

視界不良な中国市場との向き合い方

Oct 31st, 2023

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®)

■ 中国市場を見る上で大切な視点

① 景況感・企業動向

- 経済指標、経済政策
- 企業決算、CA(コーポレートアクション)

② 「カネ回り」

- 債務問題
→ 不動産セクター、地方政府、個人、その他
- 銀行、信託、企業、シャドーバンキング
- 経済・金融政策

③ 「ソフト・パワー」

- ※ 信用度、友好・親密度、公平性、ブランド力
- 政治・外交
 - 多国間の交易圏 & 安全保障
 - 中国内のビジネス環境

④ 市場の「歪み」

- ※ 市場がどこまで実態・見通しを表しているか？
- 当局の介入・操作による価格形成
 - 取引参加者、取引内容の制限
 - 正確な情報に基づく価格形成

■ 中国をめぐる8月の動き…重要なターニングポイント？

<p>①景況感</p>	<p>8/8: 7月貿易統計：輸出・輸入ともに前年比で10%を超える減少 8/9: 7月CPI：2021年2月以来の前年比マイナス 8/15: 7月工業生産、7月小売売上高などが軒並み悪化</p>
<p>②カネ回り (不動産など)</p>	<p>8/10: 碧桂園が8/6期日のドル建社債2本の利払い不履行 碧桂園が赤字転落の業績見通しを発表 8/17: 中植企業集団が流動性危機と債務再編の着手を表明 8/18: 中国恒大集団が「米連邦破産邦第15条」の適用申請 8/27: 株式市場のテコ入れ策(印紙税引き下げなど) 8/28: 中国恒大集団の株式取引再開(22年3月21日から停止)</p>
<p>③ソフトパワー (政治・外交関連など)</p>	<p>8/9: 米政府が半導体など、中国への投資を規制する大統領令 8/10: 中国が日本を含む約80カ国に団体旅行を解禁</p>

■ 香港ハンセン指数(週足)の動き (9/19時点)



■ 上海総合指数(週足)の動き (9/19時点)



■ 中国投資銀行大手の中金(CICC)が年初に公表した「10大予測」

- 展望一：米国は不況圧力が強まる一方、中国は世界で率先して景気回復
美国衰退压力加大，中国有望在2023年实现全球率先复苏。
- 展望二：A株と香港株は大幅なプラスのリターン達成。香港株は段階的にA株をアウトパフォームする
A股和港股2023年有望实现明显正收益，港股阶段性跑赢A股。
- 展望三：コロナ後の需要回復で、国内のインフレは上昇圧力に直面する
疫后伴随需求修复，国内通胀或面临阶段性压力。
- 展望四：中国の金融緩和は縮小、金利は上昇し、主要資産株は債券よりも強い
中国货币宽松势减，利率中枢上行，大类资产股强于债。
- 展望五：不動産の販売面積が回復してプラス成長、住宅価格も一部で上昇圧力に直面する
地产销售面积回升并转为正增长，房价局部面临上行压力。
- 展望六：米国の景気後退と在庫削減サイクルの下で、中国の輸出は依然として圧力にさらされる
美国衰退和主动去库存周期下，中国出口仍或有压力。
- 展望七：コロナの影響が薄れていくにつれ、一般消費産業は2023年に超過収益の重要な分野になる可能性
疫情影响逐渐淡出，泛消费行业可能是2023年重要的超额收益领域。
- 展望八：インターネットと製薬業界は2023年に反転する
互联网和医药行业有望在2023年迎来反转。
- 展望九：財務状況は全体的に改善傾向にあり、海外資金も徐々に戻ってくる
资金面整体好转，海外资金逐步回流。
- 展望十：米ドルのトレンド転換点は年後半に来る可能性があり、人民元は乱高下する可能性
美元趋势性拐点或待下半年，人民币震荡走强。

■ 直近の中国経済指標では持ち直しの兆候も？

< 2023年10月公表の中国経済指標の状況 >

	指標	結果	予想	前回
7-9月期	実質GDP成長率（前年同期比）	4.90%	4.80%	6.30%
9月	鉱工業生産指数（前年比）	6.90%	6.50%	7.20%
9月	小売売上高（前年比）	5.50%	5.30%	8.50%
9月	固定資産投資（前年比）	5.30%	5.20%	6.20%

■ 10月分のPMI(購買担当者景気指数)

(製造業)

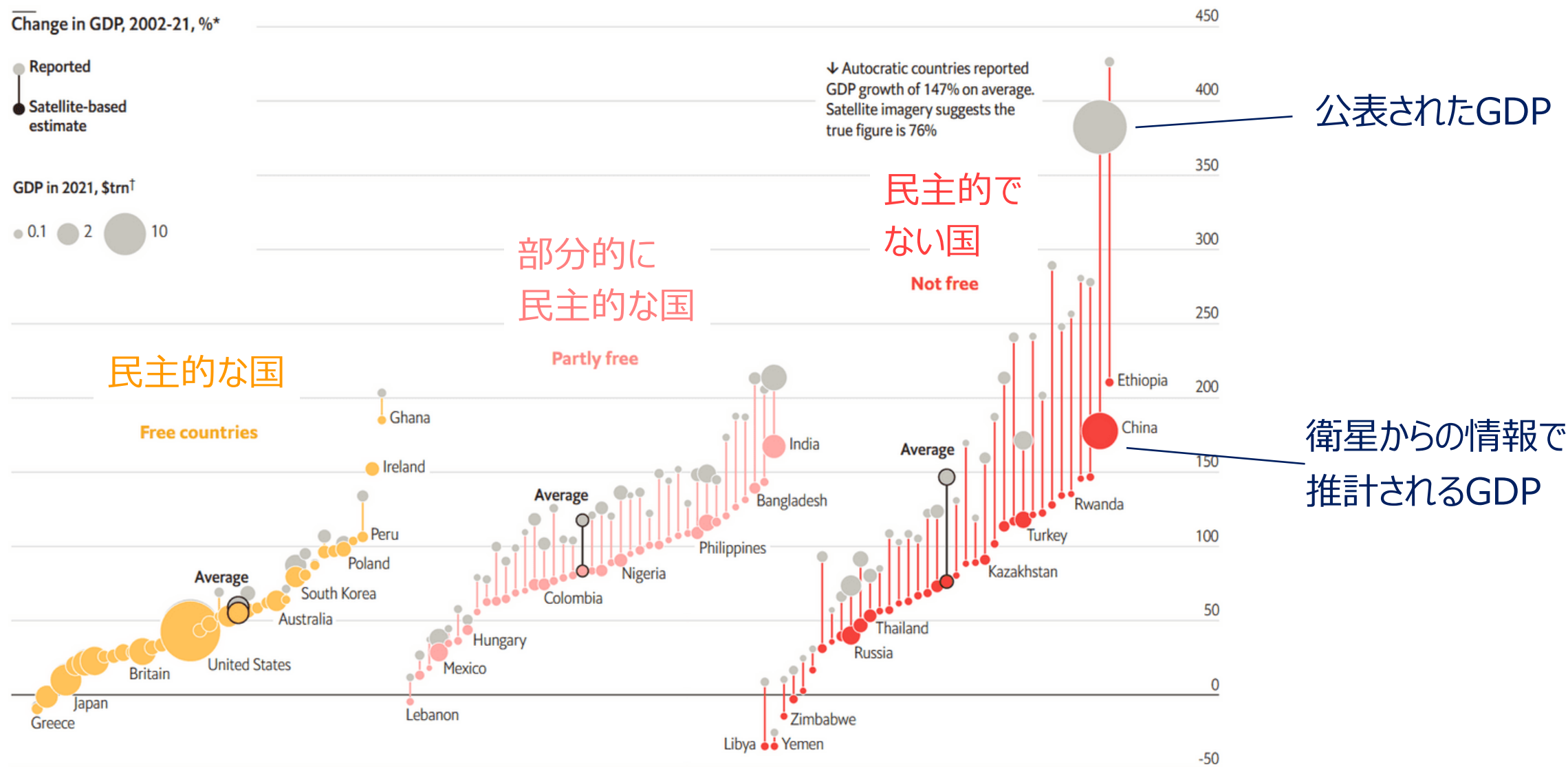
項目	結果	前月	予想
製造業PMI	50.2	49.5	49.6
新規受注	50.9	49.7	
生産	50.2	49.5	
在庫	49.8	49.2	
雇用	50.0	49.4	
価格	50.7	50.3	
輸出	51.8	50.9	

