

invested in insights.

eastspring
investments

A Prudential plc (UK) company



中国A株市場： 回復局面に向けて

**Michelle Qi**

株式運用部門ヘッド

イーストスプリング・インベストメント・マネジメント（上海）カンパニー・リミテッド

中国A株市場は、中国経済、不動産市場、企業収益の回復局面からの恩恵享受が期待できる環境が整っています。

また、中国A株市場は構成銘柄のセクターが製造業に傾斜した市場であるため、投資家は中国製造業の数年にわたる変革のテーマに、魅力的なバリュエーション水準で参加する機会を得ることができます。

過去12か月間に中国経済が直面した問題は、広く知られるところとなっています。しかし今年後半に向け、中国A株*には説得力のあるポジティブな材料があると私たちは考えています。

*人民元建ての中国本土株式

中国はインフレが抑制されているため、資金調達コストは低く抑えられ、利上げが行われている他の多くの国とは対照的な状況にあります。また、中国政府は景気を下支えするためにより多くの景気刺激策を発表するものと思われる。さらに、中国は世界がインフレと商品価格の上昇の最中にある中、新興国では珍しく経常黒字を維持しています。

中国A株の直近のバリュエーション水準を時間軸でみると、上海またはシンセン証券取引所上場のA株の主要銘柄で構成されるCSI300指数は過去の平均値付近で推移しており、上昇余地を残し魅力的な水準にあります。（図表1参照）

また、中国A株のパフォーマンスを他市場と比較してみると、2022年第2四半期は世界の主な株式市場をアウトパフォームしたにも関わらず、そのバリュエーションは予想PERでみた場合、先進国市場やほとんどのアジア市場と比較して魅力的な水準にあると言えます。（図表2参照）

さらに重要なことは、中国企業の業績の下方修正については、業績予想推移が直近のピークから既に大幅に下落した水準にあり、底に達したとみられる点です。（図表3参照）このため、中国企業の業績には今後、プラス方向へのサプライズとなる決算発表を出す余地があると考えられます。最近の中国A株市場の株価上昇は、企業業績の拡大というよりも、投資家の期待ともいえるPERなどのマルチプル（株価評価倍率）の拡大によるところが大きいので、この点は重要です。株価の持続的な上昇のためには、業績の拡大が必要となるのです。

英国ブルーデンシャル社は、イーストスプリング・インベストメント株式会社の最終親会社です。最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているブルーデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるブルーデンシャル・アシアランス社とは関係がありません。

※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

イーストスプリング・インベストメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第379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

220906(01)

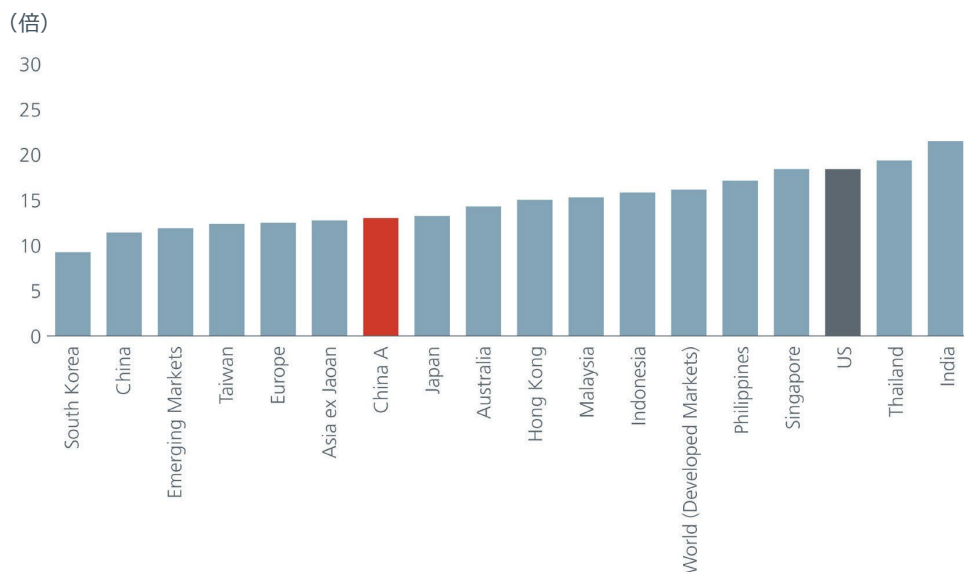
invested in insights.

