

# 7月の中国の経済統計

## 景気減速が着実に進展

中国の7月の経済統計は、最近の引き締め策が奏功して内需の鈍化が続いていることを裏付けた。CPIは季節要因の影響で前年比+3.3%となったが、今後インフレ率は徐々に鈍化する見通しである。これまでも指摘した通り、中国経済は減速しているのであって、“急激に”減速しているわけではなく、現在の政策スタンスを転換する必要ないと考えられる。

\*

内需に関する指標は予想を若干下回ったものの、7月の経済統計はほぼ市場予想通りとなった。消費者物価は季節要因と前年同期が低かったことによるベース効果を反映して上昇したが、鉱工業生産、投資、小売売上高は今年初めに導入された引き締め策の効果の本格化に伴い、軒並み鈍化した。生産の伸びの鈍化に伴い、今後インフレ圧力は緩和される見込みである。こうした鈍化傾向は、今年下半期のGDP成長率を9%（上半期は11.1%）とするHSBCの予想と整合的である。

### CPIは加速、PPIは鈍化

<CPI 上昇率> 6月は前年比+2.9%に小幅鈍化したが、7月のCPIはコンセンサス予想にほぼ等しい同+3.3%に加速した。前月比では季調後で+0.3%となった模様である。これまでと同じように7月も食品価格がヘッドラインCPIの最大の押し上げ要因となった。例年この時期に発生する洪水の影響で野菜と穀物の価格が上昇したため、食品価格は前年比+6.8%（6月は+5.7%）となった。だが、HSBCでは季節要因を反映したインフレの加速は近く峠を越え、今後3Q末までのCPIの上振れリスクは限定的なものにとどまり、4QにはCPIは緩やかに鈍化すると予想している。

<PPI 上昇率> 対照的に、PPIは5カ月ぶりの低水準となった。7月のPPIは6月の前年比+6.4%から予想を下回る同4.8%に鈍化した。季調後では、6月の前月比-0.3%に対して7月は同-0.4%となった。国内の引き締め策、特に最近発表された不動産市場の沈静化策とエネルギー効率の悪い業界の能力削減策により原材料需要が鈍化し、その結果国内の川上分野の製品価格が低下した。最近の輸入原材料価格の低下も貢献した。

### 工業生産の伸びが鈍化

工業生産の伸びは6月の前年比13.7%からほぼコンセンサス予想通りの同13.4%に鈍化した。前月比の伸び率は季調後で6月の0.6%からおよそ1.1%に加速した。エネルギー効率の悪い工場の閉鎖を進める中国政府の方針による影響を受けている重工業が7月も工業生産の伸びを抑制した。新規投資の伸び悩みも響いた。

#### Qu Hongbin

Co-Head of Asian Economics Research  
The Hongkong and Shanghai Banking  
Corporation Limited (HK)  
+852 2822 2025

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。

重工業部門の減速により7月の工業生産の伸びは0.8ポイント押し下げられた模様である。軽工業部門の生産高の伸びは輸出の伸びが予想を上回ったことを反映して6月の前年比12%から同13.5%に加速したが、軽工業が鉱工業生産に占める割合は30%に過ぎず（売上高ベース）、重工業が残りの70%を占めている。また、重工業部門が中国のエネルギー消費量の60%強を占めるため、発電量の伸びはほぼ横ばいとなった（6月の同11.4%に対して7月は同11.5%）。製品別では、鉄鋼・原油生産の伸びが6月の同15.9%から7月は同9.7%に、セメントは同7.4%から同6.4%にそれぞれ鈍化した。自動車生産の伸びの鈍化ペースは比較的緩やかで、6月の同18.4%に対して7月は同17.1%だった。

### 国内投資と消費が鈍化

輸出の伸びが予想を上回った一方で、投資と消費の伸びはコンセンサス予想を下回った。2010年下半期の内需に関するHSBCの強気の見方の根拠となっている良好なファンダメンタルズに変化はないが、以下では統計の詳細を簡単に検証した。

