Nikko Asset Management

ご参考資料
061号　2022年2月21日

CHINA INSIGHT
チャイナ・インサイト

今回のテーマ

中国の政策転換と株式市場の反応

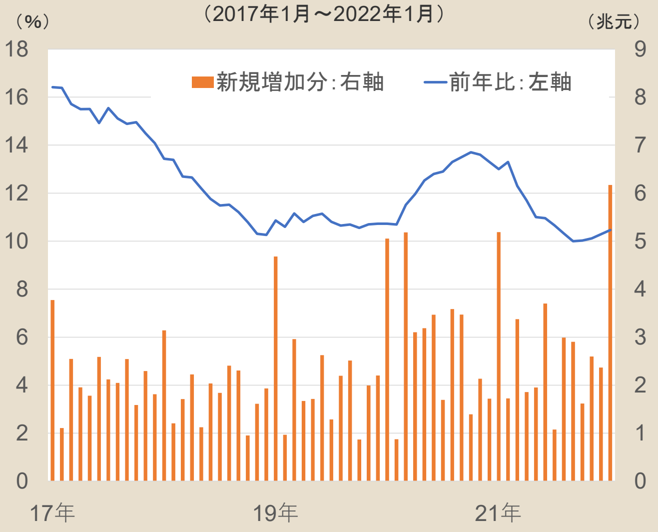
日興アセットマネジメント ホンコン リミテッド
副社長　山内裕也

ポイント

- 政策転換は起きているが、市場ではあまり評価されていない
- 政策転換の効果の見極めが進むのはこれから

中国本土株式市場は軟調な展開が続いている。中国政府が景気支援姿勢に転じたことを手掛かりに、昨年末ごろには、2022年の市場を楽観視する見方が多かった。しかし現時点（2月半ば）で見ると、米国や日本よりは下落幅は小さいとはいえ、上海株式市場の年初来のパフォーマンスはなおマイナス圏だ。これは、中国が景気支援に転じたという割には冴えない印象だ。何が市場を慎重にさせているのか。

中国の社会融資総量の推移
（2017年1月～2022年1月）



（信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントが作成）

政策転換について中国政府は「有言実行」を貫いている

昨年末の中央経済工作会議で政策転換を鮮明にして以来、その方針は着実に実行に移されてきた。金融政策では、昨年12月から今年1月にかけて、預金準備率、最優遇貸出金利、中期貸出制度金利などが引き下げられている。利下げ後、普段は控え目な中国人民銀行（中央銀行）が、「市場の（緩和への）期待を裏切ることはできない」と、珍しく「本気度」をアピールして見せたことも話題を呼んだ。財政政策も同様だ。中国の財政規模は毎年3月の全国人民代表大会（全人代、国会に相当）で決まるが、予算は実際には暦年で動く。新年度予算は全体像の決定を待たずに可能なものは1月から始まっており、特に注目される地方政府の債券発行も、昨年より前倒しで動いている。

そしてこの政策の最新の結果として示されたのが、2月に発表された1月の金融統計だ。そこでは、新規人民元建融資、社会融資総量ともに市場予想を大きく上回った。社会融資総量というのは中国独特の指標だ。銀行貸出のほか、債券発行や信託設定など10項目からなる資金供給を示す量的指標で、中国人民銀行も、市場も注目している。過去のデータで見れば、社会融資総量の動きは鉱工業企業利益と関連性が強く、これが増えると景気が改善し、企業の利益が増加していく関係にある。ここまでは、中国政府は「有言実行」を貫いていると言えるだろう。

※グラフ・データは過去のものであり、将来の運用成果などを約束するものではありません。

■当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、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。■投資信託は、値動きのある資産（外貨建資産には為替変動リスクもあります。）を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。

市場が慎重な姿勢を続けるのはなぜか？

しかし、市場の反応は、それほどでもない。1月は、上海、深センの両市場とも一貫して下落、2月の旧正月休暇が明けてから、ようやく小幅反発している程度だ。

そもそもアナリスト達が政府の景気支援姿勢に期待したのは、それがはっきり効いた前例が過去にあるからだ。2008年や2018年は、いずれも政府の姿勢転換がその後の市場の反転を導いた。今回もそのはずだ、と考えたのも自然な発想だろう。しかし、蓋を開けてみると、短期的にはそこまで強気に至っていない。いったい、何が懸念されているのか。

一つは、景気支援策の実際の効果だろう。単月では記録的水準に達したと言われる1月の金融統計でも、細かく見ると、中長期的な融資の拡大は限定的であり、経済の先行きに対する企業の慎重な姿勢を伺わせた。個人への貸出が増えていないのは、不動産販売が低迷しているのと整合的だ。

外部環境も関係ありそうだ。世界が利上げモードとなる中で、中国は利下げという我が道を行く。そして、これは米中金利差の縮小を招き、資金流出要因となる。かつて中国人民銀行は、金利差が80bpぐらいまでなら居心地がよい、と述べていたこともあったが、現在の金利差は70bpほどで、この心地よい水準を下回っており、今後更に縮小する見込みだ。資本規制をしている中国だが、実際には様々なチャネルで資金の流出入があり、金利差は市場にも通貨にも一定の影響を与える。米国における利上げペースの見通しが定まらないことも、不安材料だろう。

そして2月は季節的に統計が少ない。旧正月の影響で年次での比較が難しいため、3月にまとめて発表されるのがルールなのだが、ハードデータの空白期は、良くも悪くも市場が思惑で動きやすい。

市場が抱く懸念の一部は、これから徐々に解決されていくはず

ただし、これらの懸念の一部は時間が解決してくれるものだ。景気動向は、今後1、2ヵ月の間に、全人代での成長目標や財政規模、そして1-3月期の企業業績などが示され、景気対策が効いてきているのか否かも実際に確認できるようになる。米国の金融政策についても、中国の耐性を強気にとらえる分析を目にする。少なくとも年初来では、株式、債券ともに資金が流入超傾向にある。米中金利差が縮小していく中でも、海外資金はなお中国に流入しており、人民元も底堅い。香港株式市場に至っては年初来で上昇しており、中国経済全体という点で、海外投資家は中国に弱気にはなっていない様子だ。

当初心配された、新型コロナウイルスの感染拡大についても、中国本土の感染者数は、足元で概ね200人足らずでの推移となっている。大都市のロックダウンもその後行なわれておらず、今のところ中国はうまくやっていると言っていいだろう。市場が調整しているにもかかわらず、中国本土のエコノミストがなお意気軒高で今年の市場に強気なのは、当初の見方を覆すような決定的に悪い要因が見当たらないからだろう。

市場で売られている成長銘柄を見ても、2022年の利益予想はむしろ上方修正傾向にあり、市場の調整とはちぐはぐな印象だ。昨年末時点の市場予想からはあてが外れた格好の中国本土株式市場だが、当初の強気予想を支えていた材料が本当に変わってしまったのか、これから確認していきたい。

PDFファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。
また、facebookやツイッターで発行をお知らせいたします。
www.nikkoam.com/products/column/china-insight
facebook https://www.facebook.com/nikkoam Twitter https://twitter.com/NikkoAM_official

■当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、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。■投資信託は、値動きのある資産（外貨建資産には為替変動リスクもあります。）を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。