

全人代の概要および中国株式市場見通し

景気は低空飛行継続と予想し、株式市場の底打ち判断は時期尚早

2024年3月13日

お伝えしたいポイント

- 2024年の政府目標は前年を踏襲するものが多く、形骸化する恐れも
- 注目点の財政政策は、支出の伸び率が加速し、景気底割れは回避へ
- 科学立国狙うも、不動産軟着陸は道半ばで、株式市場の不透明感拭えず

2024年の政府目標は前年を踏襲するものが多く、形骸化する恐れも

2024年3月5日から11日にかけて、第14期全国人民代表大会（以下全人代）の第2回会議が開催されました。初日は例年のように、冒頭で李強首相が「2023年の政府活動報告および2024年の政策運営」を発表し、その後の2024年予算案発表も合わせて、政府目標の概要が明らかになりました【図表1】。

最も注目される2024年の実質GDP成長率目標については、2023年の「+5.0%前後」を踏襲することで強気とみられる目標値が示されましたが、例年のように、政策期待が高まったり、株式市場が著しく好感する場面はみられませんでした。

図表1 全人代で発表された経済運営に関する政府目標

	2022年実績	2023年実績	2024年目標値及び筆者の解釈
実質GDP成長率	+3.0%	+5.2%	+5.0%前後 (経済指標の信ぴょう性に疑問が残り、市場の関心は低下)
消費者物価上昇率	+2.0%	+0.2%	+3.0%前後 (23年を踏襲も、実現性に疑問が残る)
金融政策の基本スタンス	・ 準政策金利1年MLFを0.20%pt引き下げ ・ 預金準備率を0.60%pt引き下げ	・ 準政策金利1年MLFを0.25%pt引き下げ ・ 預金準備率を0.40%pt引き下げ	穏健的な金融政策を継続し、的確で効果的に実施 (2023年の文言を踏襲)
財政政策の基本スタンス	・ 地方政府専門債の発行増額 ・ 地方政府専門債の23年枠を前倒して発行	・ 地方政府隠れ債務の借り換え ・ 地方政府専門債の24年枠を前倒して発行 ・ 改訂予算案を発表し、財政支出を1兆元増額	積極的な財政政策を強化し、質と効率を高める (2023年の文言を概ね踏襲)
財政赤字 対GDP比率	2.8%	3.9%*	3.0%
広義の財政支出額※	30.1兆元（前年比+6.4%）	31.3兆元（前年比+3.8%）	33.5兆元（前年比+7.0%）
実質的な財政赤字 対GDP比率※	6.2%	6.9%	6.6%
調査ベース失業率	5.6%（月次平均）	5.2%（月次平均）	5.5%前後 (経済指標の信ぴょう性に疑問が残り、市場の関心は低下)
新規就業者数	1,206万人	1,244万人	1,200万人以上 (経済指標の信ぴょう性に疑問が残り、市場の関心は低下)
為替レート	対米ドルで、おおむね 6.3~7.3円/米ドルの レンジで変動	対米ドルで、おおむね 6.7~7.3円/米ドルの レンジで変動	合理的かつ均衡水準で、 人民元の基本的な安定を維持 (2023年の文言を踏襲)

*2023年10月に発表された改訂予算案では3.0%から3.8%へ引き上げ。計算値3.9%との乖離は四捨五入が原因と考えられる

※大和アセットが計算、詳細は【図表2】を参照

(出所) 2022、2023、2024年中国政府活動報告より大和アセット作成

その背景として、政府目標が形骸化する傾向が強まっていることが挙げられます。2023年を振り返ると、実質GDP成長率の前年比+5.2%は政府目標の+5.0%を上回りましたが、比較対象である2022年GDPの顕著な下方修正（2023年12月29日に国家統計局が発表）を前提にしており、経済データへの信頼性に疑問が残ります。また、2023年の政策重点8項目のトップとして位置付けられた「内需拡大」が不発に終わったほか、2024年消費者物価上昇率は市場予想の1%前後に対して目標値が3%で据え置かれたこと、若年層失業率の統計作成方法の大幅変更が2024年1月に発表されたことなどからみられるように、目標達成に向けた政府の景気支援が伴わない可能性は高く、目標値の形骸化の懸念が強まったと考えます。

