

China Economic Spotlight

GDP 成長率予測を上方修正、2010 年も回復持続へ

- ▶ 2Q の GDP 成長率は前年比+7.9%、季調後の前期比年率で+15%となり、予想を上回る。
- ▶ HSBC では、2009 年の GDP 成長率予測を前年比+7.8%から+8.1%に、2010 年予測を前年比+8.5%から+9.5%にそれぞれ上方修正。
- ▶ 2010 年の CPI 予測を従来の前年比+0.8%から同+2.6%に引き上げ。2009 年予測は同-0.6%で変更なし。

本日（16日）発表された2QのGDP成長率を見ると、09年2QからV字型の回復が始まるとのHSBCの見方は裏付けられた（詳しくは、08年11月6日付の「China Economic Spotlight—流動性が急拡大」、11月10日付の「4兆元の景気刺激策—ハードランディングは回避可能」、12月10日付の「中国版ニューディール—内需喚起で成長率を押し上げ」、09年4月3日付の「中国の景気刺激策が奏功」を参照されたい）。だが、その回復ペースと規模は、HSBCを含めた大半のエコノミストの予想を上回っている。

景気刺激策の浸透ペースが予想以上に速く、09年2QのGDP成長率は前年比+7.9%に達し、19年ぶりの低成長となった1Qの同+6.1%から一転加速、HSBC予想の+7.2%、コンセンサスの+7.5%を上回った。また、季調後の前期比年率では+15%となり、1Qの同+6.2%から2倍超に加速、02年1Q以来のプラス幅となった。さらに、インフラ主導の景気回復が2010年も続くことを示す明確な兆しも出ている。

このため、HSBCでは、2009年のGDP成長率予測を前年比+7.8%から+8.1%に、2010年予測を同+8.5%から+9.5%にそれぞれ上方修正した。また、2010年のCPI予測を従来の前年比+0.8%から同+2.6%に引き上げた。2009年予測は前年比-0.6%で変更はない。インフレ率は目標である4%を引き続き下回っていることから、信用政策の大幅な変更は考えにくい。新規融資の上振れで“微調整”が行われる可能性はある。HSBCでは、これまで54bpの追加利下げと350bpの預金準備率の引き下げが年内に行われると見込んでいたが、今回から政策金利と預金準備率は2010年まで据え置かれると予想する。

Qu Hongbin *
Economist
The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited (HK)
+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

ディスクレーマー/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。

2009~2010年のGDP成長率とCPI見通し（HSBC予測）

前年比 (%)	2009e		2010e		1Q09	2Q09	3Q09e	4Q09e	1Q10e	2Q10e	3Q10e	4Q10e		
	旧	新	旧	新	コンセンサス									
GDP	7.8	8.1	7.5	8.5	9.5	8.4	6.1	7.9	8.6	9.2	9.7	9.5	9.3	9.4
CPI (平均)	-0.6	-0.6	-0.3	0.8	2.6	1.6	-0.6	-1.1	-0.6	0.1	1.7	3.0	2.7	3.0

出所：HSBC コンセンサスは Consensus Economics の 6 月のアジア太平洋コンセンサス予想。

インフラ主導の回復は持続

今回の回復はインフラ中心の投資がけん引役となっている。これらのインフラ・プロジェクトの大半の建設工事は、始まれば2~3年は続くと思われる。このため、数量的に十分なプロジェクトが進行中であれば、インフラ投資は多くが想定している以上に持続する公算がある。09年1~5月の新規プロジェクトへの投資は前年比+109%に達しており、多くの新規プロジェクトが進行していることがうかがえる。実際、中国のインフラ投資には拡大余地がある。例えば、中国の鉄道網は世界全体の6%を占めるにすぎないが、輸送量は世界全体の24%超に達しており、中国の鉄道施設は整備の余地が大きい。このため、多くの新規鉄道プロジェクトは相当のリターンが見込め、向こう数年も銀行融資を含めて資金を呼び込むことができよう。2003~04年の過熱期とは異なり、今回のインフラ中心の投資拡大で製造業の生産能力のだぶつきが深刻化することはないとみられる。むしろ、プロジェクトが始動すれば、鉄鋼やセメント、機械、輸送用機器などの膨大な需要が持続的に生み出される公算がある。実際にそうなれば、製造業受注の増加に伴って鉱工業生産（GDPの40%を占める）も押し上げられ、広範囲にわたる回復を持続させることができよう。

