

今回のテーマ

米中が対立する中での 中国株式市場

- ・米中対立でも「やられにくい」業種が株価を支えている。
- ・「反内巻*」政策の影響は複雑で、過去の動きから単純に判断できない。

* 過剰生産や過度な価格競争を政府介入で是正する動き

日米の株式市場は好調が続いているが、中国の株式市場も同様に好調だ。上海総合指数は年初来の騰落率で見ると、S&P500や日経平均株価を上回る（8月15日時点）。トランプ関税の懸念がもたらす不透明感にもかかわらずという感はあるが、これは中国に限ったものではないだろう。中国市場でむしろ注目すべきは、深セン創業板の復調だ。特に7月以降は18%もの上昇を見せており、年初来の騰落率でも上海総合指数を超えてきた（8月15日時点）。

中国の株価指数の推移（現地通貨ベース）
（2024年1月初～2025年8月15日）



（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）

今の米中対立でも、「やられにくい」業種が 株価を支えている

前回本欄では、銀行の株価パフォーマンスが突出して好調な点を指摘した。しかし、直近で見ると銀行の株価は軟調に転じ、代わって通信、ヘルスケア、非鉄が上位に来る状況となっている。まず、通信が買われているのは、米国による半導体規制が従来ほど厳しい姿勢ではなくなってきたことが好感されているからだ。中国の通信と米国の半導体機器サプライチェーンの関係は根強く、このセクターは米中関係の風向きに敏感だ。次にヘルスケアは、最近大手の製薬企業が自社開発製品の海外展開について欧米企業とライセンス契約を結んだことが材料となっている。かつて中国のヘルスケア企業といえば、中国国内の医薬品需要をドライバーとするものが目立ったが、今回は逆だ。中国の技術で海外市場に進出する時代が、現実のものとなってきたのかもしれない。

※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。

そして非鉄については、レアアースを始めとする強みを前回は指摘したところだが、いずれも共通するのは、中国企業の優位性が認識されている業種ということだ。端的に、今回の米中対立の中でさえも、簡単には「やられない」業種、ということだろう。

一方で、中国のマクロ経済は、好調だった上期から徐々に勢いを失いつつある姿が明らかになってきた。7月の統計データでは、消費、投資、不動産と、いずれも6月に続き減速が顕著だ。一番懸念されていた輸出は、実はなお好調を保っており、中国の製造業の底力を改めて見せているが、内需は減退が隠せない。

■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。

ここに注目すると、今後の中国経済や市場に悲観的な見方も出やすくなる。なお、下期の経済について議論する7月の政治局会議では、追加的な施策はなく無風に終わった。このような中、引き続き、中国政府が新たな政策を投入するののかどうかにかに市場の注目は集まり易くなるだろう。

「反内巻」政策の影響は過去の政策から単純に判断できない

政策の中で圧倒的に注目度が高いのは、中国語で言う「反内巻」だろう。一言で言い表すのは難しいが、主に過剰生産や過度な価格競争を政府介入で是正する動きのことだ。今年7月に入ってから個別業種での政策が出始めており、石炭や太陽光発電といった領域では、株式市場で政策の実施を先取りする動きが見られている。この政策については解説記事も増えてきたが、株式市場の観点からは、2015年頃から3年ほど行なわれた「供給側改革」が過去の類似政策として想起されやすい点は留意しておきたい。現在と当時が似ているのは、需要不足と供給過剰でPPI（生産者物価指数）が長期にわたってマイナスとなり、企業の収益性低下が大きな問題だった点だ。当時の政策は、石炭や鉄鋼といった重厚長大産業で生産力の削減を行なうと同時に、特別融資枠の設定で地方の不動産投資を活発化させ、需要を創出するものだった。結果、鉱工業企業の稼働率は大きく改善し、現政権の成功体験の一部を成していると考えられる。しかし、今回の政策と比較すると、状況は全く同じではない。特に、対象企業が川上産業のみならず川中製造業にも及んでいること、そして、需要創出策が弱いことは要注意だ。

例えば、川中製造業の典型は自動車だが、自動車の低価格攻勢は海外輸出の大きな武器であり、「反内巻」をすれば自らその手を縛ることになる。それでも「反内巻」の声があがるのはこの産業内の「負け組」が音を上げているからだ。中国政府としてどちらを重視するのか、問題はかつてほどシンプルではないだろう。需要創出策については、消費財向け補助金等はあるものの、かつての不動産支援策ほどの規模はない。新たな需要が少ないにもかかわらず、生産力の調整を行なうなら、経済にはむしろマイナスに働きかねない。このように考えると、過去の政策をそのまま当てはめるのは難しく、反内巻だから株価支援材料、というほど単純ではなさそうだ。

その一方で、興味深い政策もある。7月に打ち出された1-3歳の子供に対する児童手当、就学前年の幼稚園費用を政府が負担する政策は、金額ベースでは年間1,000億元を超える見込みだ。今年の消費財補助金3,000億元、企業の設備更新支援2,000億元に比べると少ないが、家計支援に消極的だった中国政府が今後毎年出す額としては小さくない。この支出は年度初には数字が示されていなかったため、一定の機動的な財政出動も期待させる。10月には次期5カ年計画の草案も出る。これは長期的な方針だが、中国の政策ミックスのウェイトがどう変わるのかは注目を集めるだろう。

※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。