(非製造業)

項目	結果	前月	予想
製造業PMI	51.7	51.5	51.6
新規受注	52.3	52.2	
生産	51.5	51.3	
在庫	51.1	51.0	
雇用	51.4	51.2	
価格	51.9	51.8	
輸出	52.5	52.4	

■ ホントの中国経済の実態は？ ～ 衛星(夜の明かり)でみたGDP ～

<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

■ 中国株の物色対象の視点

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

EV

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ムが稼ぎづらくなった
- ・収益化に時間のかかる分野に過剰投資

■ アリババグループ株(BABA)の動き

2023/10/18時点



■ テンセント株(HK:0700)の動き

2023/10/18時点



■ アリババとテンセントのEPS(1株あたり利益)の推移

<アリババ>

	20年4Q	21年1Q	21年2Q	21年3Q	21年4Q	22年1Q	22年2Q	22年3Q	22年4Q	23年1Q	23年2Q	23年3Q
EPS(USドル)	22.03	1.58	16.60	11.20	16.87	7.95	10.71	11.73	12.92	19.26	17.37	
予想	20.59	11.16	14.32	11.86	15.93	7.10	9.46	10.78	11.74	16.63	14.59	15.26

<テンセント>

	20年4Q	21年1Q	21年2Q	21年3Q	21年4Q	22年1Q	22年2Q	22年3Q	22年4Q	23年1Q	23年2Q	23年3Q
EPS(HKドル)	3.41	3.42	3.50	3.27	2.55	2.62	2.90	3.31	3.04	3.35	3.90	
予想	3.52	3.54	3.45	3.32	2.86	2.78	2.42	3.02	2.86	3.38	3.74	4.21

■ IT企業に対する規制緩和が進む

2023年1月：IT企業の金融業務に関する規制を緩和

2023年2月：IT企業の海外への投資に関する規制を緩和

2023年3月：IT企業の独占行為に関する規制を緩和

ゲーム規制を緩和

■ 大手プラットフォームへの政治的関与が強まっている？

＜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

⇒ 当初は警戒材料だったが、現在は支援材料となる可能性も

■ 2021年のEV販売台数上位企業

順位	社名	販売台数	コード ティッカー
1	テスラ(米)	93.6万台	NQ:TSLA
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	浙江吉利控股集团	11.0万台	※ 香港:00175

順位	社名	販売台数	コード ティッカー
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	小鹏汽車(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	合衆新能源汽车(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

■ 2023年10月20日時点のEV販売台数上位企業

順位	社名	販売台数	コード ティッカー
1	BYD(中)	66万台	香港:01211 深:002594
2	テスラ(米)	56万台	NQ:TSLA
3	フォルクスワーゲン(独)	48万台	
4	上海汽車集団(中)	42万台	上:600104
5	浙江吉利控股集团	39万台	※ 香港:00175
6	現代自動車(韓)	36万台	
7	ルノー(仏)	32万台	
8	GM(米)	28万台	NY:GM
9	フォード(米)	26万台	NY:F
10	メルセデスベンツ(独)	24万台	

順位	社名	販売台数	コード ティッカー
11	BMW(独)	22万台	
12	日産(日)	20万台	7201
13	アウディ(独)	18万台	
14	Honda(日)	16万台	7267
15	トヨタ(日)	15万台	7203
16	ポールスター(スウェーデン)	14万台	
17	中国長安汽車集団(中)	13万台	香港:00625 深:200625
18	広州汽車集団(中)	12万台	香港:02238 上:601238
19	起亜自動車(韓)	11万台	
20	Volvo(スウェーデン)	10万台	

■ BYD(HK:01211)の動き

2023/10/18時点

(HKドル)

