

今回のテーマ

「官製相場」で片づけられるほど 中国市場は単純ではない

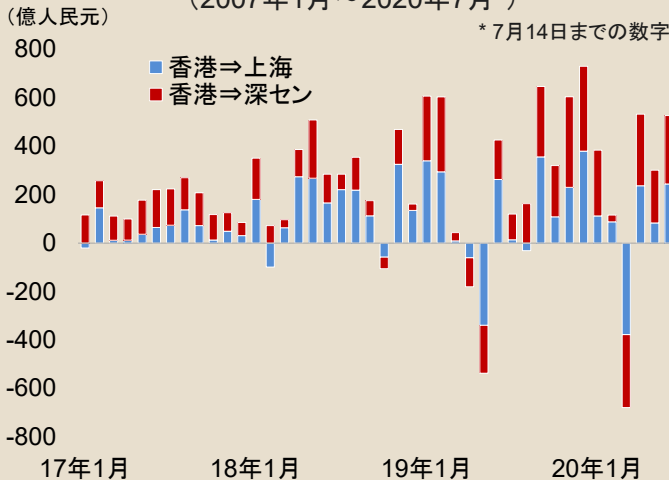
日興アセットマネジメント ホンコン リミテッド
副社長 山内裕也

ポ
イ
ン
ト

- ✓ 中国市場は巨大であり、口先介入だけで動くほど投資家も単純ではない
- ✓ 足元の株価上昇は、株式市場への継続した資金流入に支えられている

急速に上昇している中国本土株式市場を評して、最近、中国の国営メディアが「政府は健全強気市場を望んでいる」との論説を一面で載せたことは、海外では中国の「官製相場」の最新の例の一つとして扱われた。2014年から2015年にかけての上昇相場でも同じようなことがみられたが、海外メディアから見れば、今回も官主導で上昇相場を作り出そうとしていると映るのだろう。

中国本土株式市場における海外投資家の資金フロー
(2007年1月～2020年7月*)



※ ストックコネクトを利用した、香港から中国本土へ(ノースバウンド)の月次資金フロー

(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)

市場が見ているのは、 政府の一言の後ろにある「実弾」

中国政府が経済に強い影響力を持っていることは、言うまでもない。国有企業が経済活動に与える影響の大きさのみならず、様々な規制の制定にあたり国の発言力が強いからだ。経済が国の政策で左右される以上、市場が政府の動きに注目するのも当然だ。しかし、「官製相場」を、経済的実態が伴わなくとも政府の一言で上下させることができる市場、かと言うと、その認識は正しくないかもしれない。

政府の出すシグナルに市場が反応するのは、その後ろに、株価を動かす「実弾（政府の実際の行動）」を見ているからだ。 財政金融当局に色々な手段があるのは当然だが、市場管理当局にだってツールはある。

上場企業の資金調達可否を左右できる当局の規制はその典型であり、少し大きな仕組みで言えば、上海証券取引所の新市場「科创板」も、似たところがあるかもしれない。政府主導でハイテク企業を育てるという発想は如何にも「官製」だ。しかし、それでも投資家がこの市場に注目するのは、ここが政策支援を期待しやすいハイテク銘柄が集中的に上場するファストトラック*の場であり、少なくとも掛け声だけの市場ではないからだ。

* 目的を迅速に達成するために、審査を優先的に実施したり、簡略化したりする制度

※ 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。

逆に「実弾」が見えない場合、政府が何を言おうと株価は上昇しない。典型は2012年に市場当局が盛んに提唱した「中国株割安説」だ。当時は、当局のトップ自らが、PER（株価収益率）が一桁になるうとしていた大型株を非常に割安だと言いつけていた。後から見ればこのとき確かに底値に近かったのだが、市場は全くと言っていいほど反応しなかった。これは政府の説明に、株価引き上げに作用する「実弾」が伴っていなかったからに他ならない。株価を実際に上昇させたのは、その後の金利低下だった。

2015年の上昇相場時は、市場では借入資金による株式市場への資金流入の拡大が大きなりスクとして認識され、最後は当局による規制強化で株価が急落して終わった。このため、市場では、今回も同じことが繰り返されるのではとの懸念が生じ始めていた。しかし今回の記事を通じて「そのような『不健全』な部分は、足元ではまだ見られていない。ここから先も『健全』なら、当局も介入しない」、といったシグナルを、市場は受け止めたのではないか。

なお、レバレッジ資金の規模については、信用取引残高から読み取ることができる。2015年当時は、株式投資用の資金提供業者が市場に溢れていたこともあり、証券会社に認められた信用取引の規模を遥かに上回る資金が提供されていたようだ。しかしその後、当局はこのような規制外の資金提供業者を厳しく監視しており、今回の上昇局面の前にも数百社の摘発を公表したところだ。足元の信用取引残高は急速に上昇しているが、前回のピーク時の水準にはまだかなり遠い。当局の姿勢からは、現在のレバレッジの水準が許容されるものとして、額面どおり受け取って良さそうだ。

新規資金流入が継続していることが、 今回の相場上昇のけん引役に

今回の上昇で市場のけん引役として認識されているのは、継続する新規資金流入である。個人投資家中心の公募投信やストックコネクトを通じた海外資金はかなり一貫した流入基調にある。これと入れ替わりに機関投資家の資金が多いとされるETF（上場投資信託）は、6月までは売り基調だった。しかし、こちら7月に入り買いに転じている。

個人の資金流入の理由として、堅調な株価の推移以外に、理財商品に代表される金利商品や不動産投資のリターンの低下を挙げる声もある。最近、債券価格の急落で理財商品が初めてマイナスリターンを記録したことは広く報じられた。長らく大量の資金の受け皿になってきた理財商品の投資先が不調となり、一部資金が上昇基調の続く株式市場について流れてきたという見立てだ。

中国本土株式市場は、流通株ベースで約780兆円*の時価総額を擁している。その半分は運用会社、保険会社、海外投資家といった機関投資家が保有しており、残りは個人投資家だ。この巨大な規模は、もはや、政府の一言で左右できる単純な市場ではない。冒頭の記事に関しても「中国ってやっぱり官製相場なのね」と思って片付けるのではなく、中国市場を理解する姿勢でいたいものだ。そして、海外投資家としては、中国政府の出すシグナルが市場で何を意味するのか、しっかり捉えた上で、投資に臨みたい。

* 2020年6月時点、1人民元＝15円で算出

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