

2011年12月19日

広告審査番号 MFB157-111219

MSRC 審査番号 06-B-111219-01

アジア経済ウォッチ (No.11-60)

<中国> 12年経済政策運営の解釈と経済予測

投資調査部 吉川 健治

総合的基本思想は「安定の中で進める」、きめ細かい政策運営、内需中心に+8%成長

ポイント

- 総合的基本思想は、「穏中求進」(「安定の中で進める」の意)であり、①「穏」は「マクロ経済政策の基本的安定、安定的で比較的速い経済発展、物価水準の基本的安定」を維持することである。②「進」は、「経済発展方式の転換、改革開放の深化、民生の改善」を進展。会議は「現在、中国の経済発展上には、不均衡、不協調、持続不可能な矛盾や問題が非常に突出」を強調。従来のような規模的な成長一辺倒や白黒が明確な金融政策などの延長ではなく、新たな政策運営への転換の時代に
- 12年の経済運営は、「安定成長、構造調整、物価安定」の3つのバランス運営を図るため、金融政策は、「穏健」を継続も適時適度に微調整を図り、財政政策も「積極」を継続、内需中心に+8%成長は維持。11年の財政動向は、1-11月累計で収入が9.7兆元強と増勢で、11年年間では政府計画比+1割強の10兆元超はほぼ確実、積極的な財政政策が、景気を下支え

[12年の経済政策運営]

12年の経済政策運営を決定する党政治局会議(9日、政策運営の基調を決定)、中央経済工作会議(12-14日、党政治局決定の政策基調を下に、政策運営の具体的な内容を採択)が、12月に開催された。

その総合的基本思想は、「穏中求進」(「安定の中で進める」の意)であり、①「穏」は「マクロ経済政策の基本的安定、安定的で比較的速い経済発展、物価水準の基本的安定」を維持することである。②「進」は、「経済発展方式の転換、改革開放の深化、民生の改善」を進展させることである。

また、経済発展方式の転換を通じて、安定的で比較的速い経済発展を維持し、同時に11年のインフレ抑制の成果を強固にすることが重要である。経済発展方式の転換により、経済運営上の深い次元の矛盾を解決し、経済構造上の重大なねじれ関係の調整を図る必要がある。

したがって、12年の経済運営は、「安定成長、構造調整、物価安定」の3つのバランス運営を図るため、金融政策は、「穏健」を継続も適時適度に微調整を図り、財政政策も「積極」を継続、内需中心に+8%成長は維持されよう。

ここで特に留意して置きたい点として、中央経済工作会議において、「強調」、「指摘」、「認識」の3つの言葉が使用されているが、特にに会議が「強調」する内容の中に、「現在、中国の経済発展上には、不均衡、不協調、持続不可能な矛盾や問題が非常に突出しており、経済成長の下押し圧力と物価上昇圧力が並存し、一部企業の生産経営が困難で、エネルギー節約・排出汚染物減少の情勢が厳しく、経済金融などの分野も些か無視し難い潜在リスクを抱えていることをしっかりと心得ていくべきである」とのとおり、従来のような規模的な成長一辺倒や白黒が明確な金融政策などの延長ではなく、新たな政策運営への転換の時代に入ったと捉えるべきであろう。

[中央経済工作会議における12年経済政策運営の主要な内容一覧]

項目	内容
総合的基本思想	「 <u>穏中求進</u> 」(「安定の中で進める」の意)
① 「 <u>穏</u> 」(安定)	・マクロ経済政策の基本的安定
	・安定的で比較的速い経済発展
② 「 <u>進</u> 」(推進)	・物価水準の基本的安定
	・経済発展方式の転換
重要で密接な3つの関係	・改革開放の深化
	・民生の改善
マクロコントロールの重要な位置づけ	(1) 経済発展方式の転換
	(2) 安定的で比較的速い経済発展
経済政策	(3) 物価の安定
	・経済運営上の突出した矛盾や問題を解決
経済工作の主要な任務	・経済運営上の潜在的リスクを有効に防止
	・金融政策: 「 <u>穏健</u> 」を継続も予見性ある政策微調整
	・財政政策: 「 <u>積極</u> 」を継続
	① マクロコントロールの強化・改善を継続し、安定的で比較的速い経済発展を促進する
	② 「 <u>三農</u> 」工作の強化を怠らず堅持し、農産品の供給能力を高める
③ 経済構造調整を速め、自主協調的経済発展を促進する。	
④ 重点領域や鍵となる分野の改革を深化し、対外開放水準を高める	
⑤ 国民生活の保障、改善を大に行い、社会管理を強化、創新する	