22/6/28

21/11/24

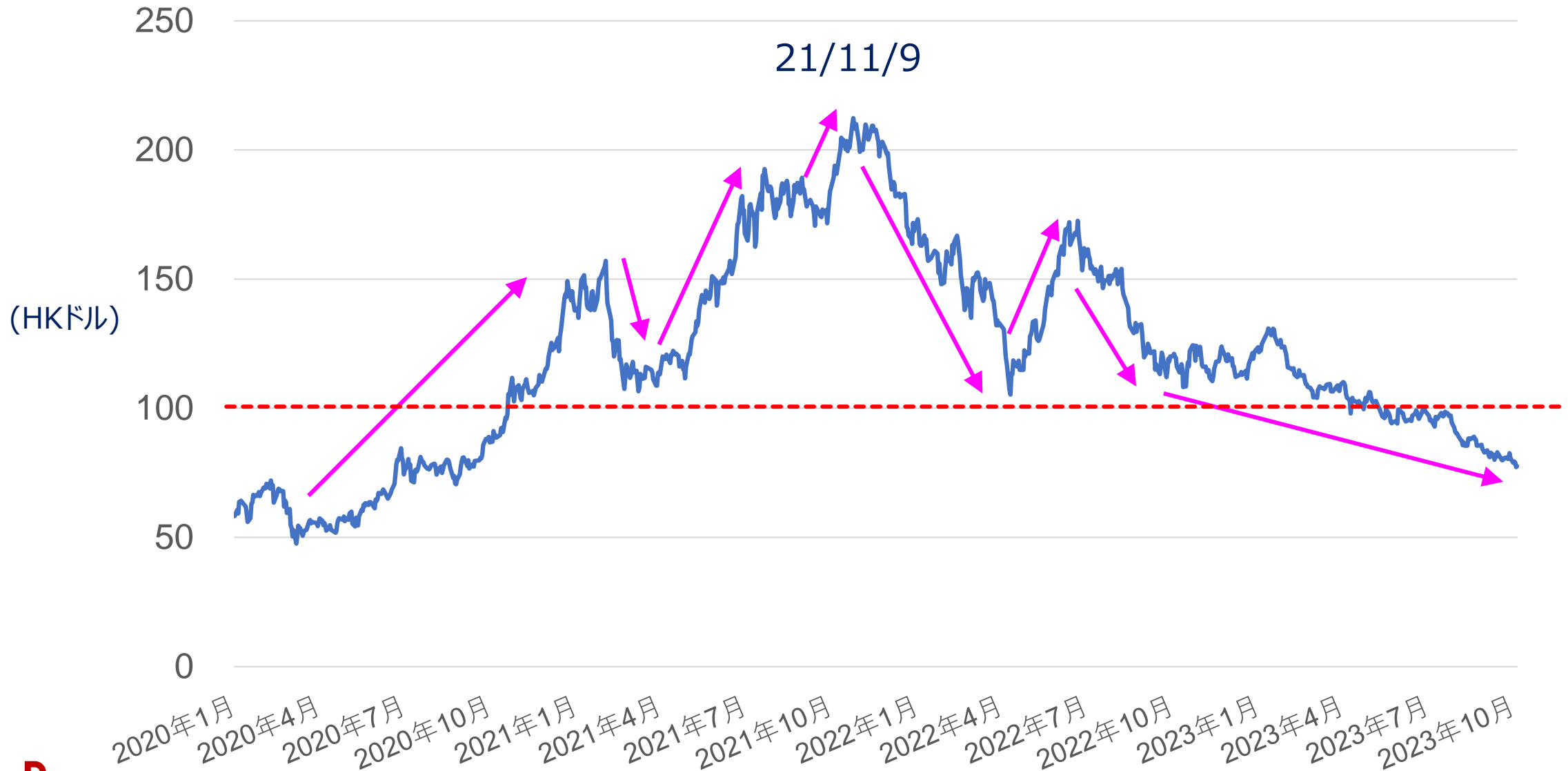
21/1/25

22年8月～23年5月
バークシャー・ハサウェイ
株式売却(1億7556万株)



中国電気自動車(EV)関連ETFの動き 2023/10/18時点

<Global X中国EV・バッテリーETF (香港:02845)の日足チャート>



中国恒大集団(HK3333)の動き

2023/10/18時点

(HKドル)



(出所)Bloombergデータを元に作成

■ 碧桂園(HK2007)の動き 2023/10/18時点

(HKドル)



(出所)Bloombergデータを元に作成

中国恒大集団と碧桂園のざっくり比較



恒大集團

碧桂園

(エバー・グランデ)

(カントリー・ガーデン)

設立	1996年	1992年
本社	深圳市	広州市
売上高	2,301億元	4,300億元
純利益	-1,258億元	127億元
負債総額	2兆4,400億元	1兆4,300億元
資産総額	約1兆8400億元	1兆7,400億元

- 手掛けている国内不動産開発案件数は碧桂園が多いとされる
→(推計ベース) 恒大集団：800件、碧桂園：3,200件

■ 最近は碧桂園をめぐる動きが話題

・ 2023年8月

碧桂園の8/6期日のドル建社債 2本の利払い不履行が発覚
碧桂園が赤字転落の業績見通しを発表

・ 2023年9月

利払いを実施し、デフォルトを土壇場で回避(30日の猶予期間)
ただ、再び9/17期日のドル建社債の利払い不履行

・ 2023年10月

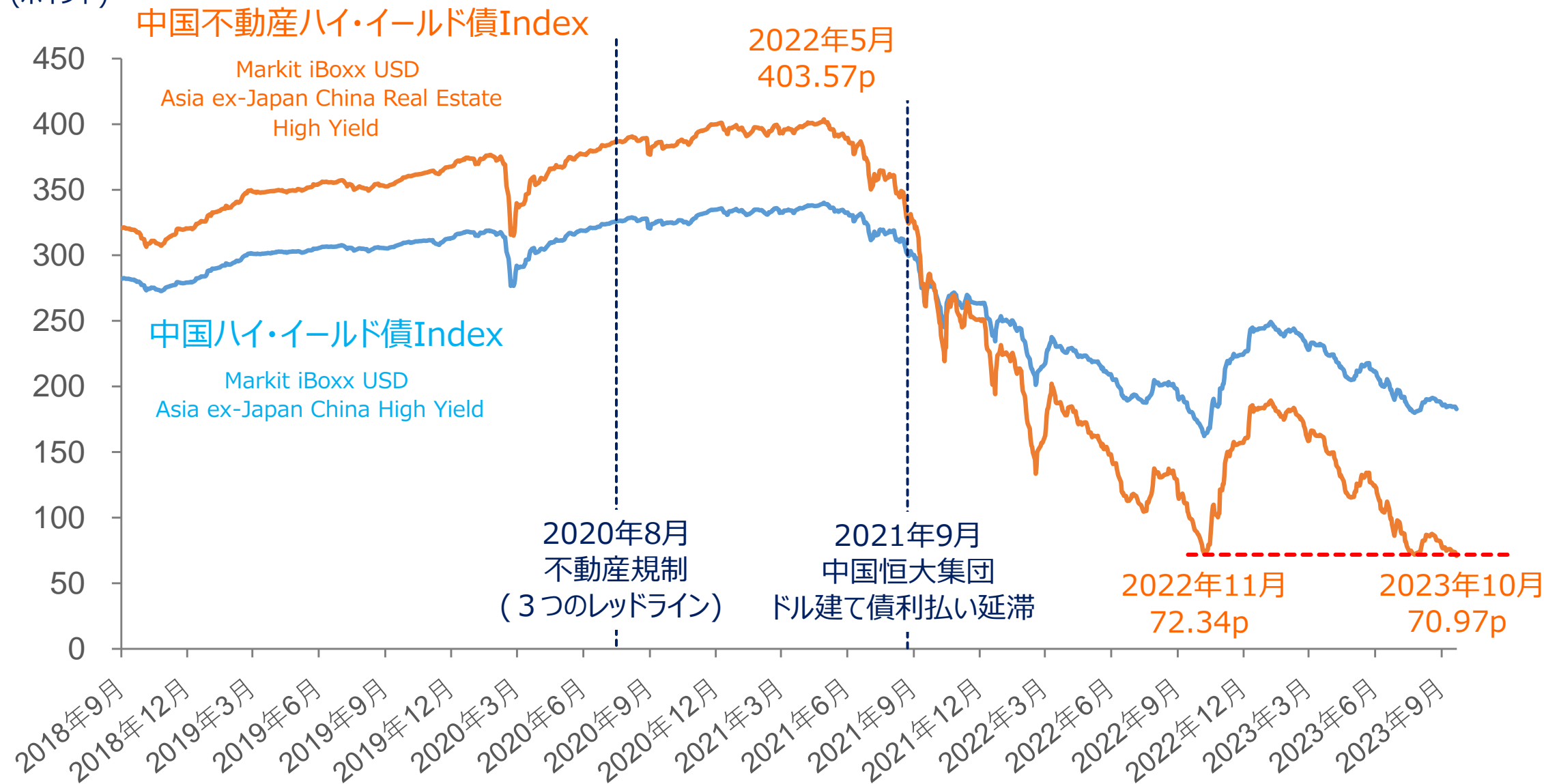
30日の猶予期間が迫る中で利払いできていない状況
香港ドル建て社債についても利払いできない見込みを公表

