

今回のテーマ

上海総合指数の規則改定に見る 上海市場の環境変化

ポイント

- ✓ 今回の規則改定を受けて、上海総合指数の変動率が高くなるというわけではない
- ✓ 規則改定が、上海市場の構造的な変化を後押しすることに期待

上海証券取引所は、7月下旬に上海総合指数の規則を改定すると発表した。内容は以下の3点である。

1. 新規上場株の指数への組み入れタイミングを遅らせる
2. 上場廃止の可能性がある銘柄を早期に指数から除く
3. 科创板上場銘柄を指数に組み入れる

上海総合指数の値動きとPBR(株価純資産倍率)
(2007年1月末～2020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)

上海総合指数の変動率が、今回の規則改定を受けて、高くなるわけではない

結論を先に言うと、今回規則を変えても指数がこれまでより激しく上下するわけではない。現地メディアでも、改定しても動きはそれほど変わらない、とのさめた声を伝えている。しかし同時に、改めてこの指数に関する分析も増えた。

上海総合指数は、中国本土株式市場を代表する指数であるにもかかわらず、中国国内では「儲からないマーケットの象徴」として評判が悪い。リーマンショック以降、同指数は一時的に高騰した時期もあったものの、概ね2,000ポイントと3,000ポイントの間を行ったり来たりしている。経済成長は減速気味とはいえ、過去10年の成長率は平均+7.7%あり、株価ももうちょっと上がってもよさそうなものなのに、というのが素直な感覚だ。

現地ではしばしば、何で中国の不動産がこんなに上がっているのに、上海総合指数は上がったというイメージがないのか、と言われる。その原因は、成長と株主還元には消極的な国有企業がいつまでも幅を利かせているから、という理由に帰結することが多い。

市場全体を代表するはずの指数の動きと経済の動きが何となく合わない、と感じられるとき、理由は、①指数の設計に問題がある、②上場企業の構成に偏りがある、のいずれかだろう。指数の設計について、上海総合指数が指摘されてきたのは2点。一つは、新規上場の組み入れが早すぎる。もう一つは、組み入れ時のウェイトが浮動株ではなく、発行済み株式数に基づいていることだ。

※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。

■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。

指数の設計は色々な種類があるので、この設計が一概にダメということではないかもしれない。しかし上海総合指数の場合、②の上場企業の構成に偏りがある、にも当てはまり、影響が大きくなっていた。

振り返ると、上海市場では大型企業の上場が集中した時期があった。特に2006年から2007年頃にかけて、銀行や石油企業などといった国有企業の大規模上場が続いた。当時は上海市場が大型企業の資金調達のための舞台としての役割を政策的に割り当てられていた。2007年の経済成長率は前年比+14.2%、オールドエコノミーの最盛期である。国有企業は中国経済の中核産業で、バリュエーションが高くなりがちだった。更に、個人投資家中心の市場構造と、低い浮動株比率が上海市場の過熱に拍車をかけた。これらの上場はIPO（株式の新規公開）時点では指数を押し上げないが、下落時は影響がそのまま現れる。特に高値で指数に組み入れられると、下落局面での影響も強くなる。現地アナリストの試算では、2006年から2010年に上場した大型国有企業32社のその後の株価下落分だけで約6兆元分の時価総額が失われたという。上海総合指数の時価総額は現在35兆元ぐらいだから、これだけで価値が約17%程度失われてきた計算だ。2007年末に「中国工商银行」のPBRは5.4倍程度あったが、今は0.7倍。同様に、「ペトロチャイナ」のPBRは7.5倍程度だったのが今は0.6倍。上海総合指数はこうした株価下落の影響をまともに受けることになった。

今回の規則改定が上海市場の変化を後押しすることに期待

企業の上場先の政策的な割り当ては、上海市場のその後の回復も遅らせた。中小企業の上場を割り当てられた深セン市場にはITやヘルスケアなど成長性の高い企業が多く、高いバリュエーションが与えられたのと対照的に、上海市場は、近年では逆に一貫して低バリュエーションに甘んじることになる。上海総合指数の構成銘柄を上場年代別で見ると、現在でも2006年と2007年上場の企業のウェイトが大きい。激しいバリュエーション調整に見舞われたにもかかわらず、それに代わる新しい企業の上場が続かなかったため、時価総額面では、今でもこういった企業が主力なのだ。

投資家から見れば面白味に欠ける上海市場だが、中国を代表する銘柄が上場する市場である。中国本土企業のうち利益の8割は今でも上海上場企業が占めており、上場企業の利益の規模も年平均13%で拡大している。それでも上海総合指数が長期でみてぱっとしないのは、過去のバリュエーション調整と新陳代謝の遅れという、制度的な負の遺産に苦しめられた面が大きい。

しかし、ここ数年は、ようやく上海市場にもプラスの要素がみられるようになってきた。企業規模別の市場の割り当てはその後廃止され、上海市場でも比較的小さい企業も上場するようになった。昨年には成長産業を取り込むべく科创板も創設されている。PBRを見ても、過去数年は概ね横ばいになっており、一方的な下降局面ではない。

今回の規則改定は、こうした市場の変化を後押しするものだ。業績悪化銘柄の早期退出、科创板上場銘柄の追加は、規模面の貢献は限定的ながら、いずれも上海総合指数のオールドエコノミー体質の改善にプラスだろう。こう考えると、2,000ポイントと3,000ポイントをいったり来たりという過去のパターンの延長で考える必要もなくなるかもしれない。証券会社は今回の改定を指して、これで上海は3,000ポイントに決別できるか？と言うが、これは上海市場の環境変化も含めた上での期待感の表れだろう。

※上記銘柄について、売買を推奨するものでも、将来の価格の上昇または下落を示唆するものでもありません。また、当社ファンドにおける保有・非保有および将来の銘柄の組入れまたは売却を示唆・保証するものでもありません。

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。
www.nikkoam.com/products/column/china-insight
facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter https://twitter.com/NikkoAM_official