

2012年1月13日

広告審査番号 MG5900-120113-20

MSRC 広告審査・管理番号 06-B-120113-01

アジア経済ウォッチ (No.12-03)

<中国>景気物価、金融情勢と経済政策運営

投資調査部 吉川 健治

インフレ安定化、12月も資金流出がM2に影響、年前半に預金準備率引き下げ集中も

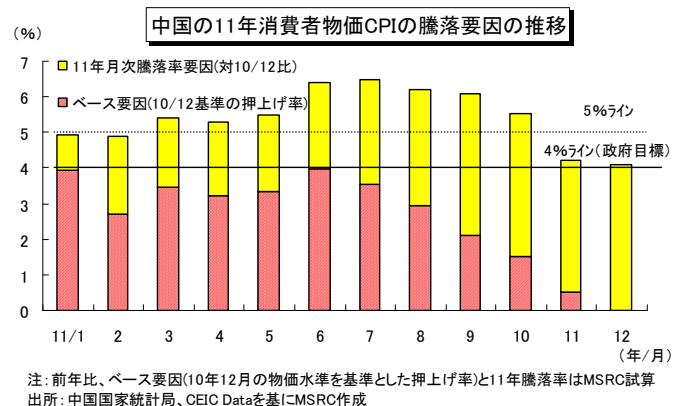
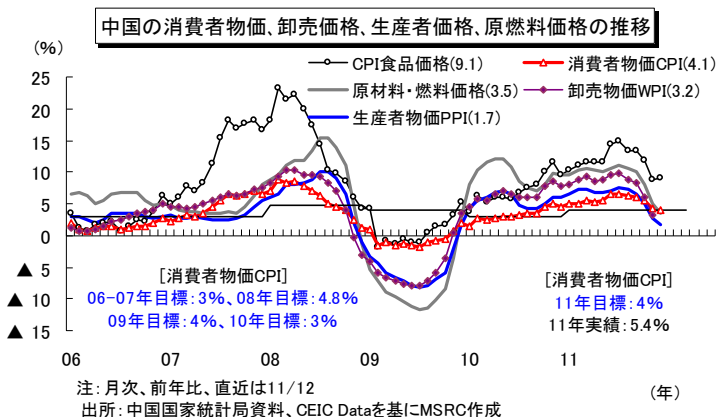
ポイント

- ▶ 物価動向は、川上分野では、欧州債務危機、世界景気減速懸念に伴う国際商品市況の調整の動きを反映し、安定化の動きが顕著。一方、川下分野は、賃金の上昇、生活様式の変化などに伴う潜在的インフレの下、食品価格中心に物価上昇圧力は根強いも、きめ細かいマクロコントロールや川上分野の物価の落ち着きで、安定化方向。12年見通しでは、①コスト上昇分の価格転嫁の動きと②内外景気減速の先行き懸念による販売価格の下押し圧力とのせめぎ合いが想定され、11年の経済環境と異なり、比較的安定した物価の動きが予想
- ▶ 金融政策は、ホットマネーが11年10~11月と2ヵ月連続大幅減少、リーマン・ショック当時の水準に並んだが、この現象は、マネーサプライの動向にも影響し、安定的な経済成長などから、12年のマネーサプライ M2 目標は前年比+14%程度を想定。資金需要が最も強い1~3月期にも2~3回の預金準備率引き下げの可能性

[物価情勢の11年総括と12年の物価見通し]

12月の物価統計をみると、①消費者物価指数が、季節要因(元旦連休)などに伴い、前月比+0.3%(11月:前月比▲0.2%)と上向いたものの、前年比では+4.1%とやや鈍化し、政府目標(4%以内)にほぼ落ち着き、インフレ抑制策の効果が顕在化した。一方、②生産者物価指数は、前年比+1.7%(11月:前年比+2.7%)、前月比▲0.3%(11月:前月比▲0.7%)、③原材料・燃料価格は、前年比+3.5%(同+5.1%)、前月比▲0.4%(同▲0.7%)と2つの物価指数がともに前月比で下落が継続し、前年比ではピーク時の水準から大幅に鈍化した。

