

## 2021年中国株式市場の展望

好環境継続と構造改革始動で株価上昇が継続しよう

2021年1月7日

### お伝えしたいポイント

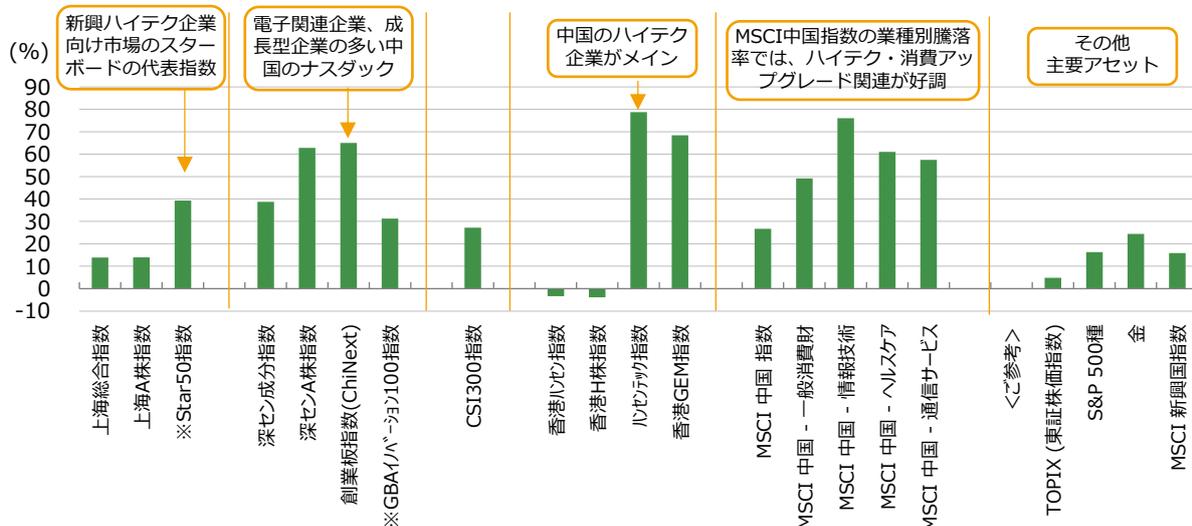
- 2020年の中国株は、ハイテク株中心に好調
- 2021年も中国経済は高成長を維持
- 政策による景気支援維持で、株式市場への資金流入も継続しよう
- 株式市場の構造改革を受け、株価は中長期的上昇基調に

### 2020年の中国株は、ハイテク株中心に好調

2020年の中国株式市場は、新型コロナウイルスの封じ込めに成功したことや、景気のV字回復、IT産業の発展などを受け、ハイテク関連株中心に株価は目覚ましい上昇を記録しました。

中国株式市場といえば、上海総合指数や香港ハンセン指数が一般的ですが、これら指数だけに注目すると、魅力的な投資機会を見逃す可能性があります【図表1】。2020年のパフォーマンスをみると指数によって大きな差がありますが、業種構成の違いがその要因です。上海総合指数などは、従来からの金融セクターの比率が高く、時代の変化に追いついていない一方で、香港ハイテク指数や深セン創業板指数などは、イノベーションや消費アップグレードに関連するニューエコノミー企業の比率が高く、中国の成長を享受しています。これから中国株に投資するにあたっては、時代や産業構造の変化を捉え、成長性が高い創業板やスターボード、香港ハイテク指数などにも注目していく必要があります。

図表1 中国株・各種指数の2020年の騰落率



※Star50指数は公表開始が2020年7月22日だが、2019年末 = 100として算出されている

※GBAイノベーション100指数・・・グレート・イノベーション100指数

(出所) ブルームバーグ、WIND、深セン証券取引所より大和アセット作成

## 2021年も中国経済は高成長を維持

### Ⅰ 高成長続くマクロ経済

2020年に景気のV字回復を達成した中国ですが、2021年も相対的に高い経済成長率が見込まれています。各国が新型コロナウイルスの封じ込めに苦戦する中、さまざまな財・サービスの供給と需要は、新型コロナウイルスの感染抑制に成功している中国への依存が一段と強まる可能性があります。