過去のレポートのご参考：「全人代で示された2023年の中国経済政策」https://www.daiwa-am.co.jp/specialreport/market_letter/20230308_01.pdf

注目点の財政政策は、支出の伸び率が加速し、景気底割れは回避へ

経済政策の基本スタンスに関しても、「質の高い成長」を優先し、金融政策は「的確で効果的に」実施することで、小刻みの金融緩和を継続すると見込まれるなど、新味に欠ける内容となりました。

その中で、注目点の財政政策ですが【図表2】、昨年の「積極的な財政政策を強化」の文言が継承されました。詳しくみると、税収が伸び悩む中で、政府基金等の補填や、財政赤字に含まれない「特別国債」と「地方政府専門債」の発行で財政支出を支える構図となりました。これらを勘案した「広義の財政支出」は、2023年の前年比+3.8%から2024年に+7.0%へ加速する予定で、実質的な財政赤字対GDP比率も6.6%と高水準に達する見込みです。これはインフラ投資と設備投資を後押しし、景気の底割れ回避に寄与すると予想します。特筆に値する点は特別国債の新規発行で、1998年、2007年、2020年に次ぐ4回目であり、共産党指導部が一步踏み込んだ予算案を発表したと評価できます。

ただ、過度な景気回復への期待は禁物と考えます。特別国債で調達した資金の用途については、習近平国家主席が定めた分野として「重大な戦略分野、重点分野での安全能力の増強」に限られ、先端技術関連の設備投資等に向かうとみられます。そのため、消費や一般的な民営企業などが恩恵を受ける可能性は低く、景気全般への浮揚効果に関してもさほど期待できないと考えます。

図表2 中国政府2024年度予算案

	2022年実績	2023年実績	2024年予算案
広義の財政支出額 (①+⑤) ※	30.1兆元 (前年比+6.4%)	31.3兆元 (前年比+3.8%)	33.5兆元 (前年比+7.0%)
①一般公共予算枠の財政支出	26.1兆元 (前年比+5.8%)	27.5兆元 (前年比+5.4%)	28.5兆元 (前年比+4.0%)
新規減税や税還付の規模	4.2兆元	2.2兆元超	総額は言及せず
②一般公共予算枠の財政収入	20.4兆元 (前年比+0.6%)	21.7兆元 (前年比+6.4%)	22.4兆元 (前年比+3.3%)
③政府基金等による補填※	2.45兆元	2.47兆元	2.09兆元
④政府基金等の補填後の財政赤字規模 (①-②-③-その他政府予備費用)	3.37兆元	4.88兆元	4.06兆元
政府基金等の補填後の 財政赤字対GDP比率 (④/名目GDP)	2.8%	3.9%*	3.0%
⑤財政赤字に含まれない、その他支出 (⑥+⑦) ※	4.04兆元	3.80兆元	4.90兆元
⑥特別国債の新規発行	発行しない	発行しない	1兆元 (償還年限が10年以上の超長期)
⑦地方政府専門債	4.04兆元	3.80兆元	3.90兆元
実質的な財政赤字 ※ = (④+⑤) / 名目GDP	6.2%	6.9%	6.6%**

*2023年10月に発表された改訂予算案では3.0%から3.8%へ引き上げ。計算値3.9%との乖離は四捨五入が原因と考えられる

**2024年名目GDP予測値は発表されていないため、④/ (財政赤字対GDP比率) の逆算により135.3兆元と計算される

※大和アセット計算値 (出所) 2022年、2023年、2024年の政府活動報告、財務省予算案、中国国家統計局より大和アセット作成

科学立国狙うも、不動産軟着陸は道半ばで、株式市場の不透明感拭えず

李強首相の演説や、その後の各政府部門長官の記者会見では、産業別の方針も示されました。習近平国家主席の「質の高い」成長方針の下、ハイテクや脱炭素など、新興産業と未来産業の育成を積極的に図り、「科学立国」を引き続き目指す意向です。総じて、新味に欠けており、特定分野への偏った融資が資源の効率的な配分を損なう懸念も残りますが、株式投資の観点からいくつか注目点があります。