川上分野では、欧州債務危機、世界景気減速懸念に伴う国際商品市況の調整(P2のグラフ)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、賃金の上昇、生活様式の変化などに伴う潜在的インフレの下、食品価格中心に物価上昇圧力は根強いものの、きめ細かいマクロコントロールや川上分野の物価の落ち着きを受けて、安定化方向にある。12年見通しでは、①コスト上昇分の価格転嫁の動きと②内外景気減速の先行き懸念による販売価格の下押し圧力とのせめぎ合いが想定され、11年の経済環境(①の影響が相対的強かった状況)と異なり、比較的安定した物価の動きが予想される。

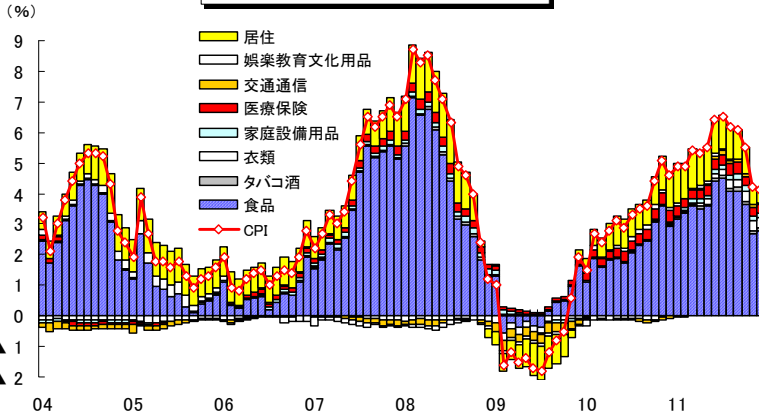


CPIの上昇要因を前年比でみると、11年は、①ベース要因(前年12月の物価水準を基準に、昨年月次の水準から試算した前年比伸び率)が、8月頃まで押し上げ、②年初来の前月比上昇要因が、9月頃まで上昇基調にあり、6~9月の期間に前年比+6%台と高水準を維持したが、10月以降、マクロコントロールの強化や国際商品市況の調整などに伴うインフレ圧力の安定化および、ベース要因の剥落により、12月に政府目標の物価上昇水準に落ち着いた。12年には、①ベース要因が、当社試算で11年と比較し、総じて低

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。

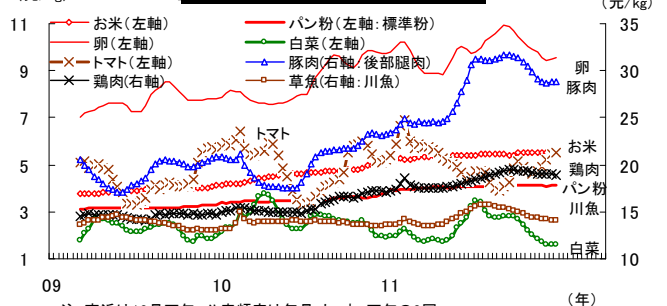
位の物価押し上げ率 (1月は+3%程度とやや高いものの、2~5月の期間に+2%前後と相対的に低位で、6~12月[ゼロ]まで低下基調)や、インフレ期待の安定化を勘案すると、年間で前年比+4%程度(11年:前年比+5.4%)が想定される。

中国の品目別消費者物価CPI寄与度



注:前年比、直近は11/12、2011年物価統計の算定方式変更考慮後の品目別CPI寄与度はMSRC試算  
出所:中国国家统计局資料、CEIC Dataを基にMSRC作成

中国の50都市の主な食品平均価格



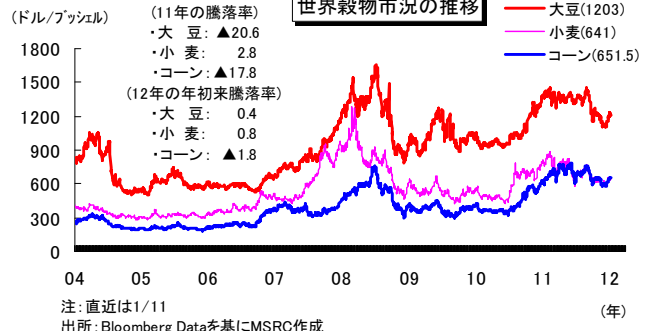
注:直近は12月下旬、公表頻度は毎月上・中・下旬の3回  
出所:中国国家统计局資料、CEIC Dataを基にMSRC作成

