

# China Insights

## 中国市場を見る眼～現地からの報告

HSBC投信株式会社

2018年11月30日



### トピックス：中国株式市場の2018年の回顧と今後の展望

- ◆ 2008年の世界同時不況の際に中国政府が大規模な景気刺激策を打ち出してから10年が経つが、中国経済は再び成長率鈍化の局面を迎えている。この1年、中国で過剰債務削減の取り組みが進み信用拡大にブレーキがかかる中で、投資家は中国経済について警戒感を見せた。経済成長率鈍化の懸念、米中貿易摩擦の深刻化、人民元安、住宅市場の減速など、多くの懸念材料によって投資家心理は悪化し、この結果中国株式市場は下落した。
- ◆ しかし、これらの懸念材料の多くは現実のものとならなかったか、投資家が懸念した方向に進まなかった。このため当社は2018年の株価の下落は市場の過剰反応であったと考える。
- ◆ 投資家が懸念を続ける悪材料の多くはすでに市場に織り込まれている。一方で、市場は、企業のファンダメンタルズ、バリュエーション、市場の支援材料となる政策発動の可能性を織り込み始めている。
- ◆ 中国株式の下落を経て、投資家にとって投資機会が生まれつつある。MSCIチャイナ指数の株価収益率（PER）は2017年のピークから26%低下し、過去10年間の平均を約8%下回る10倍

前後である。

- ◆ 業種別では、景気に敏感な「一般消費財・サービス」のPERは2017年のピークから33%低下し現在13.9倍である。一方で「電気通信サービス」はこれまでの株価の下落幅が小さく、PERは2017年のピークから11.7%の低下にとどまっている。

図表1：中国株式のバリュエーション  
10年間の平均および2017年のピークとの比較

	現在のPER (倍)	10年間の平均PER (倍)	2017年のピーク時のPER (倍)	現状のPERの10年間の平均からの乖離率 (%)	2017年のピークから現在までの低下率 (%)
情報技術	20.1	23.5	29.6	-14.5	-32.2
生活必需品	19.3	19.6	24.8	-1.6	-22.5
ヘルスケア	18.8	20.4	21.6	-8.2	-13.0
一般消費財・サービス	13.9	13.4	20.9	3.8	-33.3
電気通信サービス	12.5	12.3	14.2	1.9	-11.7
公益事業	10.0	12.1	11.7	-17.1	-14.4
MSCIチャイナ	9.9	10.7	13.4	-7.6	-26.3
エネルギー	8.8	11.4	15.1	-22.4	-41.6
資本財・サービス	7.5	11.1	10.3	-32.5	-27.0
素材	6.8	11.3	14.4	-39.5	-52.6
金融	6.1	7.9	7.3	-23.0	-16.5
不動産	4.7	7.2	8.9	-34.6	-47.3

2018年11月20日時点

出所：MSCI、HSBC グローバル・アセット・マネジメント(香港)リミテッド

## 政策の変化に注目

- ◆ 中国株式の下落は、特に教育や自動車産業など政府の政策に敏感なセクターで顕著であったが、これは2018年の政府の方針変更が主因であったといえよう。
- ◆ 例えば教育の分野では、司法部（日本の法務省に相当）は、今年前半に教育企業グループが適切な免許を取得せずに新規事業に進出することを規制した。この他、最近の教育分野での規制強化の動きとしては、11月中旬に国務院（日本の内閣に相当）が「民間の幼稚園運営企業が株式市場から資金を調達することを禁止する」と表明したことが挙げられる。
- ◆ 自動車産業では、あるドイツの高級車メーカーが、政府の新たな政策の後押しを得て中国企業とのジョイントベンチャーの株式の過半数を取得した。その結果、このドイツメーカーと共同出資をしていた中国企業（香港市場上場）は、実質的にジョイントベンチャーの経営主導権を失い、株価は大幅に下落した。
- ◆ この他、中央政府は若者のインターネット依存を抑制するために、オンラインゲームの監視を強化している。
- ◆ 政府による規制の緩和や廃止、政府の戦略の変化により、今後中国国内市場で競争が激化する可能性が高いため、当局の保護や補助金の恩恵を受けている中国企業は早急に競争力を高め、世界規模での事業拡大を加速させる必要があるといえよう。
- ◆ 潤沢なキャッシュフローがあり、持続的な競争力を持つ企業は、ファンダメンタルズと長期的な成長性を評価する投資家からより高く評価される可能性が高いとみられる。

