

どうなる？2023年の中国株 ～復活の可能性を探る～

Dec 20th, 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®)

■ 2023年の中国株の投資戦略について

① 短期か？ 中長期か？

② 投資分野は？

規制が強化されてきた銘柄・・・ 不動産、大手ITプラットフォーム、
教育、ゲーム

政策の後押しがある銘柄 ... 半導体、電気自動車、環境関連、バイオ、
公共事業(ネットワーク含む)、金融

③ 個別？ or ETF&インデックス？

■ 2023年の中国株市場への視点 ～ 短期的には買い場面も ～

< 短期的な株価は「不安」と「楽観」の温度差で動く >

ポジティブ

規制緩和、経済再開(リオープン)

不動産企業支援強化、取引対策、
金融機関支援

関係改善

経済支援策、企業への締め付け緩和

安定的な政治運営、強力な政策推進、
外交姿勢の軟化

コロナ対策

債務問題

米中関係

経済状況

政治動向

ネガティブ

感染者増、再度の規制強化、医療崩壊

問題の拡大、「カネ回り」の悪化

関係悪化
(半導体規制、米国上場問題、台湾 etc)

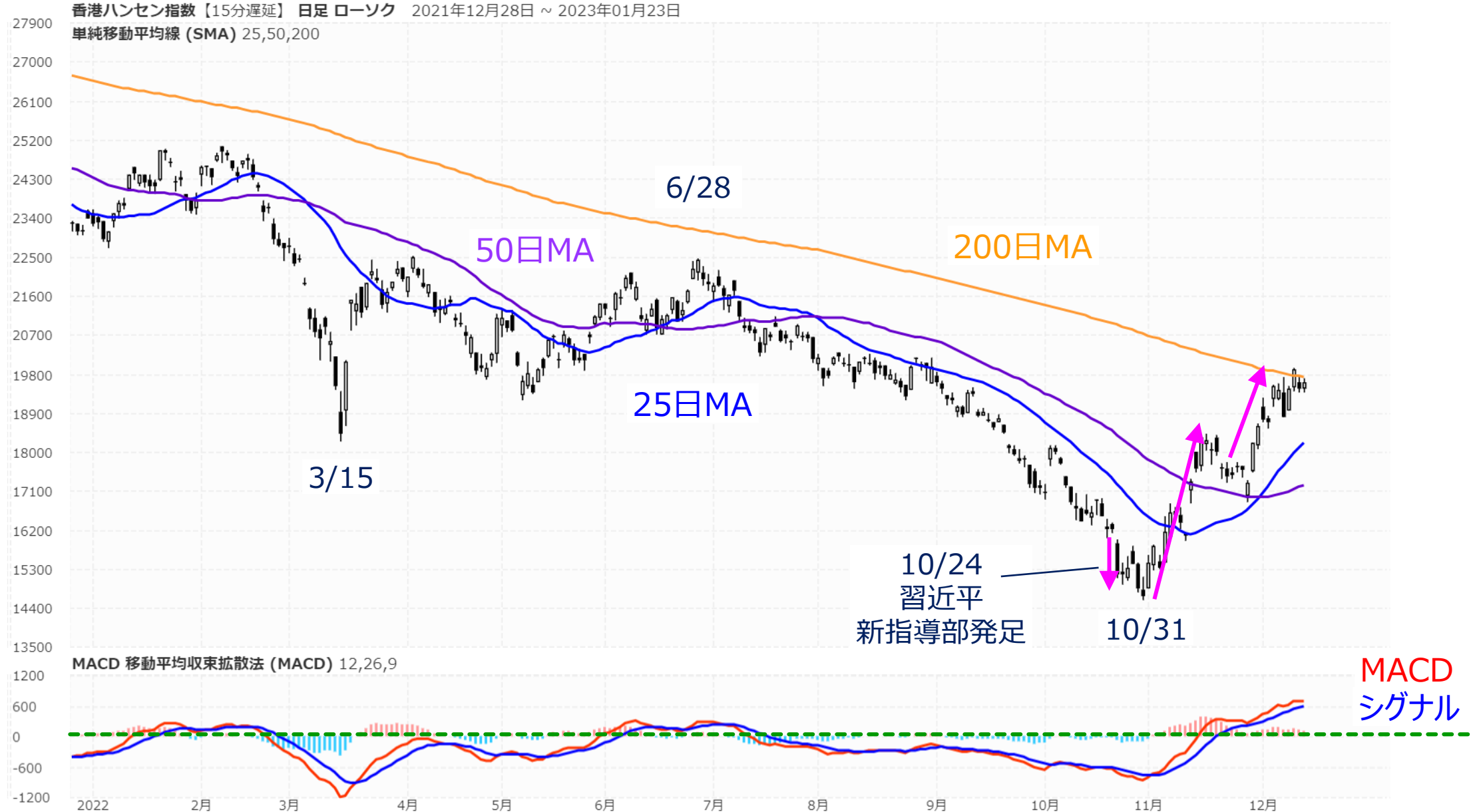
脱中国の動き、構造的不況

権力闘争、「共産党優先 > 国益」、
強硬的な外交姿勢

■ 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) テクノポーカーな世界	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、中間選挙そも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

香港ハンセン指数(日足)の動き (2022年12月13日時点)



上海総合指数(日足)の動き (2022年12月13日時点)



■ NASDAQ ゴールデン・ドラゴン・チャイナ指数(日足)の動き



■ 中国当局の「ゼロコロナ緩和」について気になるポイント

<本格的な経済再開期待はまだ先か？>

- 抗議活動の様子が海外で大きく報じられた
→「隠せなかった」のか？「隠さなかった」のか？
- 「行動追跡アプリ」が運用停止（12/13で終了）
→徹底管理を放棄・・・今後の感染拡大を「隠す」、コントロール不全？
→無症状感染者の公表も取り止め
- 12/15開催「中央経済工作会議」の延期騒ぎも
- 2023年の春節は1/22（連休期間は1/21～1/27）
→感染拡大懸念、感染拡大過程における新たな変異株の登場懸念
→風邪薬など一部商品の品薄、日本のインバウンドなどへの影響
- 状況次第では3月の全人代(全国人民代表大会)に影響も