出所: 11年12月開催の中央経済工作会議資料を基にMSRC作成

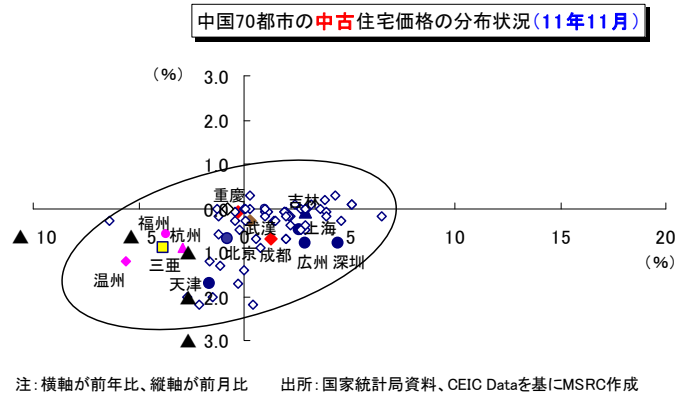
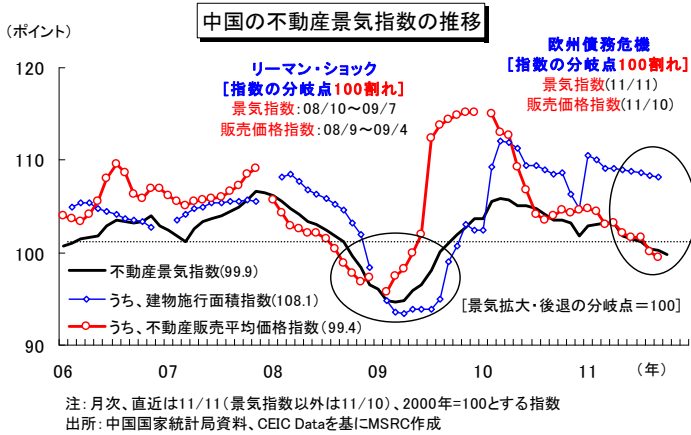
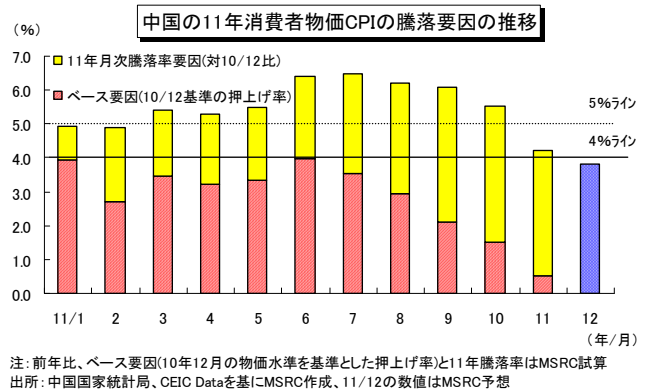
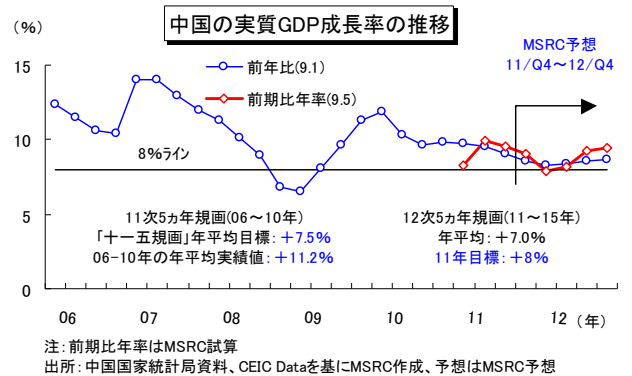
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