原油価格(WTI先物)の推移



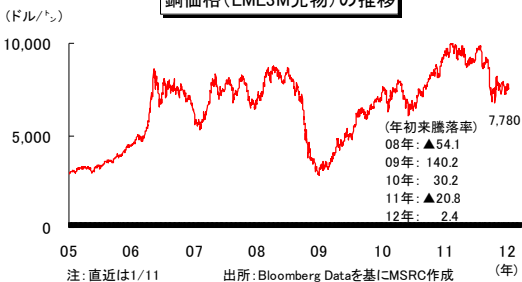
注:直近は1/11 出所:Bloomberg Dataを基にMSRC作成

世界穀物市況の推移



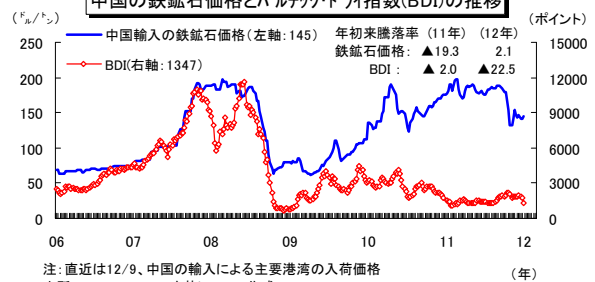
注:直近は1/11 出所:Bloomberg Dataを基にMSRC作成

銅価格(LME3M先物)の推移



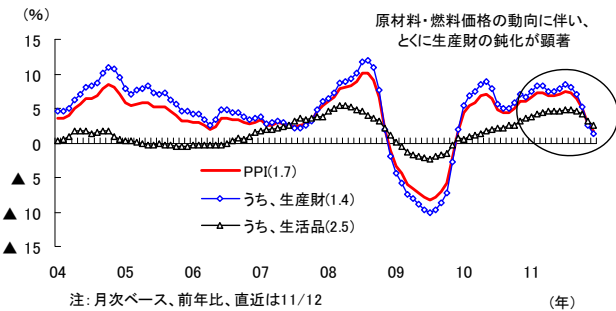
注:直近は1/11 出所:Bloomberg Dataを基にMSRC作成

中国の鉄鉱石価格とバルチック・ドライ指数(BDI)の推移



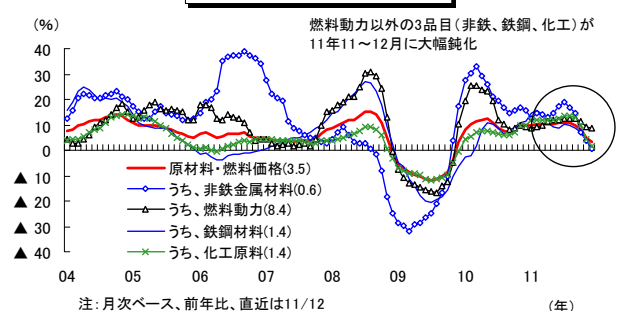
注:直近は12/9、中国の輸入による主要港湾の入荷価格  
出所:Bloomberg Dataを基にMSRC作成

