中国株の急上昇 2015年と何が違う？

アセットマネジメント(am)をムーヴ(move)する
amova アモーヴァ・アセットマネジメント
CHINA INSIGHT 109号 2025年9月24日 ご参考資料

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

- 「片肺飛行」の中国経済だが、バリュエーションの拡大が急激な株価上昇を支える
- 2015年との違いはいくつか存在するが、それは海外投資家の注目を集めるのか

足元の上海総合指数は、年初来騰落率で見て米国のS＆P500指数を上回ってきている。9月に入ってからも、上海総合指数の勢いにやや陰りが見られるものの、香港ハンセン指数と深セン創業板は好調を続けており、特に後者は昨年末からの上昇率が44%に達する(2025年9月16日時点)。9月初旬には大きく調整する場面も見られたが、その後直ちに下落分を取り戻しており、上昇一服という感じではない。

中国の投資家も驚きを隠せない、株価上昇ペースの速さ

中国の主要株価指数の推移(現地通貨ベース)

2005年12月末～2025年9月16日

信頼できると判断した情報をもとにアモーヴァ・アセットマネジメントが作成
※上記は過去のものであり、将来の市場環境などを保証するものではありません。

世界的な株高の中で、中国本土株式市場が同様に上昇すること自体、おかしなことではない。

日米の主要株価指数が高値を更新している一方で、中国はそこまで至ってはいない。しかし、中国経済について良くないニュースが伝えられる中での株価急騰は、海外の投資家にとっては、何となく腑に落ちない点があるようだ。中国の投資家は、海外の投資家に比べれば、強気ではあるものの、足元の株価上昇ペースについて、速いと感じている点は同じだ。

8月の深セン創業板指数は、単月で24%上昇した。これは、月次ベースで過去3番目の上昇率だ。ここからもう一度同様の株価上昇が起きた場合、最高値圏にぐっと近づくことになる。深セン創業板指数が最高値を付けたのは2015年であり、海外投資家に中国本土株式市場のボラティリティの大きさを印象付けた年でもある。

中国市場の専門家にも、さすがに今後の見通しにやや慎重な姿勢が滲むようになってきた。

アモーヴァ・アセットマネジメント株式会社
2025年9月1日付で、日興アセットマネジメント株式会社から社名変更しました。
当資料は、アモーヴァ・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。

もっとも、それは短期でのスピード感の話であって、中国本土株式市場に対する信頼が戻りつつあることは間違いないようだ。一方で、上海総合指数は約10年ぶりの高値水準だが、現在の中国経済が特に高い成長率を実現しているとは言えない。2024年までの過去9年間の名目GDP成長率は年率平均7.5%、直近となる2024年の同成長率の水準はその半分強くらいでしかない。企業業績を見ても、2025年上期の利益成長は2%強に過ぎなかった。しかし、昨年来、中国を巡る外部環境に好転の兆しがあること、中国企業のグローバルな競争力は着実に向上していること、中国政府の経済と市場に対するサポートが継続していることなどが、ファンダメンタルズを置いて、バリュエーションの回復に寄与している。PER（株価収益率）を昨年末と2025年9月16日で比較すると、上海総合指数は16.2倍から18.9倍、創業板は32.2倍から45.6倍に、それぞれ16%、41%拡大している。海外資金の流入が限定的と見られることを踏まえると、ひとえに中国国内資金がこれを支えていると言える。

2015年の株価急騰時と比較するとどうなのか

株価上昇ペースに実体経済の成長がさほど伴なっていない、となると、2015年の急騰局面を想起する方も多いかもしれない。2015年に急騰した後の急落は、「チャイナショック」と呼ばれ、しばしば中国本土株式市場のリスクの象徴として語られる。中国本土株式市場の上昇／下落局面は、これ以外にいくつもあるが、2015年のケースは、その中でも特殊なものだったと言える。

当時を振り返ると、①緩和的な金融政策を背景に、②グローバルな市況や中国の経済成長と株価動向の関わりが薄い中で、③市中の資金が大きく流入して株価を押し上げ、④当局の政策転換で急落に転じた、とまとめられるだろう。特徴的なのは②だ。数ある中国本土株式市場の上昇／下落局面を見ても、①は概ね共通、③④もしばしば見られるなかで、②は珍しい。

この比較から今回の中国本土株式市場の株価上昇を見るとどうか。①は今回も同じだ。②については、中国経済は鈍化傾向だが、グローバルな市況は活況だ。また中国経済でも、一部産業のグローバルな競争力の向上は目覚ましい。年初来の株価をけん引している通信、非鉄、電子などは、米中対立がもたらすプレッシャーの中でも反撃できる程度の競争力を備えてきたことが明らかだ。業績に目を向けると、鉱工業企業全体では減益だが、減益の大部分は川上エネルギー産業で、ハイテク産業は増益だ。現在の中国経済はこれら一部の強い産業とその他内需産業との組み合わせの「片肺飛行」であり、これに対する評価の違いは内外投資家の間で大きい。③はどうか。直近では、2015年のような公募投信を通じた大量の資金流入はまだ見られないが、私募投信や信託商品は堅調で、富裕層からの資金流入が市場を支えていると言われる。不動産価格が低迷し、消費の減退が著しい中で、一般の個人投資家が積極化するには時間を要するだろう。④は、昨年9月以来、株式市場を下支えすることが当局の重要な政策目標になっている点に留意したい。政府資金を投入してようやく持ち直してきた株価を、できるだけ維持したいというインセンティブがあるはずだ。

このように見ると、2015年との違いはいくつか存在するが、②をどう考えるかが、今後を見通す上でも大きいポイントになる。2015年当時、日本では急落の事実や中国政府による介入などが盛んに取り上げられたが、そこに至る上昇局面はほとんど関心を集めなかった。そのため今回の上昇局面でも、「前回と同じでいずれ急落するだろう」となりやすいかもしれない。果たして、どうなるだろうか。

※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、アモーヴァ・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。