クロスデフォルト条項の発動

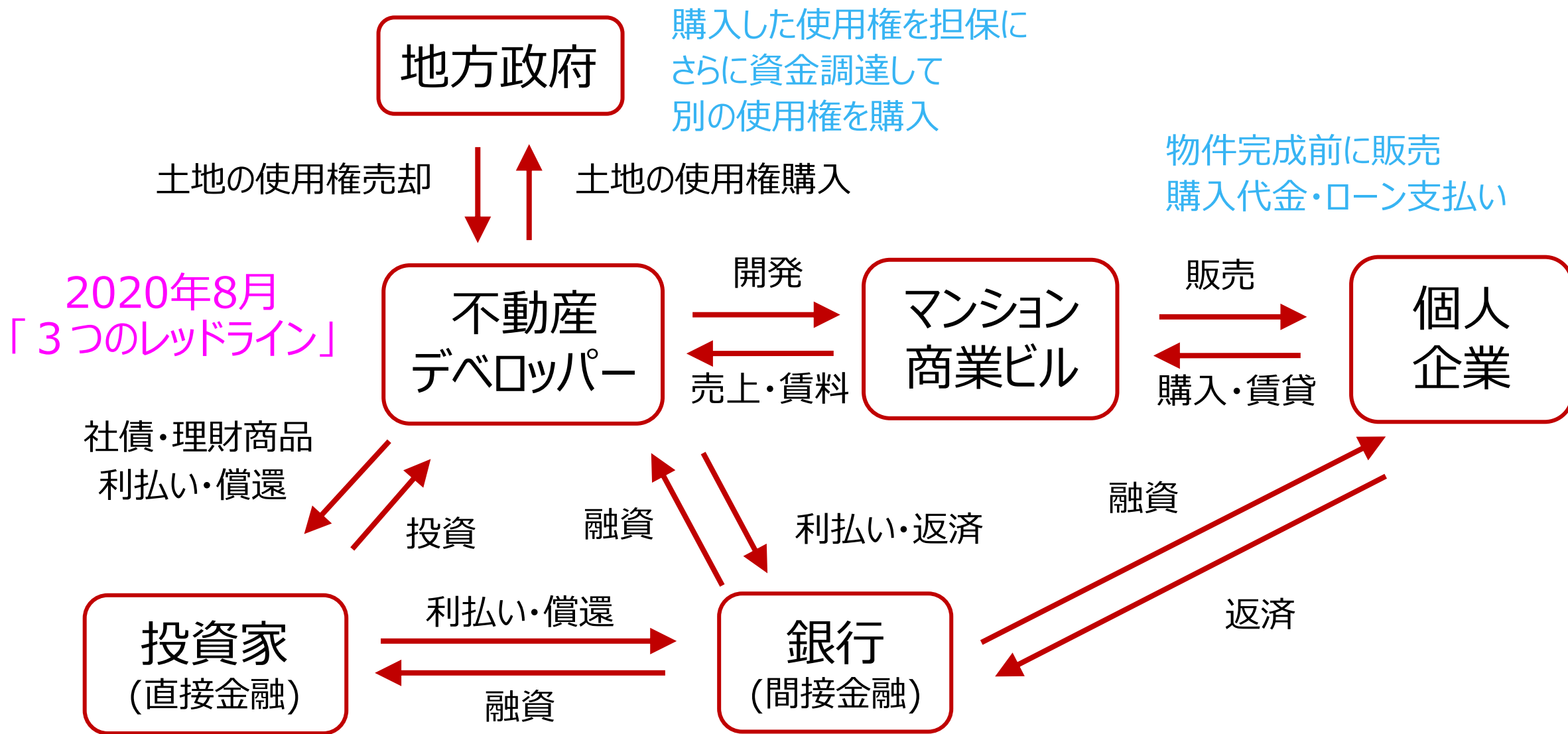
債務者が1つの債務に対して返済を履行できず、デフォルトとなった場合、その債務者が負う他の全ての債務に関してデフォルトになったとみなされ、債権者が債務者に返還を要求できるという条項

