

HSBC投信株式会社
2018年3月2日



当レポートの要旨

▶ **トピックス**： 昨年の中国の株式市場は一年を通じて好調となったが、主要ベンチマークをアウトパフォーマンスする指数構成銘柄の数は減少傾向

中国株式：アクティブ運用がますます有効になってきた背景

MSCI中国指数の変化に見るダイナミズム

昨年の中国の株式市場は一年を通じて好調であったが、主要ベンチマークをアウトパフォーマンスする指数構成銘柄の数は減少傾向にあり、3年間で指数構成銘柄全体の半分から3分の1に減っている。この現象については2通りの説明が出来る。すなわち、ウェイトが大きい企業の影響力が増していること、およびリターンの格差が拡大していることである。

MSCI中国指数は、他の多くの主要指数と同様に時価総額加重平均型指数であり、超大型株（上位2銘柄で指数全体の30%近くを占める）のパフォーマンスに主導されている。これは、MSCI中国指数と連動を目指すパッシブ投資家は、ベンチマークをアンダーパフォーマンスする出遅れ銘柄を多数保有する羽目に陥ることを意味している。また、大型株は過剰にリサーチされる傾向にあり、かつしばしば過剰に売買が集中し、ミスプライス（株価の歪み）が起きにくい。2017年に、MSCI中国指数ユニバースにおける大型株は、中型株を15%アンダーパフォーマンスした。

図表1：ベンチマークをアウトパフォーマンスした銘柄の割合

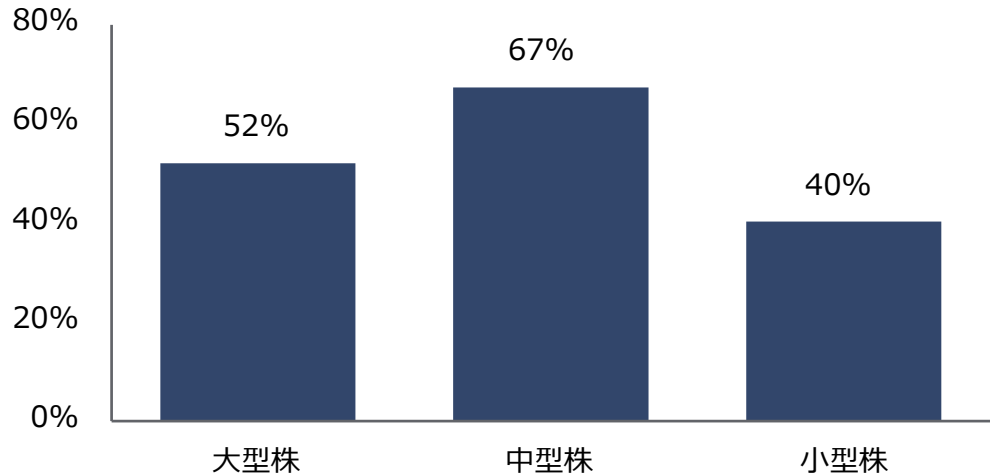
セクター	2015年	2016年	2017年
素材	30%	100%	44%
生活必需品	36%	38%	50%
公益事業	38%	15%	18%
ヘルスクア	56%	50%	36%
資本財	48%	28%	16%
不動産	67%	32%	67%
エネルギー	11%	88%	25%
電気通信サービス	60%	25%	0%
一般消費財	70%	35%	42%
金融	32%	46%	12%
情報技術 (IT)	78%	42%	52%
MSCI中国指数 構成銘柄	50%	40%	33%

