

# China Economic Spotlight

## 10月の経済指標で内需の堅調を確認

- ▶ 10月工業生産は前年比+16.1%まで加速、約10%のGDP成長を示唆。
- ▶ ヘッドラインCPIは9月の前年比-0.8%から同-0.5%にマイナス幅が縮小。今年末までにプラスに転じる公算大。
- ▶ 当面の利上げリスクは依然限定的とみられるが、景気回復はより確固としたものになっており、景気刺激策の軸足をインフラから医療や教育に移す余地がさらに出てきたと思われる。

11日に発表された10月の経済指標によると、輸出の回復ペースは予想を下回ったが、内需の堅調に支えられ、景気回復はより確固としたものになっていることが裏付けられた。最大の上振れサプライズは工業生産の伸びで、前月の前年比+13.9%から同+16.1%に加速、金融危機前の水準に近い伸びを記録した。これは、都市部固定資産投資が引き続き堅調（1~9月の前年同期比+33.3%に対して1~10月は同+33.1%）で、10月の自動車販売も前年比+71%と予想を大きく上回ったためだろう。また、10月の小売売上高は前月の前年比+15.5%から同+16.2%に加速。今年は10月の黄金週間が長かったこと（昨年7日に対して今年は8日）が追い風となり、不動産や自動車市場の回復も寄与した。

内需が盛り上がりを見せる一方、輸出は緩やかな回復が見込まれるが、依然としてマイナスが続いている。10月も輸出の減少が続いたが、3Qに比べて減少幅は縮小した。HSBCが中国の輸出の先行指標として重視する台湾の輸出受注が大幅に回復し、製造業PMIの新規輸出受注指数の拡大も続いていることから、輸出は回復途上にあるとみられる。

政策面に目を転じると、HSBCでは、インフレ・リスクのコントロールは財政政策が主な手段になると考えているほか、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ため、当面、利上げリスクは限定的とみている。また、向こう数カ月は工業生産の伸びが一段と加速する公算が大きいとみられる。比較対象となる08年4Q~09年1Qの水準が低いこともあるが、製造業PMIが分岐点の50を引き続き上回っているほか、輸出部門の回復が見込まれることも追い風となる。向こう数カ月の工業生産の伸びが16~17%に達すれば、GDP成長率は約10%となる。CPIの持ち直しも見込まれるため、当局は特に地方レベルで新規インフラ・プロジェクトの進行ペースを緩める必要が出てくるかもしれない。景気回復はより確固としたものになっていることから、中央政府にとっては、中長期的に急速、かつより均衡のとれた成長の実現に必要な個人消費の刺激に向けて、投資から医療や教育に財政支出の軸足を移す余地がさらに出てきたと考えられる。

**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	09/10	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	16.1	6.5	5.1	9	12.3
小売売上高、名目	15.1	14.7	14.8	15.2	15	15.2	15.4	15.5	16.2	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	32	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	33.1	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	-0.5	2.5	-0.6	-1.5	-1.3
PPI	-3.9	-5	-6.6	-7.2	-7.8	-8.2	-7.9	-7	-5.8	2.5	-4.6	-7.2	-7.7
輸出	-21	-17.1	-22.6	-26.4	-21.5	-23	-23.4	-15.2	-13.8	4.4	-19.7	-23.5	-20.3
輸入	-34	-25.1	-23	-25.2	-13	-15	-17	-3.5	-6.4	-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	24	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	29.4	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	32	8.3	11.5	18.1	27.9
元建て融資	24.2	29.8	29.7	30.6	34.4	33.9	34.1	34.2	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	253	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

## 工業生産の伸びは金融危機前の水準まで加速

1年前の水準が低かったこともあり、10月の工業生産は前年比+16.1%（9月は同+13.9%）と6カ月連続で伸びが加速した。HSBC予想とコンセンサス（同+15.2%）を大幅に上回った。中でも、重工業の回復ペースの加速が目立ち、10月は前月の前年比+14.8%から同+18.1%に伸び率が拡大した。一方、軽工業は9月の前年比+11.8%から同+11.3%にやや鈍化した。大規模なインフラ・プロジェクトが進行すると、鉄鋼やセメント、機械などの需要が膨らむため、堅調な投資の伸びが続くと、重工業がその恩恵を最も大きく受ける。一方、輸出の回復が遅れていることが響き、軽工業は伸び悩みが続く。