図表2：中国企業の増益率の減速が見込まれる

<増益率>	2017年	2018年予想	2019年予想
MSCI チャイナ	17.5%	15.3%	10.8%
生活必需品	23.2%	22.8%	17.7%
資本財・サービス	17.7%	11.1%	12.1%
一般消費財・サービス	35.8%	43.8%	4.8%
ヘルスクエア	20.3%	20.0%	21.0%
エネルギー	91.0%	83.3%	8.0%
不動産	48.1%	23.2%	23.9%
公益事業	-4.3%	19.8%	19.4%
金融	7.3%	6.9%	9.7%
情報技術	17.6%	-36.6%	20.8%
素材	86.6%	72.9%	-0.8%
電気通信サービス	29.1%	12.1%	16.1%

2018年11月20日時点

出所: MSCI、ブルームバーグ、HSBCグローバル・アセット・マネジメント(香港)リミテッド

## 今後の市場環境見通し

- ◆ 中国当局は、今年の下半期に入り金融システムの流動性を維持するための対策を強化した。これは政策立案者達が、これまでの与信拡大の抑制を重視する政策を転換し、下落を続ける市場を安定させることに重点を置いたためである。
- ◆ 当社は、市場が追加的な財政刺激策と金融緩和策の実施を期待する中で、中国政府は引き続き景気の冷え込みの回避に全力を挙げると考える。
- ◆ 中国では、2018年5月に製造業の製品に対する増徴税（付加価値税）の税率が17%から16%に、他の分野では11%から10%に引き下げられたが、最近、政府は一段の減税を打ち出した。HSBCグローバル・リサーチの推計によれば、今後打ち出される追加減税の規模は1兆3,000億人民元と、2019年の予想GDPの1.4%に上る可能性があり、この一連の減税により設備投資と技術の高度化に拍車がかかる可能性がある。中国は今後数年間、一段の減税を行う余地があり、この先も財政政策は景気を下支えする手段として重要な役割を果たすと当社は考える。
- ◆ 金融政策では、2019年も引き続き銀行の預金準備率が引き下げられると予想される。
- ◆ 間もなく2019年を迎えるが、素材やエネルギーなど資本集約的な業種は、ここ数年間、増益を続けてきたが、来年の環境は相対的に厳しいものとなろう。市場のコンセンサス予想では、素材セクターは今年は72.9%という大幅増収が見込まれるが、2019年は0.8%の減収に転じるとみられる。またエネルギーセクターの増益率は今年の83.3%から来年は8.0%に低下するとみられる（図表2参照）。
- ◆ 中国株式の2019年と2020年の増益率予想は、今年の下半期に入り下方修正されてきた。米中貿易摩擦などマクロ経済の見通しに対する懸念が背景である。現在、投資家は、11月末に開催されるG20の後で米中の通商問題がどのように推移するかに関心を寄せている。通商交渉で米中の合意に向けてなんらかの進展があった場合には、市場心理の改善につながる可能性があるためである。
- ◆ 中国国内および海外で様々な不透明要因が存在するなか、当社は当面の間、やや注意深い投資姿勢を維持する。市場全体に対する価格感応度が高いセクターよりも、電気通信サービス、公益事業、生活必需品などの比較的安定的なセクターを選好する。

## 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、HSBC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。

## HSBC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/日本証券業協会



ホームページ

[www.assetmanagement.hsbc.com/jp](http://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、HSBC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。