

中国・アジア マーケットスペシャリスト
山内 裕也

ポイント

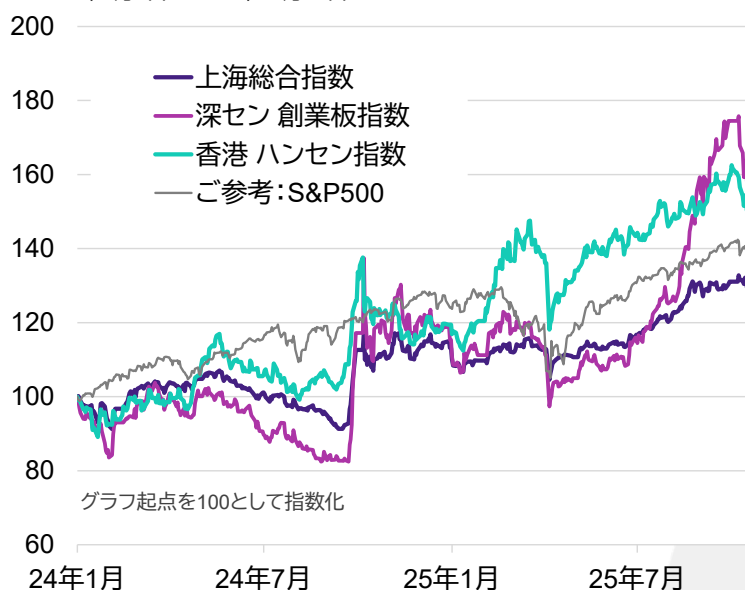
- 中国株式市場の調整は、米中対立だけではなく、国内要因も大きい
- 政策がもたらす市場の期待の変化に注目

中国株式市場は10月に入り調整気味だ。上海総合指数の10月の騰落率は-1.1%で、米国のS&P500より少し低い程度だが、香港ハンセン指数は-6.0%、深セン創業板指数は-9.4%と下落率が大きくなっている(10月17日時点、現地通貨ベース)。今回は、その要因と今後を考えてみる。

足元の調整の要因は、米中対立だけではない

中国の主要株価指数の推移(現地通貨ベース)

2024年1月2日～2025年10月17日



信頼できると判断した情報をもとにアモーヴァ・アセットマネジメントが作成
※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。

要因は3つ考えられる。

第一に、米中関係だ。中国のレアアース取引規制強化に反発したトランプ米大統領が再度100%の関税引き上げで威嚇し、中国側も対抗策を講じると報じられている。その後双方で協議が始まったと伝えられるが、現在の情勢では来月初にも実施が想定されていた米中首脳会談も確かなものではなくなった。

第二に、投資家のリバランスだ。前回指摘したとおり、中国株式市場では9月頃より既に高値警戒感が語られていた。年末が近づくと、そこまで上昇した銘柄を売ってより安定的な投資対象に乗り換えることは、中国株式市場で過去にもしばしば見られたものだ。10月1日～17日の間で深セン創業板指数の日次での下落率が最大だったのは10月10日だが、米中対立の激化が伝わったのはこの日の取引終了後であり、これは直接の理由ではない。その後の調整には、もちろん、米中対立が影響していると考えられるが、投資家にしてみればもともとリバランスへの誘因があったはずだ。米中関係の不透明さは格好の理由を提供した可能性が高い。

第三に、短期的には10月の7-9月期の企業業績発表や共産党の4中全会(第20期中央委員会第4回全体会議)、もう少し長い目で見ると12月には中央経済工作会议もあり、市場の期待に影響を与える重要なニュースが続く時期になってきていることが挙げられる。ここまで市場は株価バリュエーションの伸張を背景に順調すぎるほど上昇してきたが、一旦これらを見極めたいという動機もあり得たことだろう。

ではこれらの要因は、今後どう変化するのだろうか。

まず、米中関係についてはどうか。短期的な予想は、恐らくあまり意味がないが、中国のアナリストは4月の経験から、概ね慎重ながらもなお楽観的だ。当時は125%まで引き上げる関税合戦が約1ヵ月で一段落し、そこから3ヵ月後には双方の交渉が軌道に乗った。スマートフォンを始めとする中国からの輸入に対する依存が米国の譲歩を促した、と考えれば、その構造が変化したとはまだ言いにくく、米国にとって、状況は不利だ。中国側も、今年の経済成長目標達成への自信を強めており、4月と比べて弱気になる理由も乏しいだろう。対立が落ち着くのはいつ、とは言い難くとも、中国にとって不利でない形で、遠からず4月と同様に収まる、という見方は多い。

米中対立の収束は時間の問題、と仮定すれば、投資家の行動はどうか。10月以降、業種別には、メディアや電子が売られる一方、銀行や公益事業が買われており、今年前半の様相を思わせる。当時これを逆転させたのは、米中協議の進展であったことから、今回も何か同様の好材料ができれば、市場の勢いが戻る可能性があるだろう。なお、9月末時点での新規銀行預金や海外投資規模に関する最近のデータは、個人投資家や海外投資家が更なる投資にはまだ慎重であったことを伺わせた。期待されていたほど、これらの投資家は「前のめり」ではなかったわけで、現在の調整局面も、彼らの「投げ売り」とは言えまい。

そして企業業績と政治イベントだ。まず、マクロデータは引き続き好調な外需と低調な内需を示しながらも、全体では成長が鈍化気味であるため、上場企業業績へのマイナスの影響が注目される。政府は、9月末には重要プロジェクト向けに5千億元の新たな低利融資枠を設けるとしており、投資需要を下支えする姿勢を漸く見せ始めた。これはプラス材料だが、実際に事業の効果が見えるには時間を要するかもしれない。10月20日からの4中全会については、主な議題が来年からの5ヵ年計画であり、短期的な経済政策とは直接には結びつかない*。まとめてみると、ファンダメンタルズを改善させる材料は、少なくとも短期的にはあまりなさそうだ。

* 2025年10月20日までの情報に基づく

来年以降の政策がもたらす市場の期待の変化に注目

もっとも、来年まで時間軸を伸ばして考えると、見方は違ってくる。政府の融資枠拡大に加えて、4中全会の内容も無視できない。次期5ヵ年計画は、政府主導の科学技術の推進、新興産業の強化などが重点となる可能性は高く、その場合、テクノロジー分野への関心が高い投資家は注目するだろう。同時に、内需拡大、消費底上げは、政府からしばしば言及がある一方、現行計画での位置づけは弱く、過去の成績も芳しくなく、中国経済の「片肺飛行」に繋がっている。新たな計画でその是正の一端なりとも示されるなら、これまで放置されてきた内需系の銘柄に目が向くはずだ。

まとめると、足元の中国株式市場の調整は、米中対立が大きな要因である一方で、中国国内の材料も少なくない。短期的な景気回復は期待薄かもしれないが、来年以降の政策は材料だ。そして個人投資家の資金はまだ大きく流入はしていない。株式市場の足元の調整が2015年の急落時とは異なる「健全な」動きであることは明らかだろう。調整の先の中国株式市場に注目したい。

※当資料に示す各指数の著作権等の知的財産権その他一切の権利は、各指数の算出元または公表元に帰属します。