２０２２年の中国株に投資チャンスはあるか？

Apr 28, 2022

土信田 雅之
楽天証券経済研究所　シニアマーケットアナリスト
IFTA(国際テクニカルアナリスト連盟)
認定テクニカルアナリスト(CFTe®)

Rakuten 楽天証券

■ 評価が分かれる中国の見方

＜ネガティブ＞

・強力な政府
　→チェック機能不在
・債務問題(地方政府・民間)
　→バブル退治失敗への懸念
・社会保障コスト増
　→加速度的な少子高齢化
　→年金・医療体制
・人民の利益≠政権当局の利益
　→政策の優先順位が政権維持

＜ポジティブ＞

・強力な政府
　→効率的・計画的な政策運営
　→国策に沿った投資は吉？
・何だかんだで成長持続
　→いずれ米国を追い抜く公算
　→ハイテク分野等の成長期待
・国内の巨大なマーケット
・ネガティブ派の指摘を回避してきた
　→債務問題による混乱など

⇒ 結局は「中国の政治リスクをどう捉えるか？」の違い…成功or失敗

■ 中国全人代(全国人民代表大会)について(3/5～3/11) ①

＜開幕にあたり、李克強首相が行った「政府活動報告」の主なポイント＞

■2022年のGDP成長目標は実質で＋5.5%前後

・昨年(21年)は＋6%目標に対し、実際は＋8.1%

→コロナ禍で沈んだ20年(＋2.2%)の反動が大きい

■中国経済は「三重の圧力」にさらされている

(1)需要の縮小、(2)サプライチェーンの混乱、(3)先行きへの不安と期待の後退

■経済政策は安定重視

・減税や補助金、規制緩和、金融政策のさらなる緩和も

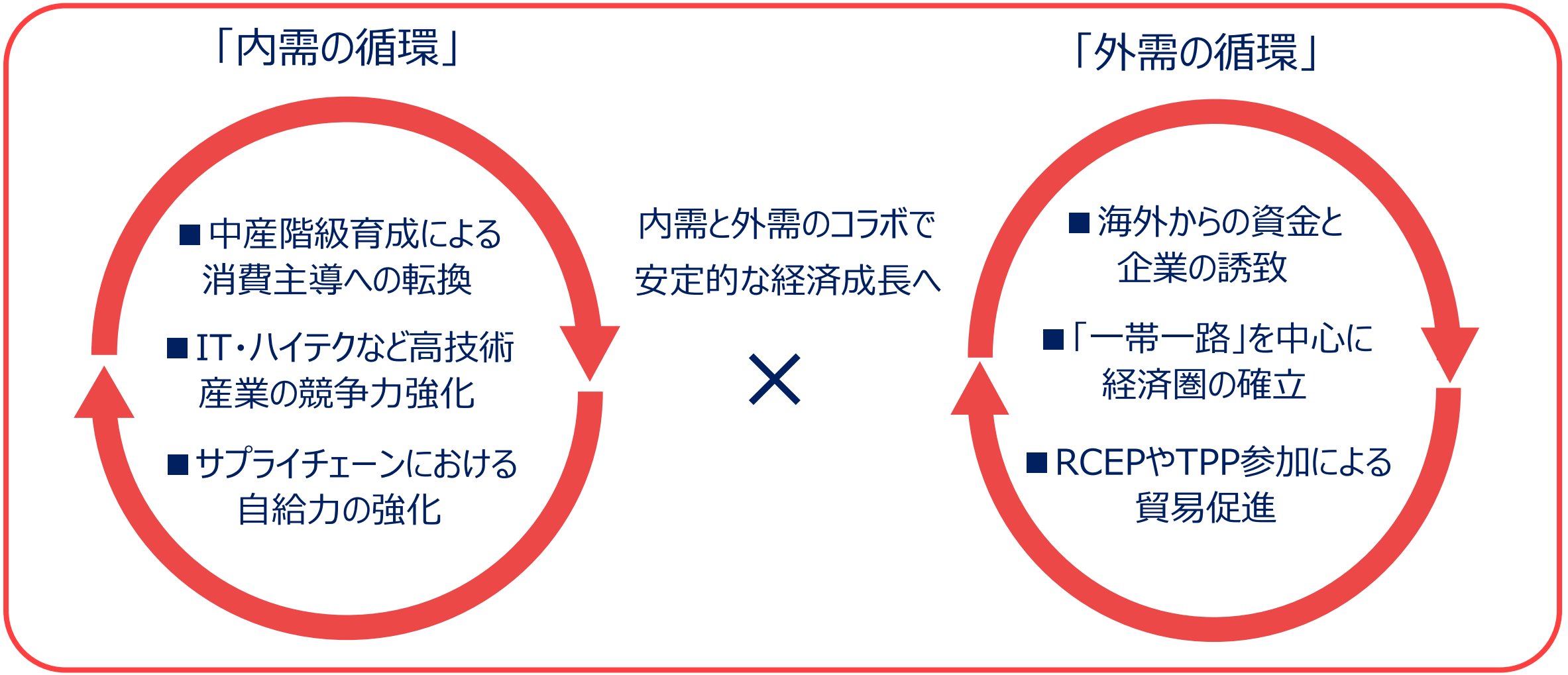
■台湾について、「独立活動や外部勢力からの干渉」に断固として反対

■ 中国全人代(全国人民代表大会)について(3/5～3/11) ②

＜では、2022年に何をやる？＞

政府・社会・経済機能のデジタル化	デジタルインフラ整備、スマートシティ、デジタル農村
実体経済の基盤強化	産業の最適化と高度化、サプライチェーン強化、製造業向け融資の促進
科学技術のイノベーション	研究開発投資の拡大・支援、産学連携強化、税制優遇、知的財産の保護
外資の積極的活用	外資企業の内国民待遇を徹底、開発区の参入障壁撤廃
質の高い「一帯一路」建設	
二国間・多国間経済貿易協力	
環境、エネルギー対策	カーボンニュートラル、新エネルギー(太陽光・大型風力)、スマートグリッド、省エネ、既存エネルギーの効率化