全39セクターで前年比プラスを記録したが、中でも輸送機械（前月の前年比+25.9%から+28.9%）と化学（+21.4%から+25.4%）、鉄鋼材料（+16.5%から+25.1%）の伸びが顕著だった。また、一部では、回復が始まって以来最大の伸びを示した。電力は前月の前年比+9.5%から同+17.1%に大きく回復、06年2月以来の伸びを記録した。石炭と粗鋼生産は前月の前年比+12.7%、+28.7%から同+21.1%、+42.4%にそれぞれ伸びが加速した。一方、自動車は前年比+78.6%と前月並みの伸びだった。

## 投資は強いモメンタムを維持

1~10月の都市部固定資産投資は1~9月の前年同期比+33.3%から同+33.1%にやや鈍化した。単月で見ると、10月は前月の前年比+34.7%から同+32%に鈍化したとみられる。しかし、実質ベースでは、+37.8%と過去の標準的な水準に比べればまだ高い。輸出の回復が非常に遅いため、製造業の投資も伸び悩んでいる。政府支援のインフラ・プロジェクトが引き続きけん引役となっているが、その構造には変化が起きている。中央政府プロジェクトに対する投資が今年3Q以降、大幅に鈍化する（10月の伸び率は09年上半期の約30%に対して18%）一方、10月の地方政府のプロジェクトへの投資は比較的底堅く推移している（9月の前年比+39.1%に対して同+33.4%）。10月は新規プロジェクトへの投資が鈍化した。3カ月移動平均で見ると、

伸び率は前年比+74%と依然として増加基調にあり、向こう 9~12 カ月にわたって投資の高い伸びを維持するのに十分な水準である。

不動産投資は向こう数カ月以内に再び持ち直そう。10月の不動産投資は前年比+29.4%と前月の同+36.2%から鈍化したが、9月と10月の新規不動産投資（床面積ベース）の伸びは年初のマイナスから+56%前後まで回復している。不動産販売のペースも加速していることから、中央政府支援プロジェクトに対する投資が鈍化しても、不動産投資の伸び率拡大がそれを吸収しよう。

### 小売売上高は上振れ

10月の小売売上高は名目ベースで前年比+16.2%と今年1月以来の伸びを記録し、HSBC予想とコンセンサスを上回った。実質ベースで見ても、前年比+16.7%と前月の同+16.3%から伸び率が拡大した。今年は10月の黄金週間が長かったこと（昨年の7日に対して今年は8日）に加え、不動産や自動車販売の回復も寄与したとみられる。項目別に見ると、家具が9月の前年比+34%から同+45.8%に加速、自動車（9月の前年比+44.5%に対して+43.6%）と建材（9月の前年比+30.2%に対して+26.2%）もそれぞれ堅調を維持した。また、食品・飲料（前年比+20.7%）と日用品（同+23.5%）、家電（同+35.4%）は前年比の伸びが前月に比べて2倍強になった。

### 輸出回復の足取りはいまひとつ

10月の輸出はHSBC予想とコンセンサスをやや下回った。しかし、HSBCが中国の輸出の先行指標として重視する台湾の輸出受注が大幅に回復し、製造業PMIの新規輸出受注指数の拡大も続いていることから、輸出は回復途上にあるとみられる。10月の輸出は前年比-13.8%と前月の同-15.2%からマイナス幅が縮小したが、外需の低迷が続き、輸出回復の足取りは重い。通常貿易に比べて加工貿易の回復が鮮明で、通常貿易が前年比-19.8%と前月並みの減少を記録したのに対し、加工貿易は同-8.3%と前月から3%改善した。輸出先では、G3（米国とEU、日本）向けが前年比-12.7%（9月は同-14.8%）を記録し、米国向け（9月の前年比-14.3%に対して同-9.9%）とEU向け（9月の前年比-17.4%に対して同-14.9%）の改善が目立った。アジアの主要国・地域別では、台湾向けが前年比+3.8%と1年ぶりにプラス転換した（9月は同-7.8%）。労働集約型製品の輸出の減少幅は輸出全体よりも小さく、10月の機械輸出（輸出全体の59%を占める）の減少率も縮小した。

