

今回のテーマ

## 経済成長の位置づけと投資家心理

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

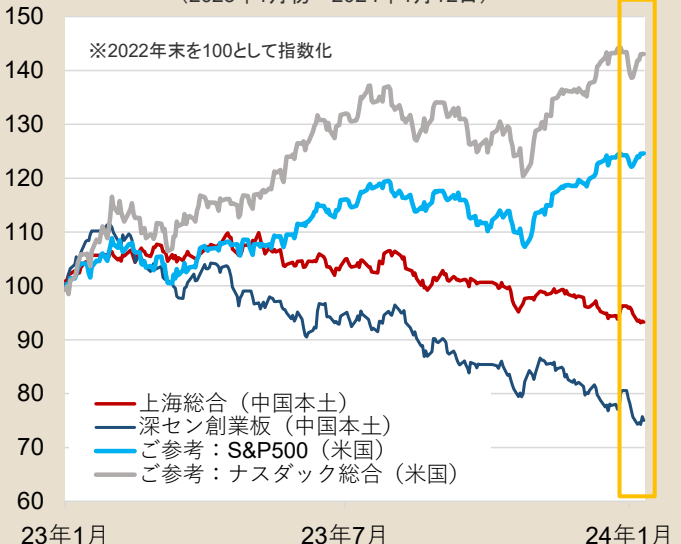
### ポイント

- ・中国本土株式市場が年初来低調なのは、中国政府に一因が
- ・明るいニュースなどの後押しがない中で投資家心理は改善に向かうのか

2024年の中国本土株式市場は、年初の2週間で上海総合指数は3.1%、深セン創業板指数は6.9%下落した（ともに現地通貨ベース、1月12日時点、昨年末比）。春先は全体に上がりやすいと言われる中国株式だが、今年は年初から不調だ。下落の材料を探すと、昨年末に発表された中国の製造業PMI（購買担当者景気指数）が3ヵ月連続で50割れとなったことなどが挙げられる。また、2022年、台湾を巡って米中関係が一段と冷え込んだ例を念頭に、2024年初の台湾総統選への懸念も理由にされた。非常に短期的には、年末に中国当局が運用会社に株式売買の売り越しを控えるよう指導したためとの話もあった。この指導が年明けに解除され、大型株の下落を招いたという。この手の窓口指導の真偽を当局が明らかにすることはないが、過去にも市場が著しく低迷すると聞かれた話であり、今回もあり得ることだと考えられる。

低迷が長期化する中で中国本土株式市場での選好も変化している。成長セクターの代表であったEVバッテリーのトップ銘柄の時価総額が、株価下落によって石炭大手とほぼ並んだというのは、象徴的な話題だった。世界的に競争力があると見なされる中国の新エネルギー産業だが、悲観的な市場環境では成長ストーリーは懐疑の目で見られ、資金はディフェンシブな銘柄に集中する。とにかく投資家が慎重という話題には事欠かない。

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12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）

### 政府の意気込み不足もマイナス要因に

もっとも、元々ファンダメンタルズに関する情報が少ない1月は、市場に大きく影響する新しい情報を取り立ててあったわけでもない。不動産の影響については誰も否定しないが、ここが自力で戻ることの難しさは、もはや新しい話題ではない。その他の理由として、市場のプロフェッショナル達は、経済成長に対する政府の意気込みが見えない点を指摘する。昨年12月に開催された、2024年の政策を決める経済工作会議において、目先の成長が最優先課題ではなかった点は、前回指摘した通りだが、年初にかけてのニュースで目立ったのは、党の規律強化や反腐敗運動など、経済以外で社会の規制を強める内容が多かった。口にはしないが、「そちらの方が大事なのか」というのが、投資家の正直な感想だろう。

※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。

■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。

今の中国にとって、経済成長の位置づけはどこにあるのだろうか。昨年末、中国政府は2020年から始まっている5カ年計画の中間報告を出した。その中では、経済成長については「概ね順調」という評価を下している。現行計画ではGDP成長率の数値目標をそもそも定めていないので、何を以て「概ね順調」なのかという点はあるが、そこは置くとしても、計画の中で定められた長期の成長ビジョンとの関係でも具体的な評価は見られない。長期ビジョンでは2035年までに「中程度の先進国をめざす」と定めており、その目安を1人当たりGDP倍増と考えると、単純計算で毎年約4.7%の成長が必要との試算もある。2023年は確かにこの水準は満たしてはいるものの、中国の成長は今後逡減が見込まれることを考えると、現在はこの4.7%を大きく上回る水準が必要だが、2020年以降のゼロコロナ政策の影響もあり、辛うじて水準に達してきたのが実態だ。実際、IMF（国際通貨基金）による直近の予想を見ると、2024年には早くも年間成長が4.7%を下回り、その後も低下していく見通しであり、この「倍増計画」は既に厳しい。しかしこれについての言及も一切ない。数字の上での「成長」というのは今の彼らの関心ではないのだろう。

## 政府の関心はそれとして、行動が伴うか

足元で数字の上での「成長」を追わないなら、何を重視しているのか。この報告では、目標を達成できていない環境や省エネ分野を除き、計画は成長率を含め概ね順調に来ているという全体の評価と同時に課題も掲げている。主なものを拾ってみると、

- 外国の「技術封鎖」による影響が深刻。中国のイノベーションは弱く、基礎研究も不足。
- 家計の消費の成長が伸びていない。最も重要なのは家計の収入の拡大。
- 旧制度の改革が不足。民営企業への制度的制約は多く、対外開放も不十分。
- 重要な領域のリスクが顕著。対外規制と産業空洞化で供給網が不安定化。不動産、金融、地方政府債務は相互に関連。若年層や出稼ぎ農民の雇用問題が深刻化。

順調だと言いながらも、多くの課題について（最近の中国には珍しく）率直な懸念を示している。少なくとも、政治にばかり気を取られ経済を疎かにしているわけではない、とは言えるだろう。ただ昨年の市場を思い出すと、消費成長、対外開放、不動産、若年層雇用と、これらの懸念に答えられていたとは言い難い。投資家にしてみれば、政府のもっと具体的な行動が出てこなければ、政策への期待から市場が盛り上がることは、見込み難いだろう。

外資系アナリストには、低バリュエーションや企業業績の反発期待から今年の中国本土株式市場への強気を示すところも出てきた。一つ一つのデータはそのとおりだが、投資家の慎重姿勢を転換させるには政府の行動が欠かせない。ポイントは政府がどれだけ資金をばらまくかということではなく（それも大事だが）、経済を優先的に考えていると投資家に伝わるかどうかだ。2024年の中国政府は、今度こそ本気を見せてくれるだろうか。

※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](http://www.nikkoam.com/products/column/china-insight)