■ 中国が目指す経済成長モデル ～「双循環政策」～

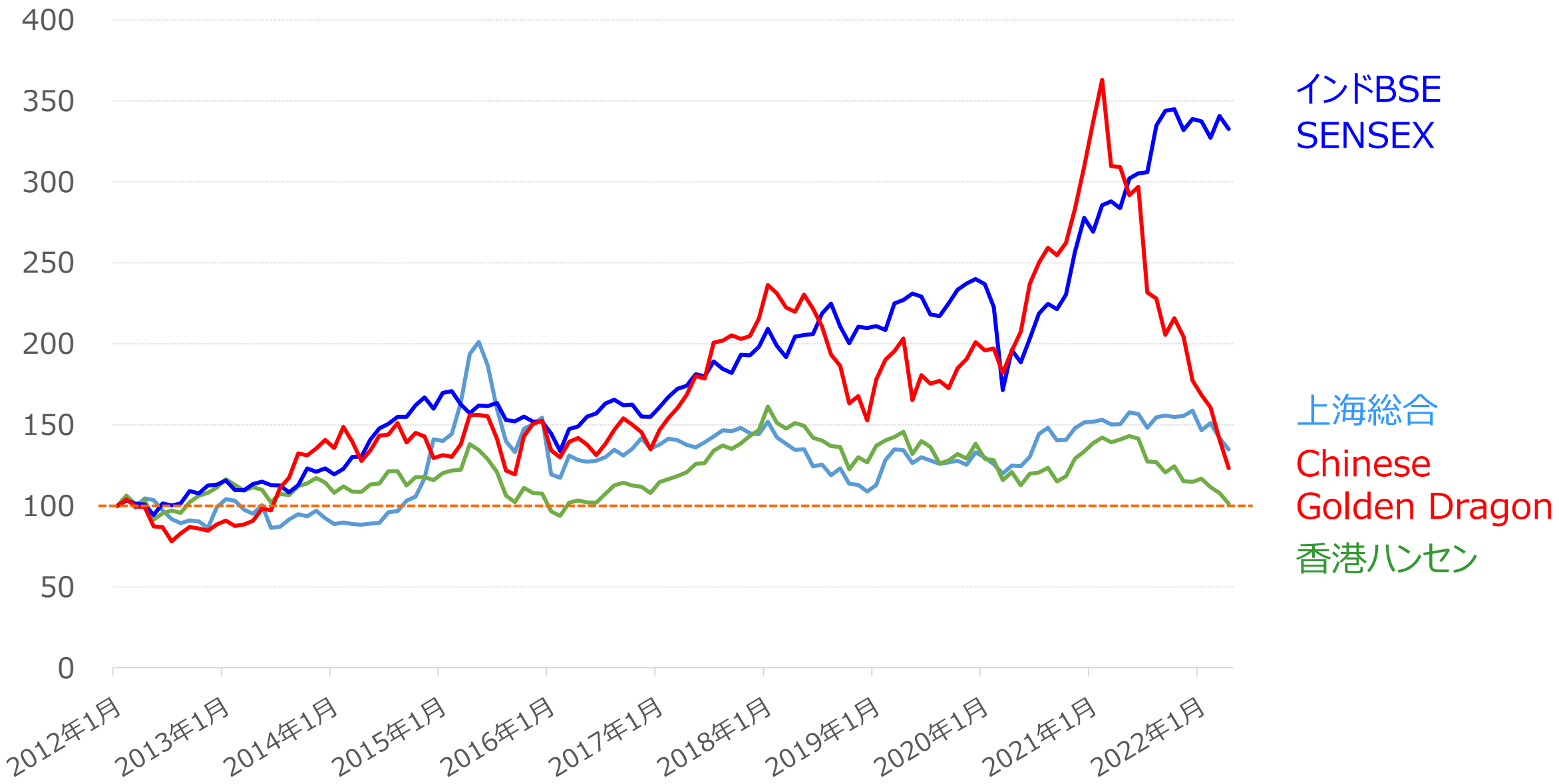


ゼロコロナ政策、共同富裕、不動産債務問題、インフレ警戒
米中関係、ウイグル・香港問題、台湾情勢 etc

■孫正義氏の発言から見る中国への投資について

21年2月8日 決算会見	「アリババ決算は純利益が50%伸びるなど、非常に順調」 「アリペイのビジネスモデルがPayPayに」 「中国の規制、常識の範囲内」
21年8月10日 決算会見	「中国のハイテク株はいま受難のとき」 「長い目で見れば持ち直してくる」 「物事が落ち着くまでしばらく様子見」
21年11月8日 決算会見	「真冬の嵐のど真ん中です。大嵐です」 「チャイナリスクは十分にマネージできる」
22年2月8日 決算会見	「嵐はまだ終わっていない。むしろ強まっているかも」

■ 中国とインドの株価指数比較(月足)（2012年1月を100)



