チャイナ・インサイト
今回のテーマ

中国株の大幅な下落

アセットマネジメント(am)をムーヴ(move)するamova アモーヴァ・アセットマネジメント
CHINA INSIGHT 121号 2026年11月27日 ご参考資料

中国・アジア マーケットスペシャリスト
山内 裕也

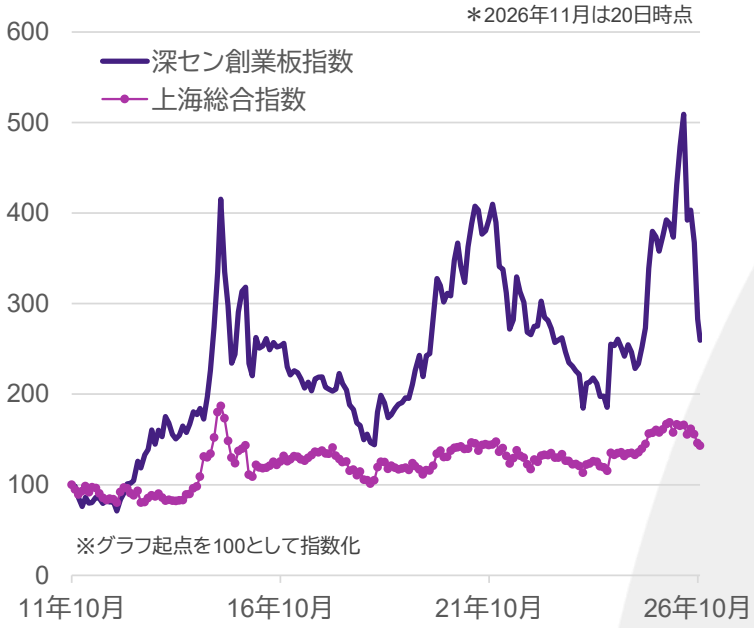
ポイント

- 深セン創業板指数の調整幅は、2026年の高値から足元までで歴史的な水準に達した
- バリュエーションの大幅な低下が重石となったほか、中国政府の姿勢も期待外れだった

中国本土株式の調整が大きい。今夏以降、AIテーマ投資の変調がもたらした株価の下落は中国市場に限ったことではないが、同テーマに牽引された世界の代表的な株価指数と比較しても、中国本土株式の下げ幅は大きい。特に、ハイテク銘柄で構成され、年央にかけて大きく上昇した深セン創業板指数や上海科創板指数の下落が顕著だ。なぜ、ここまで調整したのだろうか。

中国ハイテク株の下落の背景

深セン創業板指数と上海総合指数の推移
（現地通貨ベース）
2011年10月～2026年11月*、月次
*2026年11月は20日時点



Windなど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。

背景として考えられる第一の要因は、企業の利益成長への懸念だ。先述の2つの指数のうち、より規模が大きい創業板指数を例にすると、指数の上昇に貢献してきたのは海外のデータセンター需要を捉えた通信・電子セクターの銘柄だった。そして、米国でAIに対する過剰投資への懸念が複数のイベントを通じて徐々に高まるに従い、同指数は米国株式よりも大きく調整した。中国は輸出への依存が高く、米国での懸念に対してより慎重にならざるを得ないからだ。また、通信・電子セクターの代表的な銘柄群の2026年7-9月期の利益成長が、前四半期に比べてやや減速したことも悪材料だった。この分野の最大手企業は、同7-9月期に前年同期比で170%の利益成長を遂げ、利益率も維持していたのだが、それでも投資家の懸念を払拭できなかった。

業績への懸念はバリュエーションにも直結する。直近(11月20日時点)の創業板指数の実績PER(株価収益率)は25倍で、これは過去10年間の下位2%*に位置しており、相対的に割安な水準にある。

