

2021年下半期の中国株式市場の展望 ファンダメンタルズ、資金フローとも良好な見通し

2021年6月14日

お伝えしたいポイント

- 上半期の中国株は急ピッチで上昇した後、政府のバブル抑制策で調整
- 中国は金融政策正常化で先行しており、今後正常化する国に対し優位性
- 年後半は2022年以降の中国の良好な企業業績見通しを織り込む展開へ
- 構造改革の進展などにより本土A株への資金流入が続こう

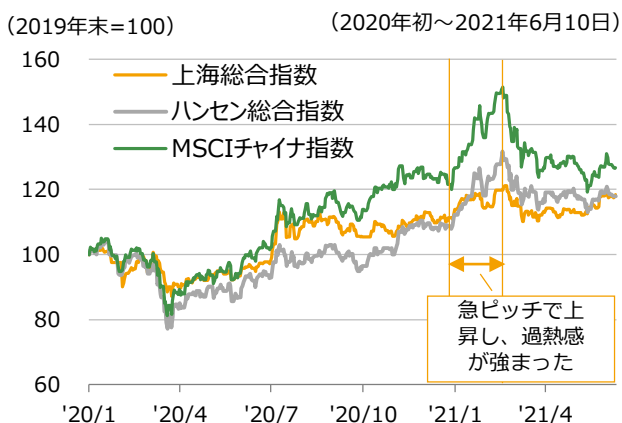
上半期の中国株は急ピッチで上昇した後、政府のバブル抑制策で調整

中国株式市場は昨年の景気のV字回復などを好感し、年明けから2月中旬にかけて急ピッチで上昇しました【図表1】。特に海外上場のIT・ハイテク株のウエイトが高いMSCIチャイナ指数などでは、過熱感も強まりました【図表1、図表2】。

かかる状況下、中国当局は株式市場のバブルを警戒し、抑制策に動き出しました。具体的には、株式市場への経営支援金の不正流入を調査したことや、インターネット関連業界に対して「自由放任」から「規制強化」へ方針転換したこと、香港政府が株式取引にかかる印紙税を引き上げたことなどが挙げられます。

しかし、これら下落要因の影響は一巡したとの見方が徐々に広がり、4月以降は中国版ナスダックと呼ばれる「創業板」上場企業を中心に株価は反発しました【図表3】。インターネット関連企業への各種規制に関しては、当局が関連企業の活動を全面的に制限しようとしているわけではなく、消費者不利益や金融システムの不安定化を回避することが狙いで、中長期の産業発展にはポジティブという認識が徐々に広がりました。

図表1 中国株・各種指数の推移



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

図表2 MSCIチャイナ指数の株価収益率 (PER)



※12カ月先EPSに基づいて計算されたPER ※σ：標準偏差
※平均等は銘柄数が大幅に増加した2018年5月以降の期間を算出

(出所) リフィニティブより大和アセット作成

中国は金融政策正常化で先行しており、今後正常化する国に対し優位性

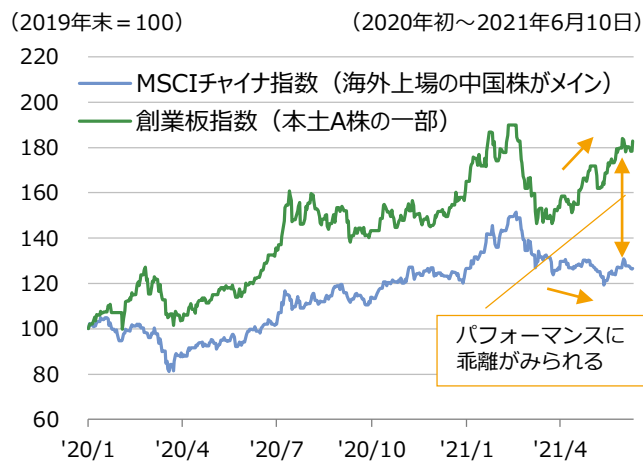
■ 同じ中国のIT・ハイテク関連株でも、本土A株が選好されている

4月以降の中国株の反発局面では、同じ中国のIT・ハイテク関連株でも、本土A株と海外上場株の株価指数の間に乖離が生じました【図表3】。

具体的には、本土A株の創業板指数が上昇傾向を強めた一方、海外上場株が中心のMSCIチャイナ指数は伸び悩んでいます。本土A株への投資が重要であることが示された局面と言えます。