＜固定資産投資＞ 都市部の固定資産投資の伸びは2010年上半期の前年比25.5%から2010年1～7月は同24.9%に減速した。名目ベースでは、固定資産投資の伸びは6月の同24.8%から7月は同22.3%に鈍化した。PPIで調整した実質ベースの伸びは6月の同18.5%から同17.5%に鈍化した。新規プロジェクトに対する投資の伸びはほぼ横ばいとなり、上半期の同26.5%に対して1～7月は同26.8%だった。地方の固定資産投資の伸びは上半期の同26.7%から1～7月は同26.3%に低下し、中央政府の支援を受けた投資の伸びは上半期の同13%に対して1～7月は同10.4%となり、やや大幅に鈍化した。

固定資産投資の伸びが予想を下回った主因は不動産部門にある。不動産投資の伸びは6月の前年比約38%から同33%に減速した。不動産販売高は前月比で15.4%減少しているうえ、不動産価格の上昇モメンタムも衰えており（上昇率は横ばい）、政府の不動産市場沈静化策が民間不動産開発の抑制効果を発揮し始めている。だが、主要都市における不動産投資が鈍化しない限り、目的が達成されたとはいえない。このため、今後も不動産市場の沈静化策が維持され、不動産市場の調整が進む見通しである。銀行貸出の抑制と市場から調達可能な資金のプールが減少していることが民間不動産投資の伸びを抑制する可能性が高い。

だが、HSBCでは以下の3つの理由から総投資の伸びの大幅な鈍化はないと予想している。①公営住宅建設が加速する見込みで、民間不動産投資の鈍化による影響をある程度相殺する、②着工済みの10万件のインフラ投資プロジェクトへの継続投資が固定資産投資の伸びを下支えする、③中央政府の「西部大開発」計画の一環として内陸部における設備投資が加速する公算が大きい。

＜小売売上高＞ 7月の小売売上高は市場予想を下回り、名目ベースで前年比+17.9%に鈍化した。7月に加速したCPIで調整した実質ベースの伸びも6月の同15.4%から同14.6%に低下した。鈍化の主因は都市部の小売売上高にあり、伸び率は6月の同18.7%から同18.2%に減速した。一方、農村部の小売売上高の伸びは0.2ポイント加速した。個人消費にも不動産市場のセンチメントの冷え込みによる影響がみられた。伸び率が最も大幅に鈍化したのは不動産購入に関連した耐久財売上高で、家具の売上高伸び率は6月の同40.9%から7月は同35.9%に、装飾品の売上高伸び率は6月の同34%から同28.35%に低下した。しかし、政府の補助金制度を反映して

自動車販売高の伸びが同 27.6% (6月は同 28.3%)、家電も同 25.6% (6月は同 23.4%) と比較的堅調だったことによりその影響は緩和された。自動車と家電が好調だったことは、中国の消費者の購買力の高さを証明している。所得の順調な伸びと社会福祉制度の改革を背景に、今後も個人消費は着実に拡大する公算が大きい。

### 銀行貸出の抑制が続く

＜銀行貸出＞ 7月の新規貸出額は予想を下回る 5,330 億元となり (市場予想は 6,000 億元)、6月の 6,030 億元から減少したが、2009年7月の 3,690 億元に比べるとなお高水準にある。このため、貸出の抑制による量的引き締めが 3Q も継続される可能性が高く、信用・金融情勢の正常化が続く見通しである。それでも、2010年の貸出額が上限の 7.5 兆元に達すれば下半期の 9%前後の GDP 成長率は十分維持できよう。

貸出残高の伸びは、主にベース効果 (2009年7月の新規貸出しは 2009年6月の 1.5 兆元から 3,690 億元に減少) を反映して 6月の前年比 18.2%から同 18.4%に小幅加速した。不動産市場のセンチメントの冷え込みにより、家計向け新規中長期融資額は 6月の 1,430 億元から 1,260 億元に減少した。企業向け新規融資額は 6月の 3,690 億元から 3,600 億元にわずかに減少した。企業向け中長期融資は 6月の 3,330 億元からほぼ横ばいの 3,274 億元となり、投資を下支えした。

