



中国をめぐる6つの視点

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

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・リミテッドの株式運用部門ヘッド（投資責任者）であるMichelle Qiが、

- 中国A株への投資においてアクティブ運用がベンチマーク対比で超過収益を上げている理由
- 中国株式市場を中期的に支える要因
- 株式投資家は直近の債券利回りの上昇を心配すべきか

など、中国をめぐる6つの視点について説明します。

1. 中国A株*への投資においては、ベンチマークを上回る運用成績を上げているポートフォリオ・マネジャーの数が過半数を超えている模様です。これは、中国A株市場の非効率性によるものでしょうか？

* 人民元建ての中国本土株式

中国A株市場は、短期売買志向の強い国内の個人投資家かなりの比率を占めているため、非効率性が生じています。これは、戦略的投資家や長期投資家にとっては有益な超過収益の獲得機会をもたらします。

また、中国A株市場への投資においては、ベンチマークとなる株価指数を上回る運用成績をめざすアクティブ・マネジャーが優れた運用成績を上げているのは、中国A株市場の株価指数の特性にも起因しています。

中国A株をスタイル別にみると、過去2年間、グロース株は一貫してバリュー株を上回るパフォーマンスを上げてきましたが、パフォーマンスが低迷したバリュー株の代表的セクターである「金融」は、中国A株の代表的な株価指数であるMSCIチャイナAインデックスとCSI 300指数の双方で、20%以上の高い割合を占め、株価指数全体の重荷となっていました。つまり、特定のセクターが指数全体のパフォーマンスの低迷要因であったことが、アクティブ・マネジャーが超過収益を上げる機会の一因となったと言えます。

2. なぜ投資家は中国A株への投資を検討するべきなのでしょう？

中国本土市場の株式は、中国の新たな経済分野へのより幅広い投資機会を提供するとともに、中国本土外市場（香港）の株式では基本的には投資することができない特定分野の企業（例：中国の蒸留酒メーカーなど）への直接的な投資機会を提供します。

また、中国本土市場の株式に投資することで、人民元高となった場合の為替面での恩恵を享受することも可能です。

さらに、世界の株価指数の算出会社が自社の指数への中国本土株式の組み入れ比率を相次いで引き上げているため、中国本土市場は、今後も海外の機関投資家からの資金流入が期待されています。

なお、外国人投資家が香港証券取引所を通じて中国本土市場の株式を売買したり、中国本土の投資家が香港株式を売買したりする相互取引（ストック・コネクト）の拡大が続いていることも、こうした動きを後押ししています。

3. 中国A株市場は、2020年の世界の株式市場の中で高いパフォーマンスを上げた市場の一つに挙げられます。この上昇相場は今後も続くと思いますか？

中国は、2020年の実質国内総生産（GDP）で、主要国で唯一プラス成長を維持した国であり、中国で進行中の構造改革と巨大な消費市場は、今後も世界の投資家にとって魅力的な投資機会を生み出すと考えています。

さらに、全世界の新興国市場をカバーしている最も代表的な株価指数である「MSCI新興国株式インデックス」における中国A株の組み入れ比率は、中国経済の規模に比べてまだ小さく、今後は引き上げが見込まれるため、長期的にはこうした動きを狙った外国人投資家からの中国A株市場への資金流入が増えることが予想されています。また、通貨面において中国人民元の見通しが良好であれば、中国本土の株式は資産として更に魅力的なものとなるでしょう。

中国本土では、中国人民銀行（中央銀行）が2019年に行った中国の都市部の家計資産に関する調査で、都市部の家計資産の約80%が不動産などの現物資産で占められていることが明らかになりました。今後、中国の資本市場が発達していく中で、一人当たりの所得が上昇し、不動産価格への過度な期待感が和らぎ、国債利回りの低水準での推移が続けば、中国の家計資産は中国株への配分を増やすことが予想されます。これは、中長期的には中国A株市場の下支えになると考えられます。

しかしながら、2020年の中国A株市場は好調に推移したため、バリュエーション（投資尺度）面においては予想PER（株価収益率）*は過去平均を上回る水準に達しています。そのため、今後の市場の動きは、テクニカル要因よりも、企業の利益成長などのファンダメンタルズ要因によって左右される可能性が高くなります。

* 12ヵ月先予想PER

4. 最近の債券利回りの上昇について、株式投資家は憂慮すべきでしょうか？

新型コロナウイルスのワクチン接種のペースが加速し、パンデミック（世界的な大流行）が収束すれば、2021年は世界経済が回復に向かう年となります。国際通貨基金（IMF）は、世界の実質国内総生産（GDP）の成長率は2020年のマイナス3.5%から2021年にはプラス5.5%に回復すると予測しています。この回復に伴い、極端に緩んでいた金融環境も最終的には正常化に向かうものとみられます。

