

今回のテーマ

好調な上海株は中国経済への強気を反映しているのか？

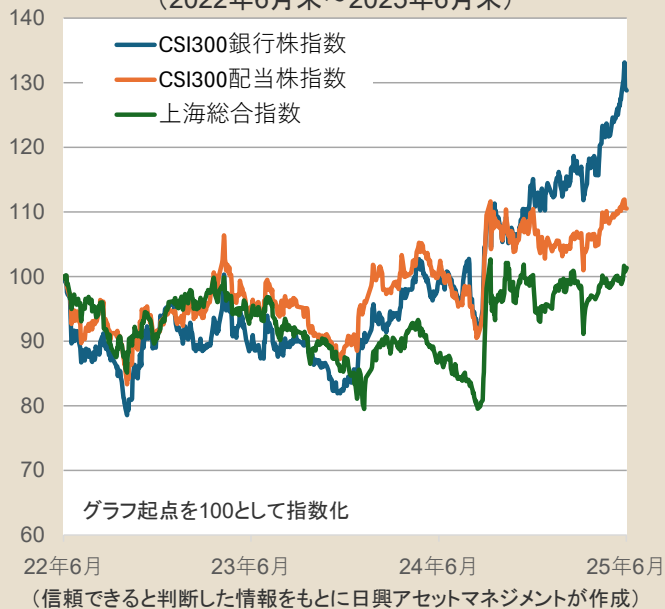
日興アセットマネジメント
中国・アジア マーケットスペシャリスト
山内裕也

ポイント

- ・上海総合指数の好調は、銀行と非鉄が支えており、中国経済への強気の反映とは言い難い。
- ・業績好調のハイテク製造業は、今後株価をけん引する局面が出てくるか注目

年初来の中国株を見たときに、まず目を引くのは、香港株の好調なパフォーマンスだ。ハンセン指数の年初来上昇率は20%と、S&P500指数(5.5%)やTOPIX(東証株価指数、2.4%)を大きく上回る(2025年6月末時点)。上海総合指数は、年初来ではTOPIXと同程度の上昇率(2.8%)にとどまる(2025年6月末時点)ものの、6月下旬には、今年3月に付けた年初来高値を更新した。

中国の株価指数の推移(現地通貨ベース)
(2022年6月末～2025年6月末)



中国経済は足元で好調に見えるものの、先行きは不透明

「株価は経済のバロメーター」であるなら、この高水準は投資家の中国経済に対する強気の見方を示していると言えるはずだが、果たして、本当にそうだろうか。

足元の中国の経済統計データは、市場の予想を上回って好調なものが少なくない。消費は5月に前年同月比6.4%増という2023年以来の高水準をつけ、鉱工業生産(年初来累計)もやや弱含みながらもなお2024年を上回る6.3%増を維持する。輸出も年初来累計で見れば6.0%増だ。ゼロコロナ政策解除後の反発で高い伸びを示した昨年1年間と同程度の伸び率であり、トランプ関税の直撃を受けたとは思えない強さを示す。一方で懸念材料もある。輸出の伸びは駆け込み需要で底上げされていると早くから見られてきたし、鉱工業生産も同様だ。

※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。

消費については、政府補助金の効果が顕著で、通信機器や家電は5月の年初来累計で前年同期比30%前後という高い伸びを示した一方、財源である国の原資は既に半分を使用済みだ。不動産価格は5月に入り、前月比での下げ幅を広げている。李強総理は6月の政府会議で不動産支援を強調したが、この種の決意表明はもう何度目か。そして統計上好調に見える経済は、政府による支援策の必要性が薄れるのではないかと、との懸念ともセットだ。トランプ関税についても、交渉による猶予期間の終了以降どうなるかわからない。と、心配事をあげようとすれば材料に事欠かないのが中国経済でもある。足元は堅調でも、今後を考えると不安も相応だろう。

■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。

では株式市場はこれをどう受け止めているのか。

香港株については、その押し上げの主力となっているのは中国本土からの資金と見られている。海外のファンドを見ると、中国株への顕著な資金流入は見られないようだ。中国投資家が中国本土にない業種を求めて香港株を買うのはそれとして、海外投資家が中国株に強気となったとはまだ言えないだろう。中国本土株はと見ると、業種別に年初来（2025年6月末時点での比較）で最も上昇しているのは非鉄（18%）、次に銀行（13%）となっている。トランプ関税をきっかけに、力強さを見せつけた中国のハイテク製造業は、通信（9%）、コンピューター（9%）、電子（4%）と、これらには劣後する。消費の代表格である食品飲料に至っては-7%だ。一方これらの業種の2025年1-3月期の業績を見ると、通信、メディア、テクノロジーの増益率は前年同期比で20%を超えたのに対して、銀行は減益だった。

ハイテク製造業の株価上昇が鈍いのはその持続性に懸念があるとして、好調な非鉄や銀行の背景にあるものは何か。かつて中国の非鉄といえば、インフラに牽引されたベースメタルが主力だったが、今日のけん引役は金や希少金属だ。金価格の上昇はグローバルに金鉱山へ投資している非鉄銘柄の追い風となる。米中対立でも注目されたレアアースやレアメタルを巡るサプライチェーンの分断は、ここに強みを持つ中国企業への注目を高める。

銀行については、高配当株の代表格であり、成長株より高配当株が選好される昨年来の潮流が継続している点がまず背景にある。更に昨年9月以来の景気刺激策には年金や保険といった機関投資家の株式投資拡大が含まれ、これらの資金は大手金融株への選好が強い点もある。この影響は指数の動きを見ても顕著と言える（P1グラフご参照）。なお、上海総合指数はハイテク企業の多い深セン創業板を年初来で上回っている（2025年6月末時点）が、これは、非鉄や銀行という、オールドエコノミー関連銘柄が相対的に多く含まれている影響が大きい。

業績好調のハイテク製造業は、今後株価をけん引する局面が出てくるか注目

このように見ると、好調な上海総合指数が、直ちに中国経済への強気を意味するわけでもなさそうだ。香港市場を見ても、海外投資家が中国株に非常に強気というわけでもないだろう。これは日本の投資家の感覚ともおおむね近いのではないだろうか。もっとも、逆に言えば、中国経済の良い側面はまだあまり顧みられていないとも言える。トランプ関税を巡る交渉が更に進展すれば、ハイテク製造業の業績の見通しは改善するはずだ。関税を巡る緊張が緩和した6月は、深セン創業板も8%の大幅上昇となった。今後市場の上昇の主役が交代するのか、あるいはオールドエコノミーが存在感を放ち続けるか。変わり目があるなら、日本の投資家も少し注意を払ってもよいかもしれない。

※当資料に示す各指数の著作権等の知的財産権その他一切の権利は、各指数の算出元または公表元に帰属します。

■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。