■ 2023年の中国株市場への視点 ～ 中長期的には難しい？ ～

< 中国の立ち位置は「過渡期」における正念場 >

高度成長

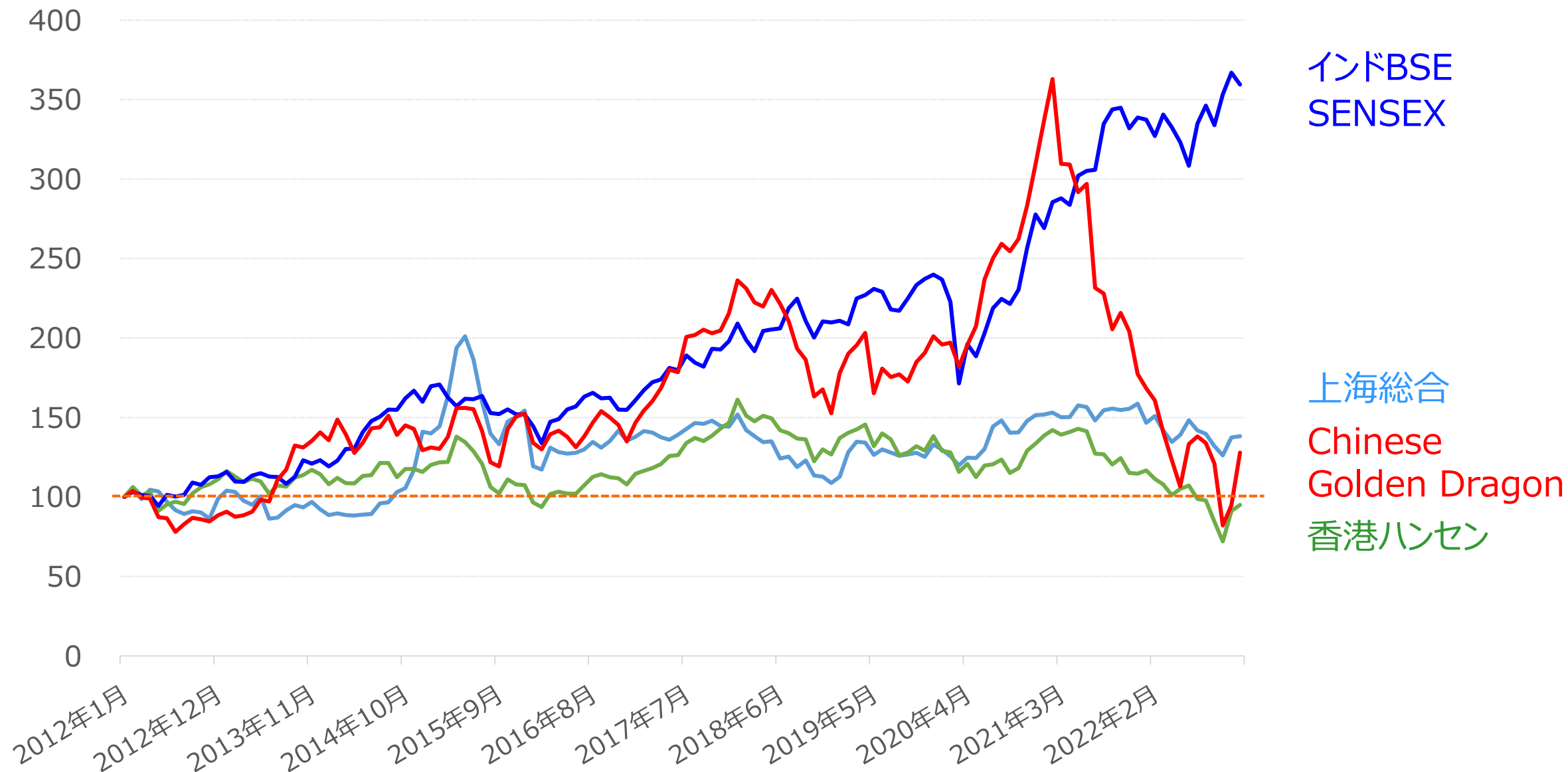


安定成長

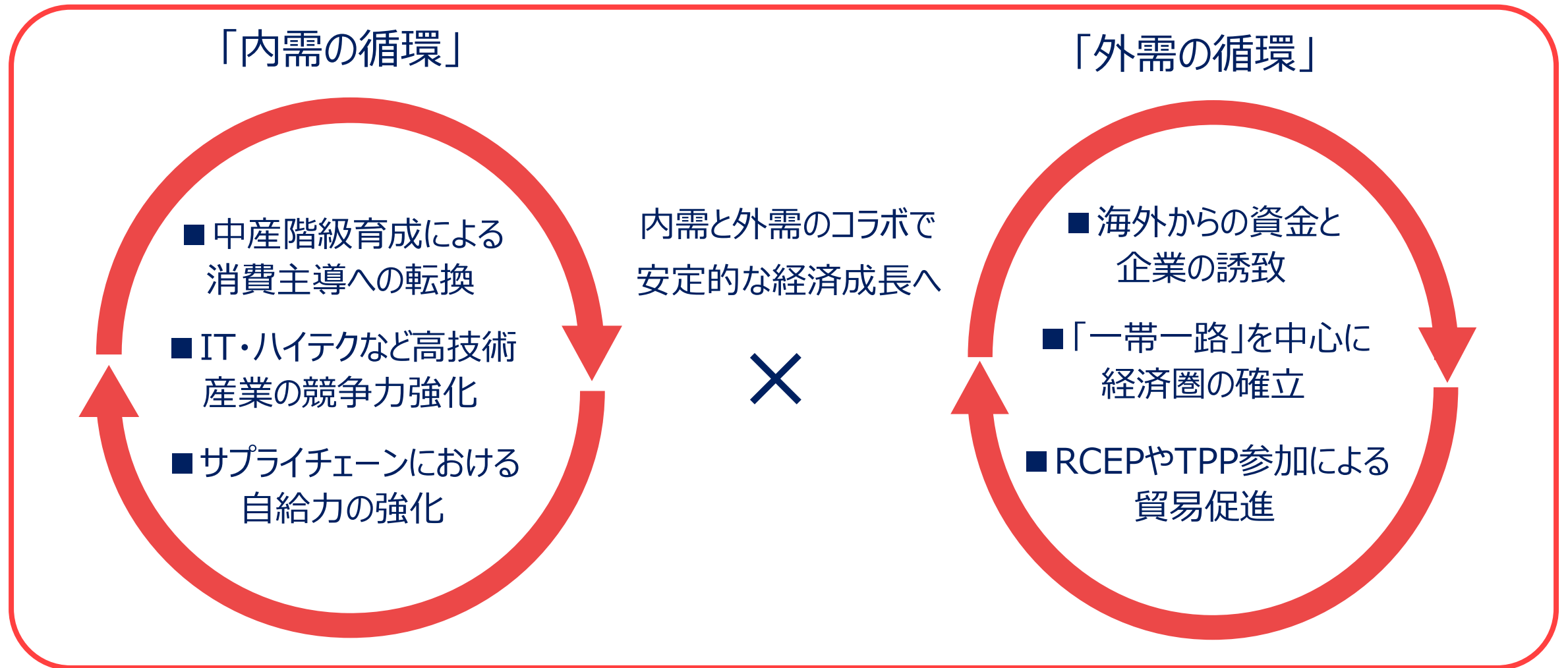
< 課題 >

- ① 投資主導から消費主導へ移行
- ② 産業構造 & 技術の高度化
- ③ 社会保障制度の整備
- ④ 国際的信用 & 魅力の獲得

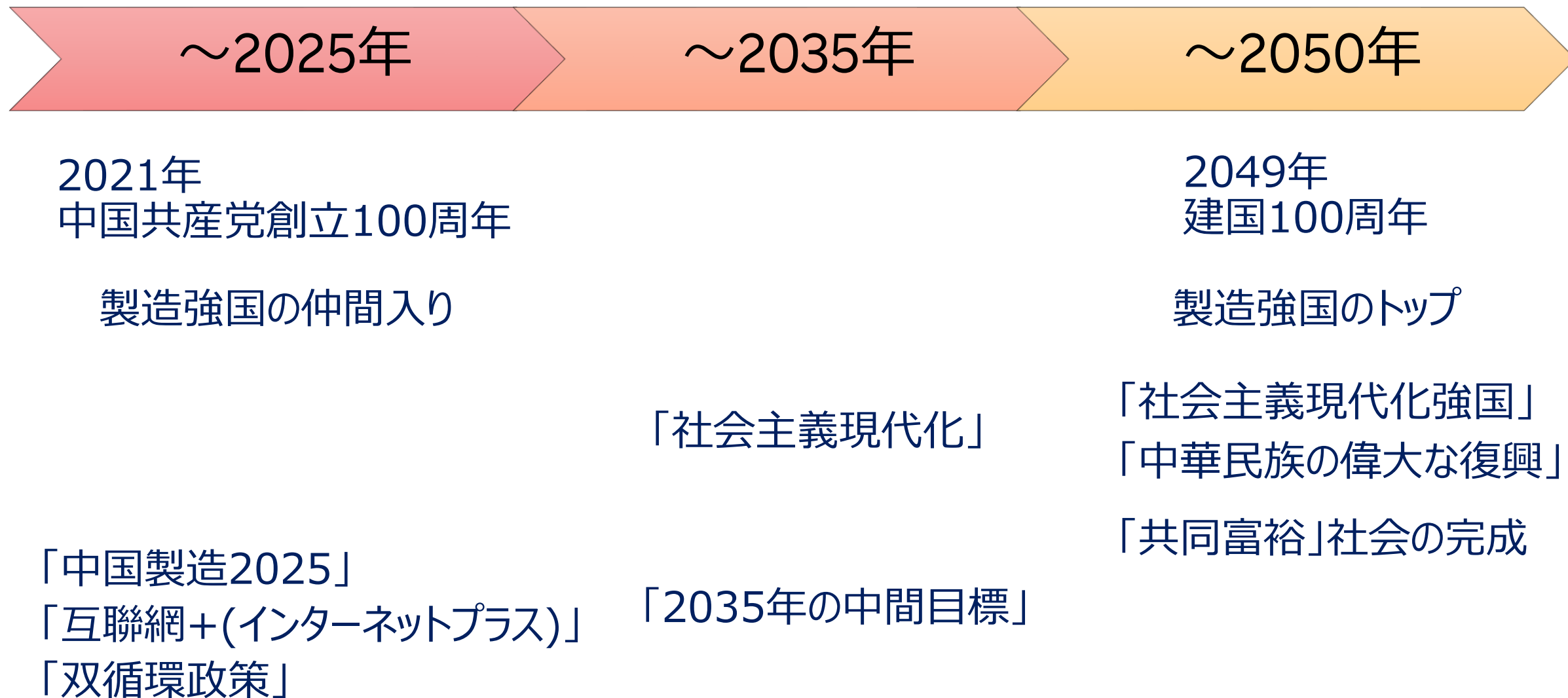
■ 中国とインドの株価指数比較(月足) (2012年1月を100)



■ 中国が目指す経済成長モデル ～「双循環政策」～



■ 中国の国家戦略構想の行程表



■「中国製造2025」のおさらい ～ 2015年5月に発表 ～

< 全体像の理解は一苦勞。結局は「期待できるものは何でもする」 >

■ 基本方針

- ① イノベーション駆動
- ② 品質優先
- ③ グリーン発展
- ④ 構造最適化
- ⑤ 人材本位

■ 基本原則

- ① 市場主導、政府誘導
- ② 現実立脚、長期視野
- ③ 全体推進、重点突破
- ④ 自主発展、協力開放

■ 重点戦略

- ① 製造イノベーション能力向上
- ② 情報化と産業化の融合
- ③ 産業基礎能力の強化
- ④ 品質&ブランド力の強化
- ⑤ グリーン製造の推進
- ⑥ 重点分野における飛躍的発展
- ⑦ 製造業の構造統制の推進