出典：HSBCグローバル・アセット・マネジメント（香港）リミテッド（2018年2月現在） ベンチマーク=MSCI中国指数

1 当資料の「留意点」については、巻末をご覧ください。

大型株が指数のリターンを決定付けているが、リターンでリードするのは中型株

図表2：2017年の規模別株式リターン



出典：HSBCグローバル・アセット・マネジメント（香港）リミテッド（2018年2月現在）

大型株：時価総額が300億米ドル超の銘柄

中型株：時価総額が100億米ドル～300億米ドルの銘柄

小型株：時価総額が100億米ドル未満の銘柄

寄与度上位の銘柄とパフォーマンスが高い銘柄は同じか？

大企業のパフォーマンスの寄与度が大きくなる傾向が見られる。アクティブ運用者にとり、アウトパフォーマンスが見込める小規模企業に投資する良い機会

下記の表によると、両者は2015年には一致していたが、現在では、そこそこのリターンの大企業が単純にベンチマークにおけるウェイトが大きいため寄与度上位に入っている。例えば、ある中国の銀行は、2017年のパフォーマンスが83位（25%のリターン）であったにもかかわらず、指数への寄与度は6位となった（図表3参照）。中国株式のパッシブ投資家は十分なリターンを生まないこれらの大企業に投資を集中させている。これに対し、アクティブ運用者は、将来性とリターンで勝るより小規模な企業に資産を配分することができる。

図表3：指数における寄与度の順位（構成銘柄約160銘柄中）

パフォーマンスへの寄与度の順位	2015年	2016年	2017年
1位（最大の寄与）	14	18	13
2位	1	26	23
3位	40	46	15
4位	23	17	63
5位	3	22	65
6位	7	23	83
7位	4	9	3
8位	2	31	46
9位	5	1	1
10位	19	52	47

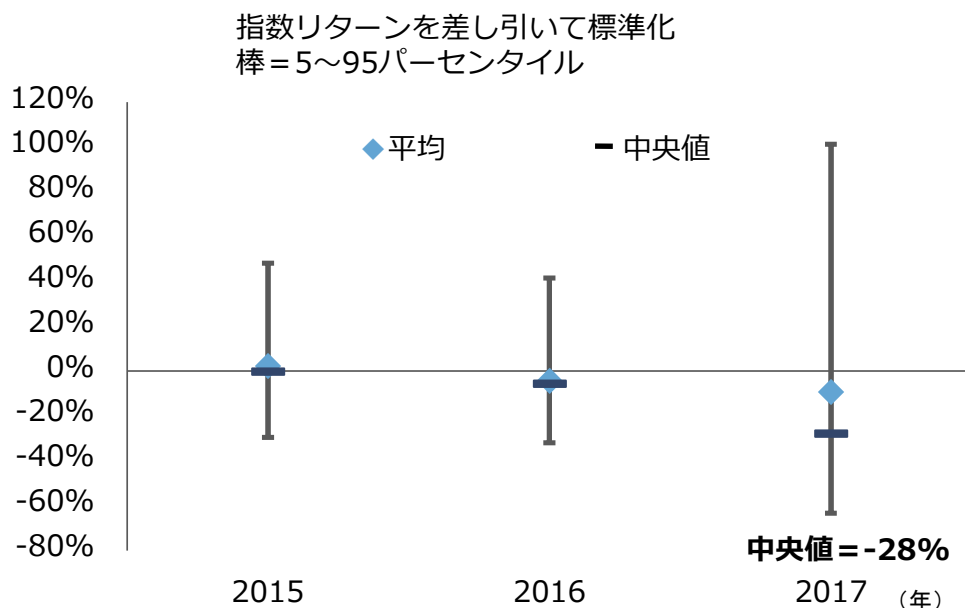
出典：HSBCグローバル・アセット・マネジメント（香港）リミテッド（2018年2月現在）

指数構成銘柄間のリターン格差

アクティブ運用者は様々なセクターや企業を調査し、アウトパフォームする可能性の高い銘柄を選別

企業収益サプライズのばらつきや大きさは、様々なセクターや企業の成長見通しの格差を示している。2017年には、指数構成銘柄の半数がベンチマーク・リターンを少なくとも28%下回った（図表4）。アクティブ運用者は、広範囲にわたるセクターや企業を調査し、様々な景気サイクルや市場状況の下でアウトパフォームする可能性の高い銘柄を選別する。2017年にはMSCI中国指数構成銘柄の60%が利益予想の上方修正を行ったが（過去3年間で最高）、2018年には利益の伸びの集中が進み、アクティブ投資の価値が高まると当社は予想する。

