

# China Economic Spotlight

## 09年のGDP予測を8.5%成長に上方修正

- ▶ 3Qは予想を上回る回復ペース。HSBCでは、09年のGDP成長率予測を従来の8.1%から8.5%に上方修正。2010年予測は9.5%で変更なし。
- ▶ 国務院の声明はややタカ派的となり、高成長の維持とインフレ期待のコントロールの必要性を指摘。
- ▶ 当面、利上げのリスクは限定的とみられる。しかし、政策当局が医療・教育に景気刺激策の軸足を移す余地は大きくなったと考えられる。

3Qの実質GDP成長率は前年比+8.9%と2Qの同+7.9%から加速、昨年3Q以来の大幅な伸びを記録した。輸出の減少が続いたものの、予想を上回る投資の伸びや個人消費の堅調がけん引役となった。1Q~3QのGDP成長率は前年同期比+7.7%となり、上半期の同+7.1%から加速、政府目標である8%を若干下回る水準まで達しており、09年の8%成長の達成は容易と思われる。HSBCでは、堅調な投資の伸びと景気回復ペースの加速を受けて、09年のGDP成長率予測を従来の8.1%から8.5%に上方修正した。

予想を上回る回復に伴い、政策当局の情勢判断に若干の変化が表れている。国務院の声明はややタカ派的となり、高成長の維持とインフレ期待のコントロールに重点を置く考えを示した。しかし、ヘッドライン・インフレ率が依然としてマイナス圏にあることから、当面は利上げリスクが限定的と思われる。9月のCPIは前年比-0.8%、PPIは同-7%となり、それぞれ8月の前年比-1.2%、同-7.8%から下落幅が縮小した。

当局の情勢判断の若干の変化は、回復ペースの加速で成長とインフレリスクのバランスをとる余地が大きくなっていることを示唆しているとみられる。その調整の主な手段は財政政策を通じて行われ、景気刺激策を緩める、あるいはインフラ投資から医療・教育に景気刺激策の軸足を移すことが有力な選択肢となる公算が大きいと思われ、金融引き締めはあくまで2次的な手段となろう（緩やかに小幅なものとなる見込み）。HSBCでは、人民銀による微調整は、特に資本流入の不胎化圧力の高まりを踏まえて今年末にも予想される最初の預金準備率の引き上げ（約50bpを見込んで）で強まるとみている。政策金利の引き上げについては、来年2Qから緩やかに実施されるとみられる。

**Qu Hongbin \***

Economist  
The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited  
+852 2822 2025  
hongbinqu@hsbc.com.hk

**Sun Junwei \***

Economist

\* HSBC Securities (USA) Incの非米国関連会社の従業員であり、NYSE/NASDのRRではありません。

発行：The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited

ディスクレーム/ディスクロージャー  
本レポートの末尾に記載されています。  
併せてお読みください。

表1：主要経済指標の推移

前年比	09/1~2*	09/3	09/4	09/5	09/6	09/7	09/8	09/9	08/4Q	09/1Q	2Q	3Q
実質 GDP 成長率									6.8	6.1	7.9	8.9
工業生産、実質	3.8	8.3	7.3	8.9	10.7	10.8	12.3	13.9	6.5	5.1	9.1	12.4
小売売上高、名目	15.1	14.7	14.8	15.2	15	15.2	15.4	15.5	20.6	15	15	15.4
月間都市部固定資産投資、名目	26.5	30	34	38.7	35.3	29.9	33.3	34.7	23	28.6	36	32.6
年初来都市部固定資産投資、名目	26.5	28.6	30.5	32.9	33.6	32.9	33	33.3	26.7	28.6	33.6	33.3
CPI	-0.3	-1.2	-1.5	-1.4	-1.7	-1.8	-1.2	-0.8	2.5	-0.6	-1.5	-1.3
PPI	-3.9	-5	-6.6	-7.2	-7.8	-8.2	-7.9	-7	2.5	-4.6	-7.2	-7.7
輸出	-21	-17.1	-22.6	-26.4	-21.5	-23	-23.4	-15.2	4.4	-19.7	-23.5	-20.3
輸入	-34	-25.1	-23	-25.2	-13	-15	-17	-3.5	-8.8	-30.8	-20.2	-12.0
貿易収支(USDbn)	22	18.56	13.1	13.4	8.25	10.6	15.7	12.9	114.2	62.5	11.6	13.1
マネーサプライ M2	19.6	25.5	26	25.7	28.5	28.4	28.5	29.3	15.9	21.6	26.7	28.7
マネーサプライ M1	8.8	17	17.5	18.7	24.8	26.4	27.7	29.5	8.3	11.5	18.1	27.8
元建て融資	24.2	29.8	29.7	30.6	34.4	33.9	34.1	34.2	18.8	27	31.6	34.1
新規元建て融資(RMBbn)	1335	1890	591.8	664.5	1532.8	355.9	410.4	516.7	1430.8	4560	2789.1	1283.0

