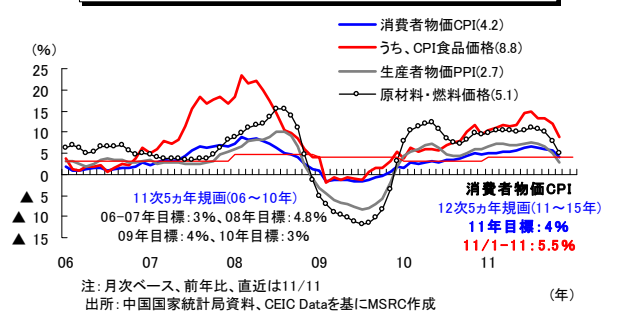
11月の物価統計をみると、①消費者物価指数CPIが、前年比+4.2%と鈍化、前月比では▲0.2% (10月:前月比+0.1%)とインフレ圧力は一層緩和の動きに。一方、②生産者物価指数PPIは、前年比+2.7%、前月比▲0.7% (同▲0.7%)、③原材料・燃料価格は、前年比+5.1%、前月比▲0.7% (同▲0.7%)と2つの物価指標ともに前年比で大幅鈍化、前月比で2ヵ月下落に転じた。

川上分野では、世界景気減速懸念に伴う国際商品市況(P3 グラフ参照)の調整(原油除く)の動きを反映し、安定化の動きが顕著になってきた。一方、川下分野は、賃金の大幅上昇、生活様式の変化などに伴う嗜好ニーズ向上があるものの、予想以上の豊作や高価格品の儉約などで食品価格が安定化基調に、非食品価格は衣類のみコスト上昇分の価格転嫁で比較的高い伸びも、その他品目は落ち着いた動きにある。中国のマクロコントロールの成果が一層顕在化方向にあり、12年の物価動向は、内外景気減速予測の下、安定した動きが予想される。

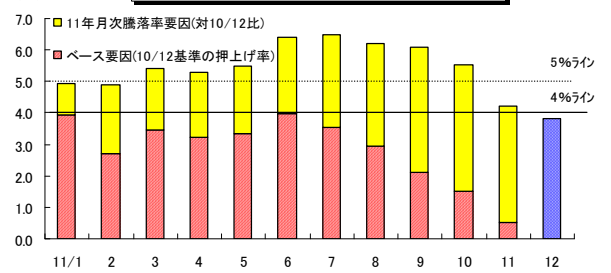
CPIの上昇要因を前年比でみると、①ベース要因(10年12月の物価水準を基準に、昨年月次の水準から試算した前年比伸び率)が、11年6月にピークアウト後、12月(0%)には大幅に緩和、②年初来の前月比上昇要因が、11月も食品価格(CPIバスケット比率で3割強)の前月比で安定化基調、非食品価格も不動産市場の構造変化(市況抑制とコスト高との関係)に伴う居住価格(CPIバスケット比率:19%弱)の上昇圧力が緩和する方向にあり、12月のCPI前年比上昇率は、+4%を割る可能性が高まっている。

50都市主な食品の内訳を前月比でみると、11月にと

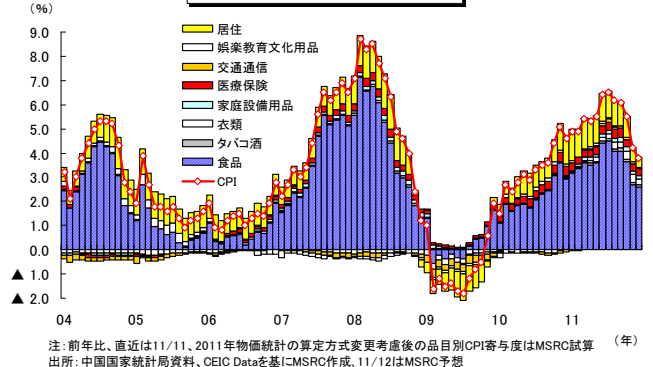
中国の消費者物価、食品価格、生産者価格、原材料価格



中国の11年消費者物価CPIの騰落要因の推移



中国の品目別消費者物価CPI寄与度

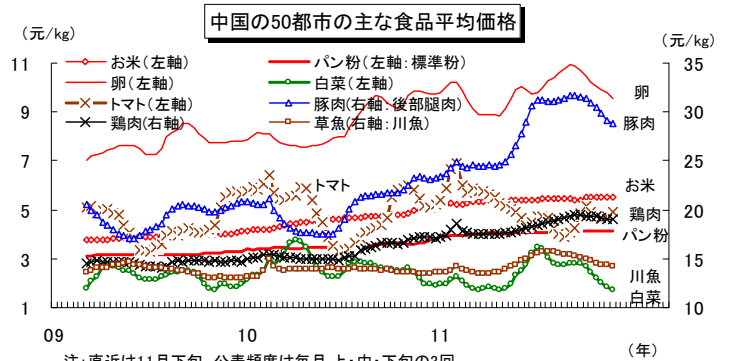


本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものに基づき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