- ⑧ サービス型製造と生産者型サービス業
- ⑨ 製造業の国際化発展レベル向上

■ 重点分野

- ① 次世代情報通信技術
- ② 電力設備
- ③ 先端デジタル制御工作機械とロボット
- ④ 航空&宇宙設備
- ⑤ 先進軌道交通設備
- ⑥ 海洋建設機械&ハイテク船舶
- ⑦ 新材料
- ⑧ 新エネルギー自動車
- ⑨ 農薬用機械設備
- ⑩ バイオ医薬・高性能医療器械

■ 5大プロジェクト

- ① 国家製造業イノベーションセンター設立
- ② スマート・インテリジェント製造計画
- ③ 工業基礎力強化
- ④ グリーン製造事業
- ⑤ ハイエンド設備イノベーション

■ 政策期待への過信は禁物？ ～ 実は思ったほど進展していない ～

■ 「半導体自給率」の目標

- ・2020年までに40%、2035年までに70%まで高める
→2021年の実績は15%(9%外資、6%国産)
- ・米中対立や米国による半導体規制などが重石

■ 千年の国家プロジェクト「雄安新区」の進展

- ・2017年発表のハイテク都市構想計画
- ・河北省保定市の雄県・安新県を中心に1,770km²の区域
- ・2035年までの目標
→自動運転やAI、ブロックチェーン等の技術を駆使
→低炭素、IT・スマート化による「社会主義現代化都市」



中国大手プラットフォーム株の動き① 2022/12/15時点

<アリババ集団(NY:BABA)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ム株の動き② 2022/12/15時点