中国不動産リスクは市場でどこまで織り込まれているか？

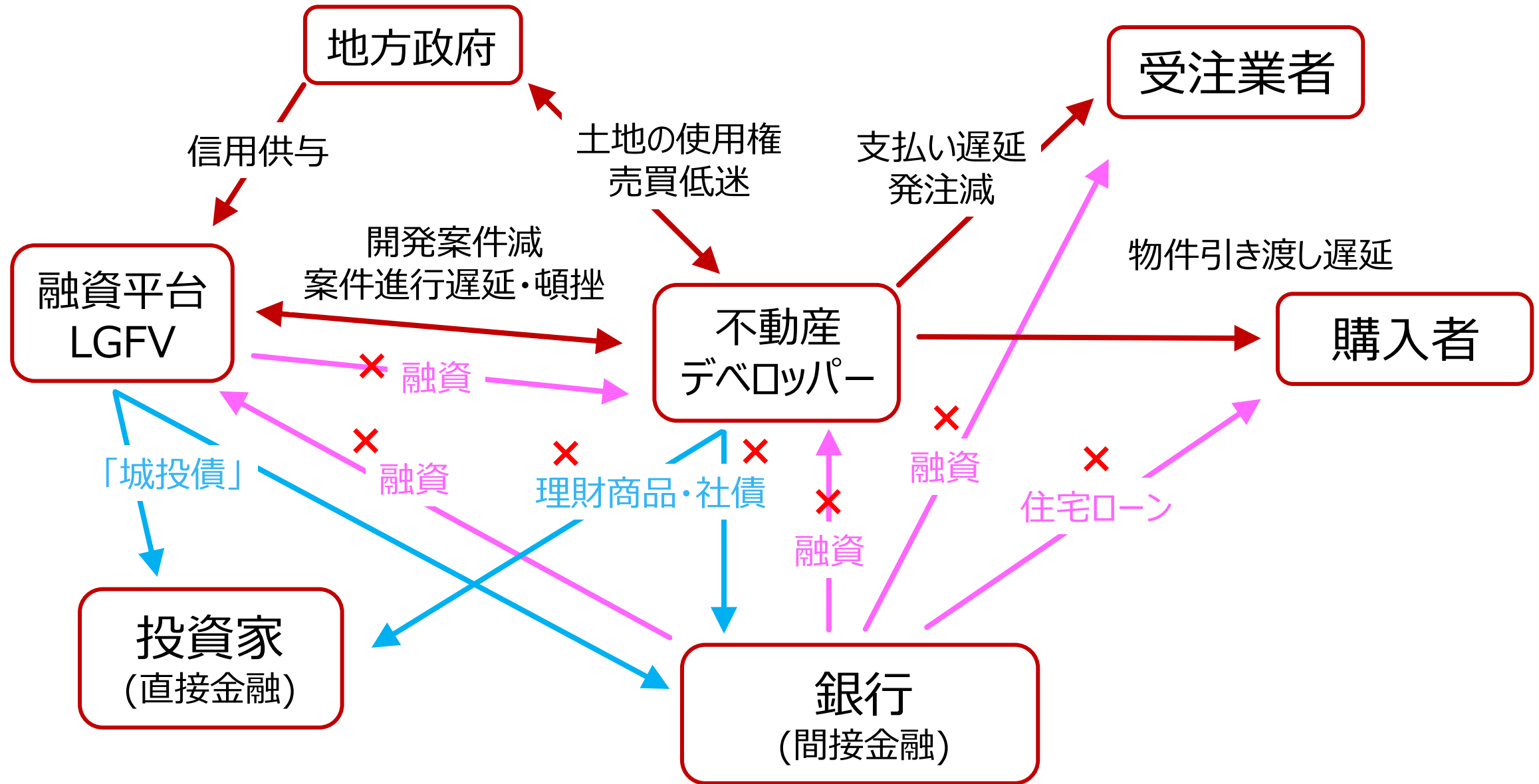
(ポイント)



不動産をめぐる懸念の構図 ①



不動産をめぐる懸念の構図 ②



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、5兆9,100億元(約120兆円)
→中国GDPの約5%の規模感 (2022年末)は、6兆1,068億元(約121兆円)

- 「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1兆1,944億円)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