工業利益や消費に波及

インフラ投資増に伴い、工業利益や消費にも回復の兆しが出ている。直近のデータである09年3~5月の工業利益は前年比-15%と引き続き減少しているが、1~2月の同-37%に比べてマイナス幅は大幅に縮小した。09年1~5月の民間企業の増益率は2.4%を記録し、経営形態別では最も好調。工業利益の回復が続けば、新規の設備投資や求人増が見込めよう。国家統計局が発表した2Qの企業家信頼感指数は2四半期連続の改善となり、製造業の景況感の改善はこれのみでも分かる。また、住宅価格と販売の回復を背景に不動産投資（固定資産投資の20%超を占める）も持ち直している。新規の不動産プロジェクトの床面積は12カ月連続で減少していたが、6月は前年比+12%とプラス転換した。

堅調な投資の伸びに、農村部世帯への政府補助の拡大が加わり、輸出の減少による所得への影響（雇用や給与の減少）は緩和されている。所得の伸びは予想以上に堅調で、1Qの1人当たりの実質所得は都市部で+11.2%、農村部で+8.6%と、08年の+8.4%、+8%をそれぞれ上回った。また、都市部と農村部の家計消費も底堅い。自動車と住宅販売は加速しており、堅調な個人消費を物語っている。小売売上高全体の伸びも予想を上回っており、この数カ月は実質の伸びが16%を上回る。

CPIは近くプラス転換も、落ち着いた状態が続く見通し

投資と貸し出しの拡大に伴い、V字型の内需回復が実現しつつある一方、これでデフレ期待が避けられている面もあり、結果的にCPIのマイナス幅は抑えられている。実際、季調後のCPIは09年3月以降、前月比でプラスが続く。今後は前年水準が低くなっていくことから、前年比でも4Qにプラス転換が予想される。しかし、HSBCでは、2010年もインフレ率は落ち着いた状態が続くとみている。その理由は次の通り。

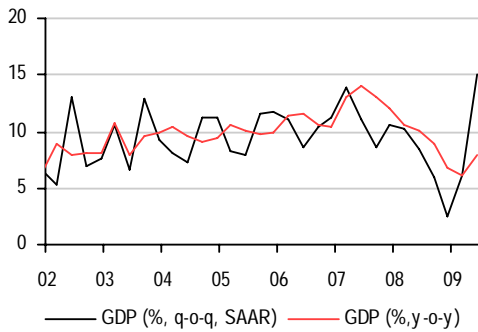
- ① 立ち直りは早いものの、GDP成長率は潜在成長率（9.8%）を依然下回るとみられ、景気の過熱リスクは今のところ小さいと考えられる。

- ② 外需の回復は依然弱く（HSBCでは、2010年の米国とユーロ圏のGDP成長率を+1.9%、+0.1%と見込んでいる）、国内外の需要に対応するために増強された製造業の生産能力は依然過剰とみられ、向こう数年もコアインフレが抑制されると考えられる。
- ③ 食品価格はCPIバスケットにおける割合が大きいため、コモディティ価格よりもヘッドラインCPIに対する影響が大きくなる傾向にある。しかし、今年に入っても穀物の国内生産は順調に増えているとみられ（前年まで5年連続の豊作）、食品価格の上昇リスクは依然として小さい。

中国指導部は、マクロ政策の安定と継続性を重視する姿勢を変えていない。依然として成長の下支えが最優先課題に挙げられていることから、HSBCでは、向こう12カ月は金融緩和における大幅な政策変更を見込んでいない。だが、新規融資の上振れで窓口指導や資金吸収オペの拡大を通じた信用政策の“微調整”が行われる公算はある。

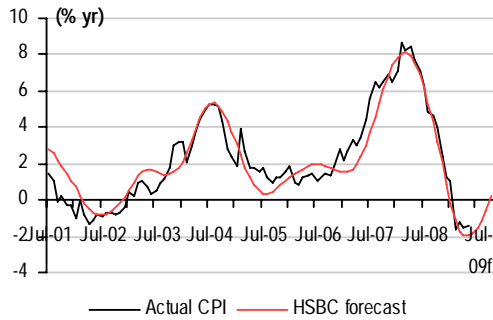
HSBCでは、これまで54bpの追加利下げと350bpの預金準備率の引き下げが年内に行われると見込んでいたが、今回から2010年まで1年物貸出基準金利が5.31%、大手銀の預金準備率が15.5%、中小銀の預金準備率が13.5%に据え置かれると予想する。

