

今回のテーマ

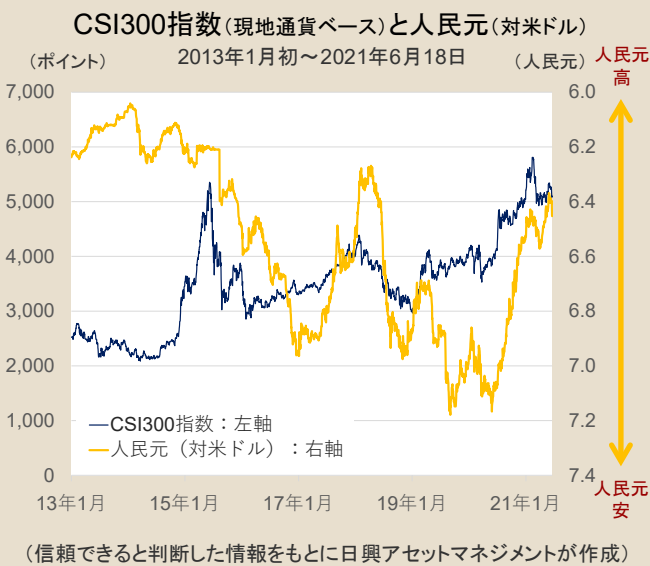
人民元高と中国本土株の上昇

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

- ・ 足元では人民元の上昇は中国本土株にプラスに働きやすい
- ・ 為替による株式市場への影響は、今後も注目される

今回は、クイズから始めてみたいと思う。人民元高が中国の株式市場に与える影響はプラスでしょうか？マイナスでしょうか？「そんなの簡単だ」と、思った方もいるかもしれない。筆者の身の回りで、専門的に市場を見ているわけではない中国人何人かに聞いてみた。答えは揃って「マイナスの影響」だった。理由は、輸出企業の利益が抑えられて中国経済にマイナスの影響を及ぼし、株価も下がるからだ。しかし、最近の中国株式市場での見方はそうではない。5月の本土株式市場は上昇基調で推移し、上海総合指数は現地通貨ベースで前月比+4.9%となった。その理由の一つとして挙げられたのが「人民元高」だった。



「人民元高 = 本土株高」は 市場の経験に裏打ちされたもの

市場の説明はこうだ。人民元の上昇は、本質的には中国経済が海外経済に比べて相対的に早く回復していることを示している。中国景気の回復を好感した海外資金が、中国本土の株や債券に向かうことで、人民元への需要が更に高まる。海外資金による買いは、国内資金の流入も誘発する。輸出産業へのマイナスの影響はもちろん存在するが、上記の要因がそれを上回って株高を支える、と。

実際、株価と人民元レートの関係を見ると、近年では両者の動きが確かに同じ方向を向いていることが伺える。「人民元高 = 本土株高」は市場の経験にも裏打ちされたものなのだ。

※上記は過去のものであり、将来の市場環境などを保証するものではありません。

もっとも、昔からそうだったわけではない。実際、2017年より前を見ると、人民元高 = 本土株高とは言い難い。為替と株の関係性を説明する議論も、かつてはセクター別の議論が中心で、市場全体の方向性に言及するものは少なかった。人民元が上昇すれば、輸出に頼る繊維アパレル産業は不利、航空機や航空燃料を海外に依存するエアライン銘柄は有利、といった具合だ。人民元高で本土株高を連想するのは、比較的最近の動きだろう。

■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。

人民元高と本土株高の関係を強める材料は何だろうか。まず分かり易いのは海外資金の流入だ。昨年末時点で、本土市場における海外投資家の持ち分は5%強に過ぎず、その割合は大きくはない。しかし、出入りが激しく波のある個人投資家の資金とは違い、海外資金は安定して継続的に流入している。2014年に上海・香港間のストックコネク（株式の相互取引）が始まって以降、純流出の年はなく、特に2021年は、年前半で既に2020年の流入額を超えた。海外投資家の買いは、特定のセクターにかなり集中するため、市場参加者から見てその効果は分かり易い。人民元の上昇は、海外投資家の資金を引き寄せ、それを見た国内投資家からの資金流入も加速させる。これが、足元で市場全体のトレンドに影響しているのではないか。

また、人民元の市場化の進展も評価されているのかもしれない。人民元は、引き続き当局の規制を受けた通貨ではあるものの、市場化は着実に進んでいる。それは、人民元がより経済の実勢を反映することを意味し、株価との連動を強める方向へのエネルギーとなる。一般論として、経済成長率が相対的に高い国の通貨は買われやすい。勿論、その結果として、人民元の対米ドルでの変動幅は従来より大きくなる。人民元相場（対米ドル）は、特に2017年頃からその傾向が顕著なことから、投資家としては注意も必要だ。しかし、その変動要因が市場にあるのか、政府にあるのかは大きな違いではない。投資家からは、時折人民元の動向を不安視する声を聞くが、その背景に往々にあるのは、政策変更という不意打ちへの警戒感だ。こうしたことから、その余地が減ることは悪いことではないだろう。

なお、今回の人民元高局面でも、中国人民銀行（中央銀行）は多少の政策関与を行なっている。しかし、市場のエコノミストの意見を見ていると、その意図は基本的にスピード調整にあり、ファンダメンタルズに反して方向性まで決めようとしているという見方は少ない。彼らに言わせれば、中央銀行の動きはそれなりに一貫しており、今は「FRB（米連邦準備制度理事会）の方が遙かに不安要因」なのだ。

人民元と中国本土株の「直感に反する動き」が今後も続くか注目される

中国は貿易黒字国だから、為替と経済は逆相関（人民元高は経済にマイナス）のはずで株式市場にもそれが反映されるはずだ、という議論自体は間違っていない。個別企業で見れば、その利益には為替の影響がはっきりと表れる。ただ、その結果、主要株価指数の動きも為替と逆相関になるかということそれは別問題なのだ。主要株価指数ベースでは、海外売上上の割合は10%前後しかないとされているし、前述のエアライン銘柄などのように、業績に為替の影響がはっきり出る業種でさえ、株価との相関となると必ずしも大きくないのが実態だ。

足元で人民元が堅調なだけでなく、中国本土株も堅調なことは、中国現地の投資家にとってさえ「直感に反する」動きであり、それだけに、株価と為替の関係がここに来て中国国内で再び注目を集めている。海外投資家としても、中国現地の「直感」の議論に流されることなく、きちんとした「専門家」の意見に注目して、最新の議論を仕入れておくべきだろう。

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