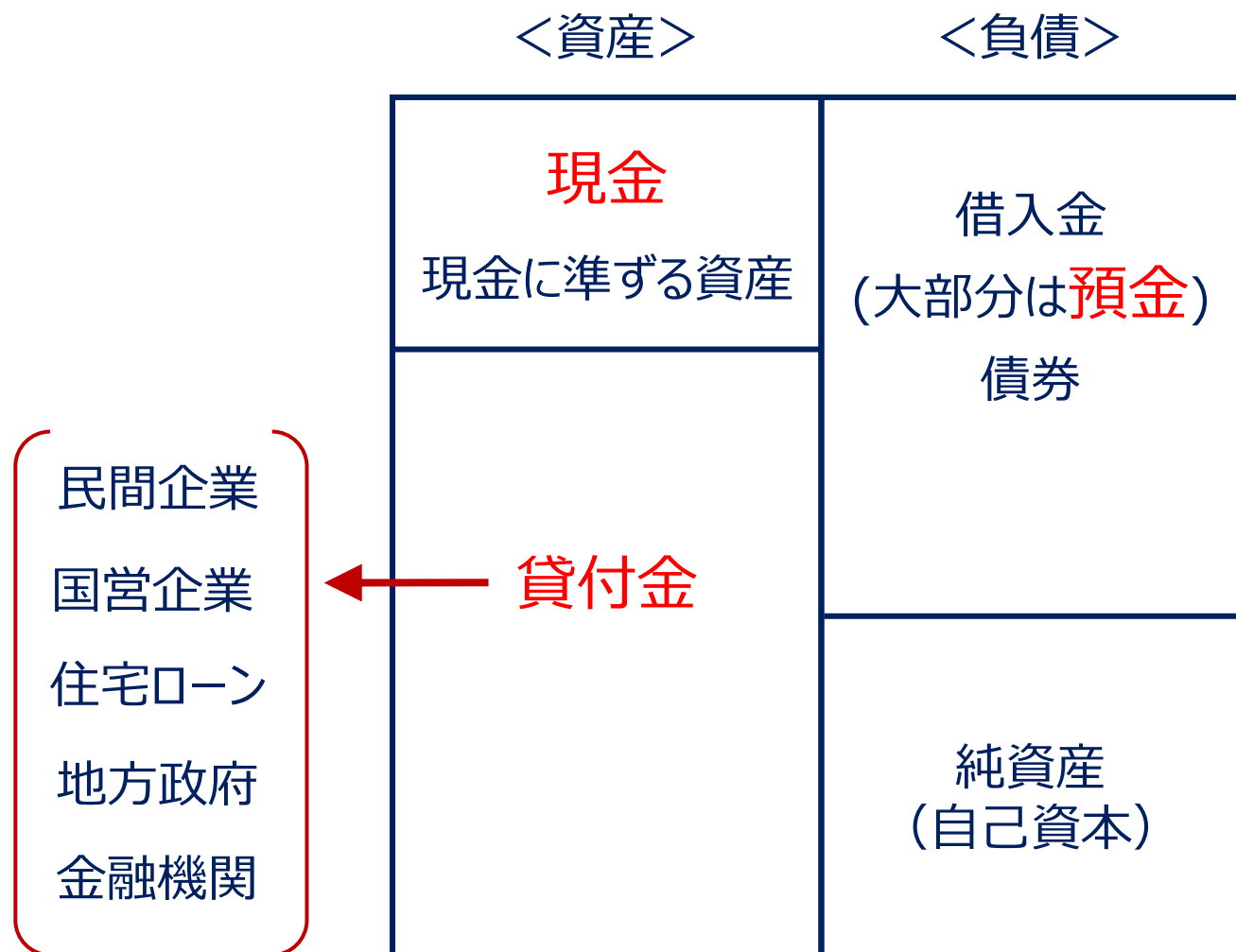
⇒ 負債の返済はもちろん、運行の維持も危うい

(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

■ 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＞



■ 中国発の金融危機は起こり得るか？

① 中国の「カネ回り」悪化が世界金融危機に発展する可能性は低い

- ・ 海外はすでに想定済み … 「中国ハイ・イールド債インデックス」が大きく下落
2021年8月:400p → 2022年10月:72p → 2023年8月:71p
- ・ 中国の債務が金融商品を通じて海外に流通している規模は小さい見込み

② 中国の低迷が長期化する可能性は高い

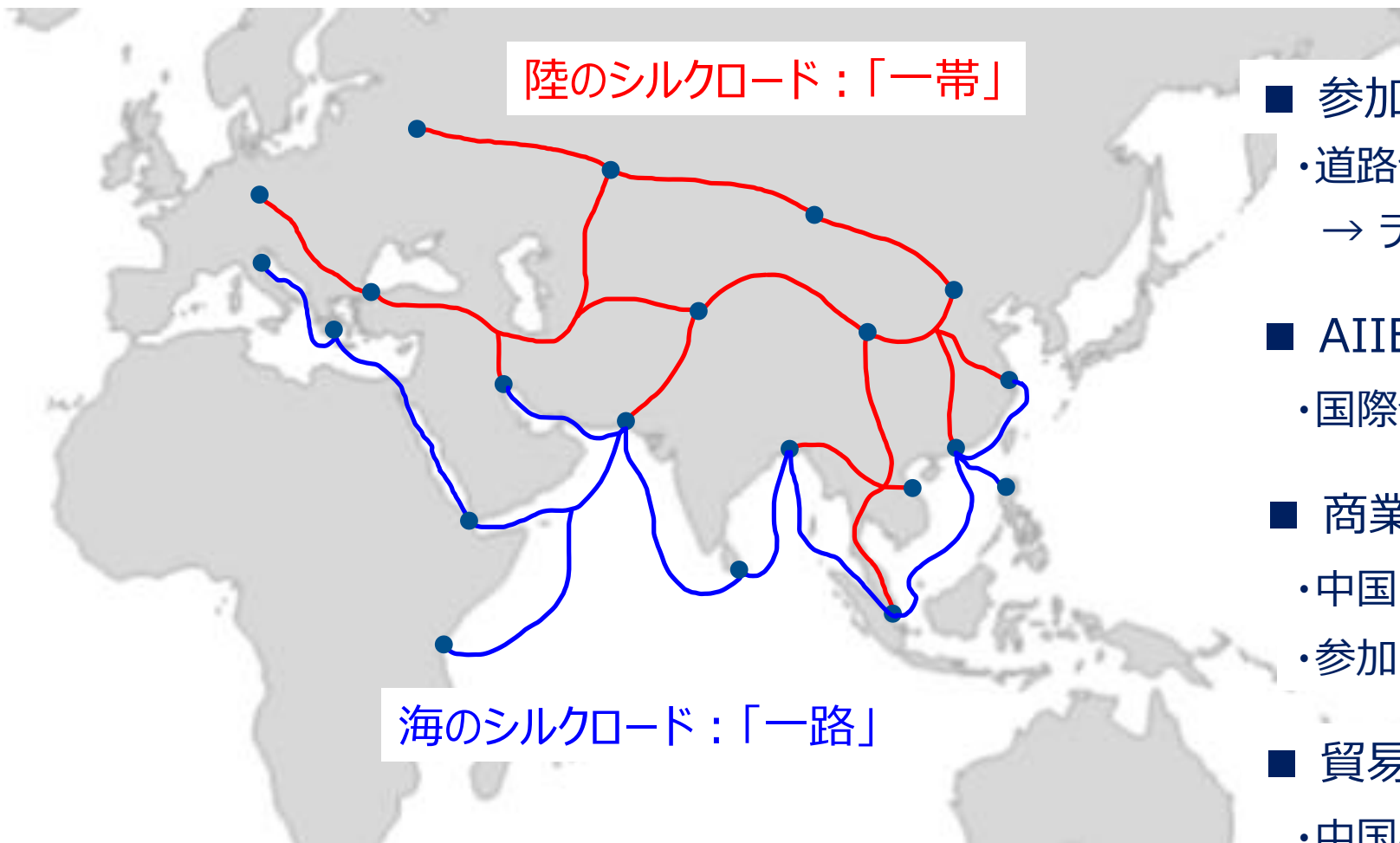
- ・ 債務問題の拡大懸念がくすぶる … 鉄道、直接金融、銀行など
- ・ カネ回り悪化の影響による景気減速やデフレ警戒
- ・ 中国の弱い「ソフトパワー」 … 海外からの投資を呼び込みにくい

③ 中国経済悪化の影響や、中国国内の混乱などがリスク

- ・ 中国と関連の深い海外企業の業績悪化、中国企業が保有する海外資産の売却
- ・ 政権に対する国内の不満の高まりと、不満を逸らすための政治的行動

■ 中国の「一帯一路」政策について ①

< 習近平国家主席が2013年に提唱した広域経済圏構想 >



- 参加国のインフラ整備
 - ・道路や鉄道、港湾、通信網など
 - ラオス高速鉄道、ギリシャ港湾整備
- AIIB(アジアインフラ投資銀行)発足
 - ・国際金融市場でのプレゼンス向上
- 商業圏の拡大
 - ・中国国内の過剰生産力の緩和
 - ・参加国の経済成長を取り込む
- 貿易拡大・資材の安定調達
 - ・中国と参加国の貿易額：毎年平均で+6.4%