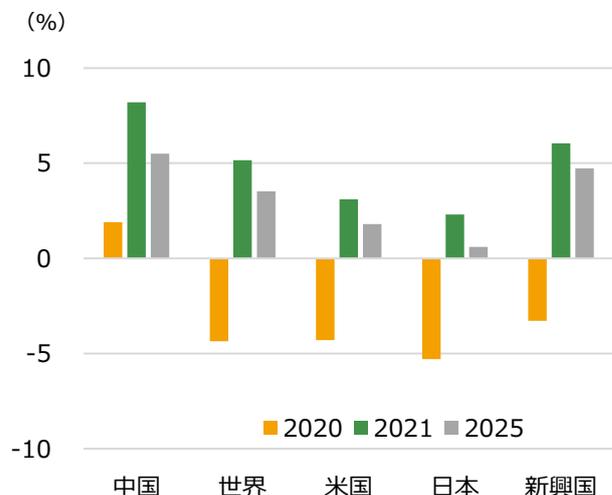
特筆したいのは、今般の景気回復局面で中国は、大規模景気刺激策とは一線を画す姿勢を貫いたことです。そのため不良債権の発生など大規模刺激策の副作用が抑えられ、持続的な高成長が可能になると考えられます。IMF（国際通貨基金）は、2025年も中国が5%台の経済成長を維持すると予想しています【図表2】。また、最近、日英の調査機関が2028年にも米中のGDPが逆転するとの見通しを相次いで発表しており、中国の中長期的な高成長への期待が一段と高まっています。

### Ⅰ 高成長のけん引役は、ハイテク産業や「消費アップグレード」関連産業など

2021年は、「第14次5カ年計画（2021年～2025年）」の1年目です。2020年10月の5中全会（中国共産党第19期中央委員会第5回全体会議）では、今5カ年計画において「イノベーション」を今まで以上に強調し、最重要課題として取り組んでいく指導部の決心が示されました。過去の経験では、5中全会翌年の全人代（全国人民代表大会、3月）以降、各政府部門で具体的な産業政策が発表されます。関連産業に対する政策期待は強く、株式市場でも政策を先取りした投資資金の流入が想定されます。

政府が成長を加速させる産業としては、ハイテク産業のほか、イノベーションを伴う「消費アップグレード」関連産業や「サプライチェーンアップグレード」関連産業など、【図表3】のような産業が挙げられます。これら産業では政策サポートの恩恵が期待されます。

図表2 IMFの実質GDP成長率の見通し



(出所) IMF2020年10月世界経済見通し

図表3 今5カ年計画で言及された主な産業（抜粋）

加速させる産業
<b>研究強化の分野</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 基礎研究の強化</li> <li>・ 人工知能、量子情報、半導体、健康分野、脳科学、生物栽培、宇宙科学、地下および深海探査</li> </ul>
<b>デジタル化</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ サービス業、産業のデジタル化</li> <li>・ 国際競争力のあるデジタル産業群等</li> </ul>
<b>交通（物流）</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 現代的物流システムの構築</li> <li>・ 無人ドローンなどの先端産業</li> </ul>
<b>低炭素化</b> - 経済および社会の全面的なグリーン化を推進 <ul style="list-style-type: none"> <li>・ グリーンファイナンス</li> <li>・ 電気自動車（EV）などの新エネルギー車</li> </ul>
<b>人口高齢化への対応</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 「健康中国」を全面的に推進</li> <li>・ 社会保障、公的サービスのインフラを一段と健全化</li> </ul>
<b>農業</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 土地譲渡制度の健全化、農業の供給側改革を促進</li> <li>・ 農業金融サービスシステムと農業保険制度を健全化</li> </ul>

※第14次5カ年計画に関する建議や関連政府動向に基づき、まとめたもの

(出所) 大和アセット

## 政策による景気支援維持で、株式市場への資金流入も継続しよう

### 政策による景気回復支援は継続

2021年の金融・財政政策は、2020年ほどではありませんが、景気回復を支援する姿勢が継続すると見込まれます。2020年12月開催の中央経済工作会議では、政策の方向性を急転換しないとの方針が示されています。

事実上の政策金利とみなされている1年MLF（中期貸出ファシリティ）金利は据え置かれる可能性が高く、経済全体へのマネーの供給状況を示す社会融資総量も、前年同月比の伸び率が2019年を上回る状態が続くと予想されます【図表4】。

財政政策に関しても、中央経済工作会議で「積極的な財政政策」を取る姿勢を示し、景気に対して即効性のある地方政府専門債の発行額も小幅の減少にとどまると予想されます。このような緩和的な金融政策や穏健な財政政策を背景に、株式市場の潤沢な流動性が維持されると考えられます。