一方、輸入は前年比-6.4%とHSBC予想を下回った。これは、一部のコモディティ輸入が前月から鈍化したことが主因。例えば、未加工の銅の輸入量は9月の前年比+86.7%から同+13.8%に鈍化、鉄鉱石の輸入量も前月の前年比+64.7%から同+48.5%に鈍化した。とはいえ、内需の回復ペースの加速に伴い、向こう数カ月も輸入の伸びが輸出の伸びを上回ろう。

10月の貿易黒字額は9月の129億ドルから240億ドルに拡大した。今年1月以来の規模に達したが、前年同月を32%下回る。貿易黒字の拡大に加え、人民元の上昇期待を背景に資本流入が増大する可能性もあり、当面、人民銀は不胎化の取り組みを強化する必要性に迫られる公算が大きいと思われる。

## マネーサプライの伸びが加速する一方、新規融資は鈍化

中国経済に対する新規融資の重要性は6カ月前に比べて低くなっている。というのも、年末が近づき、これまで行った巨額の貸し出しで8%成長は十分可能になっているからだ。10月の新規融資額は2,530億元（9月は5,167億元）と多くが予想する以上に鈍化した。しかし、四半期末の融資実績評価を控え、銀行が9月に積極的に貸し出しを増やした反動が出たことに加え、主要銀行では融資が年間目標に近づいていることを考えると、新規融資が10月に大幅鈍化したことは特段驚くべきことではない。また、10月は営業日が少なかったことも影響した。HSBCでは、新規融資の鈍化による中国の力強い景気回復への影響はほとんどないとみている。

一方、マネーサプライの伸びは加速した。10月のM1伸び率は9月の前年比+29.5%から同+32%に加速し、過去最高を更新する一方、M2伸び率も前年比+29.4%と前月並みの高水準を維持した。M1の伸びが加速していることを見ると、景気が一段と力強さを増していることに加え、不動産や株式投資への関心が高まっている可能性も指摘できる。M1とM2伸び率のポジティブ・ギャップはインフレ圧力の高まりを示唆している。

## しかし、インフレは当面問題にならず

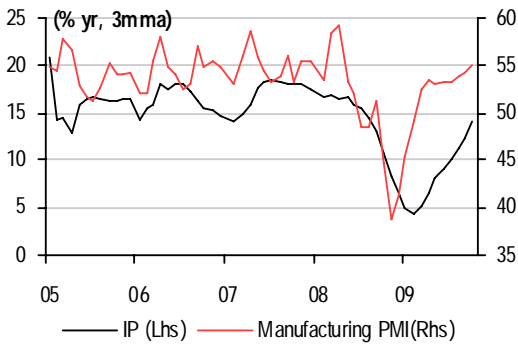
10月のヘッドラインCPIとPPIは予想通りマイナスが続いたが、下落率は一段と縮小した。CPIは前年比-0.5%と前月の同-0.8%からマイナス幅が縮小する一方、PPIも9月の前年比-7%から同-5.8%に縮小した。季節調整後で見ると、CPIは前月比横ばい、PPIは前月比+0.5%と9月並みの上昇率だった。CPIは食品価格が前年比+1.6%と前月の同+1.5%からやや加速する一方、住宅価格の下落率縮小を主因に、食品を除いた価格は9月の前年比-1.9%から同-1.6%にマイナス幅が縮小した。PPIは生産財価格が前年比-7.2%と前月の同-8.6%からマイナス幅が大幅に縮小する一方、消費財は9月の前年比-1.8%から同-1.4%に下落率が鈍化した。

国務院が「インフレ期待の管理」を優先課題として挙げたことから、向こう数カ月はインフレ指標に市場の注目が集まろう。しかし、HSBCでは、マネーサプライの過度な伸びでインフレ圧力が強まるとはいえ、インフレは当面問題にならないとみている。CPIはベース効果の剥落で11月にもプラス転換するとみられる。