【景気情勢および12年経済予測】

今後の中国経済を展望すると、まず、11年7月の中央政治局会議での優先事項であった①物価の安定は、CPIで7月に前年比+6.5%から11月に同+4.2%で、12月には同+4%弱(弊社予想)と11年政府目標(4%以内)に至り、12年のCPI弊社予想でも、前年比+4%以内と物価の安定が図られよう。

一方、②不動産市場の動向は、中国景気のハードランディングを占う重要な要因の1つであるため、今後、情勢の変化に応じたきめ細かい政策運営が求められる。11年上半期にバブル形成の勢いを健全化するために、7月の中央政治局会議以降、不動産コントロールが強化され、その成果が顕在化している。

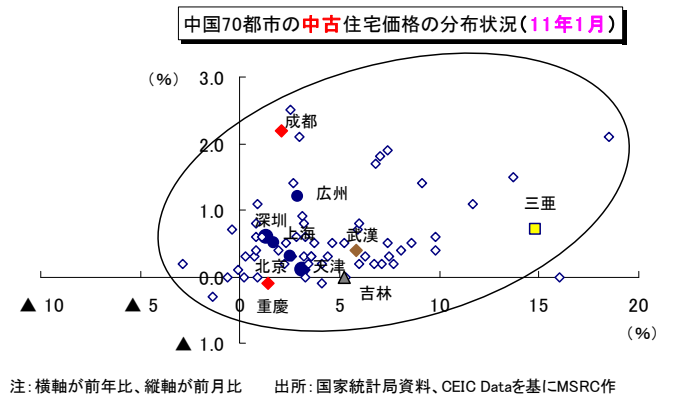
不動産景気指数をみると、景気指数が11月に、販売平均価格指数が10月にリーマン・ショック以来、景気拡大・後退の分岐点100を割った。11年10月下旬での国務院常務会議で今後数ヵ月調整を継続するとの発表からも、少なくとも12年第1四半期末頃まで、市場の調整は続こう。但し、党政府指導部は、今後、大きな変動を抑制するために、適時、適度に調整を図っているため、都市化の進展などに伴う潜在的な根強い実需の下、ハードランディング・シナリオにまで発展することは想定し難い。



【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
06	12.7	13.7	24.0	27.2	19.9	1,775	1.5	16.6
07	14.2	16.8	24.8	25.7	20.8	2,622	4.8	18.5
08	9.6	21.6	25.5	17.2	18.5	2,940	5.9	12.9
09	9.2	15.5	30.1	▲16.0	▲11.2	1,961	▲0.7	11.0
10	10.4	18.4	23.8	31.3	38.7	1,831	3.3	15.7
11 MSRC予想	9.2	16.7	24.0	20.0	23.9	1,653	5.5	13.9
11/10-12予想	8.6	16.0	22.0	13.0	17.0	561	5.0	13.0
12 MSRC予想	8.5	15.5	23.6	8.9	11.1	1,416	4.1	12.8

注: 前年比、社会固定資産投資は農村部を除く数値  
出所: 中国国家統計局資料、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。

**[輸出: 欧州債務危機で当面、鈍化基調。 人民元や外貨購入残高: 不動産調整なども影響、変調の動き]**

欧州債務危機、世界景気減速による中国の輸出への影響は、中国の輸出動向に及んできた。11年11月に前年比で、輸出が+13.8%と鈍化基調、とくにEU向け輸出が11月に同+5.0%と3ヵ月連続で2ケタの伸びを割り、減速の動きが顕著、一方でASEAN向けが同+2割台に、米国向けが同+1割台後半に持ち直した。