図表4: リターン格差は2017年に大幅に拡大



出典：HSBCグローバル・アセット・マネジメント（香港）リミテッド（2018年2月現在）

セクターや銘柄の選別を通じた付加価値の創造

市場のけん引役の変化や企業収益予想のばらつきから、アウトパフォームするセクターや企業を選別できる株式戦略を持つことはポートフォリオに付加価値を与える。また、中国政府の戦略や政策（サプライサイド改革や一帯一路構想等）が、セクターのパフォーマンスに著しい影響を及ぼす可能性がある。例えば、図表1を見ると、2016年には国営企業の過剰生産能力や過剰供給の削減が、素材セクターやエネルギー・セクターにおける幅広いアウトパフォーマンスにつながった。他方、電気通信セクターは、4G市場における競争の激化や5Gネットワーク開発に係る多額の支出により、過去2年間にわたり厳しい環境下に置かれている。

正しく企業を選別することはアウトパフォームするセクターに配分することと同じほど難しく、厳密なリサーチを必要とする。例えば、当社は一般消費財セクターの中で当社は自動車を選好し、強力な製品パイプライン、ブランド、健全なバランスシート、強固なコーポレート・ガバナンスを持つ企業を選別している。

ベンチマーク非構成銘柄からのアルファの獲得

アクティブ資産運用者は、指数内における「期待の新星」を選別するだけでなく、3,000銘柄を超える中国の株式市場全体をスクリーニングして、ベンチマーク採用銘柄以外の銘柄への投資を追及することがある。この広範なユニバースにおける価値ある企業の多くは、詳細には分析されておらず、ミスプライスの頻度が高い。

間近に迫ったMSCIの中国A株組入れ

MSCI社は、2018年8月までに2段階の組入プロセスを踏んで中国A株の大型株222銘柄を同社指数に組み入れる予定であり、これによりA株はMSCI中国指数の2.5%を占めることになる。将来的には、全面的な組入れにより、A株はMSCI中国指数の40%に増加すると見込まれる。世界株式市場との相関が比較的低いA株の導入は、分散のメリットをもたらすだけでなく、より幅広い銘柄の選択肢をアクティブ運用者に提供し、より大きな潜在的な付加価値をポートフォリオにもたらす。

留意点

投資信託に係わるリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象としており、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し損失が生じる可能性があります。従いまして、投資元本が保証されているものではありません。投資信託は、預金または保険契約ではなく、預金保険機構または保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関でご購入の投資信託は投資者保護基金の保護の対象ではありません。購入の申込みにあたりましては「投資信託説明書（交付目論見書）」および「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」を販売会社からお受け取りの上、十分にその内容をご確認頂きご自身でご判断ください。

投資信託に係わる費用について

購入時に直接ご負担いただく費用	購入時手数料 上限3.78%（税込）
換金時に直接ご負担いただく費用	信託財産留保額 上限0.5%
投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用	運用管理費用（信託報酬） 上限年2.16%（税込）
その他費用	上記以外に保有期間等に応じてご負担頂く費用があります。「投資信託説明書（交付目論見書）」、「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」等でご確認ください。

※上記に記載のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

※費用の料率につきましては、H S B C投信株式会社が運用するすべての投資信託のうち、ご負担いただくそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※投資信託に係るリスクや費用はそれぞれの投資信託により異なりますので、ご投資される際には、かならず「投資信託説明書（交付目論見書）」をご覧ください。

H S B C投信株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第308号

加入協会 一般社団法人投資信託協会/一般社団法人日本投資顧問業協会



ホームページ

www.assetmanagement.hsbc.com/jp



電話番号 03-3548-5690

（受付時間は営業日の午前9時～午後5時）

【当資料に関する留意点】

- 当資料は、H S B C投信株式会社（以下、当社）が投資者の皆さまへの情報提供を目的として作成したものであり、特定の金融商品の売買を推奨・勧誘するものではありません。
- 当資料は信頼に足ると判断した情報に基づき作成していますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、データ等は過去の実績あるいは予想を示したものであり、将来の成果を示唆するものではありません。
- 当資料の記載内容等は作成時点のものであり、今後変更されることがあります。
- 当社は、当資料に含まれている情報について更新する義務を一切負いません。