ご参考資料
2024年2月2日

089号

CHINA INSIGHT
チャイナ・インサイト

今回のテーマ

マーケットは中国のGDP成長をどう見たか

日興アセットマネジメント
中国・アジア マーケットスペシャリスト
山内裕也

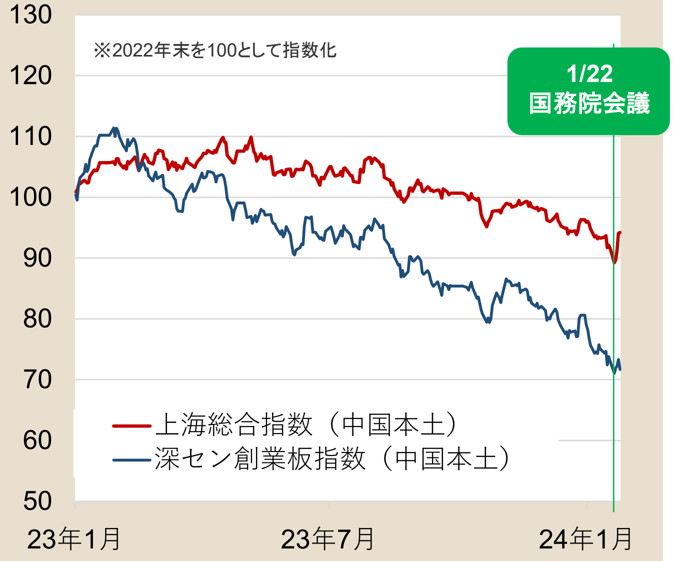
ポイント

・現地エコノミストも、中国の経済成長の中身に懸念を持っている

・政府の株価対策は一定の効果を収めたが、本格的な反発にはなお道のりが必要か

1月17日、中国の2023年実質GDP成長率が前年比5.2%と発表された。これを受け、当日の上海総合指数は約2%の下落となった。確かに10-12月期については市場予想を僅かに下回ったが、通年では市場予想どおり「5%程度」という政府目標を達成し、数字自体はそこまで驚く水準ではなかったはずだ。今回、市場はどこに注目したのだろうか。

主要株価指数（現地通貨ベース）の推移
（2023年1月初～2024年1月26日）



（信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントが作成）

※上記は過去のものであり、将来の市場環境などを保証するものではありません。

名目成長率が実質成長率を下回ることは珍しい

多くのエコノミストが指摘したのは、物価下落でGDP成長率の名目値が実質値を下回ったことだ。2023年通年の名目GDP成長率は4.6%で、実質GDP成長率を0.6%ポイント下回る。過去30年で見ると、名目値が実質値を下回ったのは1998年、1999年、2009年、2015年に続き、これで5回目だ。過去の下回った年の周辺で起きたことを考えると、アジア通貨危機、リーマンショック、チャイナショックだ。乖離幅で見ても、今回はアジア通貨危機時に次ぐ2番目の大きさである。今回そこまでの危機ではないとしても、少なくとも、過去にあまりない、良くない事態が生じていることを伺わせる。

今回の中国の統計については、そもそも5%台もあるのか、と疑義を呈する声もある。比較的名の通った欧米の民間のリサーチファームも、その他の指標と見比べて、今回の実質GDP成長率は実態を反映していないのでは、と声を上げた。

中国国内のエコノミストは当局の数字に異を唱えたりはしないものの、名目が実質を下回っている環境では、名目値の示すシグナルに十分注意を払うべきだ、という声がある。そして、物価の継続的な下落の背景にあるのは需要不足であり、現在のように企業も家計もレバレッジを下げている局面では、政府が従来以上に需要創出に積極的になるべき、とする。5.2%という数字だけを額面通りに捉え、良かったと評価していてはいけないという意味では、海外勢とほぼ同じ、と言えるかもしれない。

■当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■投資信託は、値動きのある資産（外貨建資産には為替変動リスクもあります。）を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。

そのような懸念を政府はどう受け止めたか。今回のGDP発表は、李強首相が、世界経済フォーラム年次総会（ダボス会議）の場で、公式発表を前に言及したことが話題となったが、李首相は同時にこんなことを言っている。「今回の成長は、強力な刺激策は取らず短期的利益のために長期的リスクを生むことを避けた結果。健康な心身があれば、免疫力が強くなるようなものだ」と。内外エコノミストが5.2%のGDP成長率がはらむ危うさと持続性に懸念を隠せないのに対して、中国のリーダーは厳しい環境で耐える力がついたと誇っていたのだ。同じ日、習近平指導部は党幹部に対して、金融業界をもっと締め上げると会議で宣言していた。これでは中国本土株式市場が下げるのもやむを得ないだろう。

中国本土株式市場は、年初来下落基調で、好調な先進国市場はもちろん、エマージング市場と比較しても中国の不調は際立っていたが、GDP発表後にこれを加速させた。政府系と思しき資金が、ETF買い入れを通じて度々市場に投入されていたにも関わらず、だ。その程度では止められないぐらい、市場の懸念は大きかったのである。

まずは、株価対策で政府が行動

これを見てさすがに宜しくないと考えたのか、翌週22日に行なわれた国務院（政府）の会議では久しぶりに資本市場が取り上げられ、「市場を安定させるため、力強く有効な対策を取る」とした。その後の政府の行動は速く、矢継ぎ早に以下の対策が実施されている。

① 預金準備金率を0.5ポイント引き下げ
② 農村・中小企業向けの再貸出金利引き下げ
③ 当局による国有企業の評価手続きに時価総額を追加
④ 市場当局による「投資家志向の」市場改革の推進宣言
⑤ 商業不動産への融資に関する一部規制緩和

純粋な株価対策だけではない施策も含まれるが、①を始めとして、その内容やタイミングは市場予想を上回っていた。中国人民銀行（中央銀行）は24日、預金準備率の更なる引き下げや利下げの可能性も示唆している。一連の措置を受けて、株式市場はやや息を吹き返し、上海総合指数は23日からの3日間で5.4%上昇（現地通貨ベース）し、海外資金も純流入に転じている。

果たして、今回の政府の施策は、市場の本格的な反転に繋がるだろうか。市場を抑えていたのは、政府の市場に対する関心の薄さと、デフレ傾向に見られる中国経済の長期的な成長懸念だ。今回、前者については明確な行動が見られたが、その効果を詳しく見ると、今回の措置で恩恵を受ける金融や国有企業に支えられた上海総合指数は大きく上昇したものの、成長株の代表格である深セン創業板指数の上昇は弱く、政策発表があった週も、週次リターンではマイナスにとどまった。そのため、投資家センチメントが広く回復したとはまだ言い難い。

後者は勿論これからだが、今回、中国人民銀行は、物価に対する関心が高まっていることを指摘しつつ、物価の緩やかな上昇が今後の政策の重点であると述べている。市場ではこの姿勢を前向きなものと期待を寄せる分析も見られた。中国は2月中旬には旧正月入りし、その後3月には全国人民代表大会（国会に相当）が開催される。この中国人民銀行の姿勢が今後の政策にどう反映されていくのかどうかは株価の動向の点からも注目点となろう。

※当資料に示す各指数の著作権等の知的財産権その他一切の権利は、各指数の算出元または公表元に帰属します。

PDFファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。
www.nikkoam.com/products/column/china-insight

■当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■投資信託は、値動きのある資産（外貨建資産には為替変動リスクもあります。）を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。