\*旧正月（毎年1月か2月）による変動を除くため、09年1~2月の指標は月平均で表示  
Source: CEIC, HSBC

## 投資主導の景気回復ペースが加速

3Qの実質 GDP 成長率は前年比+8.9%となり、中国経済の回復ペースが加速していることが裏付けられた。HSBC推計をベースにすると、季調後前期比年率では+9.8%（2Qは+約15%）となる。成長の加速は幅広い分野に見られ、第1次産業では1Q~3Qが前年比+4%（上半期は同+3.8%）、第2次産業は前年比+7.5%（同+6.6%）、第3次産業は前年比+8.8%（同+8.5%）となった。都市部固定資産投資の増加ペースの加速や予想を上回る個人消費が成長をけん引した。9月の都市部固定資産投資は実質ベースで前月の前年比+41.5%から同+41.7%にやや加速。政府支援プロジェクトの継続的な実施が下支えしたほか、明るい材料として不動産投資の持ち直しが挙げられ、9月の不動産投資は名目ベースで前年比+36.1%と前月の同+34.6%から加速した。1~9月の新規不動産投資は前年同期比+83%と大きな伸びを維持しており、9月単月では8月の前年比+72%から同+91%に拡大したとみられる。これを見る限り、向こう数四半期はモメンタムの加速が見込まれる。

1Q~3QのGDP成長率は前年同期比+7.7%となり、09年通年は8%超の成長がほぼ確実と思われる。HSBCでは、景気回復ペースの加速や、主に不動産投資の持ち直しに伴う予想を上回る投資の伸びを踏まえ、09年のGDP成長率予測を従来の前年比+8.1%から同+8.5%に上方修正した。インフラを中心とした投資主導の回復は来年も続くと思われる。2010年予測については、従来通り前年比+9.5%で変更なし。

## 工業生産は14カ月ぶりの大幅な伸び

9月の工業生産は実質ベースで前月の前年比+12.3%から同+13.9%に加速、14カ月ぶりの大幅な伸びを記録した。ここでも投資プロジェクトが強い追い風となり、重工業の生産が8月の前年比+13.2%から同+14.8%に加速したことが大きく寄与した。一方、軽工業も前月の前年比+9.8%から同+11.8%に加速したが、輸出が依然として前年比マイナスとなっていることが響き、増加幅は重工業に比べて小さかった。重工業が工業生産の70%を占めていることを踏まえると、重工業の生産の増加ペースの加速に伴い、向こう数カ月は工業生産のモメンタムが強まる見通

し。また、小型車減税に伴う堅調な新車販売も工業生産の増加を支えている。部門別では、電力が前年比+9.5%（8月は同+9.3%）、粗鋼が前年比+28.7%（同+22%）、セメントが前年比+25.1%（同+24%）、自動車が前年比+70%（同+90%）だった。

向こう数カ月は製造業の一段の回復が見込めよう。工業生産に2カ月程度先行する製造業PMIは、7カ月連続で拡大・縮小の分岐点である50を上回っており、向こう数カ月は工業生産のモメンタムの強まりが予想される。また、6~8月の工業利益は前年同期比+6.9%となり、増加に転じた。08年4Qの水準が低かったことや新車販売の堅調推移、輸出の改善見通しを併せ考えると、向こう数カ月は工業生産の増加ペースの加速が予想される。

### 個人消費は堅調

9月の小売売上高は名目ベースで前年比+15.5%（8月は同+15.4%）を記録、実質ベースでは同+16.3%となり、7カ月連続で16%を超える増加を記録した。家計所得の堅調な伸びや不動産市場の改善、自動車販売の好調がけん引した。政府からの所得移転を背景に、1~9月の農村部1人当たりの現金収入は前年比+8.5%と上半期の同+8.1%をやや上回った。一方、都市部1人当たりの可処分所得は実質ベースで前年比+10.5%（上半期は同+11.2%）となった。