世界の「リスクフリー」金利のベンチマークと見なされる米国債10年物利回りの変化は、株式市場のバリュエーションに影響を与えますが、特に直近12ヵ月間は世界的な株高の影響でバリュエーションが上昇しているため、その影響は大きいと言えます。とは言え、直近の米国債10年物利回りの上昇は、投資家の景気回復とインフレ率上昇への期待を反映したのですが、目下のところ、米連邦準備制度理事会（FRB）は、金利に敏感なセクターの回復を妨げるような過度の上昇を望むことはないでしょう。また、金融市場に極端な変動をもたらす、消費者心理を悪化させるようなことも望まないでしょう。そのため、FRBは市場とのコミュニケーションやフォワードガイダンス（金融政策の先行きに関する指針）を通じて、長期金利の上昇を抑えようとするものと思われる。

なお中国においては、年初から3月頃までの数ヵ月間は、投資家が中国経済の真の姿を見極めることを困難にし、市場にさらなる変動をもたらす可能性があります。中国では貿易統計や鉱工業生産、小売売上高などの主要指標について、1月分の公表は行わず、3月に1-2月分をまとめて発表する傾向があります。このため、年初から3月までは、市場が中国経済の状況を評価する手掛かりが少ない空白期間が存在しているのです。今後、より多くの主要指標のデータが入手できるようになり、ファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）の改善が確認できれば、投資家にチャンスをもたらすと考えています。

今年の中国の春節（旧正月）期間中は新型コロナウイルスの影響で移動制限があったため、勤務地で春節を過ごす労働者が多く、春節後の工場稼働が例年より早まったことにより、工業生産が増加し、中国経済と企業収益を押し上げる効果が期待されます。

また、世界的に予防接種が活発化していることから、外需の全体的な回復は中国の企業収益にもプラスに働かずです。

5. 中国A株市場において、現在、どのような投資機会、リスクがあると思いますか？

私たちは、創造的イノベーション、高齢化、消費の拡大などの構造的なテーマに注目しており、これらが長期的に魅力的な投資機会をもたらすとみています。

また、金利変動に対する感応度が低いセクターや、金利上昇やリフレーション（緩やかに物価が上昇し、経済活動が活発化しつつある状況）から恩恵を受ける可能性があるセクターにも注目しています。

私たちは、政策の微調整が市場にとって重要な課題の一つであると考えています。早期の金融引き締めは経済の下振れリスクを引き起こす可能性があります。緩和的な金融政策を長期間続けると、経済や市場が過熱する可能性があります。また、短期的な成長の安定化と構造改革の推進との間でバランスを取ることも難しいでしょう。急激に成長が鈍化すると、改革の進捗が遅れる可能性もあります。

その他の課題としては、米中関係から生じる外交問題、ハイテク技術を巡る対立、制裁関税などが考えられます。

6. 中国の新たな経済成長策である「双循環」とは何ですか？また、市場への影響は？

「双循環」というキーワードは、2020年5月に中国共産党中央政治局常務委員会において初めて提起されました。これは内需（国内循環）と外需（国外循環）の双方を好循環させて質の高い新たな成長につなげる構想を指します。当時、米中貿易摩擦が激化し、中国は対米輸出が大幅に減少しました。また、新型コロナウイルスの感染拡大の結果、中国経済は2020年第1四半期のGDP成長率が前年同期比マイナス6.8%となりました。四半期ごとのデータが公表されている1992年以降、GDP成長率がマイナスになるのは初めてで、新型コロナウイルスの感染拡大による中国経済が受けた深刻な打撃がデータで裏付けられました。

このような状況の中で、「双循環」は戦略的な意味を持っています。

このモデルは、国内循環を拡大し、国内サプライチェーン（供給網）の回復力を高めることで、特定の海外市場や技術への依存度を下げることが目的としています。同モデルで、国内循環は、国外循環とともに、中国経済の構造転換を推進するための中核的な柱となります。具体的には、2021年3月に発表された第14次5か年計画（2021~2025年）で言及されていたように、構造改革により、国内の家計の消費力を高めることを指します。これにより、巨大な国内消費市場を活用し、国内産業の高度化と技術の自立を促進することが期待できます。

これらを背景に、今後10年間で、先進的な製造業、テクノロジー、新エネルギー自動車（NEV）*、新しいインフラ、消費者分野の中国企業が、世界的に競争力のあるリーダー企業へと成長していくことが期待されています。

*「New Energy Vehicle」を意味し、具体的には電気自動車、プラグインハイブリッド車、燃料電池車などが該当します。

※ MSCI指数はMSCI Inc.が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他の一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc.は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

<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、当該企業の株式や業種・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。