1. GDP成長率は予想を上回る



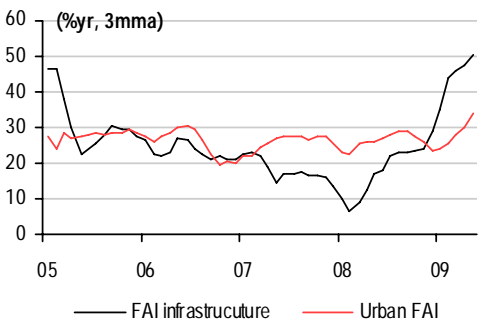
Source: CEIC, HSBC

2. CPI前年比は4Qにプラス転換が見込まれる



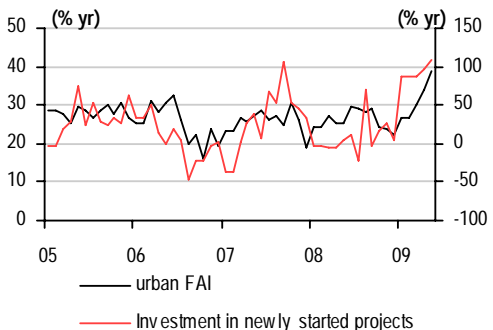
Source: HSBC, CEIC

3. インフラ中心の投資はより持続的



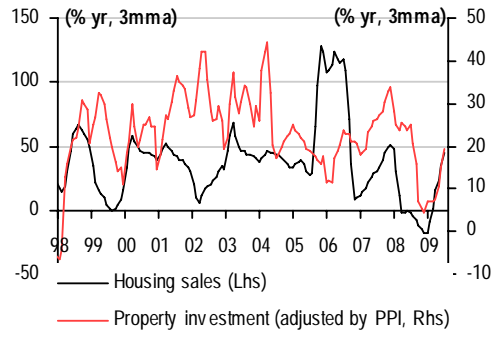
Source: CEIC, HSBC

4. 多くの新規プロジェクトが進行中



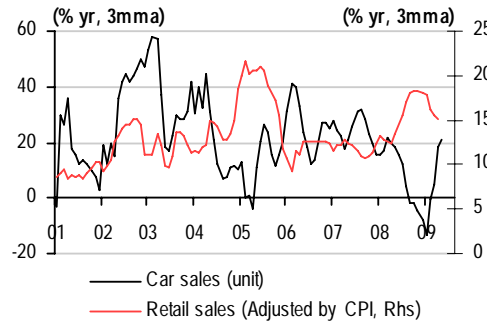
Source: CEIC, HSBC

5. 住宅販売と投資は大きく持ち直す



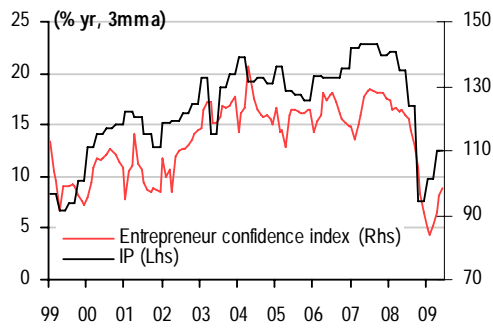
Source: CEIC, HSBC

6. 自動車販売と小売売上高は堅調



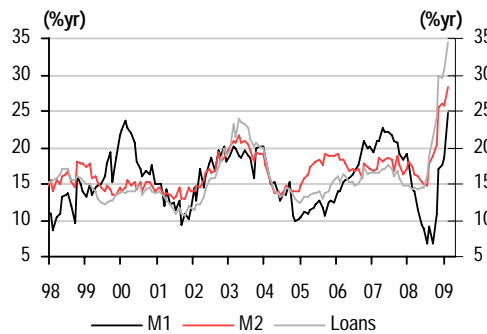
Source: CEIC, HSBC

7. 企業家信頼感は改善、鉱工業生産も回復



Source: HSBC, CEIC

8. マネーサプライと貸し出しの伸びは加速



Source: HSBC, CEIC

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7月16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。

ディスクレーム

(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ものではなく、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