(出所)Bloombergデータを元に作成

■ 中国の規制強化による株式市場への影響

＜2021年の規制強化局面での株式市場の動き＞

不動産

大手ITプラットフォーマー

教育

ゲーム

→

半導体

電気自動車

環境関連

規制が強化されたセクターが売られる

政策の後押しがあるセクターが買われる

■ 中国不動産関連株の動き

<中国恒大集団(香港:03333)株の日足チャート>

(出所)Bloombergデータを元に作成

■ 中国大手プラットフォーマー株の動き

<アリババ集団(香港:09988)株の日足チャート>

(出所)Bloombergデータを元に作成

■ 中国大手プラットフォーマー株の動き

<テンセント(香港:00700)株の日足チャート>

(出所)Bloombergデータを元に作成

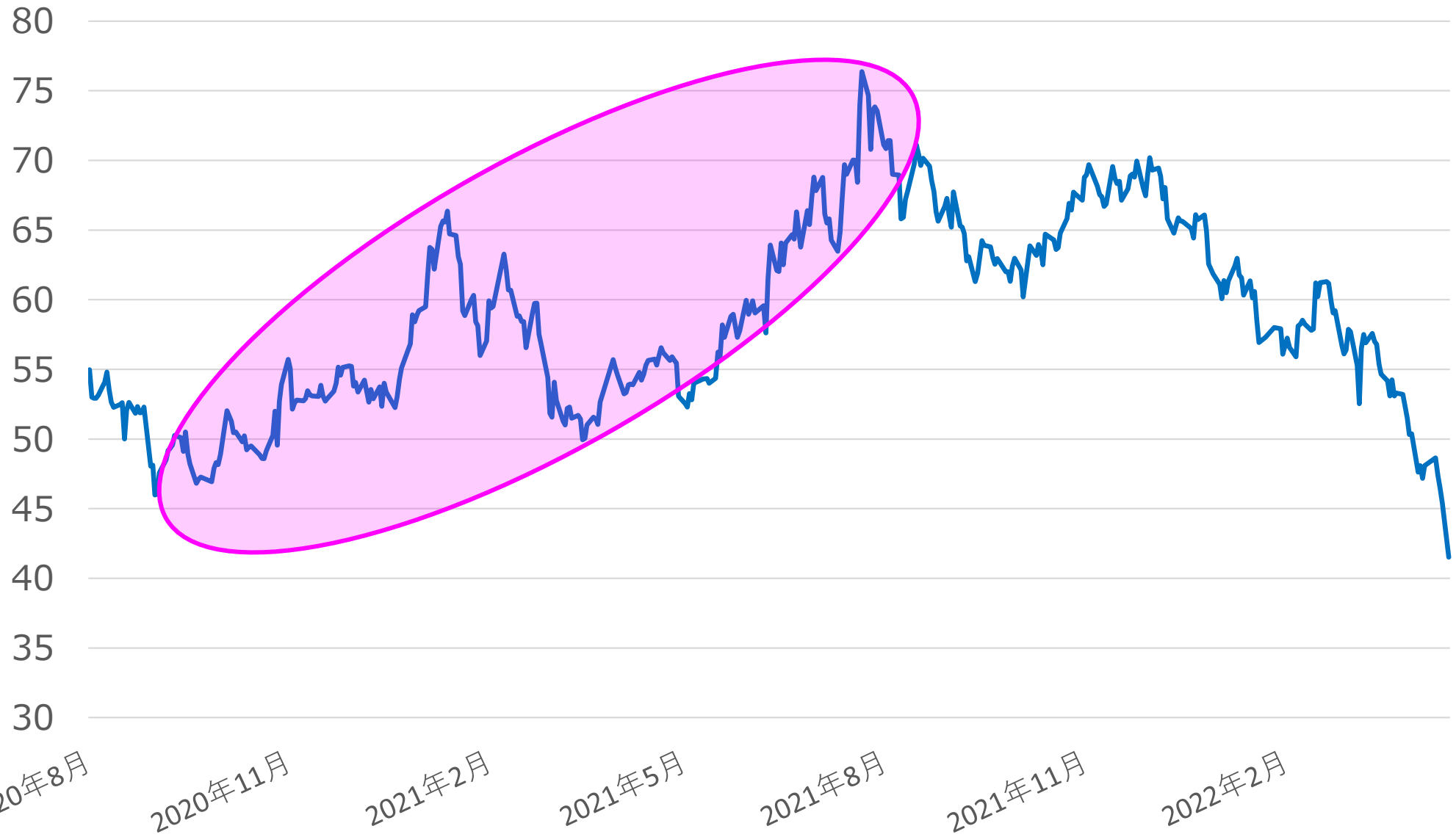
■ 中国教育関連株の動き

＜チャイナ・オンライン・エデュケーション・グループ(米:COE)株の日足チャート＞

(出所)楽天証券WEBサイト

■ 中国半導体関連の動き

<Global X 中国半導体ETF (香港:3191)の日足チャート>



(出所)Bloombergデータを元に作成

■ 中国電気自動車(EV)関連 の動き

＜Global X中国EV・バッテリーETF (香港:09845)の日足チャート＞

(出所)moomoo

■BYD(HK：01211)の週足チャート

(出所)楽天証券WEBサイト

■上海蔚来汽車(ニオ) (NIO)の日足チャート

(出所)楽天証券WEBサイト

■ 2021年のEV販売台数上位企業

順位	社名	販売台数	
1	テスラ(米)	93.6万台	
2	上海汽車集団(中)	59.6万台	上:600104
3	フォルクスワーゲン(独)	45.2万台	
4	BYD(中)	32.0万台	香港:01211 深:002594
5	日産・三菱・ルノー連合 (日＆仏)	24.8万台	
6	現代自動車(韓)	22.3万台	
7	ステランティス(欧)	18.2万台	
8	長城汽車(中)	13.5万台	香港:02333 上:601633
9	広州汽車集団	12.0万台	香港:02238 上:601238
10	浙江吉利控股集団	11.0万台	※ 香港:00175

順位	社名	販売台数	
10	BMW(独)	11.0万台	
12	メルセデスベンツ(独)	9.9万台	
13	奇瑞汽車(中)	9.8万台	
13	小鵬汽車(中)	9.8万台	米:XPEV
15	中国長安汽車集団(中)	9.6万台	香港:00625 深:200625
16	上海蔚来汽車(中)	9.1万台	米:NIO
17	東風汽車(中)	7.1万台	香港:00489 上:600006
18	合衆新能源汽車(中)	6.9万台	
19	フォード(米)	5.5万台	
20	威馬汽車(中)	4.4万台	