■ 中国の「一帯一路」政策について ②

< 時間の経過とともに浮彫りとなった課題・問題点 >

① 積極的な融資の弊害 …回収できない懸念

- 手掛けたインフラ開発案件の収益性への疑問
- 中国国内の経済状況の悪化：開発案件が途中で止まる可能性

② 参加国との摩擦 …「Win-Win」ではない関係

- 中国からの資金、労働力・資材調達による開発が多い
→ 「参加国のメリットよりも中国のメリットが大きい」不公平さ
- 現地のニーズや環境問題への配慮が足りない開発案件での批判
- 参加国の債務負担だけが残る「債務のわな」批判
→ 港湾や空港などのインフラ権益を中国に譲渡・貸与するケースも

③ 安全保障面での警戒心・世界分断化への懸念

- 参加国との関係…「カネ(経済的メリット)」に加え、「反米」の要素が強まる可能性

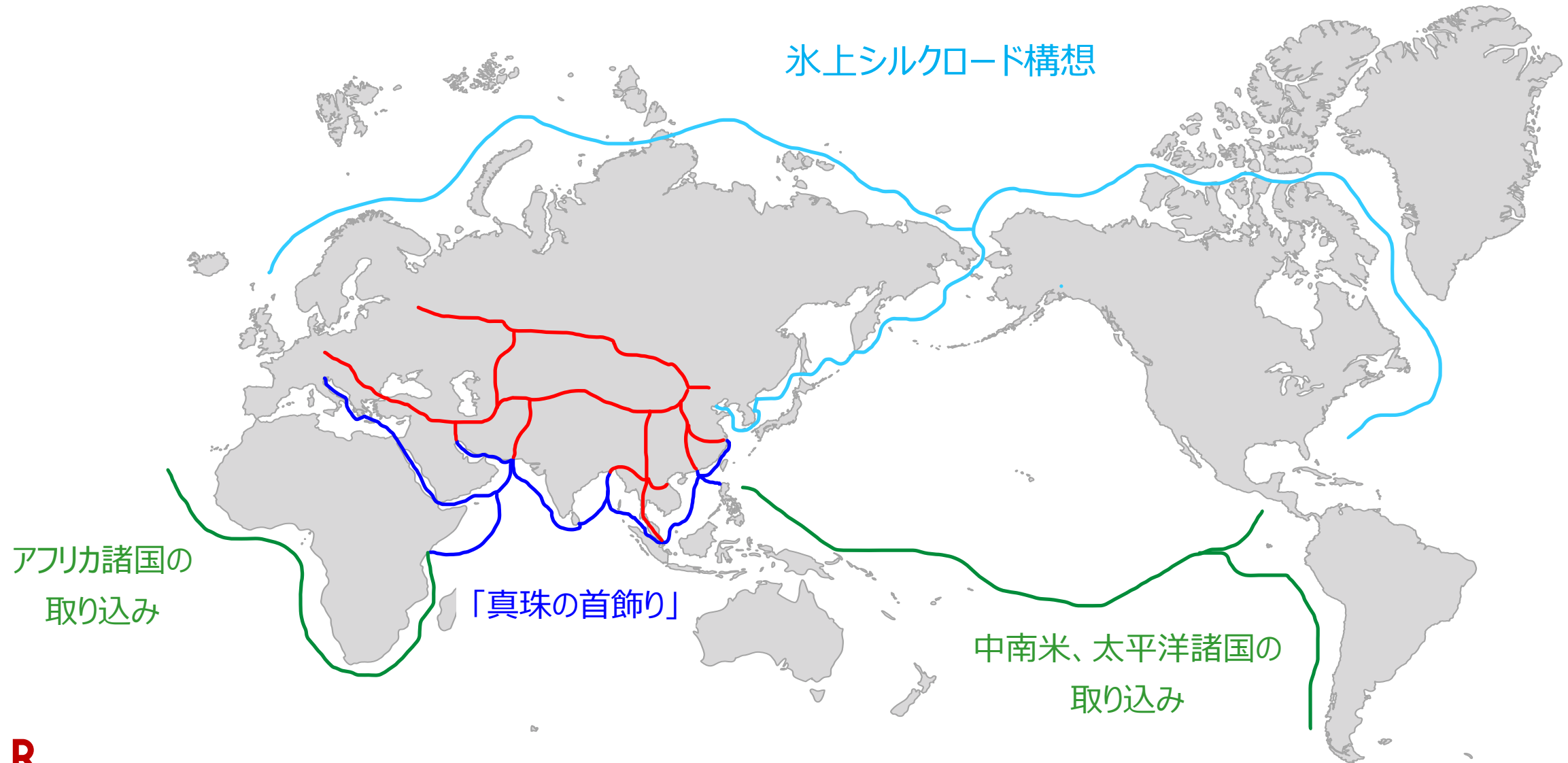