くに豚肉価格が▲1%、鶏肉が+0.2%と安定基調で、水産品(鯉、川魚など)や白菜、卵もマイナス継続する一方、米、パン粉など穀物関係は落ち着いた動きで推移しており、最も収穫量の多い秋の季節に予想以上に良かったことや政府の対策などを背景に、食品全体では安定ながらも軟調の兆しがみられる。

非食品価格は、11月に前月比で、品目別に騰落はあるものの、全体的には+0.1%(10月:+0.2%)とやや鈍化の兆しがみられる。なお、人件費、借入金利高、物流費高などに対する価格引き上げも景気減速の下、競争激化で難しい環境に変化しつつあり、かつ、電力など公共価格値上げの申請の批准が、緩やかな上昇に留められているようだ。

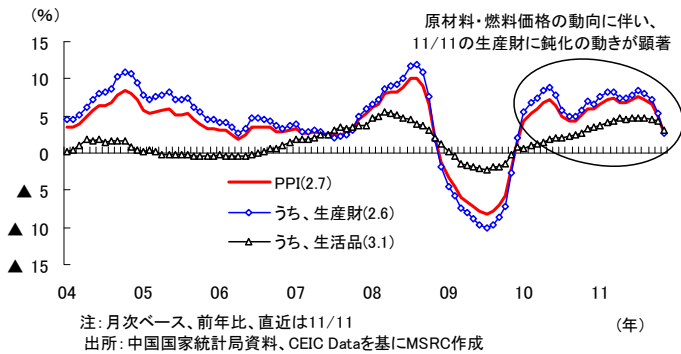
内訳をみると、11月に、衣類が前月比+1.4%(10月:同+1.6%)と相対的に高い伸びである一方、タバコ・酒類が同+0.3%(同+0.5%)、家庭用品類が同+0.3%(同+0.1%)、医療衛生類が同+0.2%(同▲0.1%)、居住類は同+0.0%(同+0.1%)、交通・通信費類が同▲0.2%(同▲0.3%)、娯楽・教育文化用品・サービス類が同▲0.8%(同+0.2%)と低い騰落率で推移している。



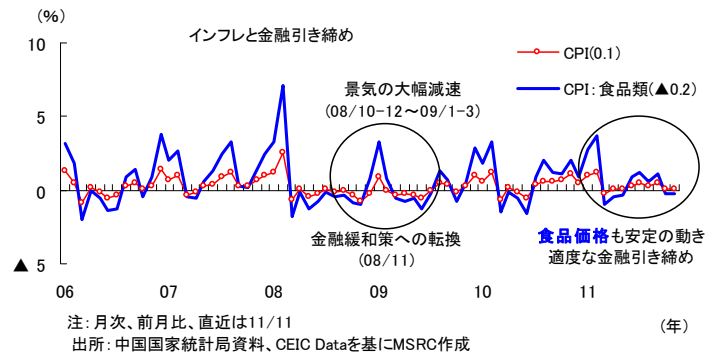
[11年および12年の景気物価予測]

みずほ証券リサーチ&コンサルティング(MSRC)では、CPI前年比上昇率を、11月の毎四半期の経済予測見直しで、10-12月期に+5.0%(12月:+4.1%)、11年年間を+5.5%、12年年間を+4%に、一方、実質GDP成長率は、10-12月期に前年比+8.6%、11年年間を+9.2%、12年年間を+8.5%に下方修正した。なお、11月のCPIは予想以上に低下、この基調からみると、11年年間では前年比+5.4%(12月:同+4%弱、10-12月期:同+4.5%)程度に下方の動きが想定される。