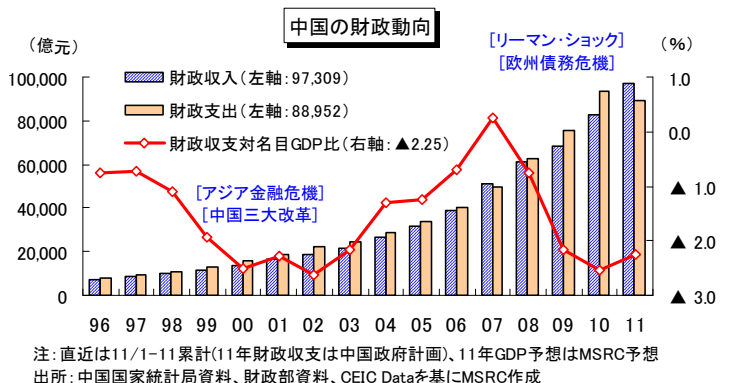
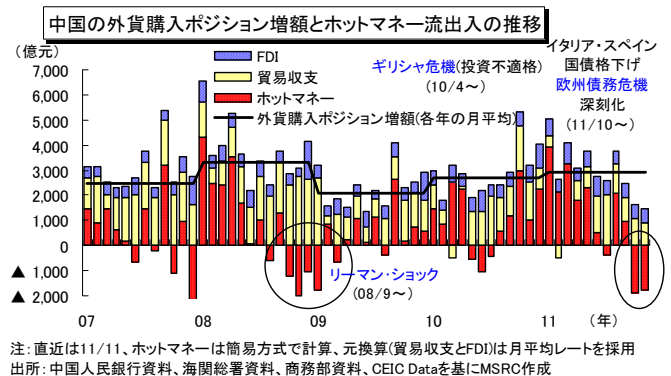
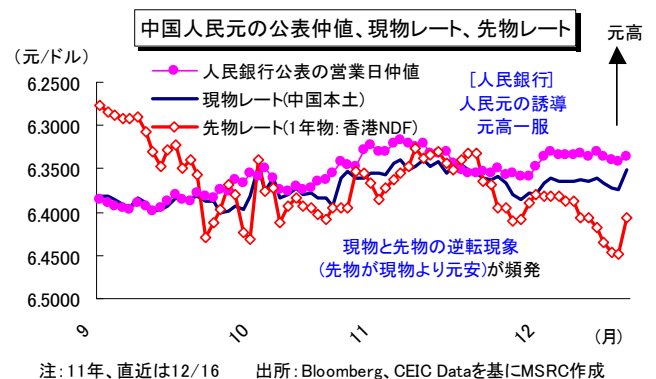
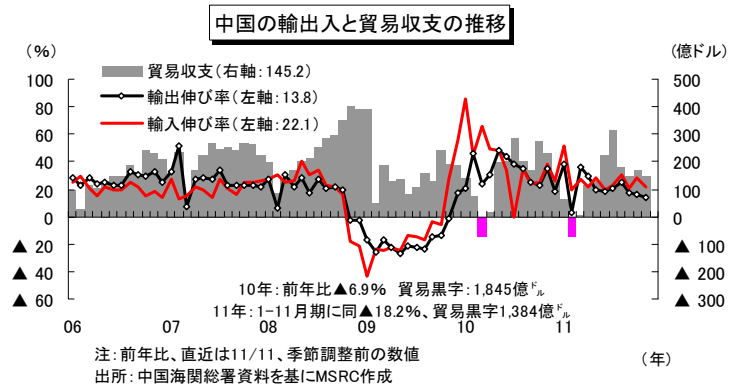
金融当局は輸出の先行き不安などを察知してか、人民元レート公表の仲値をみると、元高一服の動きで、現物レートは11年9月～10月中旬および11月中旬以降、同仲値を下回る元安水準で取引される日々が多くなり、かつ、人民元(対ドル)の現物レート(中国国内市場)と先物レート(香港市場NDF1年物)との関係で、9月下旬以降、逆転現象(先物レートが現物レートを下回る現象)が頻発。さらに、金融機関資金運用調達状況は、外貨購入ポジション残高が前月比で10月(▲249億元)、11月(▲279億元)と2ヵ月連続マイナスで、ホットマネー(簡易方式での弊社試算)が各々▲1,860億元、▲1,760億元と大幅に減少、リーマン・ショック当時の水準に並んだ。