乖離の要因としては、米中の金融政策の見通しの違いや、銘柄構成の違いなどが指摘できます。

■ 図表3 海外上場と本土上場のハイテク株価の乖離



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

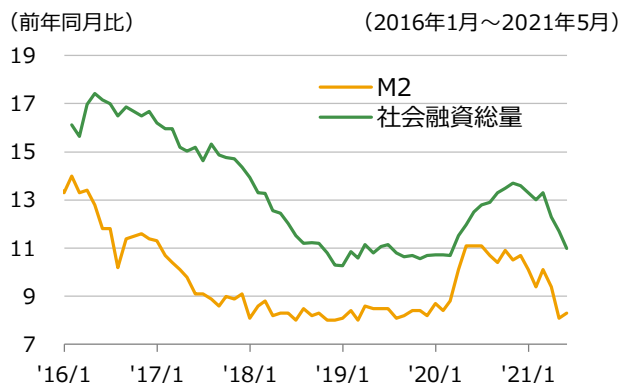
■ 金融正常化の一巡期待が本土A株の買い安心感に繋がっていると考える

中国では2020年4月に新型コロナウイルスの感染拡大がおおむね収束し、その後景気が急ピッチで回復したため、いち早く7月から景気刺激策を転換し始めました。2021年3月には中銀が貸出抑制の窓口指導を行ったとされるなど、金融政策正常化のペースも速まりました。足元の社会融資総量やM2の前年同月比伸び率がすでにコロナ前の水準近辺まで低下したほか【図表4】、債務残高のGDP比も2四半期連続で低下するなど【図表5】、金融政策正常化が大きく進展したことがうかがえます。そのため、金融政策正常化は一巡しつつあるとの見方が強まっており、株式市場では安心感が始めているようです。

なお、海外上場株が中心のMSCIチャイナ指数に関しては、海外株式市場のセンチメントや米国の金融政策に対する思惑などに影響されている面が大きいとみられます。

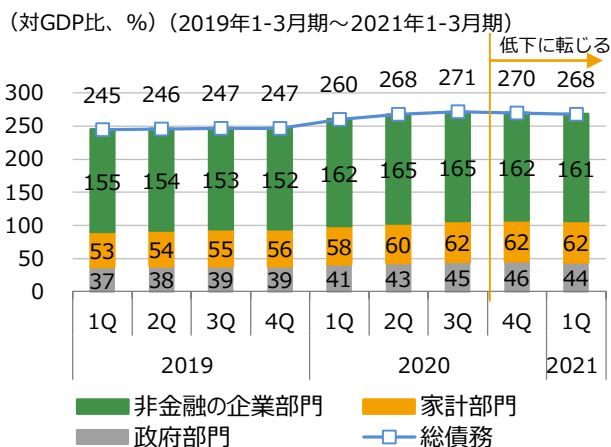
米国を筆頭に主要国では今後金融政策の正常化が株式市場の懸念材料になりやすい一方、中国ではすでに金融政策正常化が一巡しつつある点は、本土A株への投資にポジティブな材料といえそうです。

■ 図表4 マネー指標が金融政策正常化を示唆



(出所) CEICより大和アセット作成

■ 図表5 債務残高が景気刺激策の巻き戻しを示唆



(出所) 中国国家バランスシート研究センター

年後半は2022年以降の中国の良好な企業業績見通しを織り込む展開へ

2022年以降も安定かつ高い経済成長が見込まれる

常に先を見据えている株式市場は、年後半には徐々に2022年以降のポストコロナ時代の経済や業績見通しを織り込み始めるとみられます。いち早く景気回復を実現した中国ですが、2022年以降も相対的に高い経済成長率が予想されます【図表6】。