中国の消費者は住宅や自動車などの高額商品への支出を増やしている。不動産市場は活況を呈しており、9月は前年比で伸びが鈍化したものの、3Qの売却済み物件は床面積ベースで前年比+約70%を記録、1Qの同+5%からプラス幅が大幅に拡大した。これを受けて、家電や家具、装飾品の需要と支出が大幅に押し上げられた。農村部での家電購入に政府が補助金を支給する「家電下郷」制度も家電販売に追い風となった。また、9月の全国自動車販売は前年比+77%（8月は同+80%）と予想を上回った。これらの要因がすべて堅調な個人消費を下支えした。事実、9月の小売売上高では自動車と家具、装飾品の堅調が目立ち、自動車は前年比+44.5%（8月は同+34.8%）、家具は前年比+34%（同+41.6%）、装飾品は前年比+30.2%（同+36.6%）となった。

### 輸出の減少幅が縮小

9月の貿易統計を見ると、G3（日米欧）の需要低迷が続いているため、ペースは緩やかだが、輸出が回復し始めていることを示唆している。9月の輸出は前年比-15.2%（8月は同-23.4%）とHSBCならびに市場予想（-21%）を上回る改善を示しており、世界的な需要回復が続いていることを示唆している。一方、堅調な国内投資を背景にコモディティ需要が底堅く伸びたことから、輸入は前月の前年比-17%から同-3.5%に大幅改善した。輸出先では、米国とEU、日本向けが引き続きマイナスとなったが、減少幅は比較的緩やかだった。米国向けは前年比-14.3%（8月は同-21.8%）、EU向けが前年比-17.4%（同-26.6%）、日本向けが前年比-9.1%（同-19.7%）となっており、主要国の需要回復が依然遅れていることを示唆している。一方、ASEAN諸国向けは前年比+1.2%となり、昨年11月以来のプラスに転じた。品目別では、輸出全体の50%超を占める機械と電子機器の輸出が前年比-12.6%と8月の同-19.3%から減少幅が縮小した。一方、中国の伝統的な主要輸出品である繊維や衣服、靴の輸出はそれぞれ前年比-4.7%（8月は-14.7%）、同-8.1%（同-16%）、同-4.1%（同-8.6%）と減少ペースが鈍化した。HSBCでは、投資主導の好調な輸入が向こう数カ月も続くとみている。HSBCの

世界の GDP 成長率予測に基づいた見通しでは、中国の輸出の伸びが 09 年 4Q にプラス転換することを示唆している。

景気刺激策が経済全体に浸透し、国内の投資需要が堅調に推移していることから、コモディティの輸入は数量ベースで大きな伸びを示した。鉄鉱石が前年比+64.7%（8月は同+32.8%）、銅が前年比+86.7%（同+82%）、原油が前年比+14.4%（同+18%）とそれぞれ伸びた。

### 新規融資は上半期に比べて落ち着いたが前月からは加速

9月の新規融資額は5,167億元（8月は4,104億元）と市場予想の4,400億元を上回った。これは、インフラ中心の投資プロジェクトが引き続き堅調に伸びたほか、四半期末の融資実績評価を控え、銀行が積極的に貸し出しを増やしたことが原因とみられる。とはいえ、1Q末（3月は1兆8,900億元）や2Q末（6月は1兆5,300億元）に比べれば、新規融資額は大きく減少した。満期の割引手形から中長期融資への借り換えが3,520億元（8月は2,760億元）だったことを踏まえると、9月の実際の新規融資額は約8,680億元だったと考えられる。しかし、09年上半期の月平均融資額1兆2,000億元に比べれば落ち着いた水準にあり、より持続可能な水準にあると思われる。新規融資の内訳を見ると、住宅ローン関連の需要が旺盛で消費者ローンは2,690億元（前月は2,510億元）と引き続き堅調な伸びを示した。一方、企業向けの中長期融資は政府支援の投資プロジェクトが引き続きけん引役となり、9月は4,045億元と前月の3,675億元から増加、企業向け新規融資額の76%を占めた。

新規融資の落ち着いたペースで景気回復が妨げられることはないだろう。上半期に積極的な貸し出しが行われたため、1～9月の累計額は8兆6,700億元超（08年通年の4兆9,000億元の約2倍）に達しており、政府目標の8%成長を実現するのは十分可能とみられる。新規融資が落ち着いたとはいえ、9月の融資残高は34.2%伸びており、依然として速いペースで増えている。

一方、流動性は引き続き潤沢である。9月のマネーサプライ伸び率は一段と加速し、1997年の統計開始以来最高を更新した。M1伸び率は前月の前年比+27.7%から同+29.5%に加速する一方、M2伸び率も前月の前年比+28.5%から同+29.3%に加速。投資や購買目的の現金需要が膨らみ、定期預金から要求払預金へのシフトが続いており、内需の回復ペースは一段と加速していることがうかがえる。