①インターネットプラットフォーム産業に関して、「プラットフォーム企業が、イノベーションの促進、雇用の創出、国際競争などで大いに活躍するために支援する」と李強首相の演説で言及され、アリババやテンセント等のIT企業への規制強化に関しては、今回こそ終止符を打つとの期待が高まりました。

②消費関連では、「消費促進年」キャンペーンの開催が言及され、自動車や家電の買い替え、幼児、介護支援、家政サービス、デジタル消費、グリーン消費、ヘルスケア消費等が挙げられました。ただ、補助金など、具体的な実現方法や予算配分は言及されず、効果に関して様子見する必要があります。

③「新しい三種の神器」のEV、リチウムイオン電池、太陽光電池の輸出加速を目指すと言われました。

不動産問題への抜本的な解決策は発表されず

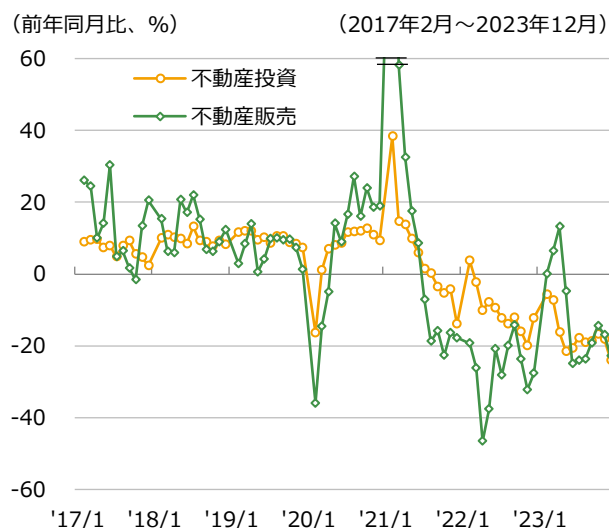
一方、不動産業に関して、9日の記者会見で政府高官が「住宅は住むためのものであり、投機対象ではない」との原則を維持し、「破産すべきものは破産させる」と発言したことを受け、不動産市場の信用不安が続くと懸念されます。また、不動産融資の緩和に関する「ホワイトリスト」政策について融資実績を2,000億元超と発表しましたが、第1-2四半期の不動産企業の債務返済規模が約1,500億元で、不動産市場の全般的な資金不足が1~2兆元程度とみられるため、不動産企業の財務圧迫緩和や、未完成物件の建築継続には限界があると言わざるを得ません。未完成物件の保証型住宅への転換方針に関しても実現性に疑問が残るなど、総じて、抜本的な解決策には至っていない状況にあると考えます。

株式市場の底打ちの判断は時期尚早

ここ1カ月間、中国株は上昇しましたが、空売り規制の強化やソブリン・ウェルス・ファンドの「国家隊」を通じたETF買いなどにより、力づくで株価を押し上げた印象が強く、上昇トレンド入りと判断するのは時期尚早と考えます。

全人代の発表内容に鑑みても、景気の低空飛行継続の可能性は高く、対症療法である株価対策頼りには限界がありそうです。中国共産党の運営サイクルにおいて2023年秋頃に開催すべき三中全会が今なお開催未定なのも異例です。政治・経済の不確実性が高いため、株式市場のセンチメントの顕著な改善は見込みにくいと考えます。

図表3 不動産市場の状況



※1月は空白、2月は1-2月合計の前年同期比を計算したもの

(出所) 中国国家统计局より大和アセット作成

当資料のお取扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書(交付目論見書)」の内容を必ずご確認ください。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらはあくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。