## 政策見通し

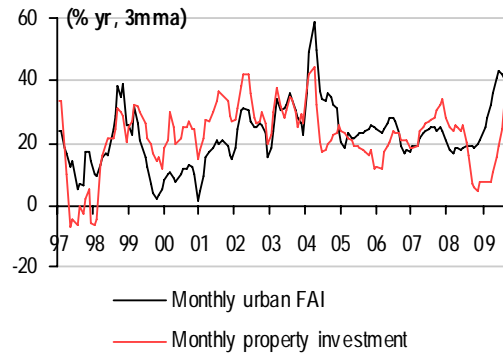
当面、利上げリスクは限定的とみられる。また、景気回復はより確固としたものになっていることから、インフレリスクのコントロールは財政政策が主な手段になると思われる。HSBCでは、向こう数カ月は工業生産の伸びが一段と加速すると予想している。比較対象となる08年4Q～09年1Qの水準が低いこともあるが、製造業PMIが分岐点の50を引き続き上回っているほか、輸出部門の回復が見込まれることも追い風となる。向こう数カ月の工業生産の伸びが16～17%に達すれば、約10%成長を示唆することになる。CPIの持ち直しも見込まれるため、当局は特に地方レベルで新規インフラ・プロジェクトの進行ペースを緩める必要が出てくるかもしれない。景気回復はより確固としたものになっていることから、中央政府にとっては、中長期的に急速かつより均衡のとれた成長の実現に必要な個人消費の刺激に向けて、投資から医療や教育に財政支出の軸足を移す余地がさらに出てきたと考えられよう。

1. 工業生産の伸びは金融危機前の水準まで加速



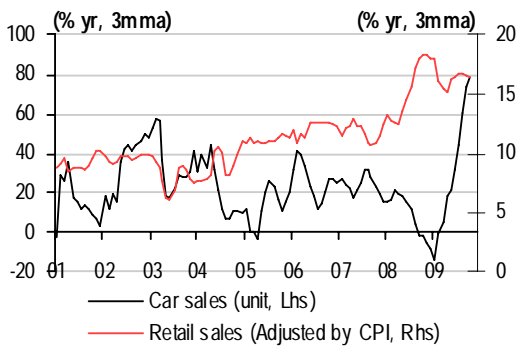
Source: CEIC, HSBC

2. 投資は強いモメンタムを維持



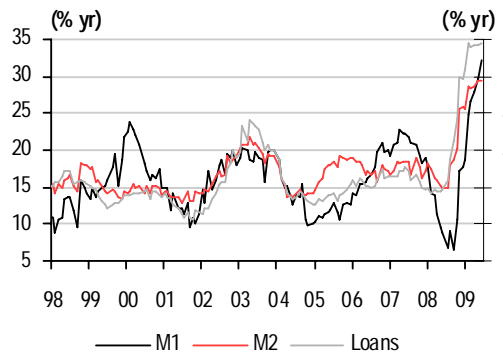
Source: CEIC, HSBC

3. 小売売上高は堅調



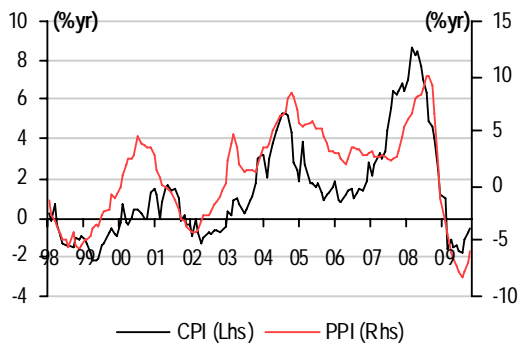
Source: CEIC, HSBC

4. マネーサプライの伸びは行き過ぎ



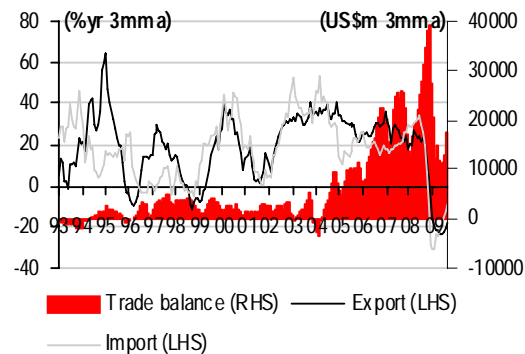
Source: CEIC, HSBC

5. インフレ率は依然マイナス、当面問題にならず



Source: CEIC, HSBC

6. 輸出の回復は遅い



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11月11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