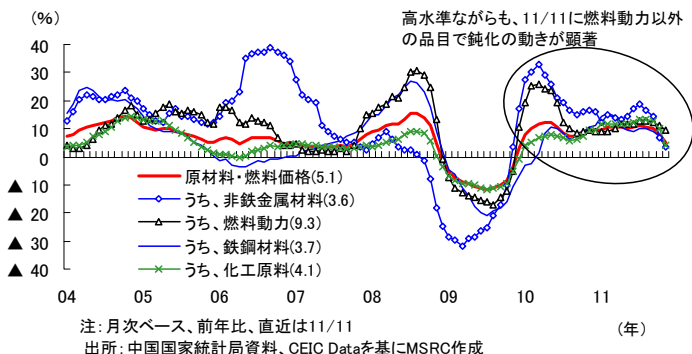
中国の生産者価格PPIの推移



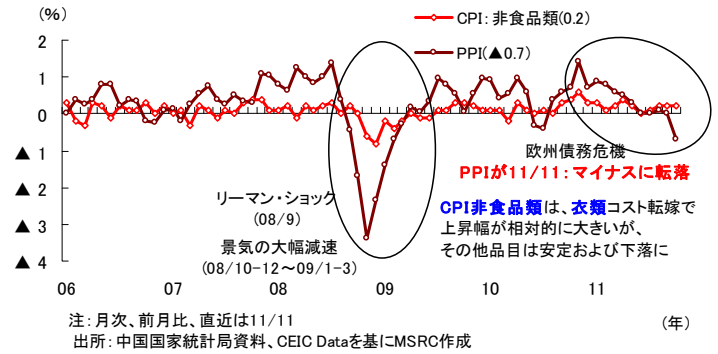
中国の消費者物価と食品価格および金融政策



中国の原材料・燃料価格の推移

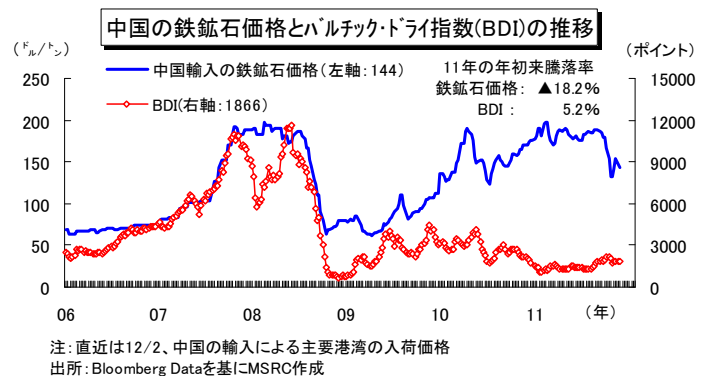
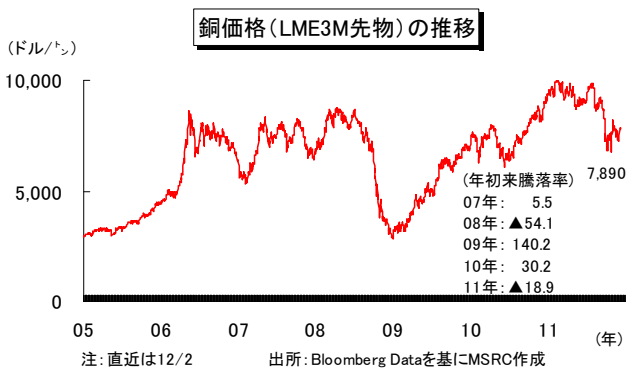
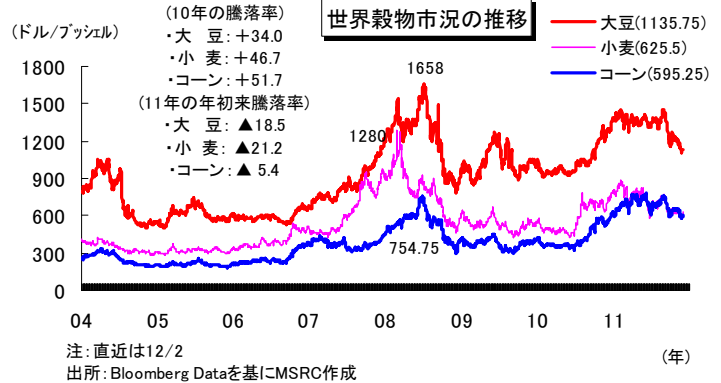
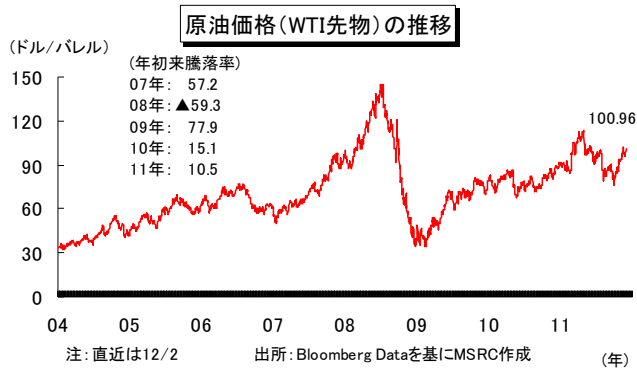


