



中国の規制環境の変化と投資機会

Michelle Qi

株式運用部門ヘッド、イーストスプリング・インベストメント・マネジメント（上海）カンパニー・リミテッド

中国政府の政策決定は、経済成長の安定化、リスクの抑制、平等・公平の奨励という基本的な方針に基づいて行われています。この点を理解することは、投資家にとって超過収益獲得の重要な源泉となります。同時に、変化する中国の規制環境を乗り切るためには、これまで以上に現場での豊富な経験、同市場への深い理解、そして株式運用においては優れたアクティブ運用が重要となります。

本年7月に中国のオンライン教育産業に対する当局の規制強化が行われたことで、規制対象が他の業界にも広がり政府の管理・監視下に置かれるのではないかと懸念が市場で生じました。このため投資家は中国投資に伴うリスクプレミアム（投資家がリスクの見返りに要求するリターン）を再評価し中国株は売られています。

中国当局の政策動向を理解することは中国の株式市場に投資する上で常に重要なことです。（2021年1月弊社発行「中国：政策主導型市場の洞察」をご参照下さい。）

これまでも当局の政策は中国A株*市場の動きに大きな影響を与えてきました。

*人民元建ての中国本土株式

変化する規制環境を乗り越えるために

過去の教訓から、中国政府は新規分野や新興分野を奨励し、一方で関連する分野のリスクが高まると規制強化に踏み切る傾向があることがわかります。

例えば、21世紀初頭、中国の銀行セクターは、間接金融、「暗黙の政府保証」、魅力的な金利スプレッドから大きな恩恵を受けていました。その結果、銀行株はアウトパフォームしました。しかしその後、金利自由化、当局による所要自己資本比率の引き上げ、資産の質の重視への指導などにより、銀行のマージンが圧縮され、銀行セクターの株価は低下しました。また、2013年から2015年にかけては、個人間で資金を融通する「P2P（ピア・ツー・ピア）セクター」が多額の資金を集めて急成長を遂げたことも記憶に新しいところです。しかし、リスクの高まりにより規制が強化された結果、P2Pセクターは縮小してしまいました。

2021年7月の中国のオンライン教育産業に対する新たな規制は、予想以上に厳しいものでしたが、その政策の方向性は驚くべきものではありませんでした。

(2021年8月弊社発行「[学習塾への規制強化と中国のESGへの取り組み](#)」をご参照下さい。)

中国政府はここ数年、「教育の平等」を積極的に推進し、私立学校に複数の制限を課していました。そのため、この分野の規制強化の動きはある意味で予想されていたものでした。

またインターネット分野では、同分野が成熟し、データセキュリティの重要性が高まるにつれ、そのビジネスモデルや規制が改めて調整されることが想定されます。中国経済の成長と発展に伴い、これまで急激な成長が当局によってある意味で容認されていた分野でも、規制強化が予想されます。投資家は、中国における潜在的な規制リスクを慎重に見極める必要があります。(図表1参照)

中国の不動産業界では、住宅ローンや不動産売却の制限という形で、度重なる規制強化が行われ、長年にわたって不動産セクターが低迷したことが教訓となっています。2013年以降、中国のオンショア（本土）株式投資信託の不動産セクターへの資金フローが減少していることは、投資家が「当局の政策の流れには逆らいたくない」と考えていることを示唆しています。