中国の生産者価格PPIの推移



注:月次ベース、前年比、直近は11/12  
出所:中国国家统计局資料、CEIC Dataを基にMSRC作成

中国の原材料・燃料価格の推移



注:月次ベース、前年比、直近は11/12  
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。

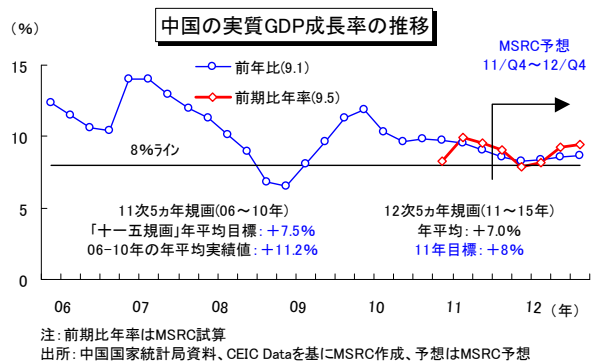
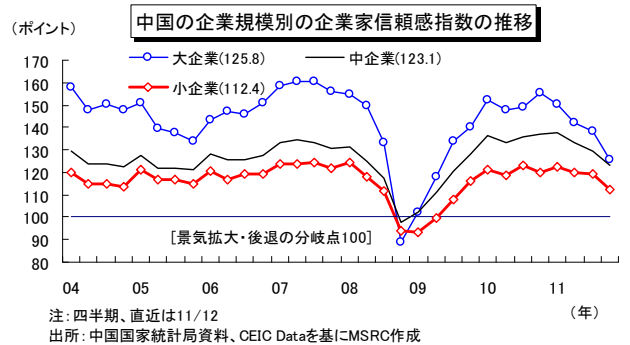
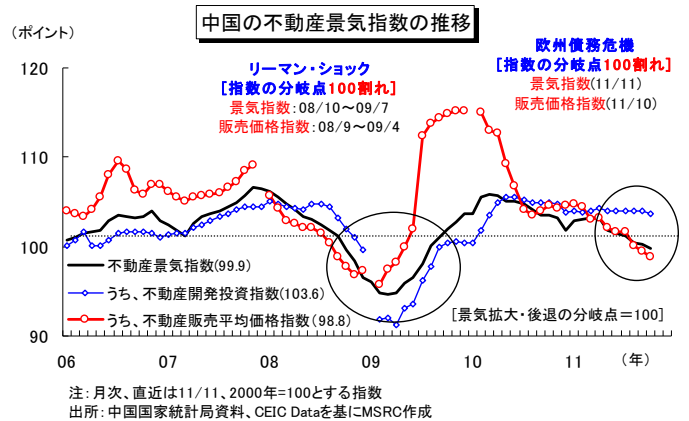
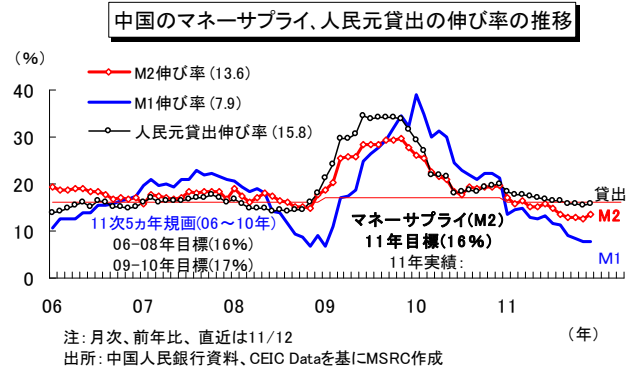
[12年の経済政策運営の方向性]

11年12月の中央経済工作会議において、12年の経済運営の基本思想を「穏中求進」（「安定の中で進める」の意）と定め、「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」を継続し、適時適度に微調整を図り、財政政策も「積極」を継続することを採択した。

まず、物価については、潜在的インフレ圧力を抱える中、引き続き、安定化に向けた対策を実施する方針である。12年に公布される予定の中央1号文件（党の最優先課題）では、科学技術部の9日報告によると、計6つの課題のうち、3つが農業関係課題（農業科学技術の創新、農業発展の現代化など）が盛り込まれていると発言しており、インフレの主なけん引役である食品価格の安定化に向けた対策が認識される。

つぎに、中国景気のハードランディングを占う重要な要因である不動産市場については、不動産景気指数が11年11月に、同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を割り、足元、調整が継続している。今後、大きなバブル崩壊リスクを回避するため、適時適宜、同市場の調整を図る方針であり、かつ、人民銀行による12月の都市住民アンケート調査で、不動産価格不満指数が72.9pと依然、高水準維持しているなどを踏まえて、12年第上半期頃まで、一定の下落を想定される。ただし、都市部中心街から近郊地区の商品房不動産物件は、台頭する中産階級層以上を中心に購入需要は根強く、ハードランディングの可能性は小さいと考えられる。