中国の消費者物価CPIの非食品価格と生産者価格



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。



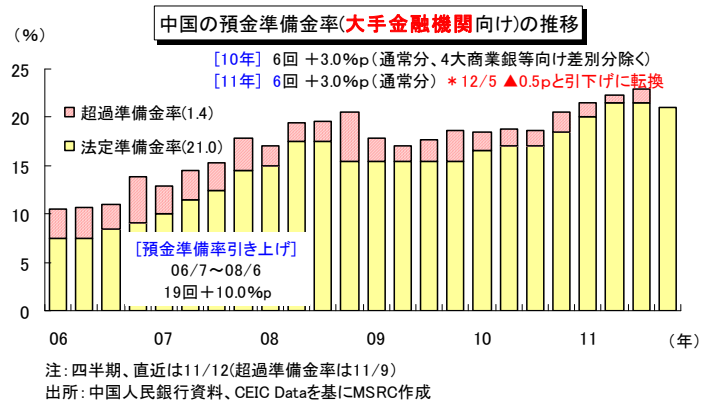
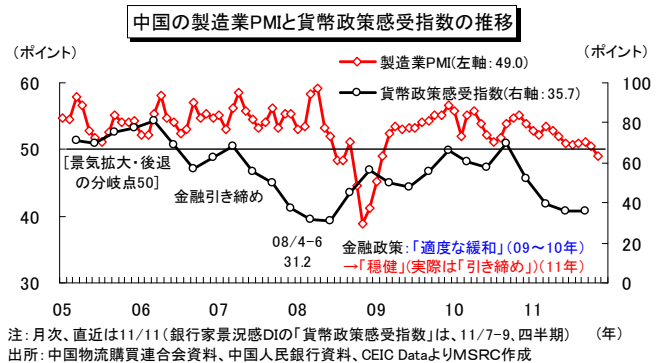
最新の景気情勢および今後の経済政策

11月の製造業購買担当者指数(製造業PMI)が、前月比で▲1.4pの49.0と09年2月(49.0)以来、33ヵ月ぶりに景気拡大・後退の分岐点(50)を割った。とくに新規受注が同▲2.7pの47.8と34ヵ月ぶりに50を割れ、製造業PMIを大きく押し下げた(▲0.81p)。

注目点として、雇用は2ヵ月連続50割れで低下し、指数構成項目以外では、輸出受注が前月比で▲3.0pの45.6と50割れで大幅低下、一方で製品在庫が+2.8pの53.1と50超で大幅上昇するなど、中国のマクロコントロールや欧州債務危機、世界景気減速などの影響が一層顕在化している。

不動産市場(P4~5 グラフ参照)も、上半期にバブル形成の勢いを健全化するために、とくに7月の中共中央政治局会議以降、不動産コントロールが強化され、市場は調整局面にあるが、党政府指導部は、今後、大きな変動を抑制するため、適時、適度に調整を図る運営方針であり、当面、継続しよう。

一方、10月下旬、天津で開催の経済情勢座談会における温家宝首相の『予見性ある政策微調整』の発言以降、11月30日夕方に中国人民銀行は、預金準備率の引き下げ(▲0.5%pの21.0%に、12月5日



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。

施行)を発表した。10年1月～11年6月まで、12回の引き上げを実施していたが、インフレ圧力の緩和や景気の減速などを背景に引き下げに転換し、党政府の主要任務は、「物価安定」から「成長維持」へのシフトを示唆していると言えよう。

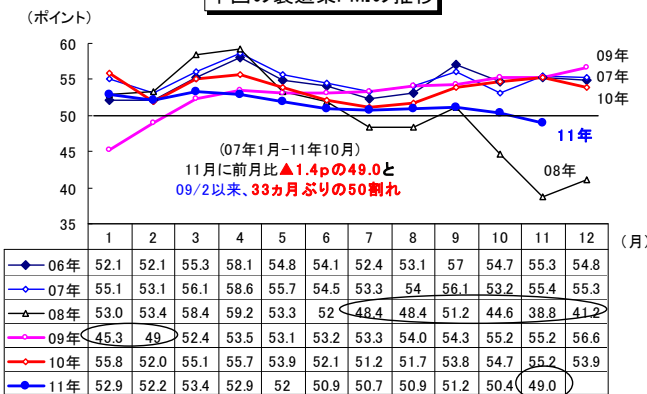
預金準備率引き下げの発表日が、①11月の製造業PMI(50割れ)公表日の前日と企業マインド、消費者マインド、投資家マインドへの影響を睨んだ動きとも、かつ、②FRB、ECB、日銀など6中央銀行によるドル通貨スワップ枠の拡大の公表日と偶然にも一致し、先進国との政策協調の可能性も考えられる。