図表 1: 中国A株（CSI300指数）：12か月先予想PER（株価収益率）の推移



出所：Go-goalのデータ（2022年6月時点）に基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。
 各種インデックス・データを過去のパフォーマンスの指標として使用するには限界がある点に留意下さい。
 上記に示された過去の実績や予測は、将来のパフォーマンスを示すものではなく、またそのようなものとして解釈されるべきものでもありません。また、将来のパフォーマンスや可能性を示唆するものでもありません。

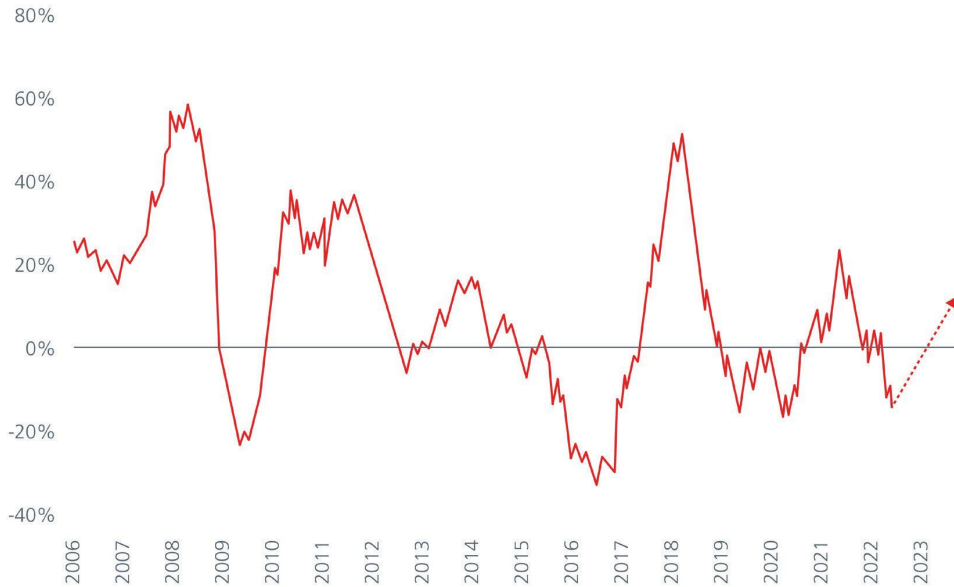
図表 2: 2022年の企業の予想PER（株価収益率）～ 国・地域別の比較



出所：MSCI、IBESのデータ（2022年6月1日）のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。
 各種インデックス・データを過去のパフォーマンスの指標として使用するには限界がある点に留意下さい。
 上記に示された過去の実績や予測は、将来のパフォーマンスを示すものではなく、またそのようなものとして解釈されるべきものでもありません。また、将来のパフォーマンスや可能性を示唆するものでもありません。

invested in insights.

図表 3: 中国企業の業績予想の推移 (前年同期比の変化率)



出所：JP Morgan Research. のデータ（2022年7月28日）に基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

中国経済は底を打ったか？

中国A株市場に対して私たちはポジティブに捉えていますが、これは主に中国経済の見通しが徐々に改善されていることに起因しています。本年5月下旬に発表された数々の経済支援措置により、中国経済は第2四半期に景気が底打ちしたと考えています。こうした経済支援措置のパッケージの中には、主に企業を対象とした減税措置（1,400億人民元）、企業の社会保障費負担の支払い繰り延べ（3,200億人民元）、一部乗用車などの購入税の減額（600億人民元）などが含まれています。

最近では、住宅ローン金利の引き下げ、頭金の引き下げ、住宅購入制限の緩和など、不動産セクターに対する経済支援措置が行われています。また、中国は2021～2025年にかけて、経済成長を支えるスマートインフラプロジェクトに1.5兆米ドルを投資する計画です。このプロジェクトでは、5G、人工知能、モノのインターネット（IoT）を活用して、従来型の産業セクターを変革し、新興産業を支援する予定です。一方、中国当局がインターネット・プラットフォーム企業に対する規制の取り締まりを緩和した、との最近の動きは投資家の心理を安定させるのに役立つと思われます。