確かに、EU債務危機の影響を受けるものの、米国景気が比較的底堅く、アジアなど新興国景気も堅調であることから、12年中国輸出は前年比+1割程度の成長を予想している。12年人民元為替レートでは、外需の先行き不安に伴い、輸出減速が懸念され、当面、元高にブレーキがかかるも、12年後半以降、基本的に漸進的な元高基調に回帰を想定している。

**[経済政策: 財政は積極、金融は政策微調整]**

11年の財政動向をみると、1-11月累計で収入が9.7兆元強と増勢で、11年年間では政府計画比+1割強の10兆元超はほぼ確実である。

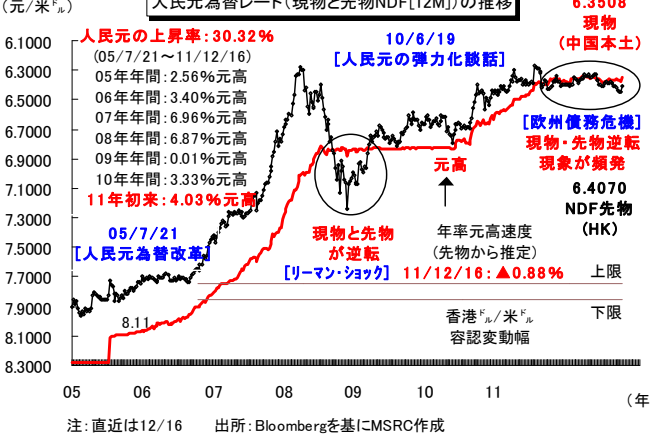
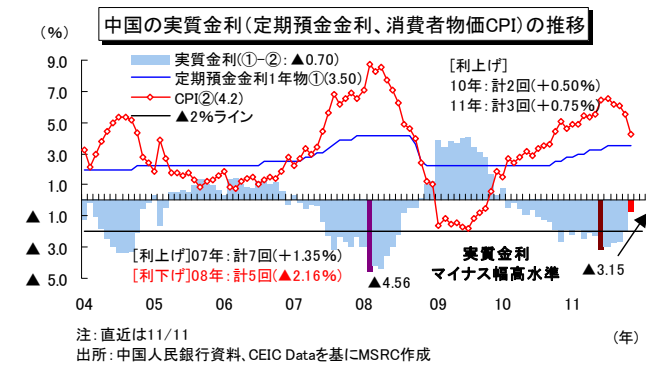
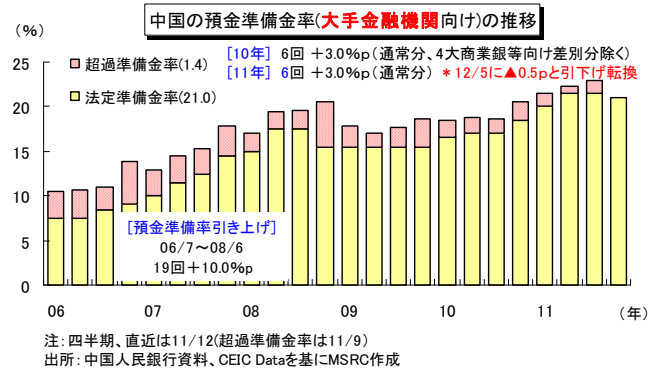
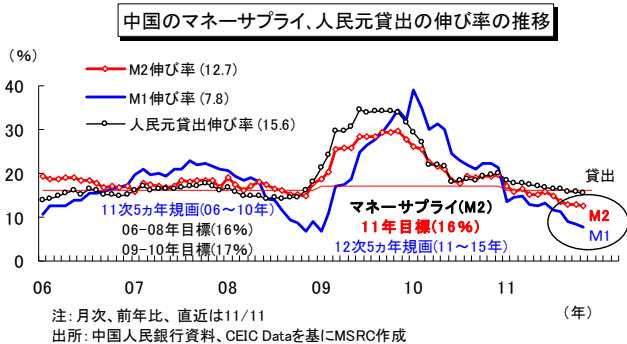
12年の経済政策は、財政政策が「積極」継続で、金融政策が、昨年と同様に「穏健」ながらも、従来の「適度な金融引き締め」(11年11月のM2:前年比+12.7%と政府目標の+16%から下方にかい離)から、「中立を基本に予見性ある政策微調整」との解釈がされる。11年12月5日に約3年ぶりの預金準備率引き下げに転換、引き続き、