<テンセント(香港:00700)株の日足チャート>



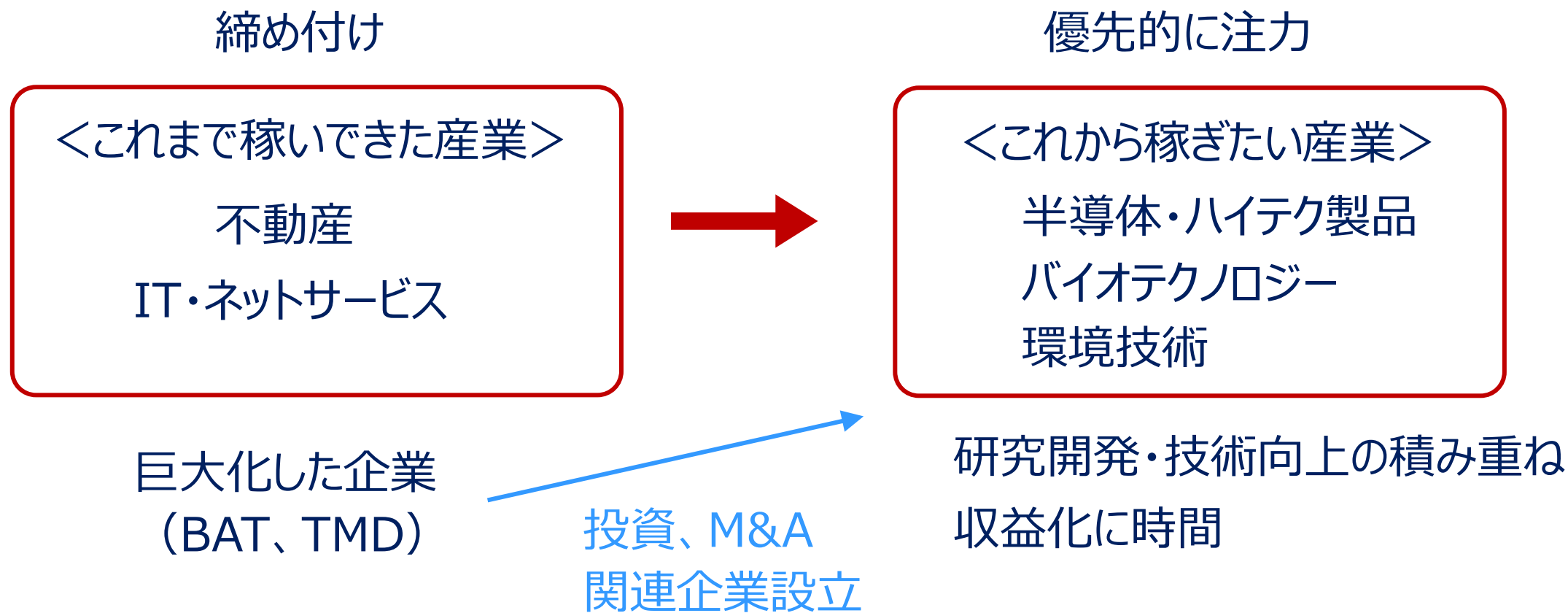
■ 大手プラットフォームへの政治的関与は強まっている？

＜直近で民間大手プラットフォームと国営企業のコラボ案件が増えた＞

JD.com (京東商城)	チャイナモバイル(中国移動)と戦略提携契約を締結	2022年11月1日
アリババ (阿里巴巴)	チャイナテレコム(中国電信)と新たな戦略合作を協議？ ※提携自体は2017年から始まっている	2022年11月2日
テンセント (騰訊控股)	チャイナユニコム(中国聯通)と共同事業計画	2022年11月2日

- ・「民間IT大手と国営企業との融合」？ or 「民間ITプラットフォームへの国の関与」？
⇒ 経済推進派が排除された共産党大会直後のタイミングもあり警戒感強まる

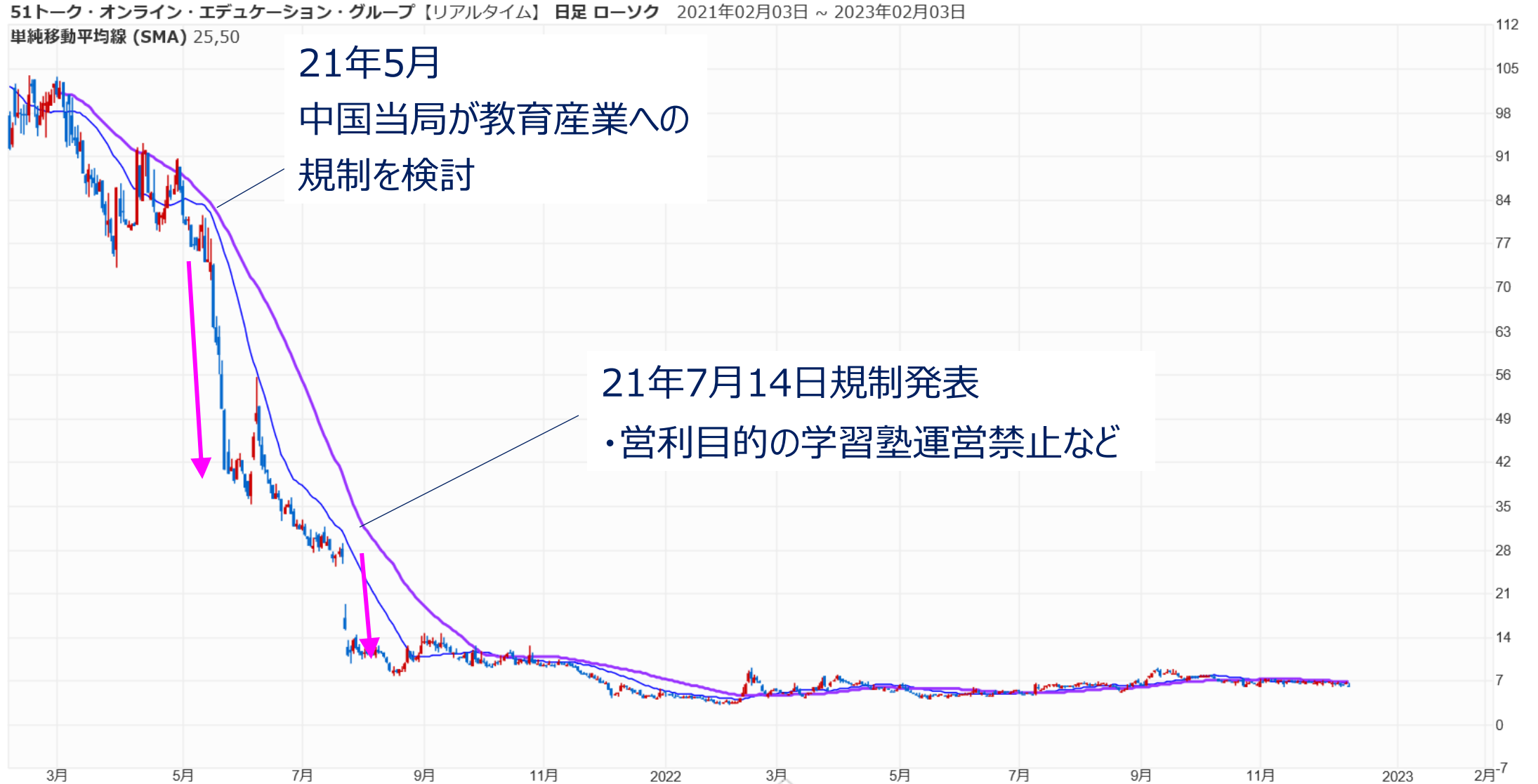
■「共同富裕」と「双循環政策」のジレンマ



- ・締め付けにより大手プラットフォーム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

中国教育関連株の動き

<51Talk Online Education Group(旧チャイナ・オンライン・エデュケーション・米:COE)株の日足チャート>



■ 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）

- 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。親展なければ2023年1Q～2024年1Qに上場廃止
- 22年3月：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
- 22年8月：米中当局で合意、協定締結
 - 米国(PCAOB)と、中国(証券監督管理委員会・財政省)
 - 相互主義の原則・・・相手国の管轄下にある監査法人に対して検査や調査を行う
 - 中国企業の監査資料の原本を(会計監査を担当した中国の監査法人の)香港事務所に置く
 - 実際に運営できるかの検証開始・・・中国当局の妨害や干渉の可能性などをチェック