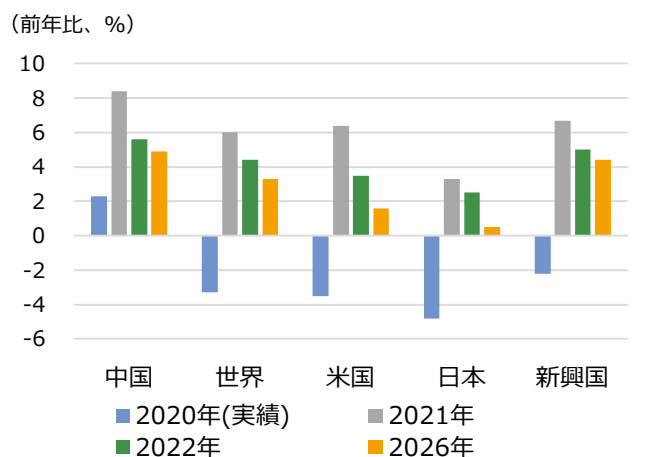
また、日英の調査機関が2028年にも米中のGDPが逆転するとの見通しを発表するなど、中国の中長期的な成長への期待は依然強いとみられます。IMFの購買力平価（PPP）ベースの統計では、2017年にすでに米中のGDPが逆転していることもあり、中国金融市場が投資対象として無視し得ない存在になりつつあります。

高い利益成長が予想される企業業績

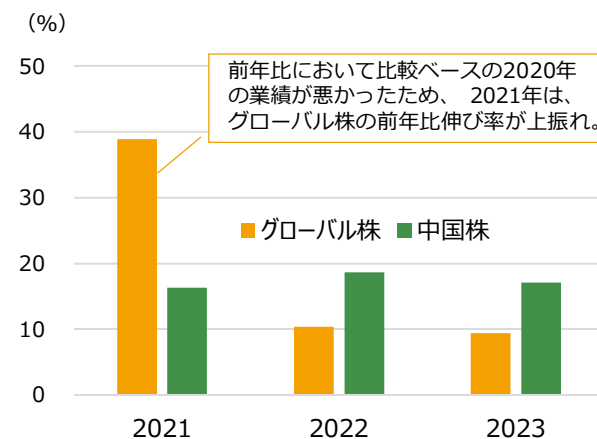
2021年のEPS（1株当たりの当期純利益）の前年比伸び率を見ると、中国株がグローバル株（MSCI AC World Index）に劣りますが、これは前年の2020年に中国株の業績がいち早く回復したのに対し、グローバル株の業績は低調で比較ベースが低かったことに起因しています。その特殊要因が剥落した2022年以降は、中国企業のEPS伸び率がグローバル株を大きく上回ると予想されており、中国株の優位性を示す材料といえそうです【図表7】。業績の修正状況に関しても、上方修正が高い割合を占めています【図表8】。

セクター別では、3月に発表された「第14次5カ年計画（2021年～2025年）」で最重要課題として取り上げられた「イノベーションの自立」が各政府部門によって実行される段階に入ってきており、引き続きハイテク産業や、イノベーションを伴う「消費アップグレード」、ヘルスケアなど人口高齢化に関連する産業への成長期待が根強く、投資資金が流入しやすいと見込まれます。4月の上海モーターショーをきっかけとした中国のEV（電気自動車）関連企業の株価上昇は、その一例といえます。

