

KAMIYAMA Reports vol. 124

中国市場と貿易摩擦：
トレンドとサイクルを再確認

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹



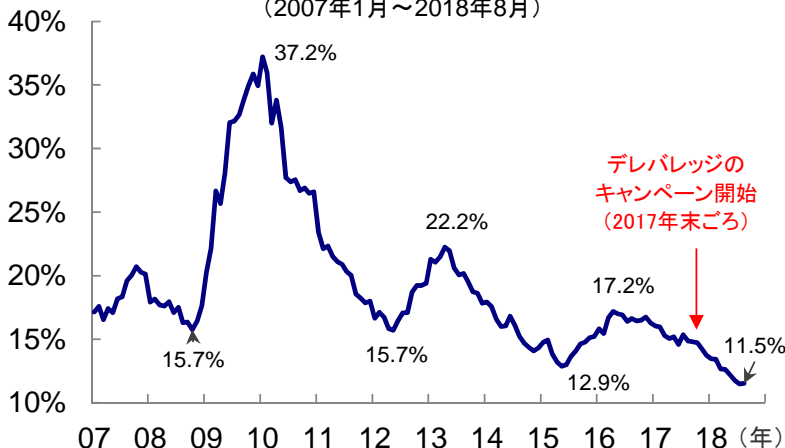
- 中国株式市場のデレバレッジ懸念
- 米中貿易摩擦の心理的影響と落としどころ
- 今後の中国市場：目先の心理戦と政策の効果待ち

中国株式市場のデレバレッジ懸念

中国の習近平政権は、リーマン・ショック直後に大幅に拡大させた融資の縮小を継続している。もちろん、経済が成長しているので融資総額が減ったというわけではないが、グラフが示すように、伸び率を押さえこむ傾向が続いている。

融資総量の伸び率推移(前年同月比)

(2007年1月～2018年8月)



(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)

* 上記は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

融資総量(ここでは社会融資総量から株式調達を差し引き、地方政府債(デットスワップ)を加えて試算した)の伸び率(デレバレッジのサイクル)を見ると、世界金融危機時に大きく伸びたものの、鈍化し続けている。2012年(15.7%)と2015年(12.9%)に短期的な底をつけたが、最新の発表(2018年8月)では11.5%となり、これまでの最低水準になっている。

デレバレッジ(負債減らし)は今後も続くと思われるが、時期によって対象領域が変化している。当初は過剰設備となった鉄鋼業などの不良資産処理が主な対象だった。その後、正規の金融システム外のシャドーバンキング(影の銀行)の制御が強調された。そして、2017年後半から2018年の年初にかけては、「成長から質へ」の号令がかかり、人が住みそ

わない住宅の建設や需要の少ない地域の地下鉄など、プロジェクトの成否が個別に問われ始めた。

このような状況下、中国の投資家は、個人投資家も機関投資家も厳しすぎる政策を心配し始めた。今年5月以降の中国株式や人民元(対米ドル)相場が軟調になったことは、この点から説明できる。社会融資総量の月次の増分が5月に大幅減少し、市場参加者の懸念が現実になったとみられたことで、4月末から8月末までに人民元(対米ドル)は約8%、銀行株比率の高い上海総合指数は約12%下落した。

米中貿易摩擦の心理的影響と落としどころ

最近の中国株式市場の下落を、上海総合指数(金融約31%、資本財・サービス約16%、エネルギー約10%、9月21日現在の時価総額に占める割合)で見ると、米中貿易摩擦に関わるセクターよりも、デレバレッジ関連が大きく影響している事がわかる。同様に、上海/深圳CSI300指数での時価総額に占める金融の割合は約35%(9月21日現在)となっており、指数下落の主な理由は習近平政権のデレバレッジにある、と考えて良さそうだ。

■当資料は、日興アセットマネジメントが投資環境など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。■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。

主要中国株価指数の上位3業種の騰落率

2018年9月21日基準

業種はGICS(世界産業分類基準)	指数全体の時価総額に占める割合(%)	騰落率(%)	
		過去1年	過去1ヵ月
上海総合指数の業種			
金融	30.6	+2.52	+6.17
資本財・サービス	15.7	-19.5	+0.62
エネルギー	10.2	+9.88	+8.9
深圳総合指数の業種			
情報技術	20.9	-20.15	-3.81
資本財・サービス	20.1	-28.55	-0.47
一般消費財・サービス	14.6	-18.94	-1.6

(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)
上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

一方、米中貿易摩擦が与える悪影響は、深圳総合指数のテクノロジー分野の株価に表れているようだ。同指数は、情報技術セクターが約21%(9月21日現在)、資本財・サービスセクターが約20%(同)を占めており、国内の金融引き締め懸念ではなく、テクノロジーセクターへの懸念が際立っているように見える。

9月21日を基準とした、過去1ヵ月の上海と深圳の総合指数の騰落率を比較すると、上海総合指数は金融やエネルギーなどを中心に底打ちの兆しが見られるが、深圳総合指数はマイナスが続いていることがわかる。この中国を代表する二つの指数の特徴が中国株式全体を覆う潮流であることを、明確に理解しておきたい。

今後の中国市場: 目先の心理戦と政策の効果待ち

広い視野で見ると、中国株式の底打ちのタイミングは近づいているように思える。まず、習近平政権は、原則としてデレバレッジを継続するとしているものの、センチメント(市場心理)の悪化への現実的な対応も始めている。共産党は、7月下旬に「外部環境の変化に応じた的確な措置を講じる必要がある」と指摘しており、「より緻密な」デレバレッジを行う方向性が示されつつある。これが、デレバレッジ・サイクルの底打ちのきっかけとなりうる。

主要中国株価指数の推移

(2017年10月末～2018年9月21日)



(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)
上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

一方、テクノロジー関連は中国一国の問題というよりも米国の出方次第であり、予想し難い。しかしながら、政治サイクルとしての貿易摩擦は、11月の米国中間選挙でひとまず区切りがつくと期待される。2017年のトランプ政権は、中国への貿易戦争についてほとんど何も進めなかった。2018年に中間選挙を控えた緻密なスケジューリングで、貿易摩擦キャンペーンを始めたように見える。そうであれば、中間選挙後の2019年は、米中の歩み寄りを演出することとなり、市場心理改善となる可能性がある。

中国が本気で知財権保護や国営企業改革に踏み出すには時間が必要であり、米中貿易摩擦というトレンドは継続するだろう。だが、付加価値の高い商品で生産性を高めて成長トレンドとなる時には、経済成長の質も高まり、デレバレッジも貿易摩擦も解決しているはずだ。当面は、政治サイクルの底打ちを期待する。

具体的には、中央政府がインフラ投資などのプロジェクトを強化し、その融資の伸びを容認する傾向が強まった。また、中小企業向け貸し出しの支援が強化され、融資額が増え始めている。不動産への貸し出しにはまだ厳しい態度をとっており、不良資産を抱えた国営企業のデレバレッジは進んでいるものの、中央銀行も市中銀行の預金準備率引き下げで、融資拡大に支援的になっている。

つまり、強いデレバレッジは調整段階に入り、年末の景気悪化懸念に対応すべく、マクロ的に拡大志向の政策への変化が明らかになると考える。今後、上海総合指数を構成する上位セクターである銀行や資本財企業の利益への反映を待つことになる。

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/kamiyama-reports>

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