今後の経済政策を展望するに、中国国内のエコノミストの12年の金融政策・経済方針に対する見方をいくつか紹介すると、「構造調整を継続し、全体的に金融緩和策ではない」、「金融政策の穏健基調に変化なく、総体的に比較的緩和ぎみである」、「穏健な政策が継続し、適時適度に予見的な微調整が行なわれる」、「穏健ながらの引き締めから穏健ながらの緩和への動きに」、「反デフレの展開の下、成長維持を図る」などで、以上の見方を総合すると、党政府の経済社会運営方針(P5の一覧表を参照)である「インフレの防止、成長の維持、構造調整の推進」に集約され、リーマン・ショック当時の中国経済社会環境と異なり、白黒を明確にした経済政策を打ち出し難い内外経済情勢の複雑性を反映していると言えよう。

「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」との党政府の方針の下、金融政策は「穏健」を基本に予見性、的確性、柔軟性ある微調整を行い、財政政策は「積極的」が継続されよう。

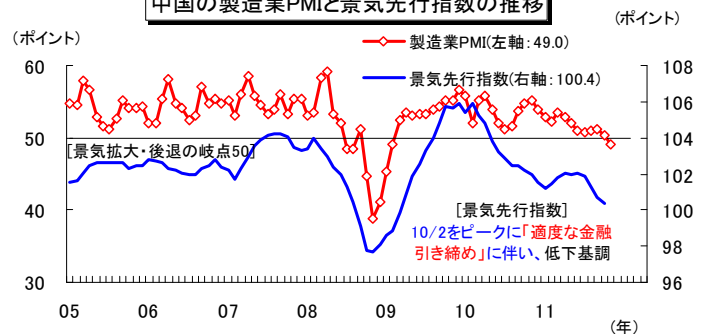
12月の最大の関心事であった中央経済工作会議(次年度の経済政策を決定する会議)の開催日程は、内外経済金融情勢の複雑性の下、EU首脳会議の動向や11月の国内経済指標の公表などを確認した上で検討・採択するとのプロセスから、従来と比べかなり遅れて、12月12～14日になったとも推察される。なお、同工作会議の事前会議である党政治局会議が招集され、経済運営方針の基調が決定された上で、中央経済工作会議では、その基調方針に基づき、12年の経済政策が採択される。◆

中国の製造業PMIの推移



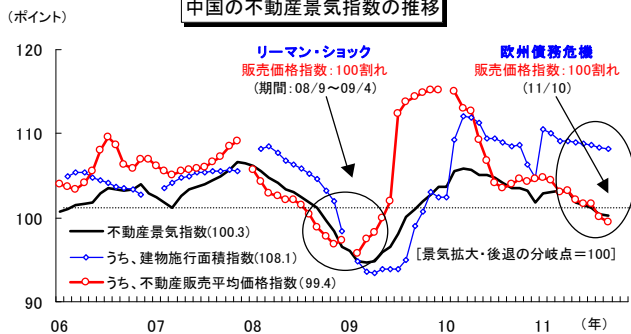
出所:中国物流購買連合会資料、CEIC Dataを基にMSRC作成

中国の製造業PMIと景気先行指数の推移



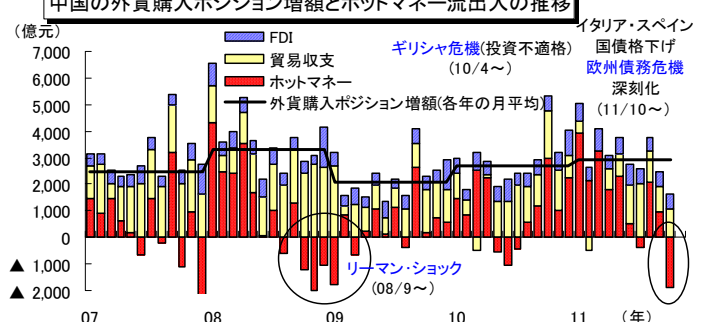
注:月次、直近は11/11(景気先行指数は11/10)
出所:中国物流購買連合会資料、中国国家统计局資料、CEIC DataよりMSRC作成