### インフレ率はマイナス幅が縮小

9月のCPIは前年比-0.8%、PPIは同-7%となり、それぞれ8月の前年比-1.2%、同-7.8%から下落幅が縮小した。CPIの下落幅が縮小したのは、1年前の水準が低かったことによる反動で、食品価格が前年比+1.5%と前月の同+0.5%から加速したことが主因。食品を除いたCPIは前年比-1.9%（8月は同-2%）と前月並みだった。一方、PPIの下落幅縮小は生産財価格の下落率が縮小したことが主因（こちらも前年の水準が影響）。1年前の水準が高かった影響が薄れ、ヘッドラインCPIは11月にプラスに転じると予想される。

季節調整後で見ると、CPIは今年4月から前月比でプラス、PPIも5月からプラスで推移しており、インフレ期待は緩やかに高まっていると考えられる。今後は政策転換の可能性を示す主要指標としてインフレ率に市場の注目が集まる可能性がある。とはいえ、当面はインフレリスク

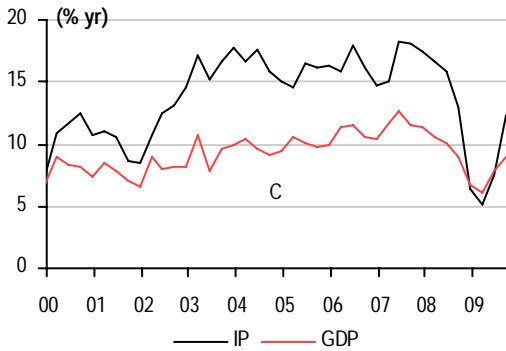
が限られる。今年も豊作が見込まれ、製造業の設備過剰が続いていることから、向こう 6～12 カ月は CPI が急上昇するリスクは限られよう。

### 当局の情勢判断に若干の変化

予想を上回るペースの回復に伴い、政策当局の情勢判断に若干の変化が表れている。国务院の声明はややタカ派的となり、高成長の維持とインフレ期待のコントロールに重点を置く考えを示した。インフレ期待のコントロールが政府の優先課題に上ったのは昨年に景気が落ち込んで以来初めて。しかし、ヘッドライン・インフレ率が依然としてマイナス圏にあることから、当面は利上げリスクが限られると思われる。

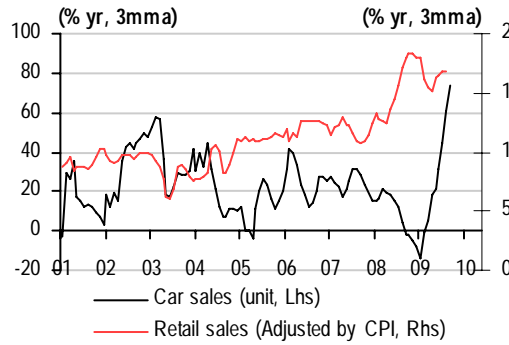
当局の情勢判断の若干の変化は、回復ペースの加速で成長とインフレリスクのバランスをとる余地が大きくなっていることを示唆しているとみられる。その調整の主な手段は、財政面の景気刺激策を緩める、あるいはインフラ投資から医療・教育に景気刺激策の軸足を移すことで、金融引き締めはあくまで 2 次的な手段となろう（より緩やかで小幅なものとなる見込み）。HSBC では、人民銀による微調整は、特に資本流入の不胎化圧力の高まりを踏まえて今年末にも見込まれる最初の預金準備率の引き上げ（50bp を見込んでいる）で強化されるとみている。政策金利の引き上げについては、来年 2Q から緩やかに実施されるとみられる。