一方、中長期的な経済社会発展の展望からみると、中国政府は、持続可能な経済発展と調和社会の実現を図るため、(1)経済発展方式の転換、産業の構造調整、サービス産業の発展、(2)中小企業の発展支援、(3)資源エネルギー節約、環境保護、(4)コーポレート・ガバナンスの向上などに関する9つの新政策・法規（P5の表）が12年1月から実施され、その他、「構造的減税」政策（P5の表：4つの項目のうち、3つが上述の9つの新政策・法規と重複する）が、12年も完備の継続を要請され、11年12月25日開催の全国財政工作会議で、同政策のロードマップが説明された。翌26日開催の全国工業・情報化工作会議においても、12年は「安定成長」を突出した位置づけとし、鉱工業生産（付加価値ベース）の年間目標を+11%に、12年上半期に包括的な中小企業支援策も発表予定で、財政支援だけでなく、中小企業金融制度の整備も図る方針と苗・工



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。

業・情報化大臣が報告した。一方で、政策の裏づけとなる財政の動向をみると、11年1-11月累計で収入が9.7兆元強と増勢で、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年も積極的な財政政策が継続され、3月5日開幕予定の全人代（国会に相当）において、12年の国民経済社会発展計画や財政計画の公表、および新たな政策などの発表が期待される。

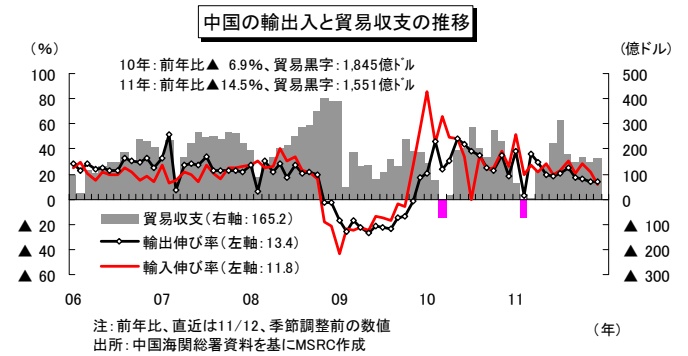
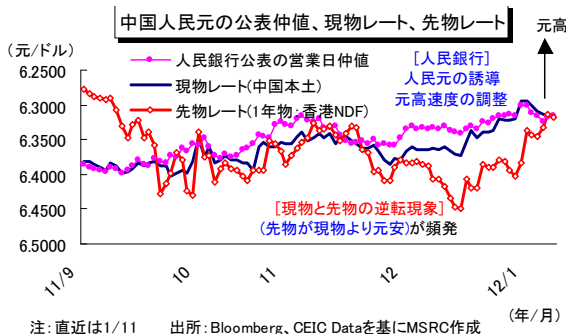
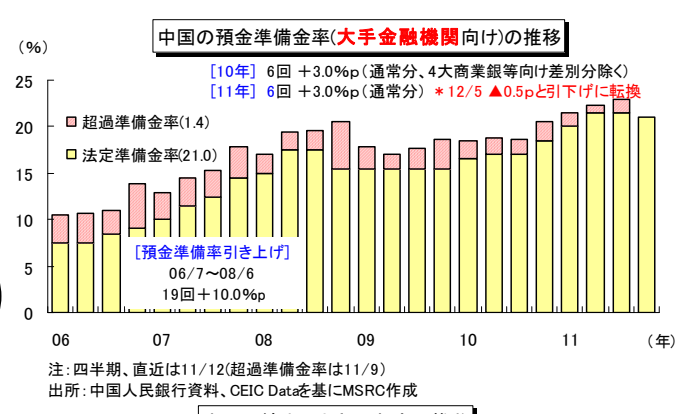
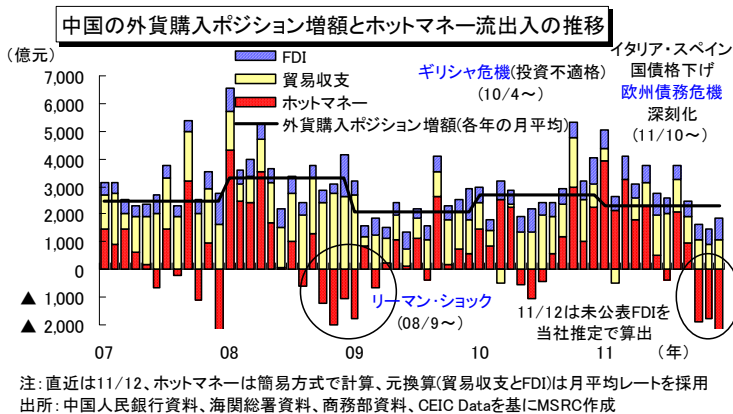
また、1月6~7日の第4回全国金融工作会议（97年以降、5年ごとに開催）でも、金融改革を議題（これまでに議論されたリスク防止・監督管理や市場化建設など15の重要な金融課題から優先順位が高く、国情に照らし時期に適った項目などが選択される）とする議論、検討が行われ、具体的な内容は公表されなかったものの、過去の経緯からも、いずれ内容が煮詰まった段階で、その政策内容が明らかになってくるものであり、今後の動向に注目したい。

