

今回のテーマ

中国株式が上場する 各市場の特徴を知る

ポイント

- ✓ 深セン株式市場は、ITやヘルスケアなど成長セクターの時価総額構成比率が高いのが特徴
- ✓ 足元の深セン株式市場の不調は外部環境によるもの
- ✓ 外部環境の変化のタイミングが注目される

中国株が全般的に低迷している。中国企業は中国本土（上海・深セン）、香港、米国のいずれかの株式市場に上場するケースが多い。ここ数年の中国株の動きを振り返ると、相対的に香港や米国が良く、本土でも深センより上海の方が良かったと言える。

足元では、政府による債務削減や米中貿易摩擦に伴う景気下押し圧力に対して、7月頃から始まった景気対策が徐々に市場を下支えする状況にあり、景気対策の影響を受けやすい金融、不動産、素材といったセクター構成比率が高い上海や香港には比較的に有利、ITやヘルスケアなど中国の成長セクターの構成比率が高い深センには比較的に不利な状況と考えられる。

しかし、もう少し時間を延ばして過去10年の株価動向を振り返ると、株式市場の見え方は違ってくる。足元不調な深センは、代表的な株価指数ベースで比較すると上海のみならず香港をも上回る。この期間、中国は、重厚長大産業を中心にGDPが2桁成長する経済から、成長率が緩やかに減速する過程にあり、同産業が強い上海や香港は低迷したが、深センは逆にこの機会を捉えて成長する企業が多かったからだ。この市場の差異は構造的であり、中国株を見る上での基本の一つだ。

過去10年の主要株価指数の推移
(2008年10月13日～2018年10月12日)



主要指数のセクター別株式時価総額構成比率の比較

セクター名	①2018年9月末	②2008年9月末	差(①-②)
金融	30%	32%	-2 ポイント
資本財・サービス	16%	13%	3 ポイント
エネルギー	10%	31%	-20 ポイント
素材	9%	8%	1 ポイント
一般消費財・サービス	7%	3%	4 ポイント

セクター名	①2018年9月末	②2008年9月末	差(①-②)
資本財・サービス	20%	16%	3 ポイント
IT	19%	7%	12 ポイント
素材	14%	22%	-8 ポイント
一般消費財・サービス	13%	13%	0 ポイント
ヘルスケア	11%	6%	5 ポイント

※「差」は四捨五入の関係で一致しない場合があります。

(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)

中国経済を代表する企業は上海に上場、 それ以外は深センに上場、という過去の構図

中国本土で見ると、上海と深センは同じ1990年に始まった市場ながら、中国国内での位置づけは全く異なっていた。

上海は中国ナンバー1の経済都市、対する深センは経済特区とはいえ、広東省の一都市に過ぎない。当時のIPO（株式の新規公開）は完全に政府主導で、中国経済を代表する企業は揃って上海上場が割り当てられ、深センはそれ以外の企業で勝負するしかなかった。

深セン市場が2004年に中小企業板、2009年に創業板を導入し、中小企業の発掘に特化しようとしたのは、そこに活路を見出そうとしたからだ。しかし2000年からの約10年間は伝統的な大型国有企業に有利な環境であり、上海市場が大きく上昇する一方、深センはその影に隠れた存在とならざるを得なかった。

※グラフ・データは過去のものであり、将来の運用成果などを約束するものではありません。

■当資料は、日興アセットマネジメントが世界のマーケット状況についてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、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。

潮目が変わるのは2009年頃だ。中国経済が徐々に構造転換を強いられ、大手企業が苦しむ過程は、これらの企業が少ない深センに逆に有利だった。株式市場を代表する指数のセクター構成の変遷を見るとこれがよくわかる。**直近、上海では金融、深センではITやヘルスケアの割合が目立つが**、10年前は、上海では金融やエネルギーの割合が大きく、深センのITもヘルスケアもごく小さなものに過ぎなかった。これは深センが新しい成長を捉えたというだけでなく、上海が過去のレガシー（遺産）にとらわれてきたことの現れともいえる。

中国株投資で重要なのは、 市場の特徴をよく理解すること

香港も、上海、深センとは別の意味で中国政府の影響を受けている。中国企業が上場を考える場合、特別な理由がない限り、本土市場を避けてわざわざ香港を選ぶ理由はない。なぜなら、同じ中国とはいえ、**香港は国際市場、本土は国内市場と扱いが異なり、制度、言語、通貨、投資家と全てが違いため、香港は上場コストが格段に上がるからだ**。それでもこの市場を目指す中国企業は概ね2種類ある。1つは調達資金が大きすぎて上海でも対応できなかった大型国有企業。もう1つは本土では政策上規制があったり優先順位が低かったり、上場のチャンスが与えられなかった民間企業である。結果、香港の中国企業は、銀行、保険、通信、石油化学といった大きな資本が必要な産業、競争の厳しい伝統的製造業、更に不動産や教育等の規制産業の組み合わせとなる。

逆に言えば、そうではない企業、即ち、**調達資金は多くなく、国の政策にも沿っていて、上場まで多少は待てる企業は、本土を選ぶのが普通**なのだ。本土上場銘柄が3,650に対して、香港上場銘柄は425。数の上から言っても、香港は中国企業の一部を表すに過ぎない（2018年9月末時点の数字）。

海外上場では香港以外に米国もあるが、こちらは香港よりもっと極端だ。米国では中国企業に対する投資家目線が香港より厳しく、市場で生き残ることができる銘柄が限られる。結果、米国市場（ニューヨーク証券取引所およびNASDAQ）で取引される中国企業は現在160銘柄程度に留まり、うち上位30銘柄で時価総額の98%を占めている。その30銘柄のうち、米国市場以外の重複上場の10銘柄除く、20銘柄の株式時価総額の約9割がインターネット関連だ。米国市場が中国企業で最も成長を描きやすいセクターをしっかりと捉えてきたことは間違いないのだが、そのカバーする幅は極めて限られているのである。

中国本土、香港、米国の各市場はいずれも単独では中国経済の全てをカバーしてはいない。上海市場だけを見て中国株を判断するのが正しくないことは勿論だが、エース級の企業だからと米国上場銘柄だけで判断することもまた一面的だ。むしろ各市場の動きの違いから、中国経済の今を判断する材料とすべきだろう。

中国の成長セクターが多く上場する深セン、 投資の好機を捉えるためにも、外部環境の変化を見逃さないように

冒頭的话题に戻ると、深センが大きく調整しているのは米中間の貿易摩擦など外部環境の影響が大きい。問題はそれがどこまで続くかだ。過去のトレンドでは、深センは中国の成長セクターを代表してきた。他の条件が変わらないなら、トレンドに変化はないはずだ。投資家としては、外部環境の変化のタイミングを注意深く見るべきだろう。

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。

<http://www.nikkoam.com/products/column/china-insight>

facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter https://twitter.com/NikkoAM_official

■当資料は、日興アセットマネジメントが世界のマーケット状況についてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、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。