

## 訪日外国人消費と上海株暴落

発表日：2015年7月6日（月）

～これまでの株価急上昇の反動が懸念される～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生 (TEL: 03-5221-5223)

2015年に入って訪日外国人の消費拡大が顕著である。その背景には、円安効果もあろうが、限界的には中国株価の急上昇が寄与していたと考えられる。しかし、その中国株価は6月上旬をピークに暴落気味である。今後、その悪影響が表れて、これまで嵩上げされていた訪日中国人消費が一段落してしまうことが警戒される。

### インバウンド消費の威力

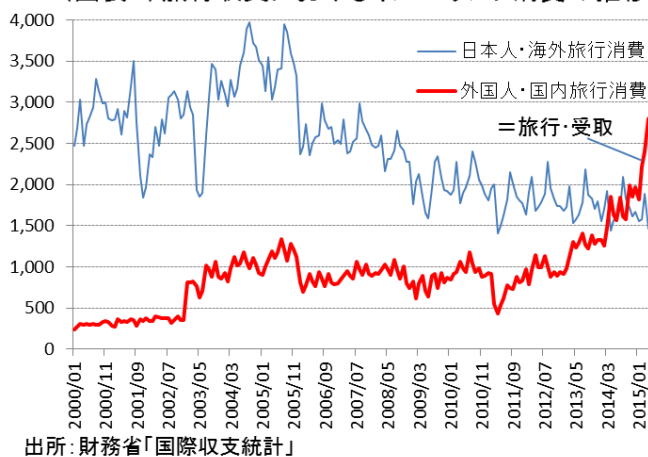
円安の隠れた効果として、訪日外国人の消費拡大がある。円高のときは日本人にとって海外製品は割安になって、海外旅行をしたときにお買い得感を感じる。逆に、円安のときは外国人が日本にやってくる日本製品を割安になったと感じる。だから、訪日外国人の観光客が増えて、その消費拡大が日本の消費産業に大きなビジネスチャンスになる。

今年の春先からは、その訪日外国人消費の拡大が目覚ましく増えた印象がある。日本政府観光局の訪日外国人の前年比伸び率のデータを確認すると、2015年1月29.1%増、2月57.6%、3月45.2%、4月43.3%、5月49.6%となっている。そのうち、特に目立っているのは中国人である。訪日外国人の増加数のうち、中国と香港からの増加数は1～5月の約半数を占める。しかも、中国人観光客の1回当たりの旅行支出は25.3万円/人と大きく、訪日外国人の全平均の14.3万円（旅行中消費）の1.7倍になっている。

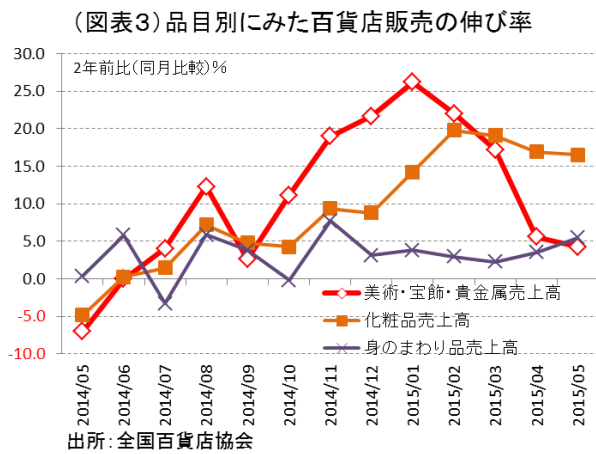
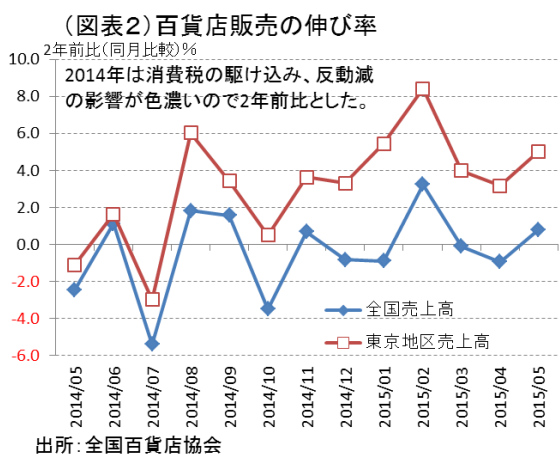
中国人の観光客の消費押し上げのインパクトは、全体の人数増加と、その中で派手にお金を使う中国人が増えていることの相乗効果によって、2015年1～5月は前年比2.4倍に膨らんでいる計算になる。また、国際収支統計における旅行収支でみると、2014年10月～2015年4月まで7か月の黒字になっている。特に、サービス収支の旅行・受取（＝訪日外国人の消費など）は、2015年2月辺りから急激に伸びていることがわかる（図表1）。やはり、中国人観光客が春節以降に活発に日本旅行に来ている効果からであろう。

彼らの消費拡大の好影響は、都市部における百貨店の販売増。特に、宝飾品・貴金属、化粧品、ブランド品などの高額商品に顕著である（図表2、3）。東京都内や観光地のホテル・旅館でも稼働率が高まっていて、一部では予約が取れないほどの勢いである。家電量販店では、魔法瓶、炊飯器、温水便座、紙おむつが挙げられる。いわゆる中国人の「爆買い」である。彼らにとって、日本製品は良質なのに格安であるという感覚らしい。