**[12年のマネーサプライ目標、年前半に預金準備率引き下げが集中も]**

人民元レートの動きは、金融当局が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、元高調整の動きがみられ、現物レートは11年9月以降、同仲値を下回る元安水準で取引される日々が多くなる一方で、欧州債務危機を契機に資金の国外流出の動きが示現し、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、逆転現象(先物レートが現物レートを下回る現象)が頻発している。

全金融機関の外貨購入ポジション残高の動きをみると、前月比で、11年10月(▲249億円)、11月(▲279億円)、12月(▲1,003億円)と3ヵ月連続マイナス、12月は大幅減少した。ホットマネー（簡易方式での当社試算）が10月に▲1,860億円、11月に▲1,760億円で、12月(未公表 FDI を季節要因などから当社推定し算出)に▲2,855億円と大幅に減少、リーマン・ショック当時の水準・期間にほぼ並んだが、この現象は、マネーサプライの動向にも影響しており、安定的な経済成長なども勘案すると、12年のマネーサプライ M2 目標は前年比+14%程度（11年目標：+16%）に設定されることが考えられる。

11年12月のM2は前年比+13.6%、11年年間の人民元新規貸出増加額が7.47兆元と各々の政府目標+14%、7.5兆元をクリアした。12年の金融政策は、重点的なインフラ投資、企業の資金繰りなどに対応、加えてホットマネーの動きなどを踏まえると、11年12月に引き下げに転じた預金準備率が年前半に集中、とくに資金需要が最も強い1~3月期にも2~3回の引き下げ実施の可能性があるかと想定される。◆