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>

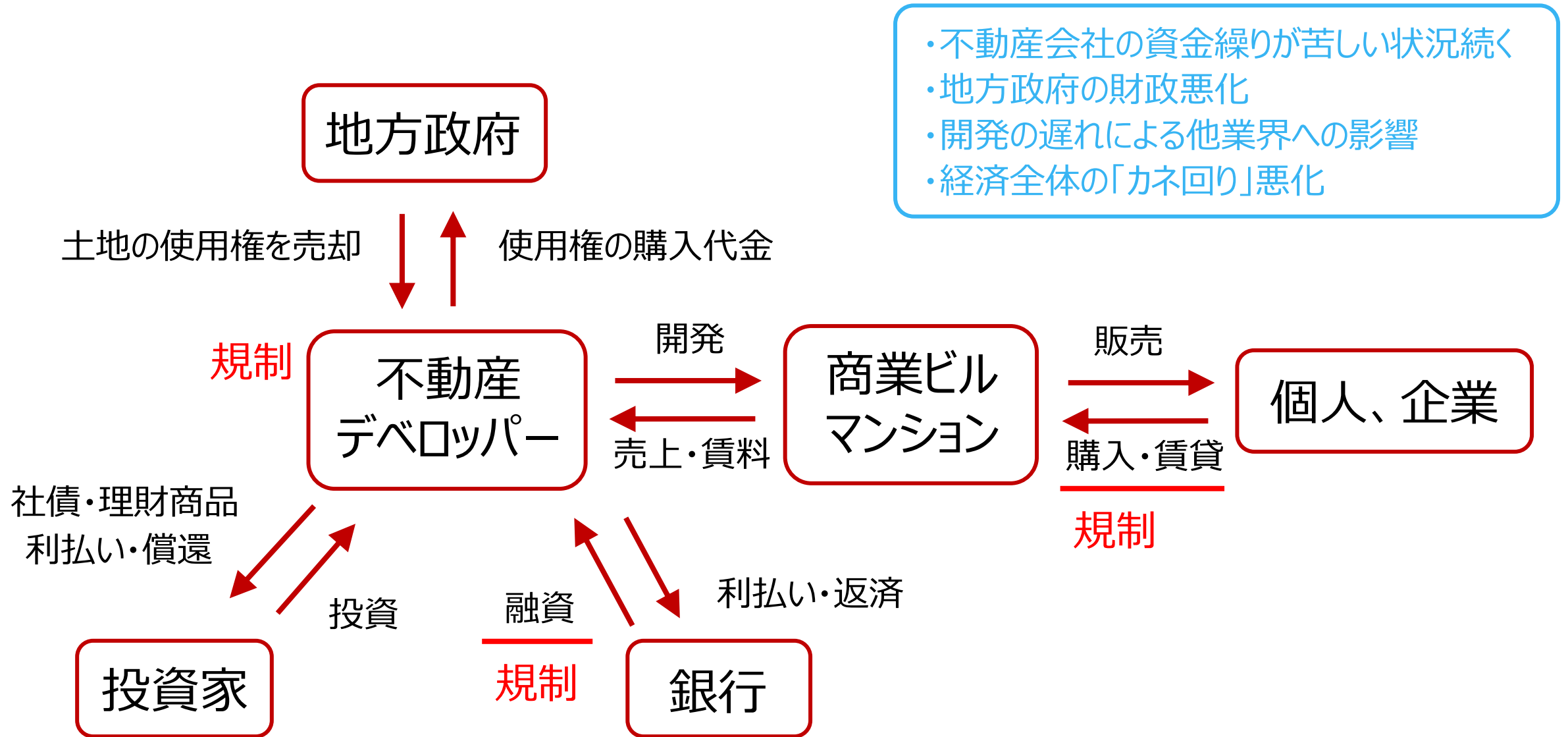


中国不動産関連株の動き

<碧桂園 (香港:02007)株の日足チャート>

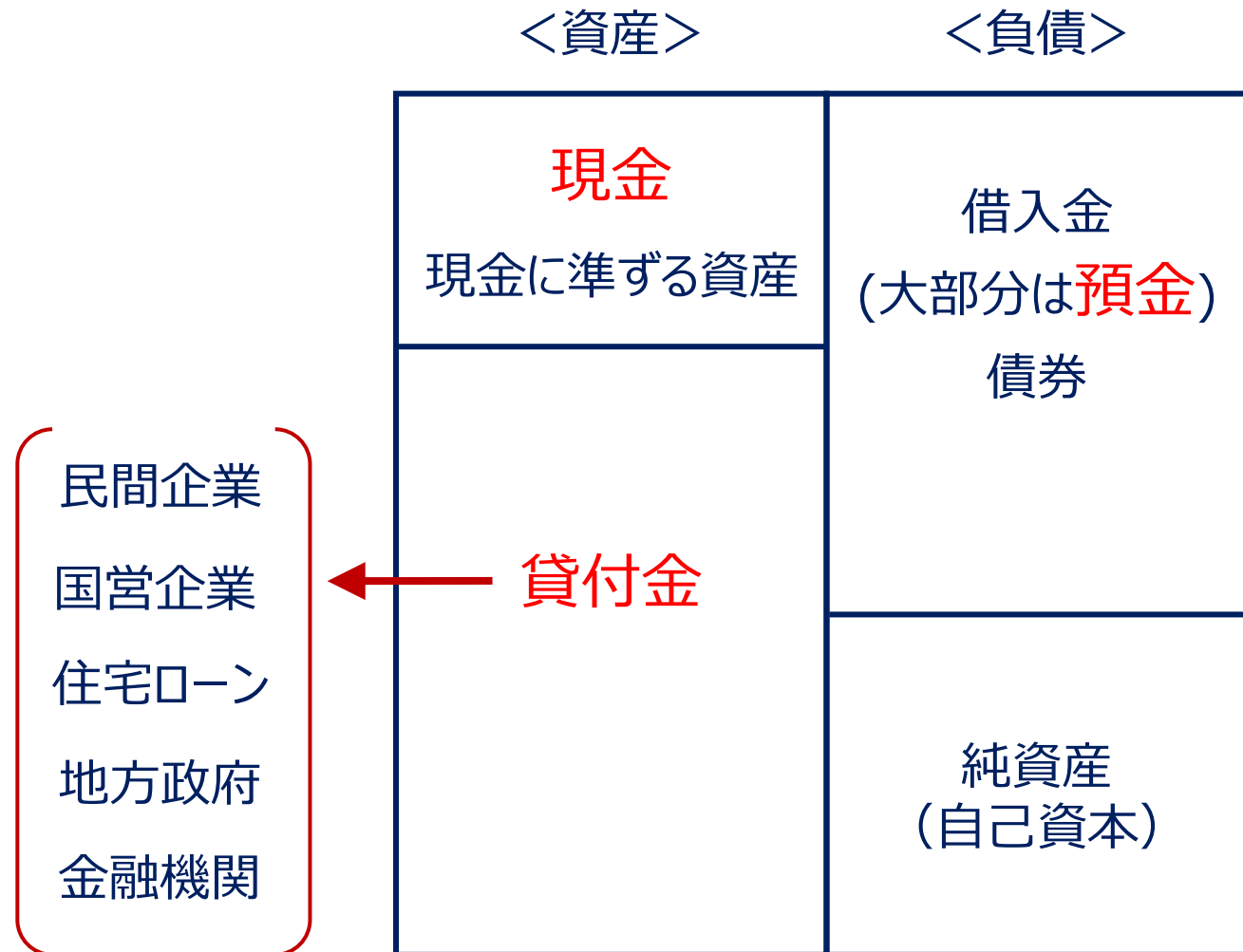


■ 不動産をめぐる懸念は簡単に払拭できない？



■ 中国の「カネ回り」悪化 ～ 金融機関への「飛び火」に注意 ～

＜銀行のバランスシートの構図から見る懸念点＞



中长期铁路网规划图



2008年：北京～天津で運行開始

2021年：運行距離4万kmに達する

※人口100万以上の都市がすべてつながる

～2035年：運行距離7万kmを目指す

※人口50万以上の都市をすべてつなげる

※一部路線はリニア化計画も

(出所)中国国家鉄路集团有限公司HP

- 巨額の負債問題・・・建設費用、車輜代、運営システム、電気代、メンテナンス代
 - ・中国国鉄の負債総額(2021年末)は、約9,000億ドル(約120兆円)
→中国GDPの約5%の規模感