億円（図表1）旅行収支におけるインバウンド消費の推移



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。



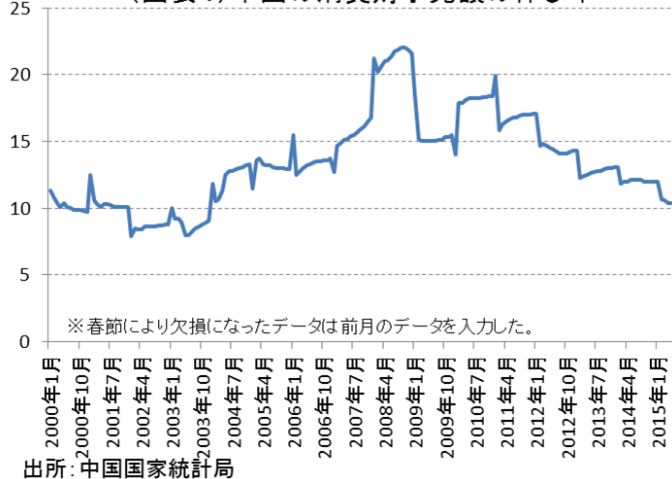
ただし、なぜ、1個ではなく、複数個単位やそれ以上の個数をまとめ買いをするのだろうか。それは、自分のためだけではなく、親族・友人などにお土産として分ける目的があるとされる。さらに、地元へ帰って、品々を転売する目的で大量に購入している人も少なくないらしい。つまり、投機的目的が「爆買い」の背景にはあるようだ。

### 上海株は暴落気味

中国人観光客の消費パワーの源泉がどこにあるのかは謎の部分がある。中国国内では、反対に消費が停滞しているからだ。

中国国内の消費減退については、消費財小売額の伸び率が、2015年5月は前年比10.1%だったことに表れている(図表4)。最近の消費の前年比は、均してみても2003年以降の低い伸び率である。リーマンショック後に消費の伸び率が鈍化し始めた中国であるが、2010年には前年比17~18%程度まで盛り返していた。習近平政権になって、綱紀粛正と贅沢禁止令が当初は消費を抑え込んでい

前年比% (図表4) 中国の消費財小売額の伸び率



たようにみえたが、最近では趨勢的な消費鈍化が進んでいるように見える。都市部での百貨店の閉店や、外資系企業の撤退は、そうした消費の勢いが陰っていることの表われだ。自動車やスマートフォンの販売も振るわないと言われる。

そうした様子と、中国人観光客の旺盛な消費はまさしく対照的である。当初は、国内で綱紀粛正を行っているから、海外に渡航した時は気兼ねなく消費を楽しむと言われた。日本で「爆買い」が話題になる以前から、韓国、台湾、タイ、ベトナムでは、中国人観光客の存在感が大きくなり、その消費拡大効果が目立っていた。

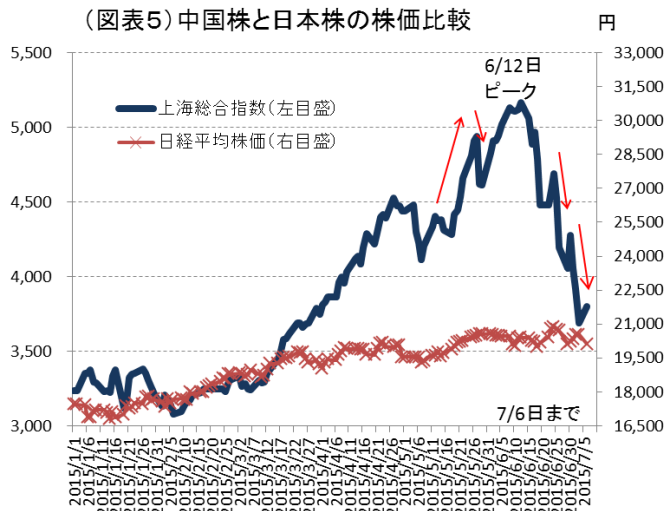
最近になって「爆買い」を説明する根拠として考えられるのは、これまでの株価上昇である。上海総合指数の伸び率は、訪日中国人観光客の伸び率と重なって増えているように見える。上海総合指数は、6月上旬にピークをつけるまで前年比2.5倍にまで急伸していた。日経平均株価になぞらえて言えば、8,000円の株価が僅か1年間で20,000円に上昇したような勢いである。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

しかし、そうしたバブル拡大の局面は、6月上旬をピークにしていよいよ終焉を迎えようとしている。上海株の取引は一時、個人の信用取引が取引全体の8割を占めるまでになっていた。つまり、中国株の上昇は投機色が強かったために、一旦、逆回転を始めると風船が萎むが如くに、歯止めのかからない下落を引き起こすことになる。僅か3週間の下落でピーク時から3割近くも下がったのは驚きである（図表5）。7月6時点では、中国政府が株価支援策を講じたことが材料になって、どうにか株価急落に歯止めがかかるような兆しもみえるが、まだ予断を許さない。かつての経験からすれば、2008年の株価上昇局面が終わってからしばらくの期間は株価が低迷している（図表6）。

これから懸念されるのは、これまで爆買いと言われた旺盛な中国人観光客の消費が落ち込んでしまうことである。例えば、株価が1年前の急上昇する以前に戻ってしまうと、中国人観光客による限界的な押し上げ効果が半分以下になる可能性も否定できない。日本の消費産業にとっても、ようやく中国人観光客の消費が業績回復に大きく寄与しようとしてきたところなので、どうにか中国の株価下落は止まってほしいと願わずにはいられない。

（図表5）中国株と日本株の株価比較



（図表6）上海総合指数の長期時系列の推移



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。