■ 中国の「一帯一路」政策について ③

< 中国の中・低所得国向け融資額の推移 >



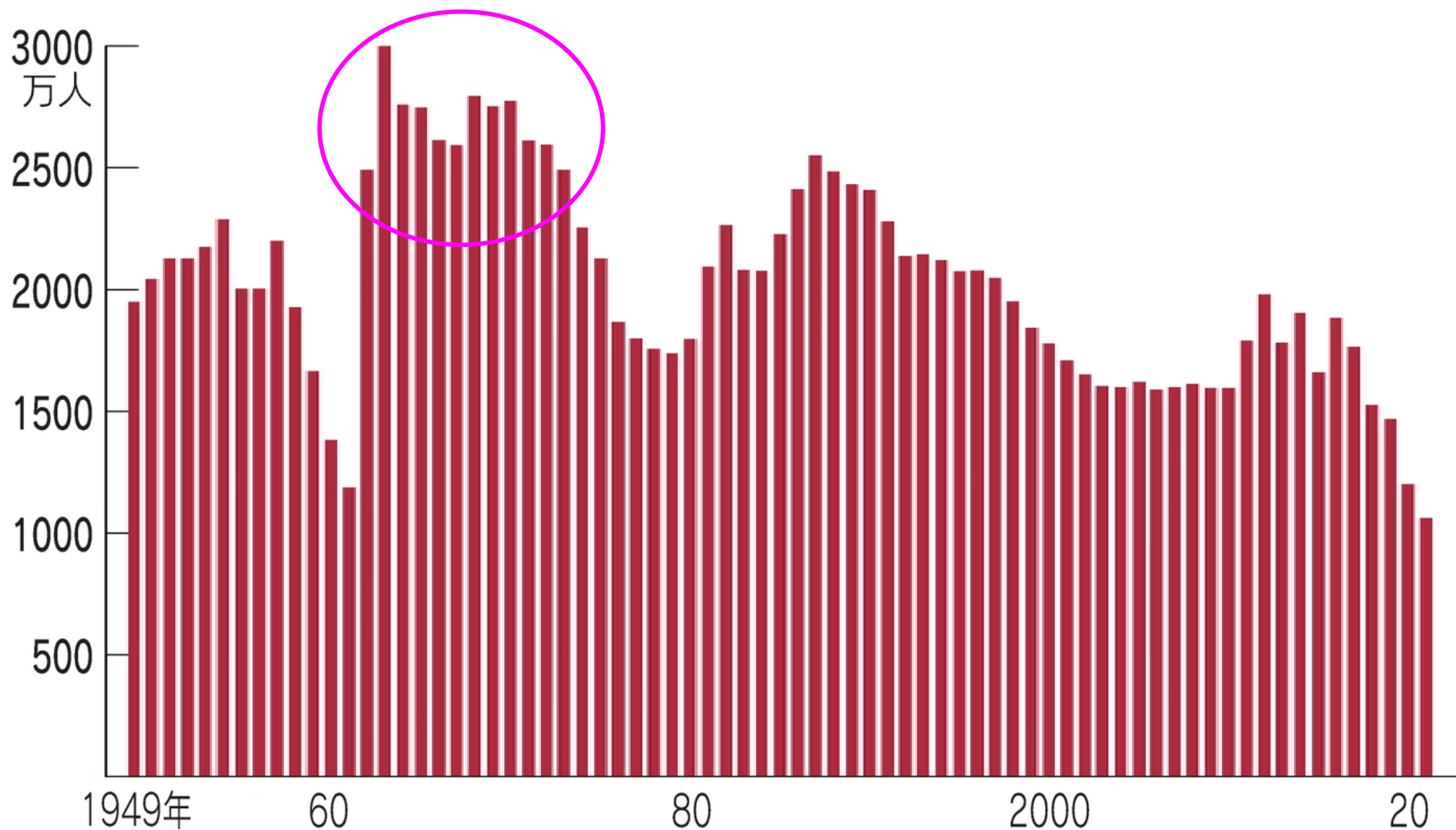
■ 中国の「一帯一路」政策について ④

< 安全保障(経済・軍事)面での警戒 >

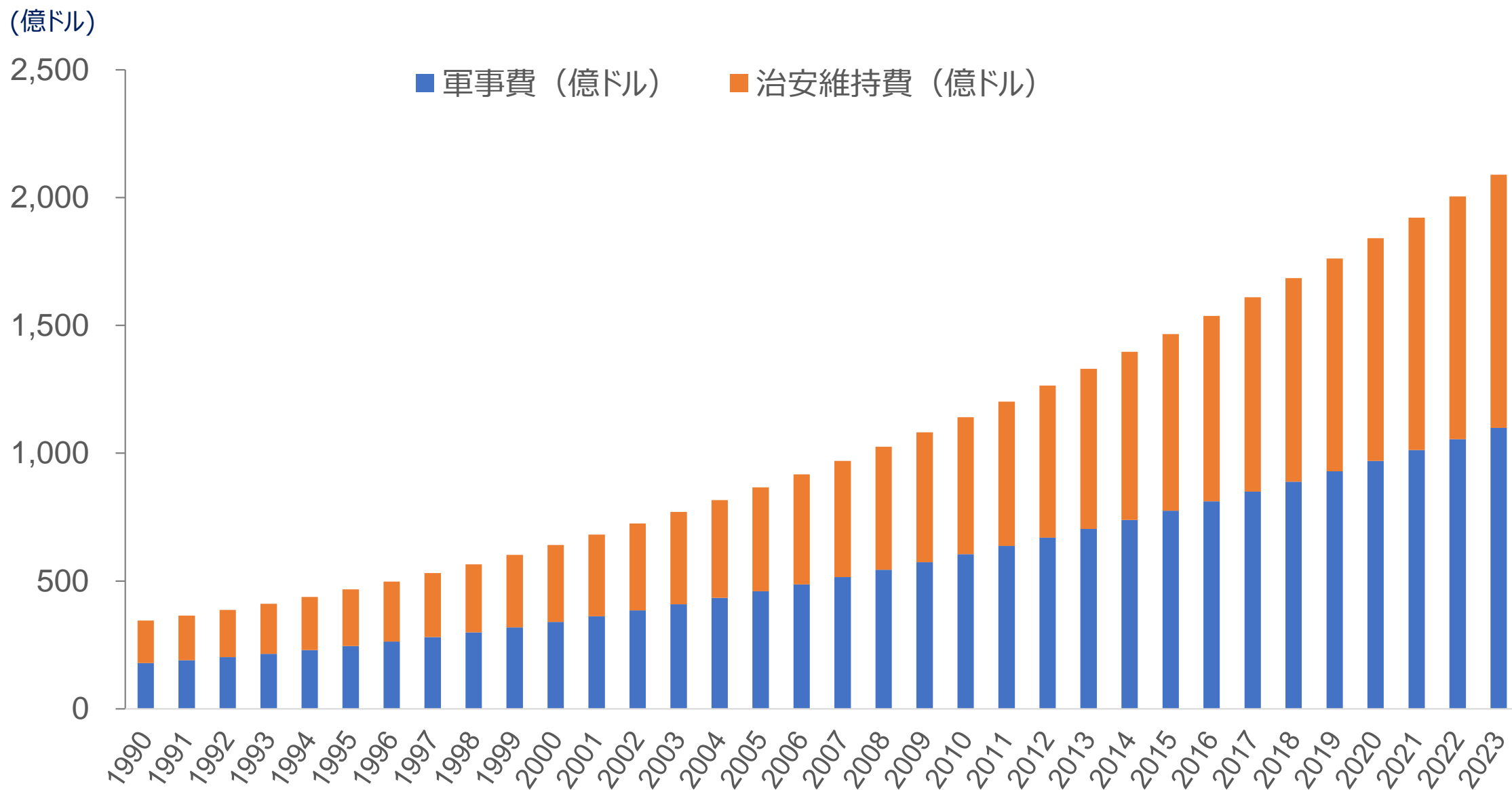


■ 2022年から中国「嬰兒潮(ベビーブーム世代)」の退職始まる

＜中国出生数の推移＞



■ 軍事費と治安維持費用の推移



■ 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
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	汚職撲滅 中国の夢 一帯一路 共同富裕

Rakuten 楽天証券