**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。

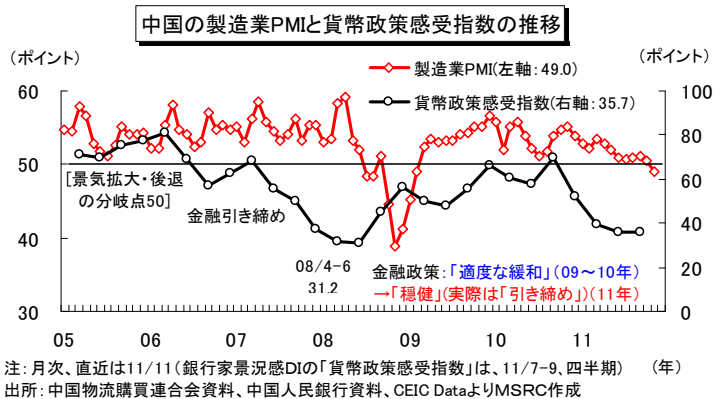
適時適度に引き下げが実施されよう。金利は、マクロコントロールの主要任務であった物価安定が、11年11月にCPIが前年比+4.2%と任務完遂の道筋がみえ、実質金利(1年物定期預金)が▲0.70%と改善方向。世界景気減速に伴う輸出鈍化などで、12年上半期に中国景気の下押しが強まるため、「利下げ」が12年1-3月期に実施される可能性が高まろう。



**[製造業 PMI: 当面 50 割れも。投資・消費: 内需の底堅さが継続]**

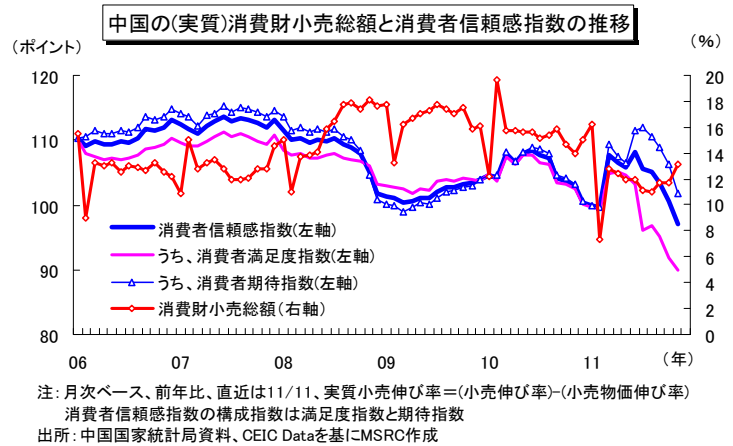
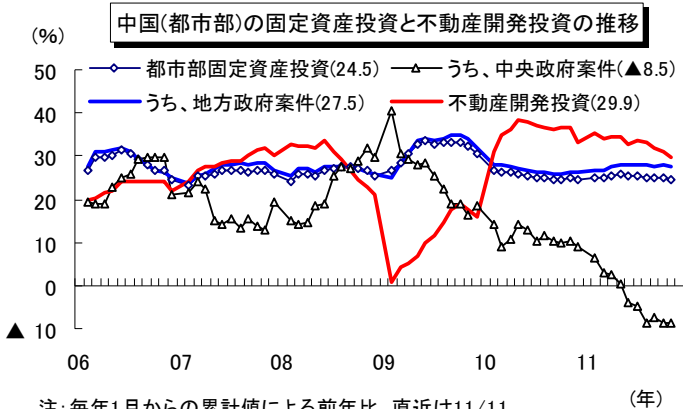
製造業購買担当者指数(製造業 PMI)が、11年11月に前月比で▲1.4pの49.0と33カ月ぶりに景気拡大・後退の分岐点を割った。リーマン・ショック当時で50割れが累計で7ヵ月示現したが、今回は、少なくとも11年12月~12年3月の期間に、ほぼ50割れで推移しよう。

