

今回のテーマ

中国株式の上昇は「再評価」につながるか？

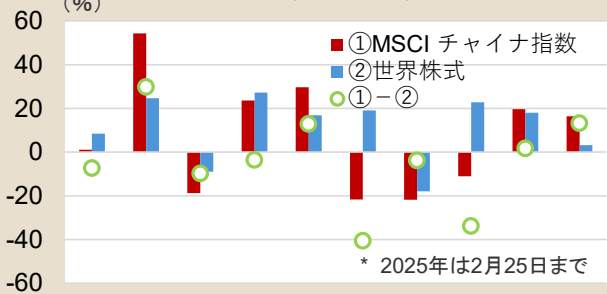
日興アセットマネジメント
中国・アジア マーケットスペシャリスト
山内裕也

ポイント

- ・中国株式に「再評価」の兆し、香港株式だけではなく中国本土株式も上昇。
- ・全国人民代表大会（国会に相当）の内容が市場の期待に応えられるかが次の関門に。

2月に入ってから中国株式の上昇が顕著だ。香港のハンセン指数は年初来で約15%上昇しており、同期間中にやや調整した米国のS&P500を大きく上回る（現地通貨ベース、2月25日時点）。本土株式も香港には劣後するものの、深セン株式が上海株式を上回るパフォーマンスを見せている。株価上昇の背景は、中国の未上場のAI（人工知能）企業「ディープシーク」に触発されたAIテーマだ。市場には、早くもこれを一過性のイベントと捉えず、投資家が過去数年にわたり弱気で見えてきた中国株が「再評価」される過程と見る向きもある。

MSCIチャイナ指数と世界株式の年次騰落率
（2016年～2025年*）



16年17年18年19年20年21年22年23年24年25年

MSCIチャイナ、世界株式(MSCI ACWI)ともに配当込み、米ドルベース

（信頼できると判断した情報をもとに日興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。

中国政府も、そして世界も中国テクノロジー企業に対して寛容であり、第一次トランプ政権下の深刻な米中対立もまだ始まっていなかった。その後、これらの環境が失われたのは周知のとおりだ。経済成長率はさらに低下し、経済はデフレの様相を強め消費は減退、中国テクノロジー企業を取り巻く環境も中国の内外で悪化し、中国株式はグローバルな市場から姿を消した印象となった。

では、足元でこれが変わりつつあるのか。年初来のデータで見ると、中国経済全体では引き続き難しい環境下にある。不動産は、政府の下支えを受けても反発の兆しに乏しく、成長目標は5%を維持すると見込まれているが、前提として政府の強力な景気支援が必須だ。対米関係は改善に程遠く、新たな制裁関税に身構える状況にある。

※上記銘柄について、売買を推奨するものでも、将来の価格の上昇または下落を示唆するものでもありません。また、当社ファンドにおける保有・非保有および将来の銘柄の組入れまたは売却を示唆・保証するものでもありません。

■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。

その一方で「ディープシーク」出現のインパクトも小さくない。中国発で世界をリードするイノベーションが生まれるかもしれない、という点は前回小欄でも触れたが、それ以外に、テクノロジー企業を巡る環境も変わっている。2月中旬、6年ぶりに行なわれた習総書記主宰の民営企業座談会では、現政権が非常に重視する科学技術振興において、民営企業が重要なパーツと位置付けられていることが改めて示された。同じ企業、同じ経営者であっても、ともすれば「資本の無秩序な拡張」と批判される立場にあったかつての民営企業の姿は、そこからは伺えない。党の指導のもと足並みを揃えた民営企業については、政府も全面的にバックアップする。中国の地方政府は競って、大規模言語モデル「ディープシーク」の行政サービスへの導入を始めている。国有企業も同様で、3大通信大手や国有石油大手もその導入を発表しており、更に中央政府主導で国有企業全体にこの動きを加速させる姿勢も見える。

「ディープシーク」が全世界の注目を集めたとはいえ、想像以上のスピード感だ。しかし、新技術の社会実装の早さは、過去の中国でも見られたものだ。こうした中、「アリババ」はクラウド事業への投資計画が今後3年間で過去10年分に匹敵する規模になると発表した。AIから新たなものを生み出すべく競い合うこの環境は、中国テクノロジーへのかつての信頼を呼び起こす。

全国人民代表大会の内容が 市場の期待に応えられるかが次の関門に

中国の投資家はこの変化に素早く反応した。中国本土から香港市場への資金流入が拡大し、香港上場のITプラットフォームの株価を押し上げ、同時に、中国本土の関連業種にも資金が流入した。上海総合指数は共産党による支援策発表を受けた昨年10月の直近高値をまだ超えられていないが、コンピューターや電子など、AIの恩恵を受けるとみられる業種は、この高値を既に10%以上超えてきている。更に2月後半からは、新エネルギーやヘルスケアなど、AIからはまだやや距離があるような業種にも資金流入がみられており、AIテーマを超えて、いわゆる中国の成長株が見直されているようにも見受けられる。市場の「再評価」が来るのか、と期待を込めて語られる所以だ。

株式市場が好調な反面、懸念もある。足元の中国のマクロ経済を見ると、物価指標は弱く、不動産も大手の新たな経営危機が大きな話題だ。中国本土のテクノロジー銘柄で構成される深セン創業板指数と、マクロ経済の影響を比較的受けやすい上海総合指数の相関は7割強（週次、2025年2月21までの過去10年間で計算）で、テクノロジー企業の株価がマクロ経済動向と無関係に上昇するには限界がある。経済の自律回復が弱い中で、最初の関門は3月初旬の全国人民代表大会だろう。昨年の経済工作会議を踏まえれば政府の景気下支えの意図は明確だ。しかし、そうした中で、市場を失望させるような材料は出てこないかどうか、そして、市場を支える必要条件である、5%の成長率目標、十分な財政支出目標や債券発行規模などがしっかり示されるかどうかに注目したい。中国株式が本当の意味で再評価されるには、中国投資家だけでなく、海外投資家の懸念をも払しょくする材料が必要であり、マクロ経済への手当は欠かせない。まだ期待の薄い政策、特に個人消費を中長期的に支えていく姿勢などが、この先示されるなら、市場にとってポジティブサプライズとなるだろう。

※上記銘柄について、売買を推奨するものでも、将来の価格の上昇または下落を示唆するものでもありません。また、当社ファンドにおける保有・非保有および将来の銘柄の組入れまたは売却を示唆・保証するものでもありません。

※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、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。