- 「ドル箱」路線が少ない・・・北京～上海、北京～広州などわずか

- ・2022年8月：中国国鉄の2022年1-6月期決算

売上高：4,857億元(約9兆7,659億円) 前年比5.3%減少

純利益：804億元(約1兆6,166億円)の赤字

※赤字額は前年の507億元(約1兆194億円)からさらに増加

⇒ コロナ前までは順調に旅客数は伸びていたが、コスト回収に追いつかない状況

⇒ 負債の返済はもちろん、運行の維持も危うい

(参考)日本の新幹線(東海道新幹線)

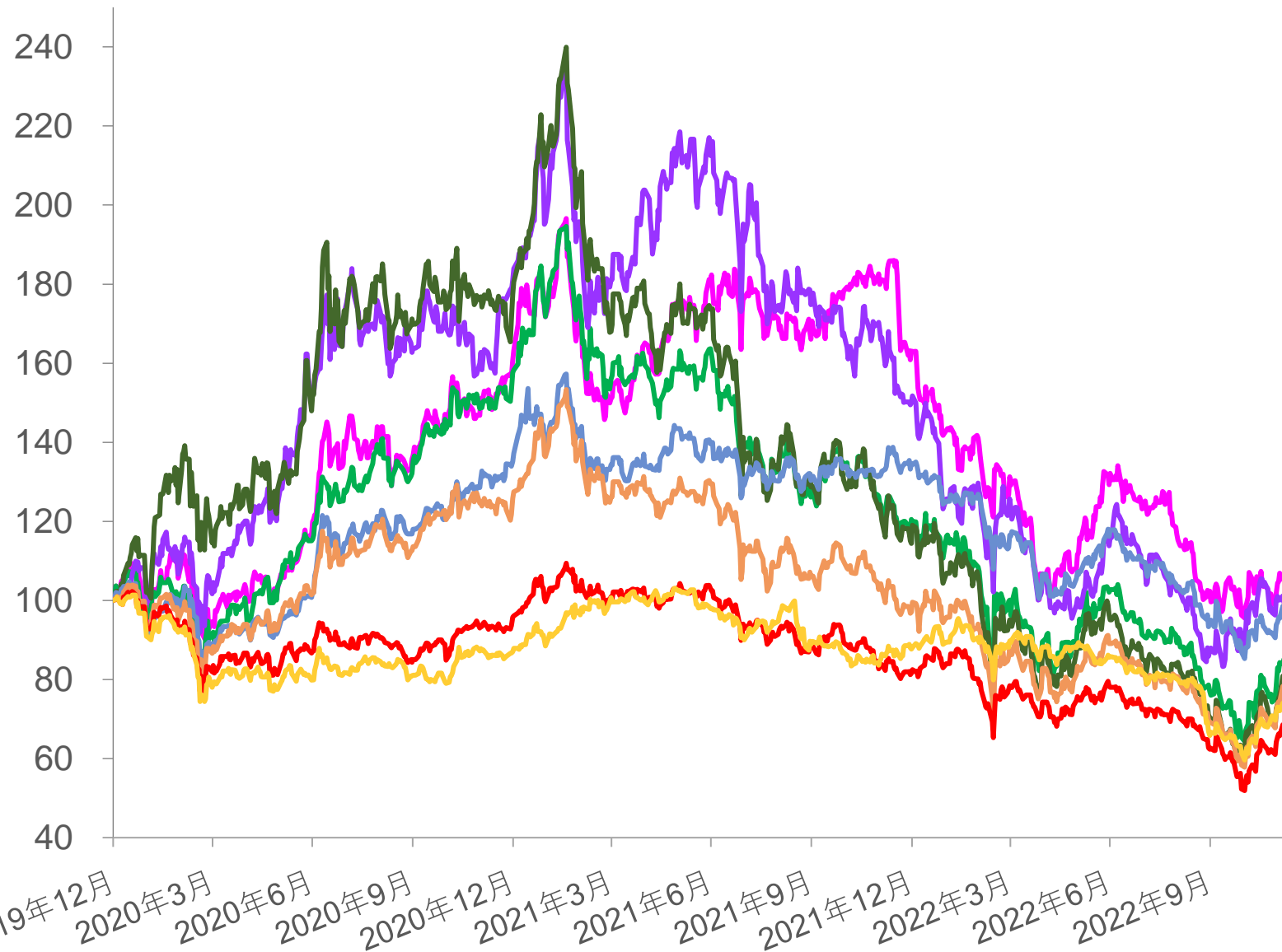
・3年で事業が黒字化、10年で債務を回収

■ 主なETF銘柄

市場	銘柄コード	銘柄名	対象株価指数
香港	02820	グローバルX チャイナバイオテック ETF	チャイナ・バイオテック指数
NYSE	CNXT	ヴァンエック・ベクトル中国AMC中小企業・創業板ETF	中国中小企業・創業板100指数 (ChiNext100)
香港	02826	グローバルX クラウドコンピューティング ETF	チャイナ・クラウドコンピューティング指数
NASDAQ	CXSE	ウィズダムツリー中国株ニューエコノミーファンド	China ex-State-Owned Enterprises Index ※主に国有企業を除く中国企業
香港	02846	iシェアーズ CSI 300 中国A株インデックスETF	CSI300
NYSE	GLCN	ヴァンエック・ベクトル中国ETF	CSI300
香港	02823	iシェアーズ FTSE 中国A50 インデックスETF	FTSE China A50
香港	03040	ホライゾンス MSCI 中国 ETF	MSCI China Index
香港	03049	db xトラッカーズ・CSI300中国A株 UCITS ETF	CSI300
香港	03110	ホライゾンス・ハンセン高配当利回り ETF	ハンセン高配当利回りインデックス
香港	02800	トラッカー・ファンド・オブ・ホンコン	ハンセン指数
香港	02823	iシェアーズ FTSE 中国A50 インデックスETF	FTSE China A50
香港	02828	ハンセン・エイチ・シェア・インデックス・ETF	ハンセンH株