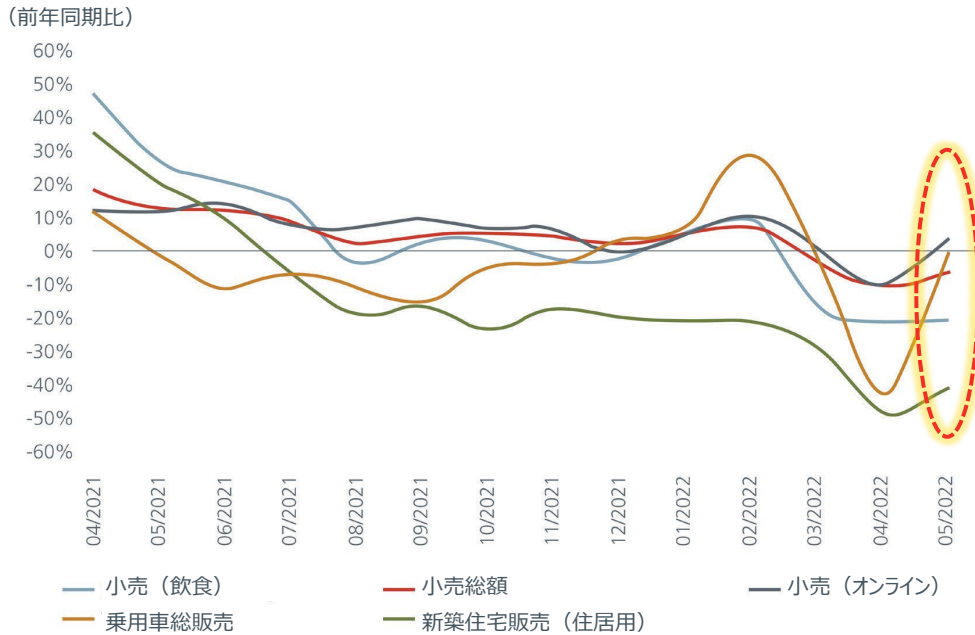
金融政策面では、中国人民銀行（中央銀行）が企業の資金調達コストを引き下げるため、銀行の預金準備率（RRR）と事実上の政策金利である最優遇貸出金利（LPR）を引き下げています。

今後は、インフラ投資や、自動車、家電、電子機器などの大型消費財に対する補助金制度がさらに強化されると予想されます。金融政策面も、RRRの引き下げ、流動性注入、特定分野をターゲットとする信用支援（再融資枠の設定など）の組み合わせにより、緩和的な状態が続くと思われます。また、LPRのさらなる引き下げも排除できません。（※実際、本原文記事が公開された後の8月22日、中国人民銀行（中央銀行）は今年で3回目の利下げを行っています。）

とはいえ、中国経済の回復は不動産セクターと中国政府の「ゼロコロナ」政策の行方に大きく依存するものと思われる。

invested in insights.

参考) : 2022年5月に入り消費回復の兆しあり



出所：CEIC、The Conference Board.のデータ（2022年7月）に基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

低迷する不動産セクターに光明か？

中国全土で住宅購入者が住宅ローンの支払いを拒否していることが最近話題になっていますが、93都市の300以上の不動産プロジェクトが影響を受けています。私たちは、今回の住宅ローン支払い拒否は、住宅購入者が住宅ローンを支払えないことよりも、不動産開発業者が不動産プロジェクトを遂行できないのでは、という懸念が住宅購入者の間に広がったことが引き金になったことに注目しています。したがって、不動産開発業者のプロジェクト完了能力の回復を支援することが重要となります。本稿執筆時点（2022年8月）、中国政府は不動産開発業者の流動性問題の解決を支援するため、最大440億米ドル規模の不動産ファンドを立ち上げることが報じられています。