中国の不動産景気指数の推移



注:月次、直近は11/10、2000年=100とする指数
出所:中国国家统计局資料、CEIC Dataを基にMSRC作成

中国の外貨購入ポジション増額とホットマネー流入の推移



注:直近は11/10、ホットマネーは簡易方式で計算、元換算(貿易収支とFDI)は月平均レートを採用
出所:中国人民銀行資料、海関総署資料、商務部資料、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

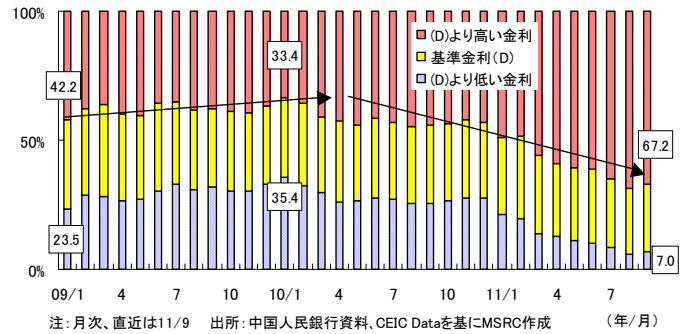
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものに基づき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

[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、安定的で比較的速度い成長を図る
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

中国の金融機関の適用貸出金利の構成比(09年1月～11年9月)



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)

[中国共産党中央政治局会議が要求する「4つの更なる重視点」と「5つの堅持すべき点」]

「4つの更なる重視点」	No	内容	「5つの堅持すべき点」	No	経済発展方式の転換要素	その働き
	①	人民を本位とする		①	経済構造の戦略的調整	重点攻撃方向
	②	全面的協調により持続可能な発展を図る		②	技術進歩と自主創新	重要な支え
	③	国全体の利益のために統一的に按配すると同時に、各方面の利益をも考慮する		③	国民生活の保障と改善	根本の出発点と着地点
④	国民生活の保障と改善を図り、社会の公平正義を促進する	④	資源節約型かつ環境に優しい社会の建設	重要な力点		
			⑤	改革開放	強大な原動力	

出所：「胡総書記主催の中国共産党中央政治局会議」に関する新華社報道資料(10/9/28)を基にMSRC作成

[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/%)
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
11/10-12予想	8.6	16.0	22.0	13.0	17.0	561	5.0	13.0	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値

出所：中国国家统计局資料、中国海關總署資料、CEIC Dataを基にMSRC作成、予想はMSRC予想

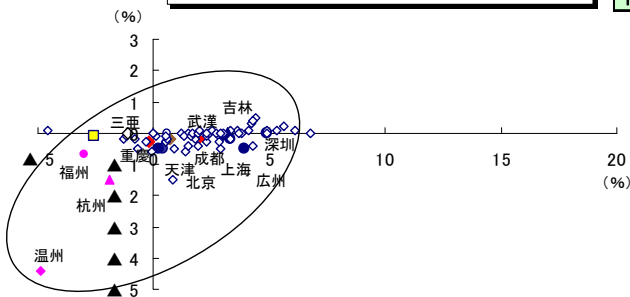
[中国の11～12年需要項目別実質GDP成長率予測]

(年)	前年比(%)			
	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

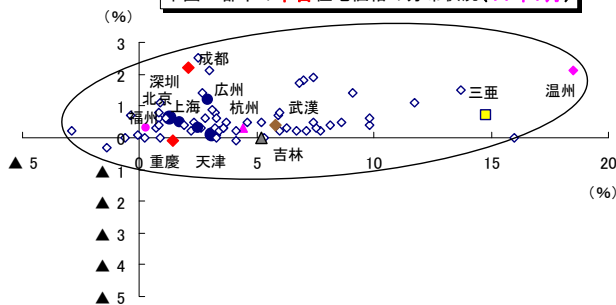
出所：中国国家统计局、CEIC Dataを基にMSRC作成、予想はMSRC予想

中国70都市の中古住宅価格の分布状況(11年10月)



注：横軸が前年比、縦軸が前月比 出所：国家统计局資料、CEIC Dataを基にMSRC作成

中国70都市の中古住宅価格の分布状況(11年1月)



注：横軸が前年比、縦軸が前月比 出所：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。