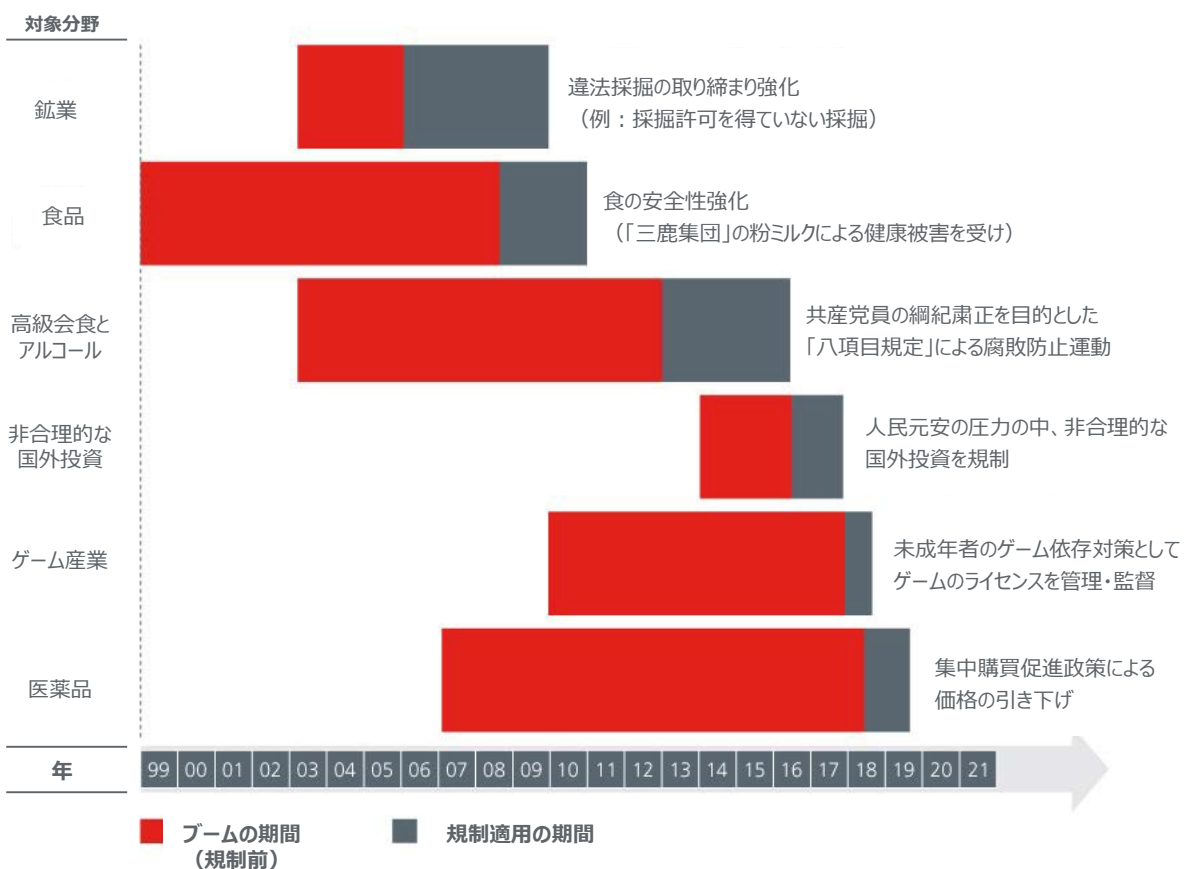
変化する中国の規制環境を乗り切るには、これまで以上に現場での豊富な経験と、同市場への深い理解、そして株式運用においては優れたアクティブ運用が重要となります。また、投資家は、シンクタンクや中国関連の専門家が発する情報やニュース記事と実際に政策当局が発信するメッセージを見極める必要があります。

実際、否定的な投資家心理の影響を受けたセクターであっても、魅力的な機会はまだあると考えています。

例えば、中国の都市化率の上昇を受けて、不動産デベロッパーではなく、不動産管理会社や組立建築会社への投資機会に私たちは注目しています。また、製薬会社や医療機器メーカーは規制強化の影響を受ける可能性がありますが、美容医療市場のセクターには投資機会があると私たちはみています。(2021年2月弊社発行「[中国：美容医療市場の投資機会](#)」をご参照下さい。)

なお、製薬会社や医療機器メーカーに対する規制強化の背景には、中国政府が家計にかかる費用（医療費）負担を軽減し、社会福祉や平等性を向上させたいという、教育分野と同様の意図があります。

図表 1: 中国当局の規制強化サイクル



出所：Morgan Stanley Research による「China Macro & Strategy – China’s Regulatory Reset」(2021年8月)

当局による医薬品や特定の医療機器の集中購買促進政策は、ここ数年で展開されており、この政策動向はすでに市場で広く認識されています。

一方、美容医療市場に対する規制強化は、業界の競争を規制し、消費者の安全性を向上させることに重点を置いています。規制が競争環境に影響を与えることはあっても、中国の消費者ニーズの多様化・高度化を止めることはできない、と私たちは考えています。

なぜ中国A株*なのか？

*人民元建ての中国本土株式

過去20年間、中国の国内総生産（GDP）成長率は緩やかな低下傾向を辿っていますが、中国の改革ペースは上がっており、今後は持続可能性が高く、質の高い、平等な成長モデルが予想されます。

中国経済の成長エンジンは、投資から消費へと移行しています。中国のGDPに占める消費の割合は、米国の82%、日本の75%に対し、56%にとどまっております¹、消費経済のアップサイド（上昇）の可能性は非常に大きいといえます。中国の所得格差を是正することは、中国全体の消費を押し上げることに繋がります。

このような構造的変化を踏まえ、中国政府は、世界金融危機（GFC）以降、全体的なレバレッジ（借金による投資）と潜在的なシステムリスクの抑制を図りつつ、新たな成長分野を積極的に後押ししてきました。

