

平成20年9月11日  
岡三アセットマネジメント株式会社

## 北京オリンピック後の中国

中国本土株式市場及び香港株式市場は、以下の3つの懸念に加え、米国を中心とした金融不安、世界的な景況感の悪化などの外部要因も重なり、大幅な調整が続いています。

企業収益の先行きに対する不透明感

現在のマクロ景気環境に対する警戒感やオリンピック後への不安感

株式市場での需給悪化懸念

当レポートでは、これらの3つの懸念に対する見方を中心に、北京オリンピック後の中国についてコメントしたいと思います。

### 企業業績の動向（2008年上半期決算を踏まえて）

#### <増益率は伸びが鈍化しているが、依然として2桁の伸び>

中国企業の業績動向は、2008年上期決算（上海証券取引所発表済み863社）は、前年同期比25.0%増収、15.9%増益となりました。増収率は2007年上期の24.9%増と変わらず好調な伸びを維持しましたが、純利益は同69.2%増益から大きく鈍化しました。また香港でも、2008年中間決算を発表済みのハンセンH株指数構成銘柄の平均EPS成長率は、14%増と前年同期の51%増を大きく下回っています。

下期の業績の行方は、中国政府の景気刺激策、価格統制の解除などが注目ポイントとしてあげられます。これから9月下旬にかけ中間決算の内容や今後のガイダンスが出揃い、下期及び来年にかけての収益に対するコンセンサスが形成され、業績の先行きに対する不透明感はかなり払拭されてくるとみられます。

下期も原材料価格の高騰や労働賃金の上昇などによるコストの上昇を価格転嫁や企業努力で賄いきれていない企業にとっては厳しい状況が続くことが予想されますが、競争力のある中国企業の収益性は依然として高く、今期及び来期のEPSが2桁台の伸びが予想されている企業が数多くあることから、選別的な銘柄投資がより重要になると考えます。

## 北京オリンピック後の中国経済

### < オリンピック関連投資終息の影響は限定的 >

中国のGDP成長率は、昨年第4四半期の11.3%増（前年同期比）から、今年第1四半期に10.6%、第2四半期に10.1%と徐々に減速しています。これは、外需の伸び率鈍化に加え、雪害、四川大震災、また中国政府の引き締め策の影響とみられ、北京オリンピックによる影響は殆どないとみられます。

北京オリンピック関連のインフラ投資は、2001年以来これまでに、2,800億元（約400億ドル）に達しましたが、中国全体の対GDP比では、年1%未満にとどまっており、北京オリンピックの押し上げ効果は過大に評価されていると思われます。

### < 減速傾向が続くものの、成長は依然として高い水準を維持 >

今後も緩やかな減速が予想されますが、輸出に関しては、外需の伸び悩みが懸念されるものの、前年比では依然として20%台の伸びを維持しており、米国、EU向けの軟調が予想されるものの、新興諸国向けの堅調がそれらを補うとみられます。また、固定資産投資の実質伸び率も低下していますが、依然として前年比17%を超える水準にあり、住宅販売の不振を勘案しても、インフラ投資は高水準が続くことが予想されます。

### < 今後も続くインフラ整備、四川復興、中西部開発 >

中国では、オリンピック後も、道路や鉄道、地下鉄、空港などの交通インフラの建設、整備に加え、電力、ガス、水道など公共インフラ整備の必要性が高いことに変わりはありません。また、四川大震災に対する復興計画もあり、北京オリンピック関連の投資を上回る大規模な投資が計画されています。

### < オリンピックが終了し、経済活動が正常化へ >

北京オリンピック開催にともなう、交通、物流及び産業活動に対する規制（操業停止や協調減産など）により、経済活動が停滞し、鉱工業生産などが減速しましたが、9月以降は中国経済が正常化することが期待されます。

## 中国政府の政策

中国政府は、6月に価格統制を解除（石油精製品及び電力料金の値上げを発表）、8月には繊維・衣料品の輸出製品に対し、増値税（中国で物品の販売や加工、修理や物品の輸入を行う場合などに適用される税金）の還付率を引き上げるなど、景気や企業収益に配慮した政策に転換しています。また、胡錦涛国家主席が、「比較的速い安定成長」を重視すると表明し、中国人民銀行が、商業銀行に対し融資目標枠を5%拡大するなど、融資規制を緩和しています。

## < 中国政府の景気対策 >

景気の下振れリスクが台頭した場合には、中国政府は成長重視路線へ舵を切り、景気対策が打ち出される可能性が高まっています。世界経済の減速傾向を背景に中国経済の成長率鈍化が見込まれるなか、中国政府の政策発動のタイミングが注目されます。

## 中国当局は株式需給悪化懸念に対処する姿勢

### < 売却制限期間解除による株式需給悪化懸念 >

中国本土株式市場では、非流通株改革における売却制限期間（ロックアップ期間）が解除されることに伴い、かつての非流通株が今後市場で売却されることによる株式市場の需給悪化が懸念されています。非流通株とは、中国における上場企業の発行済み株式のうち、市場で流通しない株式で、国や国有企業などが保有する国有株や法人株を指し、発行済み株式総数の約66%を占めるといわれています。