(出所)各社公表・報道等を元に作成

■「規制強化」の意図は？

巨大プラットフォーマー企業への警戒

・高まる存在感
「独占化」と「領域展開」
圧倒的なシェアによる支配力
種々多様なデータを保持
「デジタル人民元」普及の邪魔となる可能性

民衆の支持獲得

・格差拡大
貧富の格差…富の一部集中、若者の「寝そべり族」
教育費の負担増…教育機会の不平等、少子化の加速

対米関係の距離感

・デカップリング
米国株市場に上場する中国企業の増加
米国からの政治圧力など、外交・安全保障面の懸念軽減
他国に干渉されない自立

■締め付けの動きは「計画的」？

「中央経済工作会議」（20年12月開催）

・2021年の重点課題（8項目）
　→そのうちのひとつが、「独占禁止と資本の無秩序な拡大の防止を強化」

「全人代（全国人民代表大会）」（21年3月開催）

・「第14次5カ年計画」が採択
　「共同富裕（全人民が共に豊かになること）」を推進する目標が盛り込まれる

⇒ つまり、中国当局による最近の行動は、あくまで基本方針に沿ったもの

・無秩序な民間企業の締め付けではない
・規制によって経済成長を抑制するという意図はない

■「共同富裕」について　～中間層は拡大するか？～

「先富論」からの前進？ or 後退？…所得の再分配

※1980年代に鄧小平が唱えた改革開放の基本原則。トリクルダウン理論（富める者が富めば、貧しい者にも自然に富がこぼれ落ち、経済全体が良くなる）考え方に近い。

「党中央財経委員会」（ 8月17日開催）

調和
- 「一次分配」…市場メカニズムによる分配
- 「二次分配」…税制、社会保障など政策・制度による分配 ←
- 「三次分配」…個人や団体が寄付や慈善事業など ← ◎

・元々、中国のは所得税収入の割合が少ない
　→ 国民の大多数の所得水準が低いことだが、高所得者層の抜け道多い
　→ 2019年からは景気対策で大幅な減税を実施
・法人税（企業所得税）の基本税率は25%
　→ハイテク企業など、重点産業には優遇措置

・騰訊（テンセント）…500億元（約8500億円）を農村振興や低所得者向けの医療・教育支援事業などに投資
　※委員会終了からわずか26時間という速さで発表
・美団（メイトゥアン）…王興氏（創業者）が、教育や科学の振興を支援する慈善基金に23億ドルを寄付

半ば強制的な富の再配分によって、国の富全体がダメージとなる経験

■「共同富裕」と「双循環政策」のジレンマ　①

締め付け

＜これまで稼いできた産業＞

不動産

IT・ネットサービス

優先的に注力

＜これから稼ぎたい産業＞

半導体・ハイテク製品

バイオテクノロジー

環境技術

巨大化した企業
（BAT、TMD）

投資、M&A
関連企業設立

研究開発・技術向上の積み重ね

収益化に時間

・締め付けにより大手プラットフォーマーが稼げなくなっている

・収益化に時間のかかる分野に過剰投資

⇒ 持続的な経済成長の阻害、「出る杭は打たれる」インセンティブ低下

■「共同富裕」と「双循環政策」のジレンマ　②

＜2022年4月21日　日本経済新聞＞

『中国格安スマホ分解、米部品4割に急増　元ファーウェイ』

＜オナー(ファーウェイから分離したスマホブランド)のスマホの主要部品と供給メーカー＞

	2020年発売モデル	2021年発売モデル
メイン半導体	ハイシリコン（中国）	クアルコム（米国）
５G通信用半導体	ハイシリコン（中国）	クアルコム（米国）
アナログ半導体	ハイシリコン（中国） 村田製作所（日本）	クアルコム（米国） コルボ（米国）
電源用半導体	ハイシリコン（中国）	クアルコム（米国）
メモリー	サムスン電子（韓国）	マイクロン（米国）
記憶装置	マイクロン（米国）	マイクロン（米国）
カメラセンサー	ソニー（日本）	ソニー（日本）

＜部品の割合＞
米国：9.6%→38.5%
中国：37.5%→10.2%

⇒半導体の内製化＆高機能化と供給体制に遅れの可能性

■締め付け緩和の動きが出てきた？ ①　～　経済安定化 ～

2022年3月16日
劉鶴(副首相)：国務院金融安定発展委員会での発言

・大手ITプラットフォーム企業への是正措置を近く終了させる
→「独占禁止法」や「個人情報保護法」などを適用した企業への締め付け緩和する方向

・不動産市場の危機に関しては、ソフトランディングに向けた政策支援を行う
→ 3月17日に、不動産税導入の試験都市拡大を来年以降に延期を発表
→不動産賃貸・関連サービスへの政策支援実施の可能性