また、政府は環境保護の重要性を認識するようになり、排出ガス規制を強化するとともに、素材部門のさまざまなサブ・セクターにエネルギー消費量の割当を実施しました。このような規制変更は、経済成長の鈍化と相まって、「オールドエコノミー」と呼ばれる不動産や銀行の分野の成長に重くのしかかっています。

中国の経済成長モデルが年々進化する中で、「ニューエコノミー」セクターとされる一般消費財、生活必需品、ヘルスケア、コミュニケーションサービス、情報技術などが優れたパフォーマンスを上げています。（図表2参照）

実際、外国人投資家が最も多く保有している中国A株の上位100銘柄は、消費、ヘルスケア、テクノロジー、先進製造業といった銘柄が中心となっており、強い収益成長と再評価を背景に、2016年から219%上昇しています。一方でA株市場の残りの銘柄は、同期間に24%下落しました。

これらの「ニューエコノミー」セクターへのエクスポージャー（投資残高）を得る方法はいくつかあります。

中国A株市場の銘柄をセクター別にみると、一般消費財、資本財（含む、先端製造業）、ヘルスケアの組入が比較的多くなっています。これらのセクターは、政府の国家目標の方向性と一致しており、大きな政策的支援の恩恵を受けていますが、逆に最近の教育やインターネットセクターの規制のような懸念が影を潜めている可能性があります。一方、中国A株市場では、金融、不動産の組入が相対的に低くなっています。（図表3参照）

また、中国A株市場のオンライン教育・インターネット関連セクターへのエクスポージャーは、H株市場（30%）やADR（米国預託証券）市場（45%）に比べて著しく低い（0.1%未満）という特徴があります。

なぜ「今」、中国A株なのか？

現在、世界の投資家は、投資先ファンドにおける自国外の国別アロケーションにおいて、中国を過去最低水準にまで大幅にアンダーウェイトしています。

中国A株市場のバリュエーション（投資尺度）について見てみると、2022年の予想値（PER：13.7倍、PBR：2.1倍）は、特に米国市場（PER：21.3倍、PBR：4.7倍）と比較して非常に魅力的な水準にあります（2021年8月13日時点）²。

一方、新興国市場**（PER：13.2倍、PBR：2.1倍）に対しては、PERでわずかに高く評価されています。

** MSCI新興国株式インデックス、除く中国

2021年後半に入り、新型コロナウイルス変異株による感染者が増加する中、政府が経済成長の鈍化懸念に対処するため、中国の債券市場、そして市場の流動性は緩和的なものになる、と私たちは想定しています。

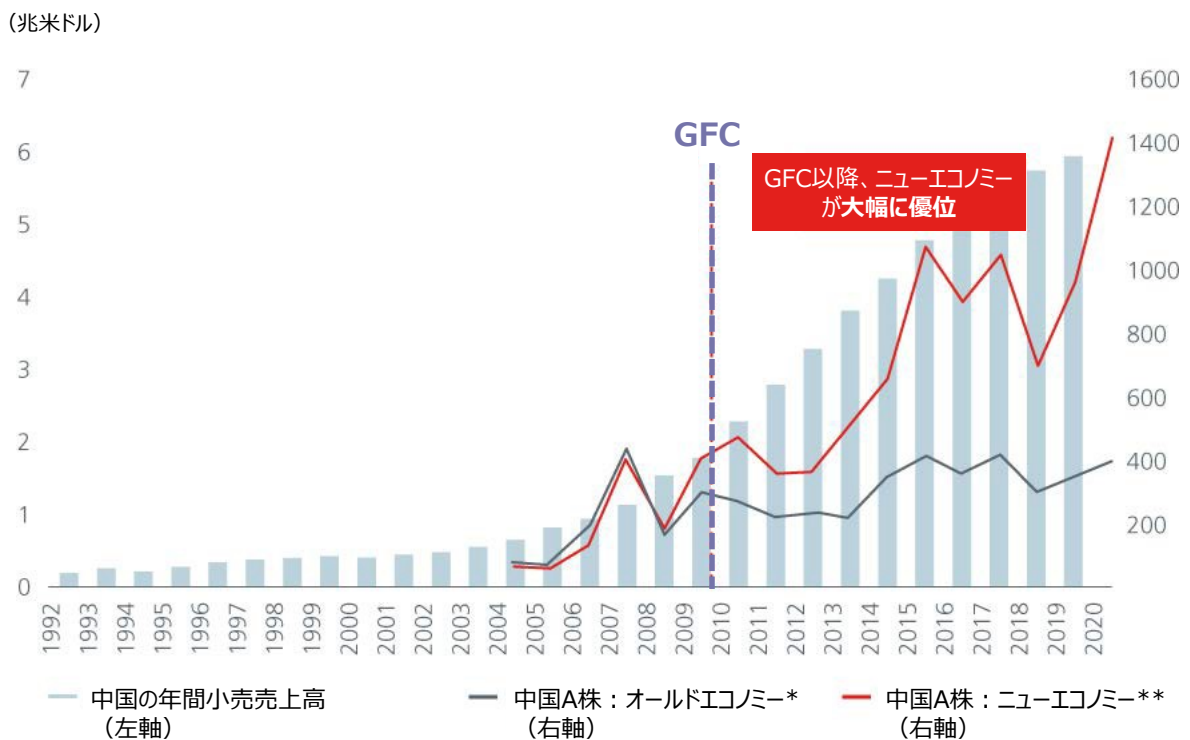
また、政策当局は、債務問題を抱える不動産開発会社の中国恒大集団（Evergrande）や国有の不良資産受け皿会社の中国華融資産管理（Huarong Asset Management）の最近の信用収縮に対処すべく、緩和策を検討する可能性があります。歴史的に見て、国内政策の緩和措置は中国A株市場にとってプラスに働いています。