都市部固定資産投資は、11年1-11月累計で、前年比+24.5%(11月単月では同+21.3%と急減速)と鈍化基調。不動産開発投資は保障性住宅の建設促進などで高水準も、新規の経済開発の抑制などで、同+3割弱に鈍化した。12年実質投資は高水準も緩やかな鈍化基調が続こう。



消費財小売総額は、11年11月に実質で前年比+12.8%と消費者信頼感指数が急低下も、持ち直しの動

きにある。12年実質消費は就業安定や所得増などで鈍化も底堅く推移しよう。



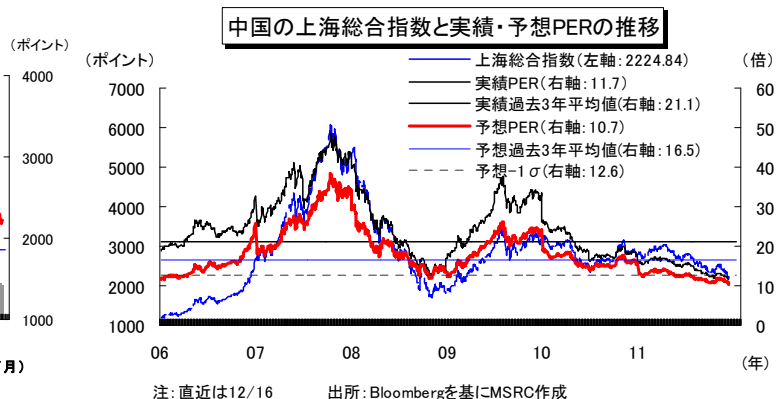
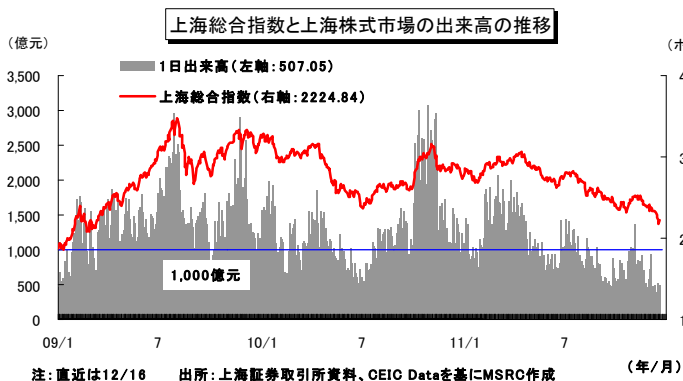
**[中国株式市場:内外要因の不確実性で方向性模索。12年3月まで軟調相場、4月以降下値切上げを想定]**

上海総合指数は、欧州財政危機と世界景気減速の懸念、金融緩和の期待はずれなどを背景に、年初来騰落率が、▲2割程度の2200前後と冴えない相場展開で推移している。

足元の動きは、株価バリエーション面では、予想PER(株価収益率)が、予想過去3年平均値(一標準偏差)ベースでも、10倍強とリーマン・ショック当時の水準(12倍前後)を下回り、下値目処が見極め難しく、上海株式市場の1日出来高は、目安となる1,000億元を大きく下回る薄商いで推移しており、投資家の株式離れが反映されていると言えよう。また、景気減速懸念に伴う上場企業経営の先行き不安などが、株価バリエーションに影響を与えていると言えよう。

一方、中国を取り巻く国際的政治外交・安全保障問題(12年1月の台湾総統選挙の動向、北朝鮮の金正日氏の死去に伴う今後の朝鮮半島情勢への影響など)も、新たに浮上しており、今後の動向が注目される。

12年の株式相場予測は、国内で不動産調整の継続、金融政策の微調整(緩和偏重との予測難)、海外で欧州債務危機(1-3月期:イタリアなどの国債償還集中)や世界景気減速の影響により、3月頃まで軟調な株式相場に、4月頃以降、下値切上げの相場展開を想定している。◆



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。