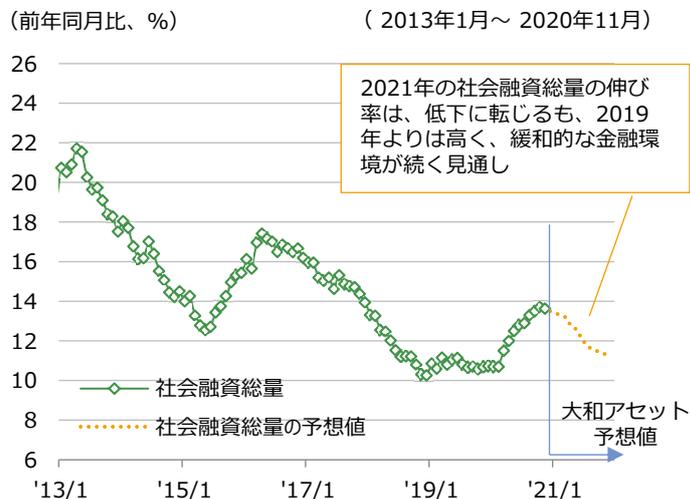
### 外国人投資家による中国株投資は拡大傾向

2019年から2020年にかけて、米中摩擦への懸念から世界の株式市場は下落する局面もありましたが、当事国である中国の株式市場に対する海外からの資金流入は意外に堅調でした【図表5】。

米中摩擦が続くことで、それが通常の状態であると投資家の認識が変化してきたように思われます。また、米国による中国への制裁は、米国経済にも悪影響があるため、景気回復が望まれる環境においては、これ以上の摩擦拡大はないとの見方も広がったとみられます。

その他、MSCIやFTSE等のグローバルな株価指数において、今後徐々に中国株のウエートが引き上げられる可能性が高いとみられていることや、輸出重視から内需拡大重視に軸足を移しつつある中国政府が、緩やかな人民元高を容認しているとの見方が強まったことも、中国への資金流入につながっていると考えられます。

図表4 社会融資総量



(出所) 中国人民銀行より大和アセット作成

図表5 外国人投資家による本土株式市場への投資額



※2015年初から、日次フローを累積したものと

(出所) IIFより大和アセット作成

## 株式市場の構造改革を受け、株価は中長期的上昇基調に

### 政府は株式市場の発展を重視

足元は、中国株式市場関連の構造改革の動きも顕著になり、目が離せません。2020年12月22日、証券監督管理委員会が「中央経済工作会議の精神を学習・実行するための会議」を開催し、2021年以降の政策方針を発表しました。株式市場の発展を通して、イノベーションを促進する方針が明文化されるとともに、貯蓄から投資へ誘導する方針も盛り込まれました。これらの点からは、政策当局も株高を望んでいると推察されます。

政府が株式市場の発展を重要視するのは、構造問題が背景にあります。各国企業の資金調達方法をみると【図表7】、中国の直接金融、特に株式市場による資金調達の割合の低さが目立ちます。今後は、IPO登録制や上場廃止基準の見直し等の健全化政策を通して、株式市場の新陳代謝を促し、優良なイノベーション型の企業が資金調達しやすい環境を整備する方針です。BAT\*に次ぐ革新的な企業群がすでに形成されていますが、今後さらに多くのユニコーン企業の上場、成長が期待されます。

(BAT\*は、バйдゥ、アリババ、テンセントの略称)

### 年金基金、個人マネーの流入が加速しよう

2020年12月30日、政府の一部門である人力資源・社会保障省は、年金基金において株式に投資できる比率を従来の10%から将来的に最大40%まで引き上げる方針を示しました。長期資金の流入拡大で、株価変動の安定にもつながると期待されます。

ここ数年株式市場を敬遠していた個人マネーに関しても、資金流入の兆しが出てきています。中国の都市部家庭の金融資産をみると【図表8】、株式の占める割合は6.4%に過ぎません。中国版「貯蓄から投資へ」の政策推進に伴い、株式市場への個人マネーの流入が加速すると期待されます。

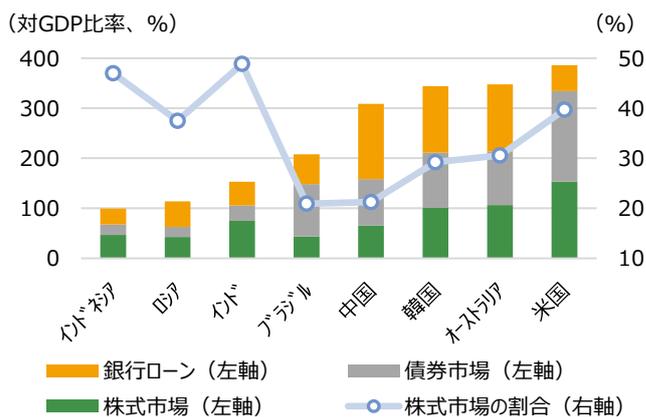
前述の海外からの資金流入に加え、国内からも資金流入が継続することで、中国株式市場は中長期的に堅調を維持すると考えられます。