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。

## [中国の12年施行の9つの経済新政策]

No	法規名	内容	目的
①	「2012年関税実施法案」	エネルギー・資源産品、戦略性新興産業が必要とする先進的設備や重要な部品、農業生産手段などの輸入を増やし、産業の構造調整を促進する。12年1月1日施行、730品目を対象に比較的低い暫定税率を適用する。平均税率は4.4%で、最恵国の税率より50%以上低い。	産業の高度化(戦略性新興産業の育成など)など、産業の構造調整の促進
②	「小規模薄利企業の企業所得税優遇政策関係問題に関する通知」	営業税、増値税の課税標準引き上げなど一規模・零細企業の税費用負担軽減政策を12年も継続する方針。適用条件のうち、年間納税所得額を従来の3万元以下から6万元以下に引き上げる。所得額計上は50%減額、税率は20%が適用する。	中小企業の発展支援
③	「国家中小企業公共技術サービスの模範的プラットフォームによる適用の科学技術用品輸入税収政策に関する通知」	科学技術開発用品の輸入税収優遇政策を享受可能との認定を受けた中小企業公共技術サービスの模範的プラットフォームは、15年12月31日まで、国内では生産できない或いは性能の満足できない科学技術開発用品(「同用品輸入税収免除暫定規定」に定めた品目)を、合理的な数量範囲内で輸入する場合、輸入の関税、増値税、消費税を免除する。	中小企業の発展支援
④	「小・零細企業一部行政事業性費用徴収免除に関する通知」	企業登録登記費、発票購買手冊費、税関監督管理手続料、貨物原産地証明書費など22項目の行政事業性費用徴収を免除する。	中小企業の発展支援
⑤	「営業税から増値税への徴収変更試行方案」	12年1月1日から、上海市にて交通運輸業、一部現代的サービス業を対象に、徴収税項目を従来の営業税から増値税に試験的に変更する。この改革により、重複課税を解消し、企業税負担を軽減する。増値税の税率を、現行の17%と13%の2段階の上に、11%と6%を新設し、交通運輸業は11%、研究・技術サービス、文化創意、物流サポートなど現代的サービス産業は6%とする。	現代的サービス産業の発展、経済発展方式の転換
⑥	「中華人民共和国車船税法」	船舶、自動車などに車船税を課す法律	省エネ・汚染物排出削減の促進
⑦	「中華人民共和国車船税实施条例」	同上の改正实施条例では、12年1月1日施行で、現行の2区分による課税から、排気量を7等級に細分化し、省エネ車を優遇。新エネルギー車も税制優遇される。	省エネ・汚染物排出削減の促進
⑧	「再生可能なエネルギー発展基金徴収使用管理暫定弁法」	12年1月1日から、再生可能なエネルギー電気料金付加金基準を現行基準の倍の0.008元/kwhに引き上げ、再生可能なエネルギー発電産業発展を促進する	資源節約、環境保護の促進
⑨	「企業内部統制基本規範」	企業内部統制基本規範は、内部統制制度を、国内外で同時に上場する会社に11年1月1日にすでに実施し、12年1月1日から、上海証券取引所、深セン証券取引所のメインボード銘柄の上場会社に施行する。	コーポレート・ガバナンスの向上

出所: 2011年12月中国報道新聞資料、各種法規などの資料を基にMSRC作成

## [中国の構造的減税の2012年4大項目ロードマップ]

No	項目	内容
①	輸入関税の引下げによる産業構造調整の促進	エネルギー・資源産品、戦略性新興産業が必要とする先進的設備や重要な部品、農業生産手段などの輸入を増やし、産業の構造調整を促進する。12年1月1日施行、730品目を対象に比較的低い暫定税率を適用する。平均税率は4.4%で、最恵国の税率より50%以上低い。
②	小規模・零細企業の更なるコスト負担軽減	営業税、増値税の課税標準引き上げなど一規模・零細企業の税費用負担軽減政策を12年も継続する方針。適用条件のうち、年間納税所得額を従来の3万元以下から6万元以下に引き上げる。所得額計上は50%減額、税率は20%が適用する。
③	営業税から増値税への徴収変更範囲の安定的拡大(現代的サービス産業を大いに発展させることは、経済発展方式の転換に重要な意義を有する)	12年1月1日から、上海市にて交通運輸業、一部現代的サービス業を対象に、徴収税項目を従来の営業税から増値税に試験的に変更する。この改革により、重複課税を解消し、企業税負担を軽減する。増値税の税率を、現行の17%と13%の2段階の上に、11%と6%を新設し、交通運輸業は11%、研究・技術サービス、文化創意、物流サポートなど現代的サービス産業は6%とする。
④	資源税、消費税改革の深化(資源節約、環境保護を促進する)	資源税改革を全面的に推進、適時従価計算の課税範囲を拡大し、資源節約、環境保護を促進する。現行では、新疆の原油・天然ガスなどの7品目に従価課税方式が適用され、地方税である資源税は、新疆の税収拡大に寄与。一方、消費税(奢侈税に相当)制度を一層完備、課税範囲、税率構造を調整し、省エネ・汚染物排出削減を促進する。

出所: 2012年全国財政工作会議資料を基にMSRC作成

## みずほ証券リサーチ&amp;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。