

今回のテーマ

## 中国投資家の期待と不安

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

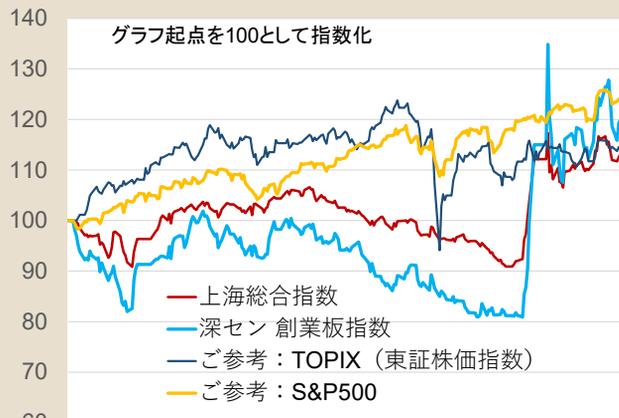
ポイント

- ・過去2カ月の中国株は、打ち出された景気対策と今後の追加策への期待から堅調に推移
- ・今後は、米トランプ次期政権による制裁関税への中国側の対抗策に注目

中国本土株は、9月末にみられた経済対策導入直後の急騰から、ここ2カ月近く概ね横ばいの水準にある。この間の主要なイベントは2つで、一つは地方政府の債務問題に対して10兆元規模の対策が決定されたこと、もう一つはトランプ前米大統領の再選だ。中国国外から見ると、前者は過去の穴埋めが中心で新たな需要を生まないため失望的、後者は更なる米中対立激化を想像させる厳しい材料で、いずれも中国本土株には重荷と考えられる。これに対して上海総合指数は一時よりは下げたものの、年初来でなお約10%上昇（11月22日時点、現地通貨ベース）を維持している。中国の投資家は、いったい何を評価しているのだろうか。

### 2024年の主要株価指数（現地通貨ベース）の推移

2023年12月29日～2024年11月22日



23年12月末 24年6月末

（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）

### 上昇率で目を引いたのは、証券、情報通信、新エネルギー関連の銘柄

これを考えるために、上海、深センの両市場の上場銘柄で構成されたCSI300指数で、過去約2カ月の騰落の状況を見てみたい。上昇率の上位銘柄で目を引くのは証券であり、その次には半導体に代表される情報通信、さらに、太陽光に代表される新エネルギーが続く。逆に下落率では電力、また物流や石油といった分野だ。

証券、情報通信は、ともに投資家のリスク選好が強まる過程では買われやすい銘柄群だ。中国人民銀行（中央銀行）の自社株買い融資枠の設定等に見られるように、政府が株式市場の下支えに乗り出しており、下方リスクが限定的な点も好材料となっているようだ。

※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。

新エネルギー分野で好感されたのは、当局による業界の構造調整だ。この分野は供給過剰問題で長らく低迷してきたが、政府の介入により業界の再編が加速することが好感されたとみられる。一方、成長性には乏しいもののファンダメンタルズは悪くなく、ディフェンシブ銘柄としてここまで中国投資家の買いを集めてきた電力銘柄については、株価が下落する状況となっている。中国政府の姿勢の変化で、より株価の反発が見込める業種へと投資家の選好が移ったからだ。

■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。

これを見ると、中国の投資家も、強力な内需喚起策がすぐに打ち出されることを期待して買っているわけではないように思える。いわゆるインフラ投資に関連するような銘柄は、今回の上昇局面では相対的に劣後しているし、鉄鋼や石炭等の業種の株価下落が目立つ。しかし、中国の投資家がそこで失望せず、市場全体では下がっていないのは、その他の施策を好感し、ここから先にも期待を繋いでいるからだろう。政策転換の規模を想像すれば、来年の財政政策は従来以上に拡張的となるだろうし、供給過剰が伝えられるセクターの構造改革にも力が入るはずだ。この政策は過去には鉄鋼や石炭等の分野で成果を挙げている。財政支出に即効性があることは勿論だが、それ以外でも総じて政府に期待されることは少なくない。

一方で、米国のトランプ次期政権がもたらすショックはやや趣が異なる。目先の焦点は最大60%にも達する可能性がある対中関税だ。実現すれば、中国のGDPに2.5%ものマイナスの影響があるとの試算も伝えられているが、これに対して中国側で今のところ、これといった有効な手立ては語られていない。11月下旬の当局記者会見でも、商務部高官は「中国はこれを消化する能力がある」との見解を述べるにとどまった。

ここで第一期トランプ政権時代の中国本土株を振り返ると、2018年の貿易摩擦発生時に株価は大きく下落したが、政府は折からの金融引き締め策を解除して景気支援に努め、株価を回復させている。2017年から2020年までの4年間の株価動向をみると、上海総合指数の騰落率はプラスだ。貿易摩擦が中国の輸出へ与えた影響も同様で、期間中、対米輸出額（米ドル建て）は横ばいだったが、中国の輸出規模全体では拡大している。ここだけで見ると、中国の政策と経済力を以てすれば、米国との貿易摩擦も何とかかなりそうにも思える。しかしこれから始まる第二期を考えると、足元の中国経済は内需が減速し輸出依存が大きくなっていること、第一期では長い交渉過程があり、実際に制裁関税が課されるまで時間がかかったが、今回は早いかもしれないこと、トランプ政権の高官の候補陣営も最初から対中強硬姿勢が既に伝えられていること等があり、中国側はそう楽観できそうにもない。

## 第二期トランプ政権による制裁関税への中国側の対抗策に注目

以上を踏まえると、ここから市場の関心は、米国による対中関税を中心とした米中関係に向かうことが想定される。焦点となるのは、中国側の対抗策だ。米国が対中関税を引き上げれば、中国は景気刺激策を含む対抗策を講じるだろうというのは、一般論としてはそうなのだが、少なくとも市場における議論はまだこれからとってよい。成長率の絶対的水準をあまり求めない最近の中国の経済政策は、今一つ目指すところがわかりにくかった。しかし米国側の圧力は、中国政府に成長率を維持するための強力な措置を促すかもしれない。これまでないがしろにされてきた消費拡大策に繋がるかもしれない、との想像も働こう。市場にとっても、悪い話ばかりではなさそうだ。

※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。

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。  
[www.nikkoam.com/products/column/china-insight](http://www.nikkoam.com/products/column/china-insight)