＜マネーサプライ＞ マネーサプライ伸び率は、①国内銀行による融資基準の厳格化、②人民銀行による流動性管理 (ここ 2 週間、公開市場操作によりネットベースでの流動性の吸収を実施) が奏功して正常化に向かっている。マネーサプライ M2 伸び率は 6月の前年比 18.5%から市場予想をわずかに下回る同 17.6% (年間目標の 17%に近い水準) に鈍化した。M1 伸び率も 6月の同 24.6%から同 22.9%に一段と減速した。

表 1. 主要経済指標の推移

Key economic indicators										
% y-o-y	Jul-10	Jun-10	May-10	Apr-10	Mar-10	Jan/Feb-10	2Q10	1Q10	4Q09	3Q09
Real GDP							10.3	11.9	10.7	9.1
Industrial production, Real	13.4	13.7	16.5	17.8	18.1	20.7	16	19.6	18	12.3
Retail sales, Nominal	17.9	18.3	18.7	18.5	18	17.9	18.5	17.9	15.1	15.4
Monthly urban FAI	22.3	24.7	25.4	25.4	26.4	26.6	25.1	26.5	24.8	32.6
Urban FAI ytd, Nominal	24.9	25.5	25.9	26.1	26.4	26.6	25.8	26.5	30.5	33.3
CPI	3.3	2.9	3.1	2.8	2.4	2.1	2.9	2.2	0.7	-1.3
PPI	4.8	6.4	7.1	6.8	5.9	5.1	6.8	5.2	-2.1	-7.7
Exports	38.1	43.8	48.5	30.4	24.2	31.3	35.6	28.7	0.2	-20.3
Imports	22.7	34.1	48.9	50.1	66.4	63.6	52.7	64.7	22.3	-12
Trade balance (USD bn)	28.7	20	19.5	1.7	-7.2	10.9	33.9	14.5	61.5	13.1
Money supply M2	17.6	18.5	21	21.5	22.5	25.5	21.8	24.7	28.9	28.7
Money supply M1	22.9	24.6	29.9	31.3	29.9	35	30.1	34.6	33	27.9
RMB loans	18.4	18.2	21.5	22	21.8	27.2	22.1	26.1	33.3	34.1
New RMB loans (RMB bn)	530	603.4	639.4	774	510.7	1049.7	2016.8	2610	927.6	1283