また、香港や米国の証券取引所に上場している中国株を投資家が敬遠している一方で、中国A株市場には堅調な資金流入が見られます。

1 世界銀行の2019年データ（2021年8月時点）

2 MSCIのデータ（2021年8月13日）に基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成

図表 2: ニューエコミー・セクターの株価は世界金融危機（GFC）以降、大幅にアウトパフォーマンス



出所：CICC Researchのデータ（2021年1月）に基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

※当該グループに属する銘柄の株価をバスケットにして、2004年を100として指数化。

* 「オールドエコミー」株式セクターには、エネルギー、素材、資本財・サービス、金融、公益事業、不動産などが含まれます。

** 「ニューエコミー」株式セクターには、一般消費財、生活必需品、ヘルスケア、コミュニケーションサービス、情報技術などが含まれます。

2021年1～6月にかけて、外国人投資家が中国本土の金融商品に投資する際の一般的なプラットフォームである株式相互取引（ストック・コネクト）を通じた中国A株への資金流入額は330億米ドルに達し、2020年の年間流入額310億米ドルを既に上回りました。現在、中国A株の外国人保有率は4.5%にとどまっており、今後この数値が上昇すれば、中長期的には中国A株は高いパフォーマンスを発揮する可能性があります。

中国政府の政策設定は、経済成長の安定化、リスクの抑制、平等・公平の奨励という方針に基づいて行われています。中国A株市場の「ニューエコミー」セクターは、中国のファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）および政策的な変化を反映して、中国株式市場全体を大幅にアウトパフォーマンスしています。

中国政府の意図を理解することは、投資家にとって超過収益獲得の重要な源泉となり、今後も当社の投資プロセスの中核となります。

図表 3: 中国のA株市場では、一般消費財、資本財、ヘルスケアのセクターの組入が比較的多い。

中国株の種別	A株		B株		H株	レッドチップス	Pチップス (除くH株)	ADR (米国預託証券)
概要	中国本土の企業が国内投資家向けに発行し、中国市場に上場している株式		中国本土の企業が外国人投資家向けに発行し、中国市場に上場している株式		香港市場に上場している中国本土企業の株式	香港市場に上場している香港企業（中国本土に主な事業資産を有している）の株式	中国本土以外（主に香港）で設立された民間企業で、その起源が中国本土にあり、かつ売上あるいは資産の50%以上が中国本土に由来する株式	中国企業が発行する有価証券を裏付けとして米国で発行された預託証券
取引所名 (通貨)	上海 (人民元)	深セン (人民元)	上海 (米ドル)	深セン (香港ドル)	香港 (香港ドル)	香港 (香港ドル)	香港 (香港ドル)	NYSE/ NASDAQ (米ドル)
銘柄数	4,216		93		292	173	731	275
金融	121		1		70	22	25	39
不動産	123		8		10	26	118	9
エネルギー	78		1		12	7	35	4
生活必需品	229		5		10	11	47	11
公益事業	121		5		20	13	22	2
一般消費財	643		24		23	15	188	77
資本財 (含む、先端製造業)	1096		26		71	40	82	23
ヘルスケア	372		4		30	6	46	24
素材	648		11		23	16	71	12
コミュニケーション サービス	6		0		3	4	3	1
情報技術	779		8		20	13	94	73

出所：Wind、CICC Research（2021年3月）

※ MSCI指数はMSCI Inc.が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他の一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc.は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

※ GICSIに関しての知的財産権は、MSCI Inc.および S&P にあります。

<当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、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。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。