中国の住宅ローン支払い拒否の総額は、中国の大手銀行14行の住宅ローン融資残高の約3%を占める規模と推定されています。今のところ、住宅ローン支払い拒否が中国の金融業界に大きな脅威を与えることはなさそうですが、不動産の買い手の心理をさらに悪化させ、それ以外の負の波及効果をもたらす可能性があります。

住宅購入者の住宅ローン支払い拒否は住宅販売に打撃を与え、特に巨額の負債を抱える不動産開発業者にとっては購入者が支払う“前払い金（事前販売代金）”は重要な流動性供給源となっているためその影響が懸念されます。一方、中国の地方政府はその財政を土地使用権の売却収入に大きく依存しており、このような収入の不足は、景気浮揚を目的とした地方政府による施策を弱めることとなります。2022年上半期の土地使用権の売買額は前年同期比31.4%減となりました。私たちの試算では、不動産投資が5%低下すると、中国の国内総生産（GDP）成長率は0.6~0.7%低下するとみています。

中国の不動産セクターを支援するためには、地方政府による断片的な対策にとどまらず、中央政府による強力で明確なシグナルが必要だと私たちは考えています。先に述べた国内の不動産開発業者の資金繰りを支援するための不動産ファンドの設立に向けた動きは正しい方向への一歩ですが、私たちは中国政府が他にも以下のような施策が検討できると考えています。（次ページへ）

invested in insights.

- 未完成の不動産開発プロジェクトを一括して政府が引き取り、手頃な価格の住宅に転換することができる特別機関の設立
- 不動産セクターに対する過度な規制を緩和するための委員会の設置
- 不動産開発業者の負債額を制限する規制「3つのレッドライン*」の一時停止（または期限の延期）

* 不動産開発業者を負債水準などで分類し、レッドラインに抵触した場合は融資枠を制限する規定

これらの施策は、その実施が早まるより遅れるリスクがありますが、私たちの基本想定シナリオは、中国の住宅市場は2022年第3四半期に底を打ち、同第4四半期、または2023年第1四半期には本格的な回復に向かうとみています。

残るリスクへの対処

中国政府の「ゼロコロナ」政策と上海、深センなどの前例のないロックダウン（都市封鎖）は、不動産セクターの減速で既に厳しい状況にある中国経済にさらなる打撃を与えました。中国政府は「ゼロコロナ」政策を継続していますが、検疫要件や中国への渡航制限に関する最近の緩やかな緩和、検査頻度の低下は、中国政府が新型コロナウイルスの感染状況に応じて柔軟にその対応を調整する姿勢があることを示唆しています。新型コロナウイルスの感染者数が増加した場合には、新たな規制が行われる可能性は否定できませんが、中国は感染症の発生をより積極的に監視することで、本年4～5月に見られたような混乱を避けることができると私たちは考えています。

なお政治面では、中国共産党の幹部人事を決める第20回党大会が今年下半期で最も注目されるイベントとなります。習近平主席は3期目の党首を続けるというのが市場コンセンサスですが、中国共産党の最高指導部にあたる中央政治局常務委員会の残りのメンバーの人事に関して不透明感が漂うかもしれません。また中国の主要な経済・金融機関の閣僚レベルの人事異動は、中国のマクロ経済に最も大きな影響を与える要因の一つなので、投資家にとって重要な注目点となります。

回復局面に向けたポジショニング

現在の中国A株市場は、中国経済、不動産市場、企業収益の回復局面からの恩恵享受が期待できる環境が整っている、と私たちは考えています。

中国A株市場は、H株市場と比較した場合、構成銘柄のセクターが製造業に傾斜した市場であり、現在、中国政府がグリーン・イニシアティブ（気候変動対策）、テクノロジー自給率向上、自動化、デジタル化を通じて自国の製造業の発展に注力していることから、恩恵を受けられると思われます。電気自動車（EV）やバッテリーのサプライチェーンに関わる企業や、ソーラーパネル、家電製品、半導体、革新的な医薬品の製造に関わる企業に魅力的な投資機会が期待できると考えています。また、中国A株市場は、政府当局の政策の影響を大きく受ける“政策主導の市場”であるため、世界的な金融引き締め直接的な影響を受けにくいという傾向があります。

<当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株主や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。