・中国ADRの米上場廃止問題は、米中の協議で前向きな進展アリ
→「中国政府は中国企業の海外上場を引き続き支持する方針」

■中国の不動産業界についてはあまり期待できない？

■「落としどころ」を見出しにくい

・規制の背景・・・不動産価格の異常な高騰、過度な投資抑制、人民の不満

→「住宅は投資ではなく、住むためのもの」…どこまで価格を下げるか？

→当面は値上がり益が期待できず、投資目的の購入が手控えられる可能性

・地方政府や企業、個人の財務悪化懸念は燻る

→ 地方政府の財源、企業・個人の投資パフォーマンスによる弊害

→ 企業のファイナンス(株式担保融資など)、個人向け金融商品

⇒ 中途半端な規制緩和は効果が出にくい可能性

■ 中国企業の米国上場廃止問題

■ 外国企業説明責任法（20年12月に米国で成立）

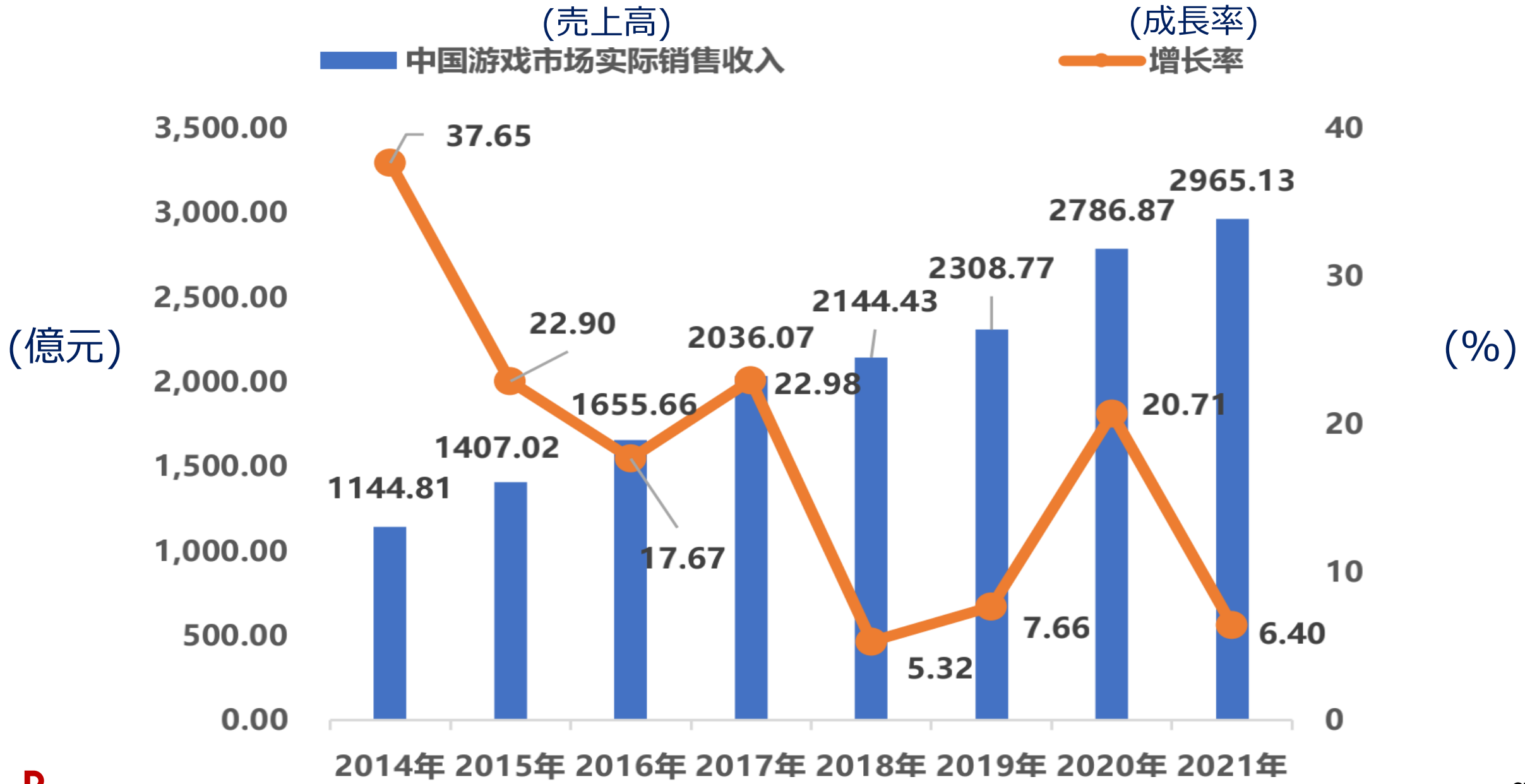
- 米大統領選（2020年）後に米議会で可決・成立した対中関連法案のひとつ
- 上場外国企業に情報公開を義務付け
  - → 企業情報を公開会社会計監視委員会(PCAOB)に提出する必要
  - → 本来、中国企業は監査資料の海外開示禁止。現在の米上場はオバマ政権時の特例
- 米当局の監査に応じない外国企業の証券取引禁止・上場廃止
  - → 猶予期間は3年間
  - → 早ければ2023年の第1四半期中、遅くとも2024年の第1四半期中に上場廃止
- 22年3月10日、米証券取引委員会(SEC)が上場廃止リスク企業リスト(273社)公表