Source: CEIC, HSBC

図 1. 季節要因による CPI の上昇は一時的となる見込み

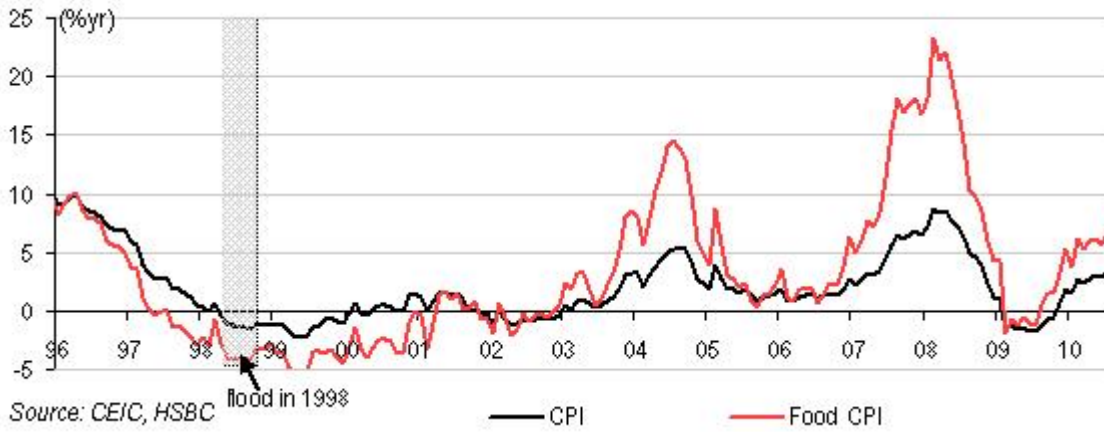


図 2. 工業生産の伸びは主に重工業の伸び悩みを反映して鈍化

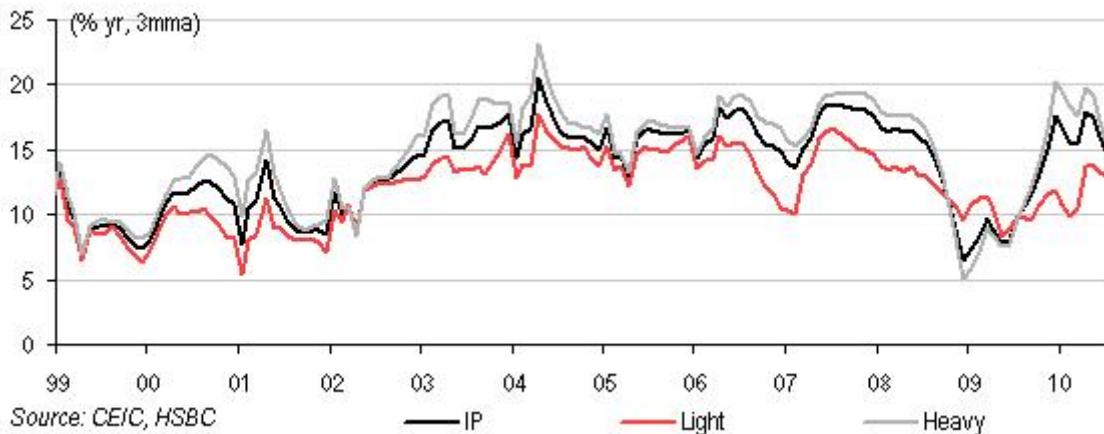


図 3. 固定資産投資の伸びが鈍化

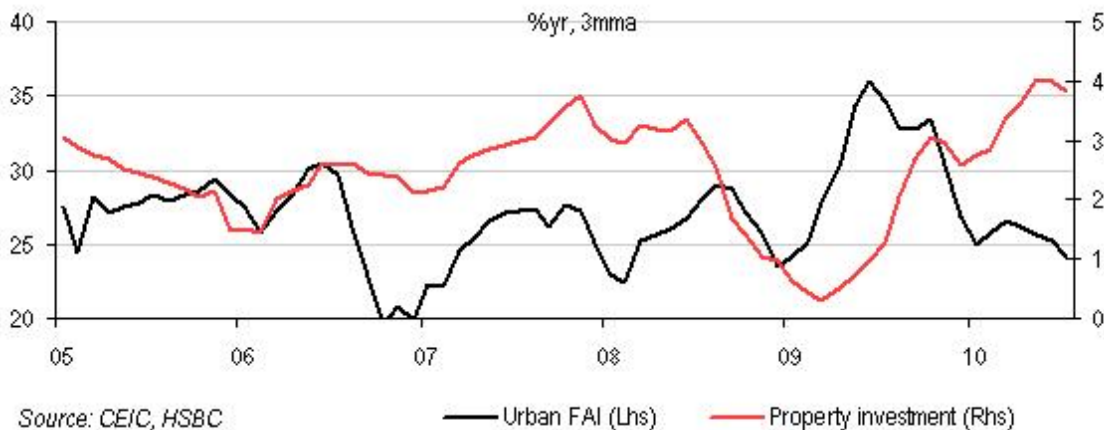


図 4. 貸出とマネーサプライの伸びが正常化



# 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2010年8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

〒130-0027  
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