

中国株の5月以降の上昇と今後の見通しについて

「U」字型景気回復の下、株式市場の適温相場環境を予想

2022年6月28日

お伝えしたいポイント

- 5月以降の中国株は、世界的な波乱の相場の中で逆行高
- 政策総動員による景気対策と、テック企業への規制強化終了の期待が支え
- 中期的には、緩やかな景気回復の下、株式市場の適温相場環境を予想

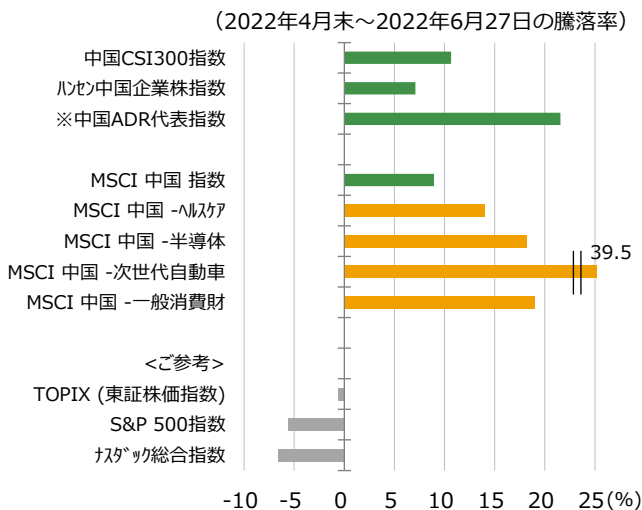
5月以降の中国株は、世界的な波乱の相場の中で逆行高

2022年上半期の中国株は、FRB（米国連邦準備制度理事会）の金融引き締め加速観測やウクライナ危機などの外部要因に加えて、中国国内で新型コロナウイルスの感染拡大による景気への悪影響が懸念され、3月から4月にかけて大幅調整する場面がありました。

しかし、5月入り後は、①政策総動員による政府の景気下支えの姿勢が鮮明になったことや、②新型コロナの新規市中感染者数が減少したこと、③6月1日の上海市のロックダウン解除に伴い経済活動が回復に向かったこと【図表2】、などでセンチメントが改善しました。また、④ITプラットフォーム企業への規制強化が一段落し、政府が政策支援にも言及したことや、⑤米中関係の改善期待が浮上したことなども好感され、米国株安によるリスク回避の流れの中でも、中国株は高パフォーマンスとなりました【図表1】。

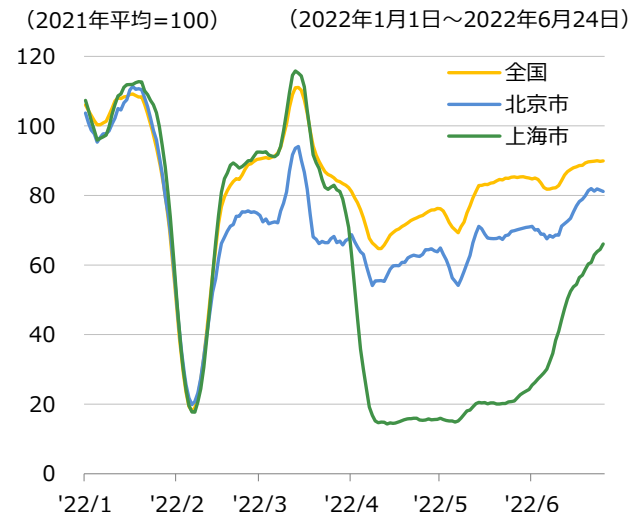
特に、政策支援が期待されるカーボンニュートラル関連の次世代自動車や、半導体、ヘルスケアなどは、株価指数が4月末比で2桁の上昇率となり、堅調さが際立ちました【図表1】。

図表1 2022年5月以降の各株価指数の騰落率



※中国ADRとは、中国に事業基盤のある米国上場中国企業の米国預託証券を指し、代表指数はナスダック・ゴールデン・ドラゴン・中国指数を参照
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

図表2 トラック貨物運輸指数



※7日間平均、2月上旬の落ち込みは旧正月休みのため
(出所) WINDより大和アセット作成

政策総動員による景気対策と、テック企業への規制強化終了の期待が支え

2020年を上回る景気対策

2020年並みの景気減速が懸念される中、政府は異例を尽くす形で、相次いで景気対策を発表しました。5月25日には李克強首相が地方政府幹部ら10万人に向けてオンライン会議を開催し、景気下支えへ全国に直接指示しました。