中国は2005年初から非流通株改革を実施しましたが、当局は、市場の需給関係が一気に悪化することを避けるため、非流通株を流通株にする場合に、一定期間は売却が認められない売却制限期間（ロックアップ期間）を設けました。2007年1月からロックアップ期間の解除が開始され、2008年1月から2008年7月までにロックアップ解除となった非流通株で、実際に売却されたのはその内の26.3%とされています。

中国当局は、こうした状況に対処するため、既に国有株の売却を厳しく抑制する措置に踏み切ったほか、一定数量以上の株式の売却は相対取引（ブロックトレード）しか認めないなど、新たな規制を導入しました。また、売り圧力の緩和を目的に、非流通株改革を実施した上場企業の大株主が保有株を、一般投資家が将来的に株式に転換できる転換社債として発行することを認める方針を発表しました。さらに、特別にファンドを設立して、売却期間が解除された非流通株を吸収するとの観測も浮上しています。

## 中国本土株式および香港株式市場の見通し

今後の中国株については、現在は悪材料を消化していく時期に入っているものと思われ、以下の観点から底入れが近いものと判断しています。

## 北京オリンピック閉幕による経済活動の正常化

北京オリンピック開催に伴う交通・物流に対する規制が解除され、本来の経済活動や企業活動に戻ることや、四川大地震に対する本格的な復興投資も行われることから、経済の先行きに対する市場心理が好転することが期待されます。

## 中国政府の政策の変化

中国政府は、これまでの「過熱景気の抑制」と「インフレ抑制」という引き締め政策から、「比較的安定で速い経済成長の維持」と「速すぎる物価上昇を抑制」する政策に軸足を移しつつあります。中国当局は商業銀行に対し融資枠の拡大を指示するなど、景気下振れリスクに対処する姿勢を見せており、今後は具体的な景気刺激策や株価対策を打ち出されとの期待感が高まっています。

## 株式需給問題への当局の対応

中国当局は、非流通株改革における売却制限株の売却解禁に伴う需給悪化懸念を緩和するため、今後、株式市場外での売却方法や、新たな売却制限策などを打ち出す可能性があります。

## マクロ環境の改善

物価の状況については、生産者物価指数（PPI）が上昇基調にあることや、電力料金や石油製品価格の価格統制解除による物価押し上げ効果などから、引き続き、インフレ動向には留意が必要ですが、食品価格上昇の鈍化傾向が確認されつつあり、インフレ圧力は改善に向かうことが予想されます。

## バリュエーションの改善

上海A株指数の2008年予想PERが、2,200ポイントでは14倍を下回るなど、割高感は解消されてきており、株価が一段と下落する局面では、政策期待も高まり、買戻しの動きが期待されます。また、H株指数も、10,500ポイントでは、2008年予想PERが12倍前後と、過去の水準から見ても割安な水準に近づいていると判断されます。

## 今後の見通し

今後、米国の金融市場が落ち着き、先行き不透明感が後退するにつれ、中期的に先進諸国に比べ高い成長が期待される中国関連株式に再び注目が集まるものと思われます。

中国の経済成長を示す一つの象徴であったオリンピックが終了した後は、ある程度の景気減速が予想されますが、インフレ圧力が弱まれば、政策的にも、金融緩和、成長重視路線への転換が期待されます。株価は中長期的には、中国経済の持続可能な安定成長への次の段階への移行を反映した動きになってくるものと思われます。

以上

## 当資料に関する注意事項

商号 岡三アセットマネジメント株式会社

岡三アセットマネジメント株式会社は、金融商品取引業者として投資運用業、投資助言・代理業および第二種金融商品取引業を営んでいます。

登録番号は、関東財務局長（金商）第 370 号で、社団法人投資信託協会および社団法人日本証券投資顧問業協会に加入しています。

### 投資信託について

#### 【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等（外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。）に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、元金が保証されるものではなく、基準価額の下落により、損失を被る場合があります。

- ・ 運用により投資信託の信託財産に生じた損益は、すべてご購入されたお客様に帰属します。
- ・ 投資信託は預金等と異なり、預金保険の対象ではありません。登録金融機関でご購入された投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- ・ お申込の際は、必ず投資信託説明書（目論見書）や契約締結前交付書面をご覧ください。

### 投資信託に係る費用（税込み）について

#### 【ご投資頂くお客様には以下の費用をご負担いただきます。】

- ・ 申込時に直接ご負担頂く費用  
申込手数料：申込金額に 3.675%以内の率を乗じて得た額
- ・ 換金時に直接ご負担頂く費用  
換金手数料：1 万口当たり 105 円以内の額  
信託財産留保額：1 口当たり換金時に適用される基準価額に 0.5%以内の率を乗じて得た額
- ・ 投資信託の保有期間中に間接的にご負担頂く費用  
信託報酬：純資産総額に実質年 2.035425%以内の率を乗じて得た額  
その他費用：上記以外に監査費用、有価証券等の売買委託手数料など保有期間や運用実績に応じてご負担頂く費用があります。

個別の投資信託の費用は、投資信託説明書（目論見書）や契約締結前交付書面でご確認下さい。

#### < ご注意 >

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、岡三アセットマネジメント株式会社が運用するすべての投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書（目論見書）や契約締結前交付書面をご覧ください。