図表6 証券監督管理委員会の政策指針の抜粋

主要内容
①資本市場がイノベーションを支える体制を健全化
②融資構造の改善とともに、債券市場の安定化を図る
③貯蓄から投資へ等、資本市場の投資側の改革を促進
④IPO登録制等、資本市場の健全化を推進
⑤金融イノベーションは、マクロブルデンシナルを前提に
⑥安全運転（株式市場等の安定的運営を維持し、金融システムリスクの発生防止、債券デフォルトの改革を推移等）

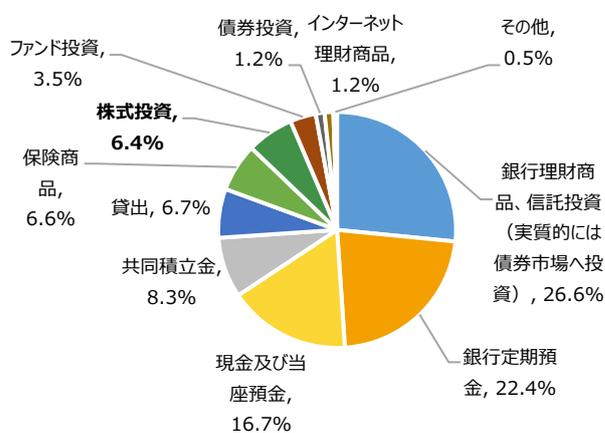
(出所) 証券監督管理委員会「中央経済工作会議の精神を学習・実行するための会議」より大和アセット作成

図表7 各国企業の資金調達方法の内訳



(出所) 世界銀行より大和アセット作成

図表8 中国都市部家庭の金融資産の内訳



(出所) 中国人民銀行 2019年都市部家庭の資産負債状況調査

図表9 (参考) 中国株式市場の概要

(オンショア市場は2020年末時点、オフショア市場は2020年11月末時点)

市場	ボードの分類	市場の種類	取引市場	対象企業の特徴	企業数	時価総額
オン シ ョ ア 市 場	主板 (=メインボ ード、 日本の東証一 部に相当)	上海証券取引所の メインボード	上海証券取引所	大型国有企業、重厚産業が中心。	1,585	654兆円
		深セン証券取引所の メインボード	深セン証券取引所	国有企業と民営企業がおおむね半々、 電子関連企業の割合が大きい。	468	151兆円
		中小企業板	深セン証券取引所	中小安定成長企業	994	210兆円
	二板 (日本のマ ザーズに 相当)	創業板 (ChiNext、チャイネ クスト)	深セン証券取引所	成長型企業 (科学技術を含む幅広い業種をカバー) (民営企業が多い)	892	169兆円
		科創板 (Star Board、スター ボード)	上海証券取引所	新興ハイテク企業、 特に政府が推進するハイテク分野の企業が多い。  科創板ではIPO(新規株式公開)に際して米ナス ダックのような「登録制」を採用し、上場のハードルが 低い。	215	52兆円
	新三板	全国中小企業株式 譲渡システム	店頭市場	中小・零細企業	-	-
市場	取引市場	市場の種類	取引する 株の種類	対象企業の特徴	企業数	時価総額
オ フ シ ョ ア 市 場	香港証券取引 場	メインボード	H株	香港上場の中国企業。事業母体も登録も本土。	270	87兆円
			レッドチップ	中国政府系資本の持ち株会社。 事業資産は本土だが、登記地は香港または海外。	171	61兆円
			香港株	香港メインボード上場の中国以外の企業	927**	139兆円**
			Pチップ	本土以外で登記する個人が支配する企業	714**	218兆円**
		GEM (新興企業向け市 場) (Growth Enterprise Marketの略称)	中国以外の新興 企業	香港GEM市場上場の中国以外の企業	281**	11,280億円**
			H株	香港上場の中国企業。事業母体も登録も本土。	20	360億円
			レッドチップ	中国政府系資本の持ち株会社。事業資産は本土 だが、登記地は香港または海外。	4	129億円
			Pチップ	本土以外で登記する個人が支配する企業	70**	2,516億円**

(\*\* : 2019年末時点)

(出所) 上海証券取引場、深セン証券取引所、香港証券取引所、各種資料より大和アセットが作成

## 当資料のお取り扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書(交付目論見書)」の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。