1. 成長と工業生産は回復傾向



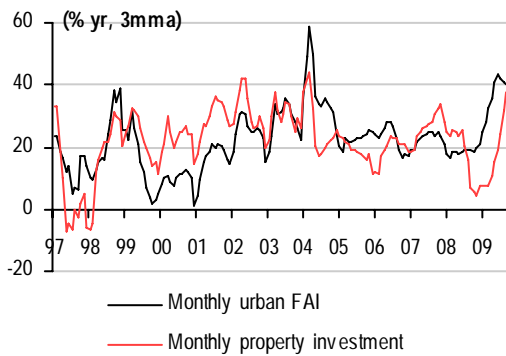
Source: CEIC, HSBC

2. 自動車販売の好調で小売売上高は堅調



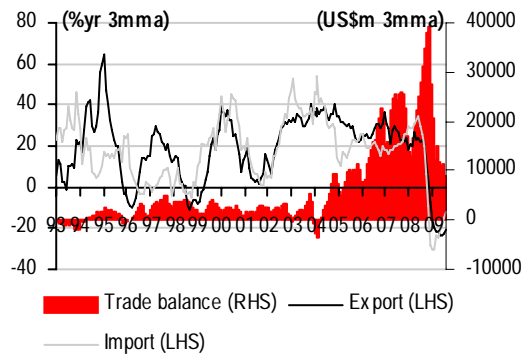
Source: CEIC, HSBC

3. 投資は堅調、不動産投資も急回復



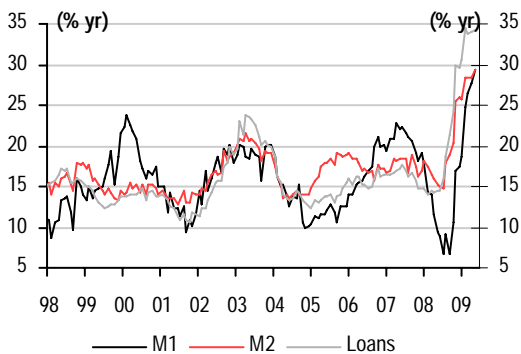
Source: CEIC, HSBC

4. 輸出の回復が始まる



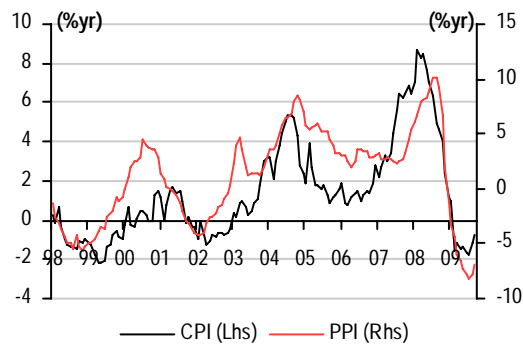
Source: CEIC, HSBC

5. マネーサプライの伸びは加速



Source: CEIC, HSBC

6. CPI と PPI は底入れ



Source: CEIC, HSBC

# 重要開示事項

本レポートはマクロ経済に関する情報提供を目的として作成されたものです。当レポートで使用しているグラフ、表等は参考データであり、将来の結果を保証するものではありません。

本レポートの原文(英語版)はHSBC グローバルリサーチに属するグローバルエマージングマーケット・マクロ・アンド・ストラテジー・チームによって2009年10月22日に発行されました。

## 追加重要事項開示：

以下HSBC グローバルリサーチが発行するリサーチレポート、アナリストレポートに関する重要事項を記述いたします。

アナリストの報酬は投資銀行部門を含むHSBC 全体の収益性を一部勘案して支払われます。本レポートを執筆したアナリストの証言 — 本レポートで述べられている個別企業や証券に関する見解はすべてアナリスト個人の見解を正確に反映したものであり、アナリストの報酬は、直接・間接の別を問わず、本レポートで述べられている見解と一切関連がなく、今後もないことを証します。

HSBC は、リサーチ業務に関連して起こる潜在的な利害の対立を適切に確認して、管理する手順を採用しています。リサーチの作成と配布に従事しているHSBC のアナリストとその他のスタッフは、HSBC の投資銀行業務とは独立した管理報告ラインの下に業務を遂行しています。投資銀行業務とリサーチの間に適切なチャイニーズ・ウォールを設置し、全ての機密および価格敏感情報が適切に取り扱われることを確実にしています。

# ディスクレーマー

## (当資料記載内容についてご留意いただきたい事項)

---

1. 当レポートは、HSBC 投信株式会社(以下、当社)が情報提供を目的として編集したものです。したがって勧誘を意図したものではありません。
2. 当レポートの内容は、当社が信頼に足ると判断する情報に基づき作成していますが、その正確さを保証するものではありません。
3. 掲載された企業につきましては、あくまで直近のトピックとしてご紹介させていただいたものであり、個別銘柄の売買の推奨を意図したのではなく、当社が運用を行う投資信託への組入れを示唆するものでもありません。
4. 当レポートにおける見解等は、作成時点のものであり、今後予告なしに変更される場合があります。データ等は過去の実績を示したものであり、将来の成果を示唆するものではありません。また、当社は、当資料に含まれている情報について更新する義務を一切負いません。

### HSBC 投信株式会社

金融商品取引業者  
関東財務局長(金商)第308号  
加入協会/(社)投資信託協会、  
(社)日本証券投資顧問業協会

〒103-0027  
東京都中央区日本橋3丁目11番1号  
HSBC ビルディング

Tel : 03-3548-5690  
Fax : 03-3548-5679