4月以降発表された景気対策【図表3】では、金融緩和、財政出動のほか、リーマンショックなどの過去の景気低迷局面で経済の立ち直りに大きく貢献したインフラ投資、自動車産業支援策、不動産セクター支援策など、政策が総動員されています。これらの政策は2020年には見られなかったため、2020年よりも強力な景気テコ入れを実施していると言えます。

金融緩和、財政支出の効果が現れる

昨年末から預金準備率の引き下げなどの金融緩和が実行される中、足元では5月のマネーサプライ(M2)の前年同月比伸び率が2020年の高水準まで加速するなど【図表4】、金融緩和の効果が現れつつあります。年後半の実体経済と金融市場の下支え要因として作用すると考えられます。

また財政面では、景気浮揚に即効性の高いインフラ投資に関して、資金調達(地方政府専門債の発行)が加速する見通しで【図表3、5】、年後半のインフラ投資の拡大につながると期待されます。

テック企業は、規制強化から支援の段階へ

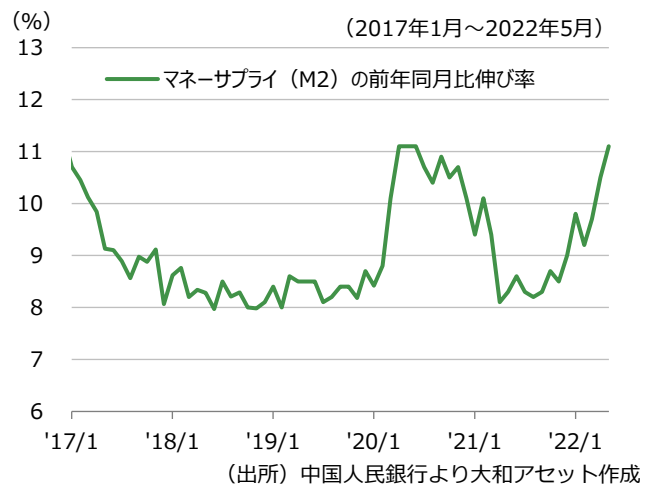
5月以降テック企業の株価が大幅上昇しましたが、規制強化の終了期待が今まで以上に高まったことが主因です。劉鶴副首相が5月中旬にプラットフォーム経済・企業への支援を表明し、海外市場も支援すると発表したほか、配車大手ディディのアプリダウンロードの再開や、新作オンラインゲームの販売再開など、昨年実施された規制強化が一部解除されたことが好感され、関連株の見直しの機運が高まりました。

図表3 4月以降発表された中国の主要景気対策

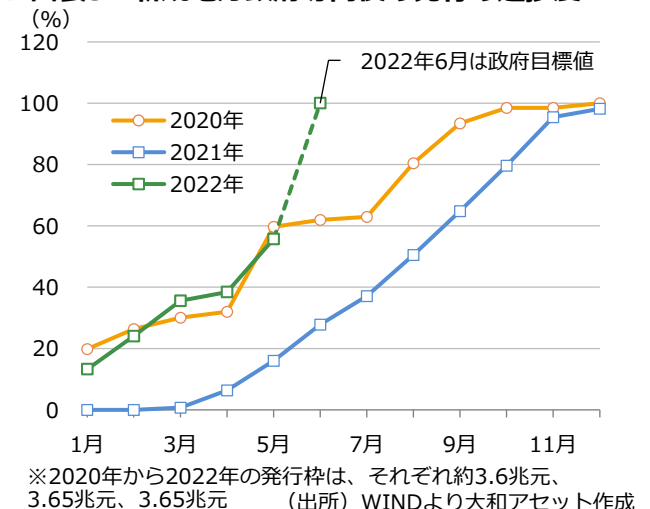
主要内容
①金融緩和：市中銀行の預金、貸出金利の低下への誘導や預金準備率の引き下げ。
②財政政策： ・インフラ投資のための2022年の資金枠3.65兆元（地方政府専門債の発行上限）の調達を6月までに完了させ、8月までに使用完了を指示。昨年の未使用の資金枠1.2兆元を含め、今年8月までに計4.85兆元がインフラ投資に投じられる見込み。 ・税還付を中心とした減税規模を2.65兆元に拡大。
③自動車産業*：価格30万元以下、排気量2L以下の乗用車に対して、2022年6月から12月までの期限付きで、且つ600億元を上限に、自動車購入税を10%から5%へ引き下げる。中古車活性化策を発表。
④不動産産業*：住宅ローン金利の参照金利の5年LPR（最優遇貸出レート）の低下を誘導し、さらに各地方政府の住宅ローン金利の引き下げや住宅販売促進策を容認。

