



# China Insights

## 中国市場を見る眼～現地からの報告

HSBCアセットマネジメント株式会社

2021年12月27日

### 中国株式：2021年の振り返り

- ◆ MSCIチャイナは年初来騰落率でMSCI ACワールドに約38%\*の大幅な遅れをとる
- ◆ 中国株式が世界株式に比べて低パフォーマンスとなったのは、主として一般消費財、通信、金融、情報技術関連の株式の不振によるものである
- ◆ 中国株式の不振の大半は、インターネット規制に起因している可能性がある
- ◆ 中国株式は現在、バリュエーション面で極めて妙味がある。特に、「規制の嵐」は多少なりともピークを過ぎたと考える人々にとり、中国株式のバリュエーションを魅力的に捉えよう。

\*2021年12月17日時点。次頁図表2を参照。

2021年は、中国株にとり良好な年であったとは言い難い。MSCIチャイナは、年初来騰落率でMSCI ACワールドに約38%という大きな差をつけられている。この要因としては、最近の中国政府による規制強化が主因だと指摘されている。しかし、これらの新たな規制は実際、中国株式にどれ程のマイナスの影響を与えたのであろうか？この疑問に答えるため、当社は資産運用業界で最も身近なツールであるパフォーマンス寄与度分析を行った。

### 中国株式と世界株式の比較

- ◆ MSCIチャイナは、世界の株式の標準的なベンチマークであるMSCI ACワールドに、年初来で実に約38%も引き離されている（MSCIチャイナの年初来騰落率は約-23% 対 MSCI ACワールドは約+16%、次頁図表2を参照）。中国株式が振るわない理由は幾つかある。多くの人々がまず思い浮かべるのは、政府の「規制強化」ではないだろうか。
- ◆ 図表1は、過去2年間に施行された主な規制を示したものである。これ以外の要因としては、新型コロナウイルスや供給制約などが挙げられる。一方、以下のような疑問が生じるかもしれない「こうした要因が、どの程度影響を及ぼしたのか？」。これを体系的に定量化するため、資産運用会社が本来、ポートフォリオとベンチマークのパフォーマンスの差異の要因を特定するために用いている、パフォーマンス寄与度分析のフレームワークを当社は活用した。こうして、MSCIチャイナとMSCI ACワールドを比較した。

図表1：2020年および2021年に施行された主な規制の導入理由（業種別）

インターネット関連	不動産	教育関連サービス	カジノ
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 独占禁止</li> <li>• データセキュリティの強化</li> <li>• 労働者保護</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 手ごろな価格の住宅提供</li> <li>• 過剰な借り入れの抑制</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 機会均等</li> <li>• 子育てコストの削減</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 違法な越境行為の取り締まり</li> </ul>

出所：HSBCアセットマネジメント、2021年12月現在

当資料の「留意点」については、巻末をご覧ください。

図表 2 : 2021年初から2021年12月17日までのパフォーマンス寄与度分析  
(MSCIチャイナ対MSCI ACワールド)

	MSCI チャイナ リターン (%)	MSCI AC ワールド リターン (%)	チャイナとAC ワールドとの リターンの差 (%)	アロケーション 効果 (%)	個別銘柄、 通貨、その他の効 果 (%)	寄与度 合計 (%)
合計	-22.5	15.8	-38.3	-3.0	-35.3	-38.3
一般消費財	-36.8	5.5	-42.3	-1.8	-16.5	-18.3
通信	-25.8	9.1	-34.9	-0.5	-7.3	-7.8
金融	-8.6	22.5	-31.2	-0.1	-3.8	-3.8
情報技術	-22.1	23.3	-45.4	-0.8	-2.6	-3.4
ヘルスケア	-19.4	15.4	-34.8	0.1	-2.6	-2.5
不動産	-28.1	18.8	-46.8	0.0	-2.2	-2.1
生活必需品	-13.1	9.0	-22.0	0.2	-1.0	-0.8
エネルギー	40.8	33.5	7.2	-0.3	0.1	-0.1
素材	9.2	12.3	-3.1	0.0	-0.1	-0.1
資本財	13.0	13.1	-0.1	0.0	0.2	0.3
公益事業	24.5	7.8	16.7	0.1	0.3	0.4