*過去10年間の各月末値と比較して算出

しかし、少し遡ると、2024～25年の2年間で指数は69%上昇したが、その間の指数構成銘柄の利益の伸びは2割程度にすぎず、株価の上昇はPERの上昇による部分が大きかったと言える。2026年に入ると、1～9月の利益(累計)は前年同期比で約3割の増加となったが、株価は下げ幅を拡げ、年初からの下落率は約3割に達した(11月20日時点)。投資家は、期待していた成長スピードに僅かに陰りが出てきたと見るや、過去2年間で積み上げてきた期待値(PER)を容赦なく切り下げた形だ。

アモーヴァ・アセットマネジメント株式会社
2025年9月1日付で、日興アセットマネジメント株式会社から社名変更しました。
当資料は、アモーヴァ・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。

第二の要因として、指数の構造がある。例えば、米中両国のテクノロジー関連指数を比較すると、AIテーマの恩恵の受け方が異なる。米国のナスダック総合指数の構成上位銘柄は、同じAI関連テーマでも、データセンターなどのインフラに関わる、言わば川上企業から、AIサービスを提供する川下企業まで幅広く含まれており、個々の株価の動きは同一ではない。しかし、創業板指数のAIテーマ銘柄は川上企業に偏っており、川下企業はほとんど見当たらない。そのため、今回のように川上の業種に生じた懸念は、創業板指数の下落に直結する。創業板指数構成銘柄の収益性は、上海総合指数や科創板指数といった主要指数と比較しても突出しており、中国の産業の強みを体現していると言える一方、海外の景気見通しの変化に左右されやすい脆弱な面がある。海外需要の影響を大きく受ける銘柄が調整した場合に指数の下落を補い得る内需銘柄も少ない。創業板指数で大きな割合を占めるもう一つの柱は新エネルギー産業だが、こちらも海外需要の弱さに苦しめられており、AI関連銘柄の下落を補うことはできなかった。

中国ハイテク株の反転はいつか

今回のような創業板指数の急激な調整は過去にも見られた。指数の算出開始以来、2015年と2021年にそれぞれ株価のピークがあり、今回が3回目の大幅な下落となる。下落前の高値から足元までの調整幅も既に2015年に次ぐ水準に達しており、そうした意味で「歴史的」な調整と言える。

過去2回の調整局面は、1～2年で一旦落ち着きを見せたが、本格的な反転に至るまでには3年程度の時間を要している。2015年のケースでは、2016年、2017年に調整が一服するかに見えたが、本格的な上昇は2019年以降だった。2021年のケースでは、2022年、2023年と段階的な反発が見られたが、大きく上昇したのは2024年以降だった。きっかけとなったのは、いずれも中国政府による企業や市場への支援策であった。

こうして見ると、「市場の急落は全治3年」と結論付けたくなるが、より詳細に見ればそこまでは単純化できない面もある。2017年の反発を中断させたのは、米国で第一次トランプ政権が成立し、米中貿易摩擦が激化したことだった。2022年、2023年の反発が短期間で終わったのは、ゼロコロナ政策の影響が想定以上に大きかったことによる。逆に言えば、そうした事情がなければ市場の回復はもう少し早かったかもしれない。

実際に、このような外部要因にかかわらず、創業板指数構成銘柄の純利益は過去10年間（2025年末時点）で約6倍になっており、2017年と2018年を除けばプラスの成長を維持してきた。一方、同期間の上海総合指数構成銘柄の純利益の伸びは2.2倍程度にすぎない。中国の輸出拡大とともに、近年、創業板指数の利益成長はむしろ加速している。それでも株式市場が安定しない点は、中国特有の事情として考慮せざるを得ない。中国政府もこの点に注目しており、2024年以降、長期的な投資家の育成に努めてきた。2024年秋以降の株価の反転とその後の上昇は、こうした政府の取り組みによるところが大きい。それだけに今回の大幅な調整に対し、政府の関与が限定的であることに疑問を呈する意見も見られる。株価の急速な下落には、投資家の失望が反映されているという面もありそうだ。

中国では、12月は翌年の政策方針を決定する時期であるが、その前後に新たな材料が出なければ、中国本土株式市場の持ち直しは、海外市場の安定化頼みとならざるを得ない。創業板指数に注目してきた内外の投資家にとっては、我慢を強いられる局面となった。

※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。

当資料は、アモーヴァ・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。