■締め付け緩和の動きが出てきた？ ②　～ ゲーム業界 ～

2022年4月11日
中国国家新聞出版署が国内ゲーム45タイトルに対して販売ライセンスを発行

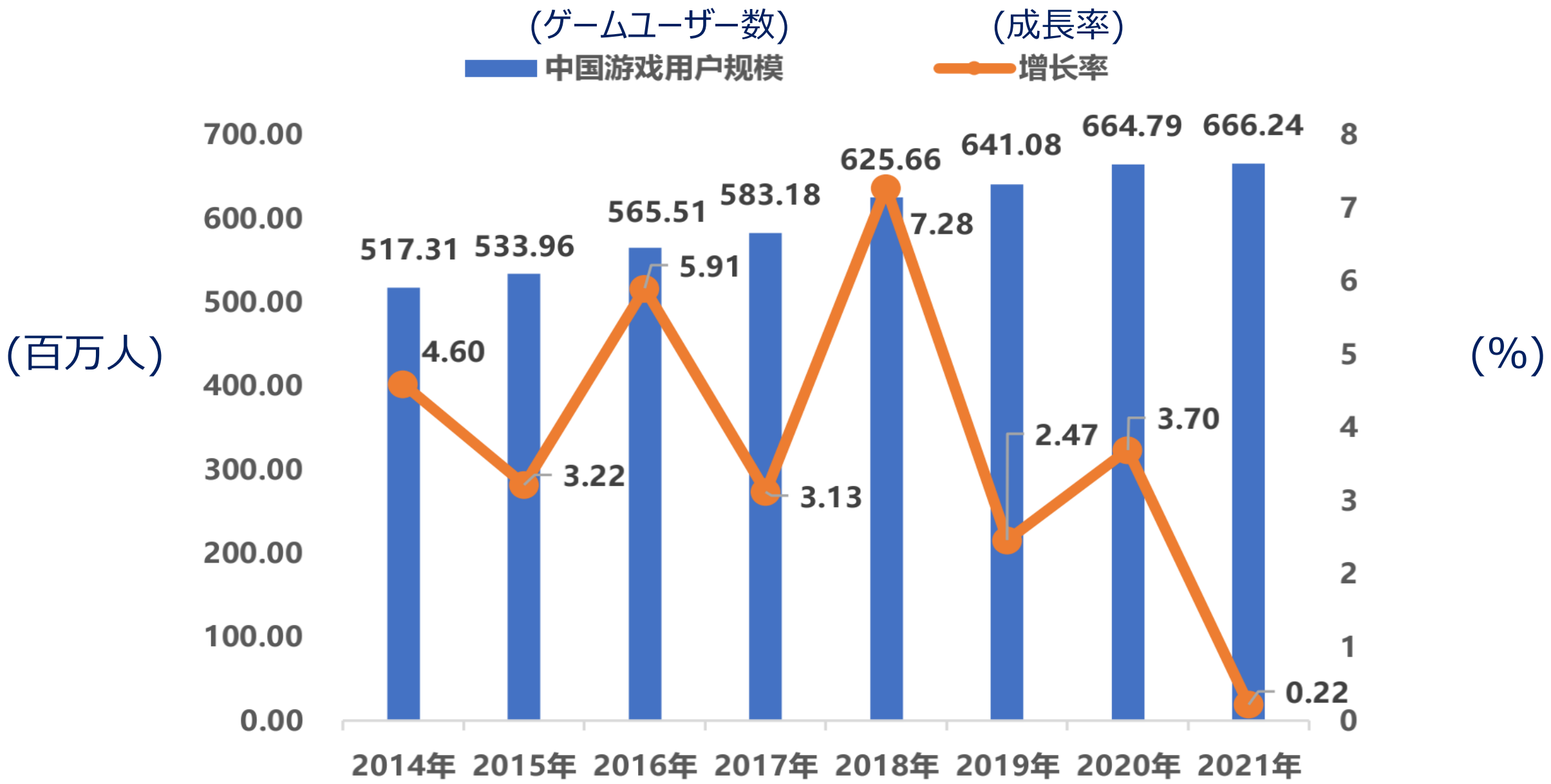
・2021年7月以来の承認
・大作はなく、ライトなゲームが中心
・テンセント、網易(NetEase)のゲームタイトルは含まれず
→ Baidu(百度) (米：BIDU、HK：9888)
iDreamSky(创梦天地)　(HK：1119)
37Games(三七互娛) (深A：002555)
YooZoo games(游族網絡) (深A：002174)