出所：ブルームバーグ、2021年12月17日時点

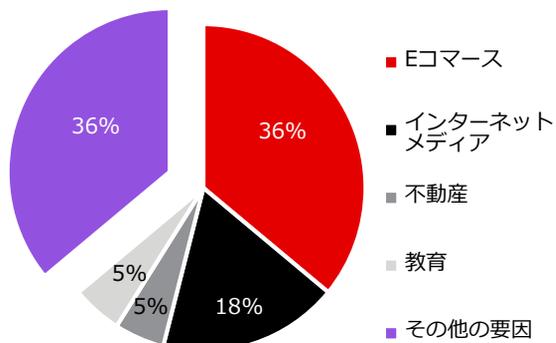
### 中国株式のパフォーマンス低下の要因

- ◆ 一般的に、パフォーマンス寄与度分析では、リターンの差異を次の2つに分解する：アロケーションと個別銘柄である。図表2でのアロケーション効果とは、リターンの差が2つの指数のセクターウェイトの差にどの程度起因しているかを測定したものである。
- ◆ 今回の比較結果では、アロケーション効果の合計は（-38.3%の差異のうち）わずか-3.0%に過ぎない。このため、2つの指数のパフォーマンスの乖離については、両指数でのセクターミックスが異なるという観点では説明力が殆ど有効ではない。
- ◆ 図表2での個別銘柄効果とは、2つの指数の各「セクター内」におけるパフォーマンスの差異が、MSCIチャイナの対MSCI ACワールドでのアンダーパフォームにどの程度寄与したかを測定したものである。今回の比較では、この効果がより有効である。
- ◆ この観点で、影響力を及ぼしたセクターは、度合いの高い順に一般消費財、通信、金融、情報技術などとなる。一般消費財での個別銘柄の効果は約-17%で、これにより年初来のMSCIチャイナの低パフォーマンスの凡そ半分が説明可能になる。
- ◆ 中国の一般消費財セクターが特に不冴えであった理由は、最近の規制対象となっている、最大手の電子商取引プラットフォームや教育関連サービスなどが同セクターに含まれているからである。同様に、通信も大手インターネット・メディア企業数社の影響を多分に受けている。一方、情報技術セクターは、規制ではなく、世界的な半導体不足に伴い2021年は不調に終わったスマートフォン・メーカーが主因で、アンダーパフォームした。また、新型コロナウイルスによる保険事業の低迷が、金融セクターの相対的なパフォーマンスの足かせとなった。
- ◆ その他、2つの興味深い点が見られる。まず、エネルギー、素材、公益事業、資本財に代表される従来型セクターのパフォーマンスは、世界の他の地域とほぼ同水準であることに注目したい。第二に、不動産セクターも規制強化の影響を受けているが、MSCIチャイナに占める不動産セクターの割合は約4%に過ぎないため、株式市場全体への影響は軽微にとどまっている。

## 規制の短期的なコスト

- ◆ 個別銘柄レベルでの寄与度を集計することで、新たな規制が中国株式の相対的なパフォーマンスに与える影響をある程度推定出来る。
- ◆ 中国株式の不振の原因の大半はインターネット関連への規制であり、また教育関連サービスや不動産への規制の影響も受けている（図表3）。なお、これらの情報はあくまでも一次的なものであり、米国や欧州の量的緩和政策の影響など、他の要因を織り交ぜることで、さらなる修正が必要になる可能性には留意が必要だ。
- ◆ しかし、明確なことが1つある。中国株式は現在、バリュエーション面で極めて妙味がある。特に、「規制の嵐」は多少なりともピークを過ぎたと考える人々にとり、中国株式のバリュエーションを魅力的に捉えよう。

図表3：MSCIチャイナのアンダーパフォーマンスの原因は、規制された業種にどれ程起因するか？



出所：ブルームバーグ、2021年12月17日時点



## 留意点

### 【当資料に関する留意点】

- ◆ 当資料は、HSBCアセットマネジメント株式会社（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、金融商品取引契約の締結に係わる推奨・勧誘を目的と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。

### <個人投資家の皆さま>

#### 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いただ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3.85%（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2.20%（税込）
その他費用	上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。「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アセットマネジメント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アセットマネジメント株式会社

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.co.jp](http://www.assetmanagement.hsbc.co.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）