(*自動車、不動産産業に関する具体策は、4ページを参照)
(出所) 各種資料より大和アセット作成

図表4 金融緩和の効果が現れる



図表5 新規地方政府専門債の発行の進捗度



中期的には、緩やかな景気回復の下、株式市場の適温相場環境を予想

■ 緩やかな「U」字型の景気回復軌道を予想

5月の中国の経済指標は強弱ありながらも4月より改善しており、景気は最悪期を通過したと言えます。但し、2020年の「V」字回復に比べて、今年は回復の勢いは弱い状況にあります

【図表6】。年後半は、不動産投資や消費の回復が緩やかなものに留まり、「U」字型の景気回復の軌道を辿ると予想します。

■ 株式市場は中期的な適温相場環境の見込み

2020年を振り返ると、「V」字型の急速な景気回復や、不動産市場の過熱感などを受け、中銀の金融緩和は、事実上約半年で終了しました。

一方で2022年は、景気回復に時間がかかるとみられるため、中銀はより長期にわたり緩和的な金融政策を維持する可能性が高いとみられます。そのため、今後1年間程度は、景気回復と金融緩和が並存する、株式市場にとっての「適温相場」の環境が続くことが予想されます。

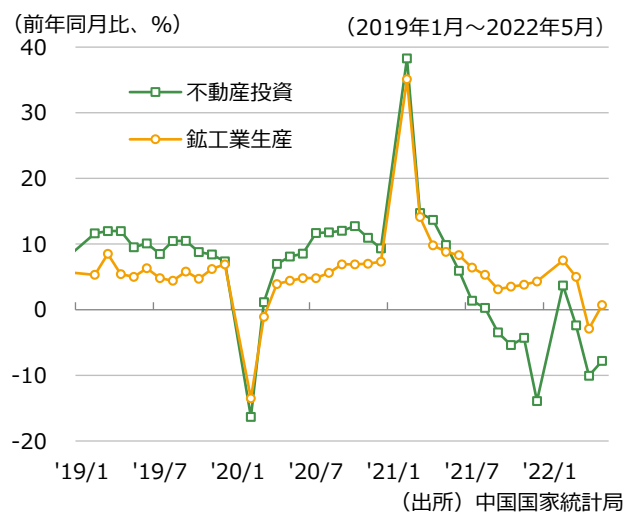
■ リスクプレミアム観点から高まる投資妙味

年後半も、ゼロコロナ政策による景気への悪影響が懸念されますが、景気下支えの姿勢を全面的に打ち出した中央政府が上海市のロックダウンのような景気の腰折れを招く政策を再導入する可能性は低下したと考えられます。また、中国ADRの米国上場廃止問題も軟着陸の方向にあり、目先は差し迫った懸念材料が乏しいと考えます。

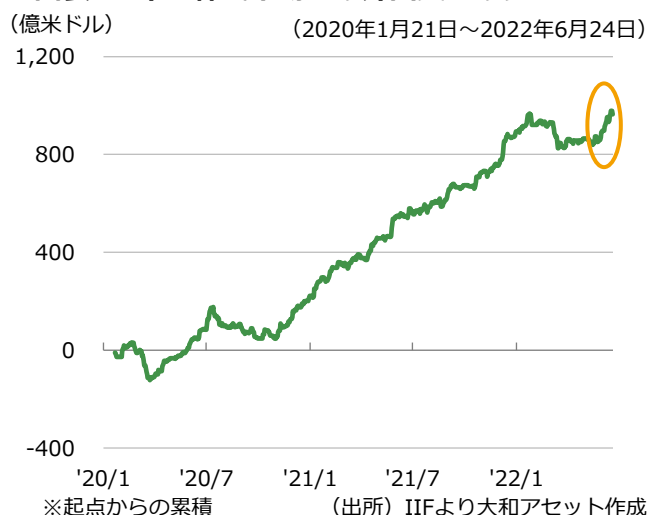
海外の投資資金が5月末以降流入基調へ転じている点を見ると【図表7】、中国株式市場の「適温相場」環境が好感されているとみられます。バリュエーションにも割安感が残され【図表8】、リスクプレミアムの観点からの投資妙味が高まったと言えます。