■ 中国ゲーム市場の売上高と成長率の推移



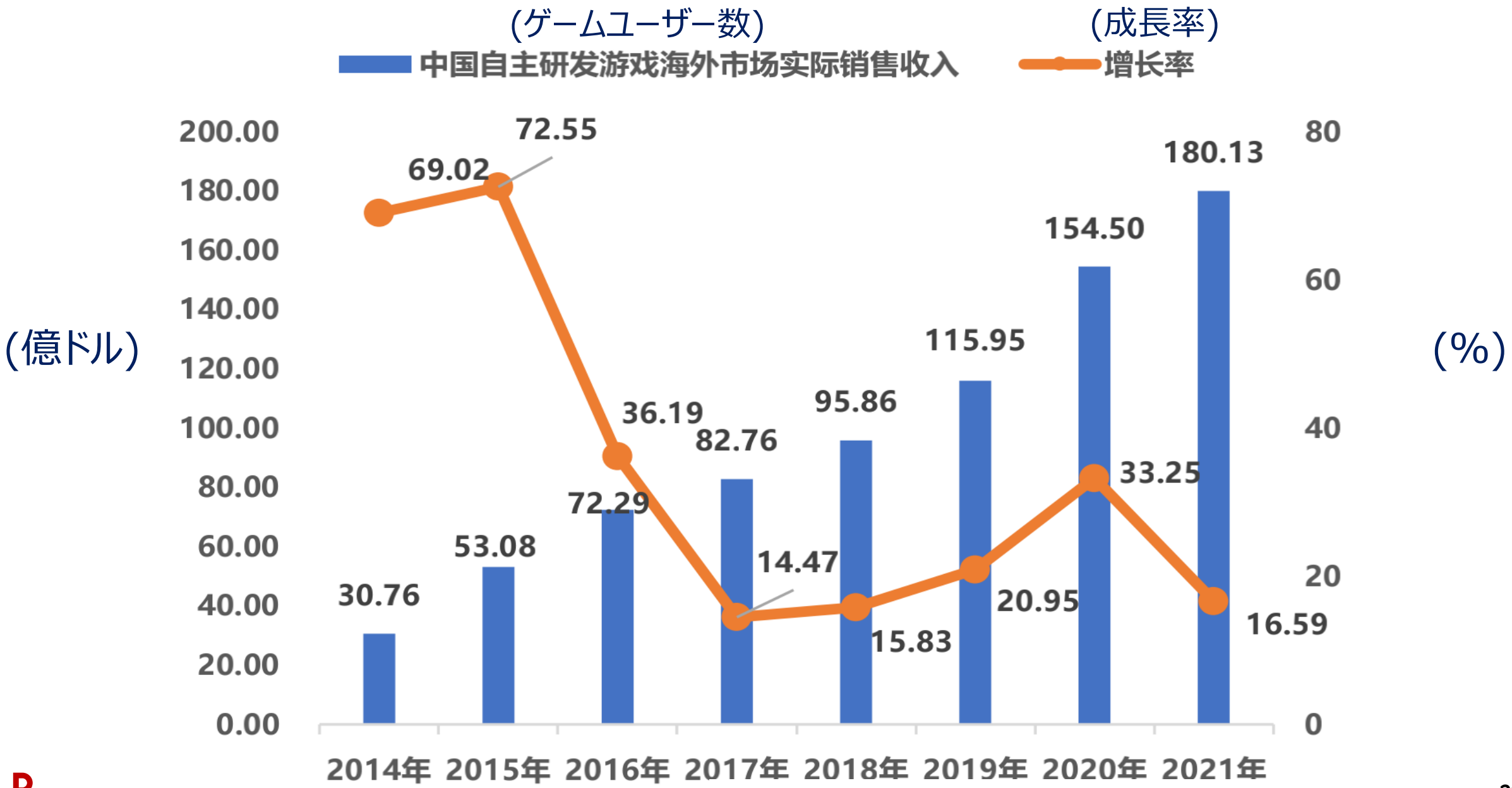
(出所)中国音像与数字出版協会遊戯出版工作委員会（GPC）

■中国ゲームユーザー規模および成長率の推移



(出所)中国音像与数字出版協会遊戯出版工作委員会（GPC）

■中国で開発されたゲームの海外売上高と成長率の推移



(出所)中国音像与数字出版協会遊戯出版工作委員会（GPC）

■ 中国のゲーム業界は国内よりも海外展開に活路？

2022年3月中国スマホゲームパブリッシャーの売り上げトップ30

1		腾讯 Tencent	11		乐元素 Happy Elements
2		网易 NetEase	12		天盟数码 IGG
3		米哈游 miHoYo	13		壳木游戏 CamelGames
4		三七互娱 37 Games	14		友塔游戏 Yotta Games
5		趣加 FunPlus	15		龙创悦动 Long Tech
6		莉莉丝 Lilith Games	16		沐瞳科技 Moonton
7		灵犀互娱 Lingxi Games	17		麦吉太文 Magic Tavern
8		江娱互动 Topwar	18		有爱互娱 C4games
9		博乐科技 Bole Games	19		4399游戏 4399 Games
10		雷霆游戏 Leiting	20		完美世界 Perfect World

21		途游游戏 TUYOO	26		游族网络 YOOZOO
22		点点互动 Century Games	27		悠星网络 Yostar
23		龙腾简合 ONEMT	28		智明星通 ELEX
24		朝夕光年 Nuverse	29		竞技世界 JJWorld
25		尼毕鲁 Tap4Fun	30		友谊时光 FriendTimes

以上榜单来源于Sensor Tower 2022年3月全球App Store及Google Play商店之手游收入估算。

■ ユーラシアグループ「2022年の10大リスク」

項目	内容
(1) ゼロコロナ政策の失敗	2020 年の「ゼロコロナ」政策の成功体験から抜け出せず、感染拡大の度にロックダウンが繰り返され、サプライチェーンの混乱など国内外の経済の足を引っ張るほか、中国国内での不満も蓄積される
(2) テクノポーラーな世界	デジタル空間の拡大に伴う巨大ハイテク企業の支配力が進展。政治的・法的ガバナンスのハードルが高いほか、現実世界への影響も懸念
(3) 米国中間選挙	共和党勝利の可能性はすでに想定済みで、中間選挙そのものが危機ではないが、2024年の大統領選挙の前哨戦であり、トランプ復活観測と民主党政権のレームダック化による政治・経済・外交への影響を警戒
(4) 中国の国内回帰	党大会を控えた政治情勢がもたらす、政策・国内外企業への影響が中国の中長期的な成長を阻害する可能性
(5) ロシア	米国とNATOとの対立、米国へのサイバー攻撃・選挙妨害、ウクライナ関係
(6) イラン	米国とイランは危機に瀕したまま 2022 年を迎える。イランの核開発計画は、核合意の制限に拘束されることなく急速に進展している
(7) 環境対策	長期的な脱炭素化目標と短期的なエネルギー価格上昇が反目しあう
(8) 力の空白地帯	アフガニスタン、サヘル地域、イエメン、ミャンマー、エチオピアなどの紛争地域での地政学的リスク
(9) 文化戦争に敗れる企業	多国籍企業が抱える職場の多様性や人権問題、サプライチェーン等への配慮と矛盾、政治圧力が企業活動の重石に
(10) トルコ	2023年の選挙をにらんだ金融・経済・外交政策が悪影響

■「ゼロコロナ政策」の影響　～ 生産活動 (江蘇省昆山市の例) ～

2022年4月14日：JPPress

中国東部で都市封鎖、台湾企業が相次ぎ生産停止

台湾上場企業161社、上海・昆山のコロナ封鎖で打撃

小久保 重信／2022.4.14

印刷用表示

ロックダウン　中国　台湾　生産停止　アップル　iPhone　ペガトロン　EFUNテクノロジー　アジア・エレクトロニック・マテリアル　ユニマイクロン　サプライチェーン