図表6 IMFの実質GDP成長率の見通し



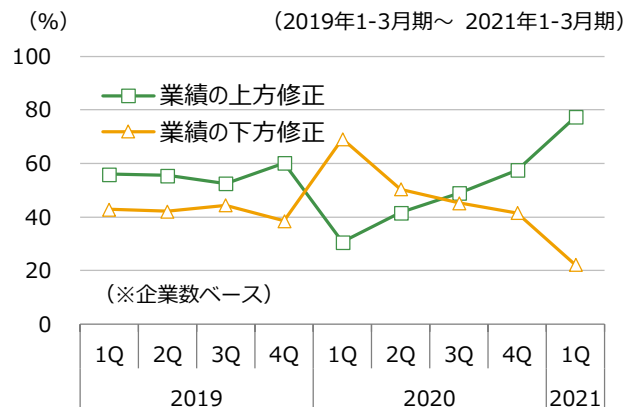
図表7 1株あたり当期純利益（EPS）の成長率



※グローバル株はMSCI AC World Index、中国株はMSCI China Indexを参照 ※2021年6月3日時点の予想値

(出所) リフィニティブより大和アセット作成

図表8 企業の業績修正の内訳



※上海証券取引所、深セン証券取引所のA株を参照

(出所) WINDより大和アセット作成

構造改革の進展などにより本土A株への資金流入が続こう

改革が中長期的な株式市場の健全化に寄与しよう

当局が昨年末に「資本市場がイノベーションを支える体制を健全化」する方針【図表9】を打ち出しましたが、構造改革を推進するためにも緩やかな株高を望んでいると考えられます。

改革の目玉の一つとなる科創板のIPO登録制については、大挙して登録を希望する企業に対し、投資家保護のため政府が一時待ったをかけたことがあります。政府は2022年に本土A株市場でのIPO登録制の全面実行を目指すなど、改革を継続する方針が示されています。

海外や個人マネーの流入が継続しよう

資本市場の投資側の改革として注目される「貯蓄から投資へ」の促進策として投資家保護措置が整備される中、個人マネーの株式市場への関心は一段と高まっています。口座開設数はおおむね増加傾向にあり、信用取引残高も再び増加傾向に転じています【図表10】。

また、米中摩擦が続いていますが、中国株式市場への海外からの資金流入は堅調に増加しており【図表11】、金融面での中国と海外の関係はむしろ強まっているといえます。MSCIやFTSE等のグローバルな株価指数において、中国本土A株のウェイトが引き上げられる見通しであることも資金流入を後押ししていると考えられます。

ファンダメンタルズ、資金フローとも良好

前述のように、良好なファンダメンタルに変化がない中で、海外からの資金や個人マネーの流入が継続する環境が整っていると考えられるため、2021年下半期の中国株式市場は堅調に推移すると予想されます。

当資料のお取扱いにおけるご注意

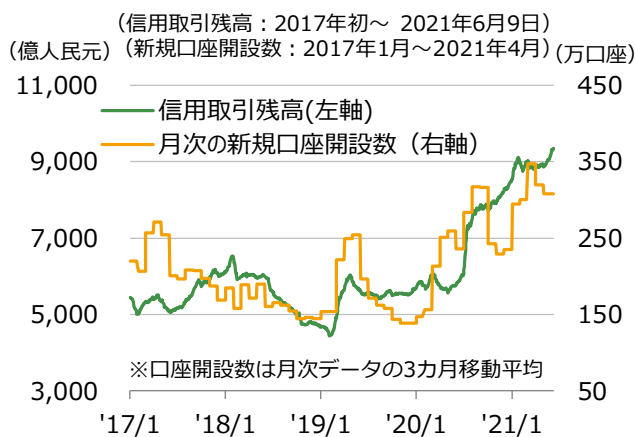
- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書(交付目論見書)」の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その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。

図表9 政府が目指す株式市場の改革（一部抜粋）

主要内容
①資本市場がイノベーションを支える体制を健全化
②貯蓄から投資へ等、資本市場の投資側の改革を促進
③IPO登録制等、資本市場の健全化を推進
④安全運転（株式市場等の安定的運営を維持し、金融システムリスクの発生防止、債券デフォルトの改革を推進等）

（出所）証券監督管理委員会の2020年12月「中央経済工作会議の精神を学習・実行するための会議」より大和アセット作成

図表10 個人投資家の本土株式の取引状況



（出所）上海証券取引所より大和アセット作成

図表11 外国人投資家による本土株への投資額



（出所）IIFより大和アセット作成