海外に比べ、中期的に金融政策や景気モメンタムでの優位性が続く可能性が高く、中国株をポジティブ方向に見直す機運が高まると見込みます。

■ 図表6 不動産投資と鉱工業生産の推移



■ 図表7 本土株式市場への外国資金のフロー



■ 図表8 MSCI中国指数のバリュエーション



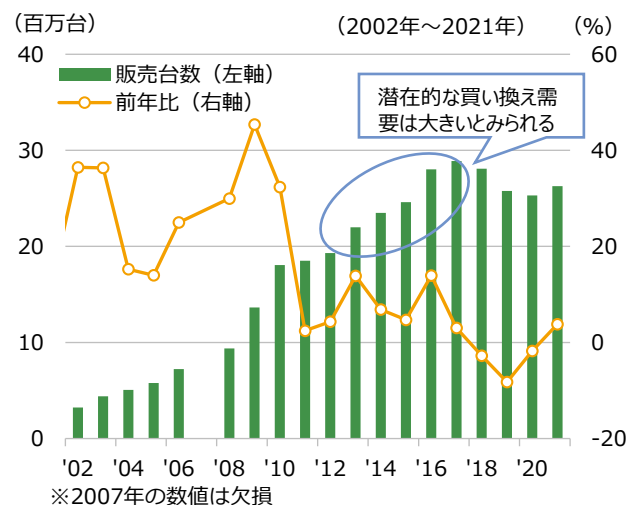
ご参考1：年後半の景気回復けん引役として期待される自動車産業

5月23日の国務院常務会議で、李克強首相は自動車産業に対して、購入税の半減による販売促進策を発表しました。詳細はその後明らかになりましたが、価格30万元（約600万円）以下、排気量2L以下の乗用車に対して、2022年6月から12月までの期限付きで、且つ600億元（約1.2兆円）を上限に、自動車購入税を10%から5%へ引き下げるといふものです。

また、6月22日の国務院常務会議では、中古車のナンバープレート登録の規制緩和など、中古車市場の活性化政策も発表されました。おおよそ2012年から2017年にかけて、中国の自動車販売台数が大きく伸びたことから、潜在的な買い替え需要は大きいとみられます【図表9】。

新華社などのメディアによると、上記政策からは計5,000億元（約10兆円）の販売促進効果が期待されていることから、年後半の自動車販売と生産を前年比2桁の伸び率へ加速させると予想します。

図表9 中国の自動車販売台数



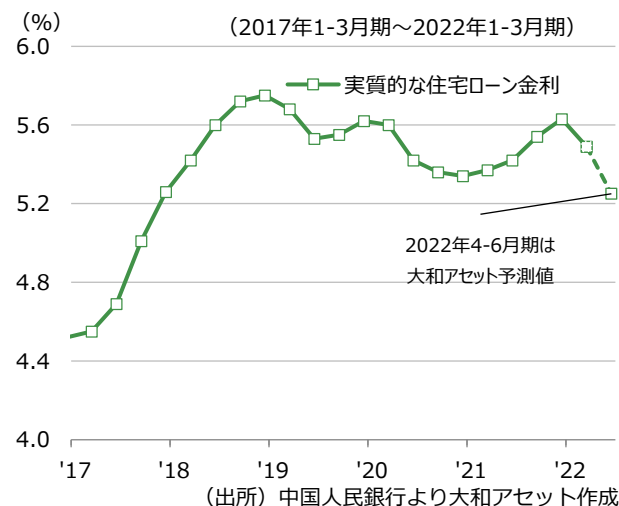
ご参考2：テコ入れ策を受け、不動産市場は緩やかな回復基調を辿ろう

中銀は、不動産市場のテコ入れに本格的に動き出しました。5月15日、1軒目住宅購入時の住宅ローン金利の設定基準を0.2%ポイント引き下げ、さらに5月20日には住宅ローン金利の参照レート－5年LPRの0.15%ポイントの低下を発表しました。そのため、1軒目住宅購入者は、少なくとも $0.2 + 0.15 = 0.35\%$ ポイントの住宅ローン金利の低下が享受できます【図表10】。また、6月下旬までに100を超える都市において、住宅購入制限の緩和措置が発表されました。

2021年の規制強化で不動産市場の冷え込みが深刻化しましたが、今月発表された5月の不動産販売の前年同月比伸び率は底を打ち、改善方向に向かいました。

目先は不動産市場のテコ入れ策の効果を引き続き見守る段階ですが、住宅ローン金利の引き下げ余地は大きいと見込みます。

図表10 住宅ローン金利の推移



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。