上海でロックダウン（写真：ロイター/アフロ）

2018年8月28日：アゴラ

ホーム › ビジネス

日系企業410社が進出！中国・昆山が注目されるワケ

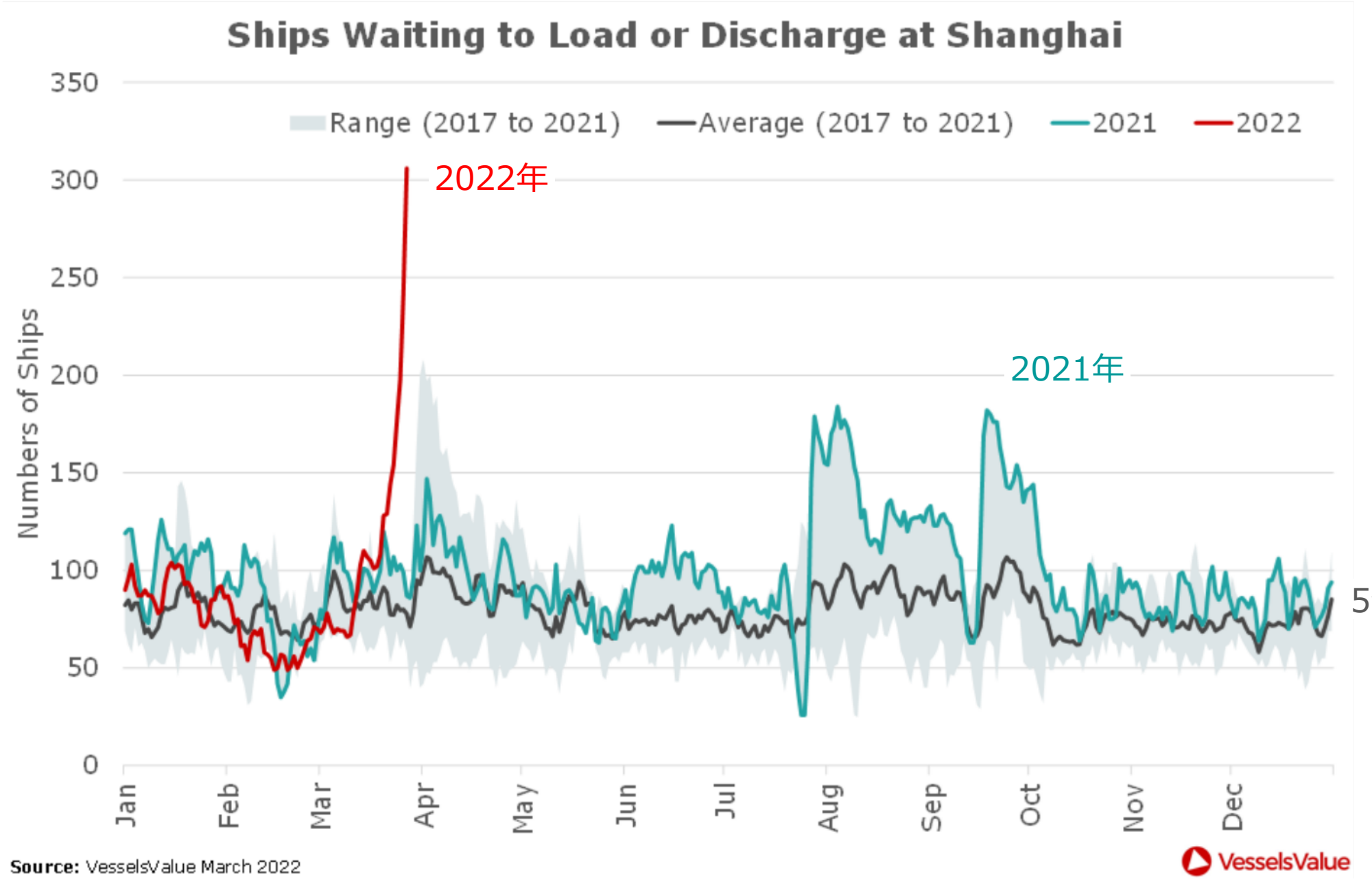
アゴラ編集部

2018.08.28 06:01

Twitter　Facebook　はてブ　Pocket　LINE

中国政府の統計によると、日本の対中投資は昨年、32億7,000 万ドルで、2012年以来、5年ぶりにプラスに転じた。国別の投資額でも前年の7位から5位に上昇。政治的緊張により、欧米の対中投資が減少するのを尻目に、日本は近年、中国政府が進める産業高度化に対応して再び投資を活発化している。

■「ゼロコロナ政策」の影響　～ 供給網への懸念 ～



■注目キーワード「全国統一大市場」とは？

2022年4月10日
国務院が「全国統一大市場」建設の加速化に関する意見」を発表

・中国国内市場の「大きいが強くない」問題を解消
→ 中国市場は地域経済圏に分かれている状態
→ 異なる商慣習や制度と規則が統一されていない
→ 地域をまたぐ、ビジネス・物流がスムーズにいかない
→ 地域ごとの保護主義などの弊害(価格差など)

・発表直後(4月11日)の中国株市場は下落で反応
→ 上海総合指数(2.61%安)、深セン成分指数は(3.67%安)、創業板指数(4.2%安)
→ かつての「計画経済」への後戻りを警戒？
「共同富裕」を「文革2.0」と捉える見方と似たような感覚？

■「全国統一大市場」に対する視点

- 行政力の力で市場を管理 ＞ 効率的で自由な市場構築
- 行政の企業や市場への介入：「大躍進政策」の記憶
  → 「公私合営」企業、統一購入・販売
  → 最初は官民共同、ノウハウ等を吸収したのち、民間経営者の影響力を排除し、国営企業へ
- 国際情勢と国内の経済的困難に対処
  → (ほぼ)国営企業の数を増やし、国家・地方財政の穴埋め
  → 現政権に批判的な政敵・民間企業経営者を排除
  → 国外からの経済的圧力(経済制裁など)に対する準備

■中国政治の「振り子」はどっちに向かう　～ 独裁色と調整色 ～

＜建国後のざっくり政治史＞

	独裁色	調整色	独裁色	調整色 ↓ 独裁色 ↓ 調整色	調整色	調整色 ↓ 独裁色 ↓ ？
中心人物	毛沢東	劉少奇 鄧小平	毛沢東 四人組	鄧小平	江沢民 胡錦涛	習近平
出来事 政策	大躍進運動	経済修正	文化大革命	改革・開放 天安門事件	愛国教育 WTO加盟 和諧社会	中国の夢 一帯一路 共同富裕

中国株式の取引にかかるリスク

【中国株式の取引にかかるリスク】
中国株式は、株価（価格）の変動等により損失が生じるおそれがあります。また、為替相場の変動等により損失（為替差損）が生じるおそれがあります。上場投資信託（ＥＴＦ）は連動対象となっている指数や指標等の変動等、上場投資証券（ETN）は連動対象となっている指数や指標等の変動等や発行体となる金融機関の信用力悪化等、上場不動産投資信託証券（REIT）は運用不動産の価格や収益力の変動等連動を目指す株価指数等の変動等により、損失が生じるおそれがあります。

【中国株式の取引にかかる費用】
1回のお取引金額で手数料が決まります。

取引手数料
約定代金の0.55%（税込） ・最低手数料：550円（税込） ・上限手数料：5,500円（税込）

※（）内は税込金額
※カスタマーサービスセンターのオペレーター取次ぎの場合、通常の取引手数料に2,200円（税込）が追加されます。

商号等：楽天証券株式会社／金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第195号、商品先物取引業者
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、日本商品先物取引協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

Rakuten 楽天証券