中国株に投資する ～株価指数、テーマごとのパフォーマンス

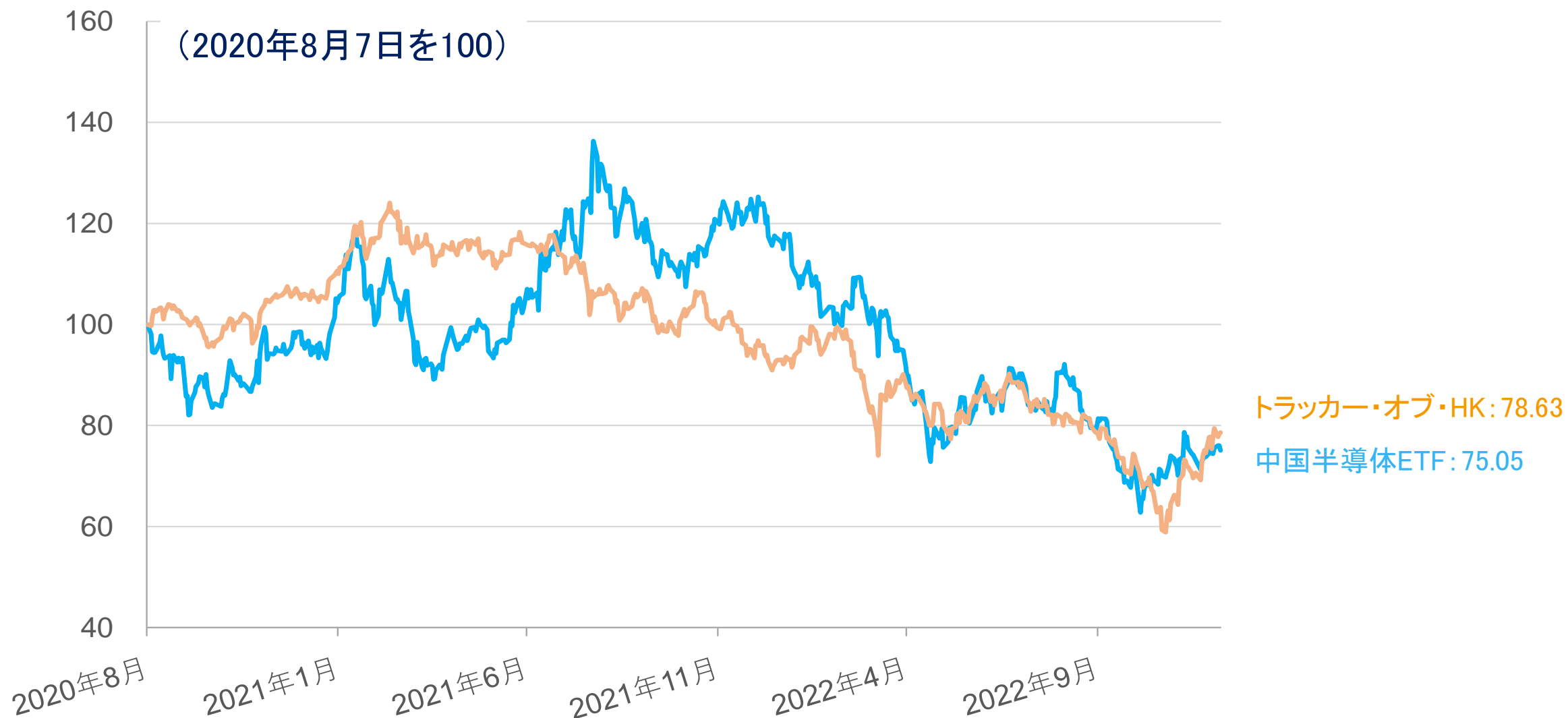
(2019年末を100)



中国AMC中小企業・創業板ETF: 106.09
チャイナバイオテックETF: 102.94
CSI300中国A株ETF: 98.50
中国株ニューエコノミー: 85.92
クラウドコンピューティングETF: 79.05
MSCI中国ETF: 78.45
ハンセン高配当利回りETF: 75.20
トラックー・オブ・HK: 69.35

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>



■ホントの中国経済の実態は？① ～「李克強指数」と夜の明かり～

<「李克強指数」とは？>

■李克強氏が「GDPよりも信頼している」と述べた経済データをベースに作られた指標

2007年：遼寧省幹部時代

「電力消費量」、「鉄道貨物輸送量」、「銀行融資残高」

2015年：国務院総理就任後

「雇用の安定」、「所得水準」、「環境」

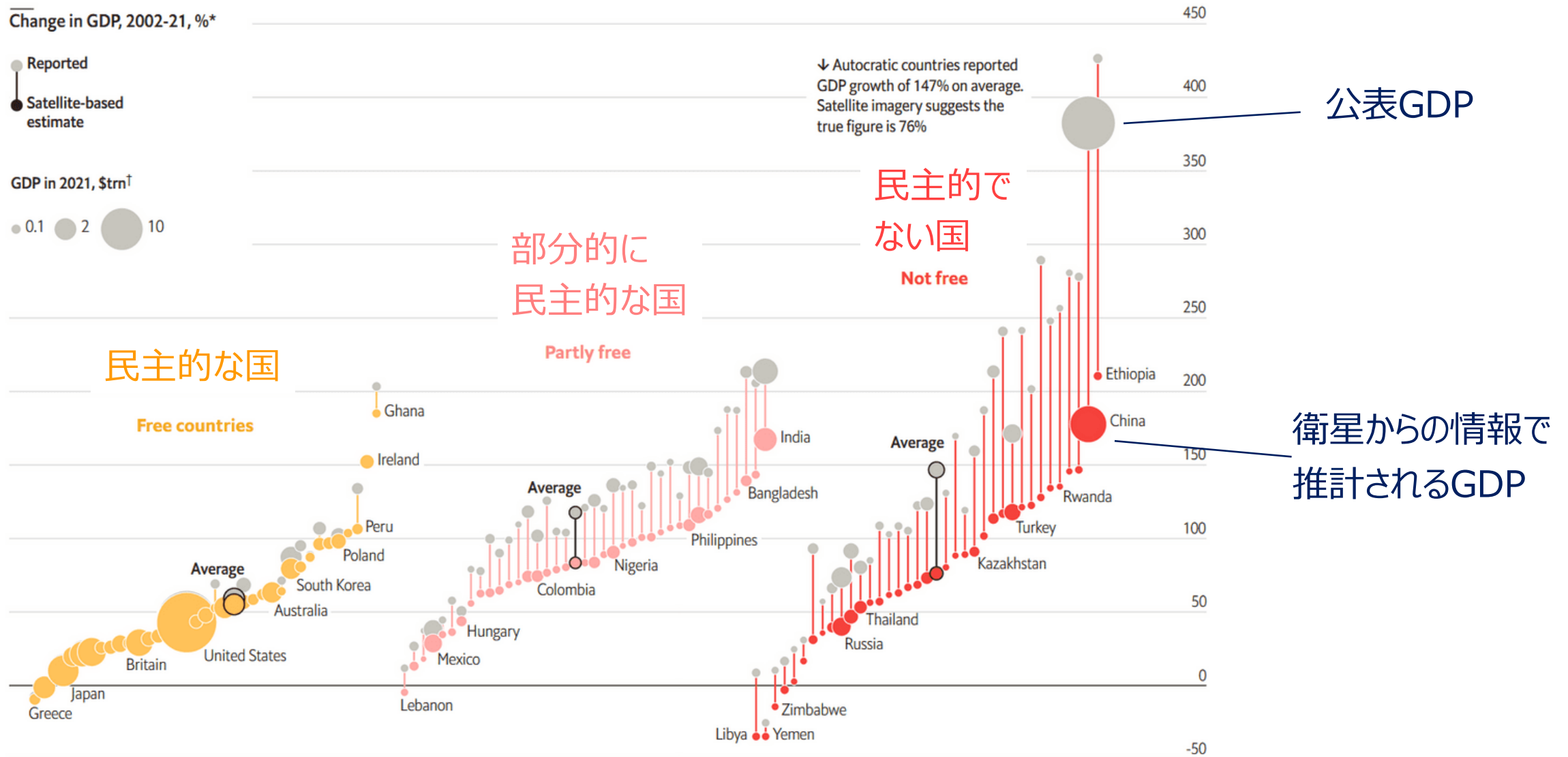
<米シカゴ大学のライス・マルティネス助教授>

■公表GDPと夜間照明から推測される実際の経済成長を比較

■独裁政権ではGDPが過大に報告される傾向

■ホントの中国経済の実態は？② ～「李克強指数」と夜の明かり～

<2002年から2021年にかけてのGDP成長率>



*Countries with over 5m people, freedom status in 2021 †In 2021 \$ at market exchange rates, assuming reported 1992 GDP figures are accurate

■「供銷社(供銷合作社)」をめぐる議論

〈最近、「供銷社」に関するニュースが増えてきた〉 2022年10月あたりから

『中国の国営食料品店、アリババに迫る売上高 有事備えか』(2022年12月2日:日経新聞)

『中国で「供銷社」が複数の地域で復活 なぜか?』(2022年11月4日:人民網)

■ 供銷社とは?

- ・計画経済期の1950年あたりに登場。
- ・政府が農家から農産物を買取り、全国に配給し、農家には肥料や農機具を提供(農協のようなイメージ)
- ・大躍進政策や文化大革命の時期には、食品や日用品の流通や販売まで行う国営商店のような役割
- ・「改革・開放」時代に入った1980年代からは存在感が低下



(出所)中国新聞網より

■「供銷社(供銷合作社)」をめぐる議論

<地方から高まる「供銷社」の存在感> 2022年10月…共産党大会前

■ 2022年10月：「湖北日報」の報道

- ・湖北省では2015年から「供銷社再建復活運動」がスタート
 - これまでに1,373カ所の供銷社が新たな機能を持って再活性化
 - 組合員の農民が過去5年間で5倍増の45.2万人に増加

■ 似たような報道が寧夏回族自治区や重慶市などで相次ぐ

■ 「中華全国供銷合作總社」(供銷社の全国組織)の発表

- ・2021年の取扱高は6兆2,600億元
 - アリババグループの流通取引総額の8割に迫る規模に拡大

⇒ ネットやITを使った効率化、国の支援による物流網の構築などで規模拡大

■ 前回のセミナーから① ～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？

■ 前回のセミナーから②「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

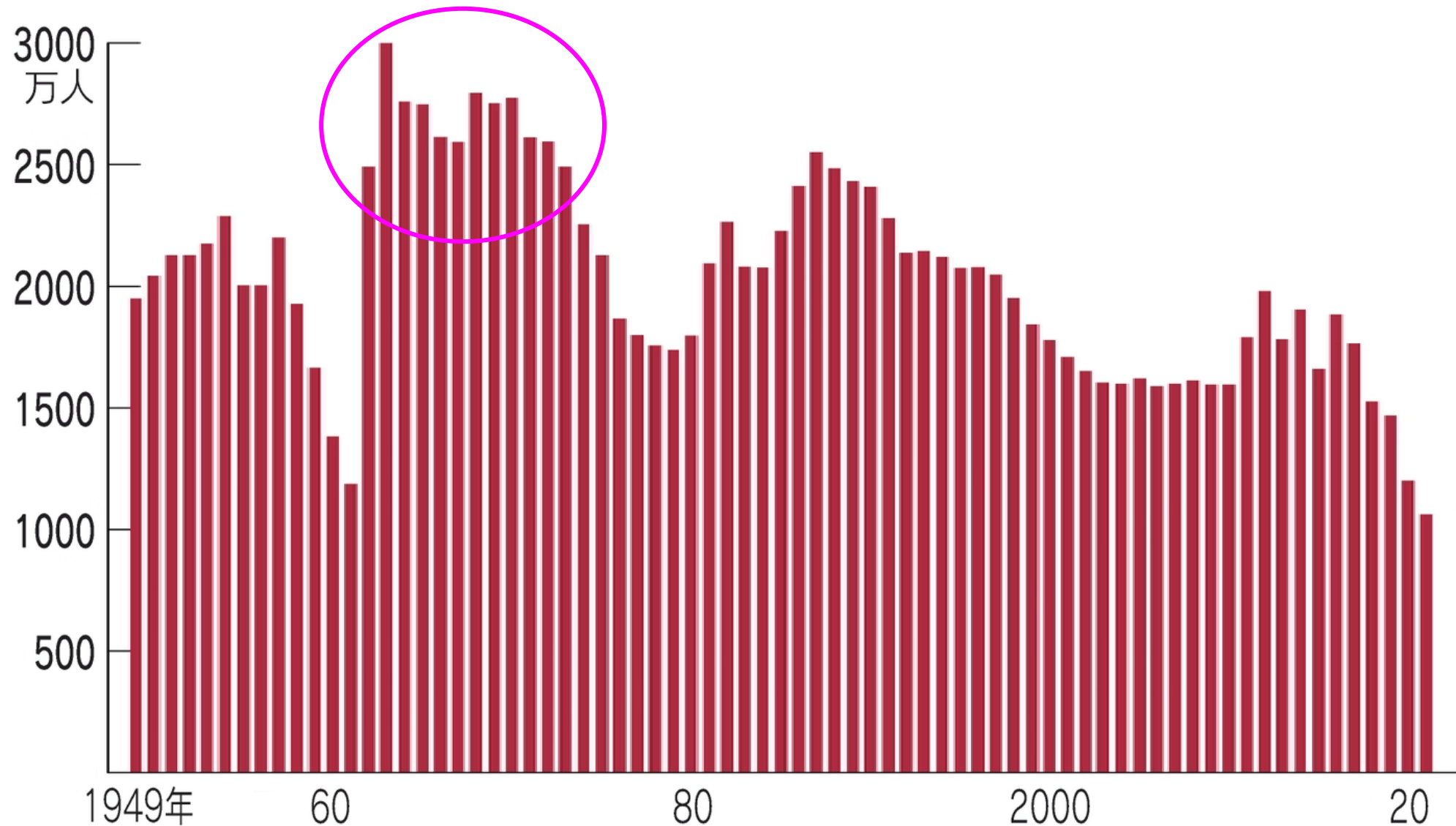
■ 中国政治の「振り子」はどちらに向かう ～ 独裁色と調整色 ～

<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 ↓ 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 胡錦濤	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

■ 2022年から中国「嬰兒潮(ベビーブーム世代)」の退職始まる

〈中国出生数の推移〉



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。
モデル）を使い算出されるものです。

取引手数料

- 約定代金の0.275%（税込）
- ・最低手数料：550円（税込）
- ・上限手数料：5,500円（税込）

※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