

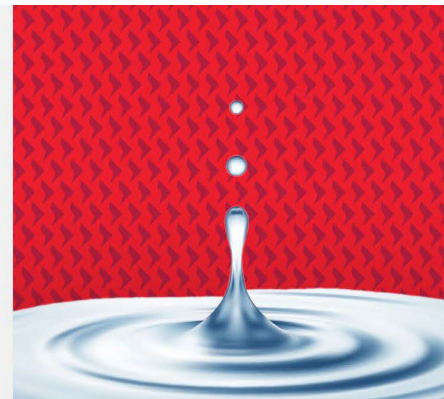
invested in insights.

eastspring
investments

A Prudential plc (UK) company



中国株式： カタリストを待つ市場

**Jingjing Weng**リサーチ・リード、株式運用部門
イーストスプリング・インベストメンツ（上海）

ポイント

- 中国の最近の経済指標には明るい材料も見受けられます。前途は依然として厳しいものの、中国経済は最悪期を脱した模様です。
- 中国株の現在の魅力的なバリュエーション水準と世界の投資家の中国株へのエクスポージャーの低さを考えると、特に過去12か月でアウトパフォームした割高な他の市場と比較した場合、中国株は魅力的な長期投資先となり得ます。
- 中国株市場の持続的な上昇には、政府の大規模設備の更新や消費財の買い替え推進プログラムの実施、そして更なる財政支援・金融緩和が必要となります。また、政策当局が景気支援に向けて先手を打つ動きの兆しも重要なカタリスト(材料)となることでしょう。

本稿執筆時点(2024年4月2日時点)で、中国A株市場(CSI300指数)は、投資家による底値買いと中国政府による買いを背景に、年初来で4.36%上昇し堅調に推移しています。この上昇の背景には、経済のファンダメンタルズの緩やかな改善があります。中国の1～2月の発電量は前年同期比8.3%増、鋳工業生産は前年同期比7%増とコンセンサス予想の5.2%増を上回りました。年初来2か月間の輸出は前年比7%増となり、コンセンサス予想の1.9%増を上回りました。

2月の消費者物価上昇率も、4か月にわたる低迷の後、前年同月比で0.7%の上昇となりました。直近では、国家統計局(NBS)が発表した3月の製造業PMIが市場コンセンサスを上回る50.8となり、前月の49.1から上昇しました。これは過去12か月で最高の数値であり、外需と内需双方の改善を反映しています(図表1参照)。はたして中国経済と市場は、それまでの低迷からの曲がり角に達したのでしょうか？

輸出と消費がカギを握る

“前途は依然として厳しいものの、中国経済は最悪期を脱した”、と私たちは考えています。中央政府が地方政府の既に高まった債務返済負担を抑えることにフォーカスしているため、今年のインフラ支出は緩やかになることが予想されます。2月に発表された中国人民銀行(中央銀行)による最優遇貸出金利(ローンプライムレート：LPR)の5年物の過去最大の幅(従来の年4.2%から年3.95%へと0.25%の引き下げ)での引き下げは、政府が不動産セクターの安定化を望んでいることを示す重要なシグナルとなりました。政府が推進する都市再開発プロジェクトは、中国の不動産セクターをさらに安定させるのに役立つでしょうが、同セクターの強力な反発を引き起こすことはないでしょう。とはいえ、不動産セクターが今後、より広範な経済の足を引っ張る可能性は小さいとみられます。

英国ブルーデンシャル社は、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。

最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているブルーデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるブルーデンシャル・アシユアランス社とは関係がありません。

※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

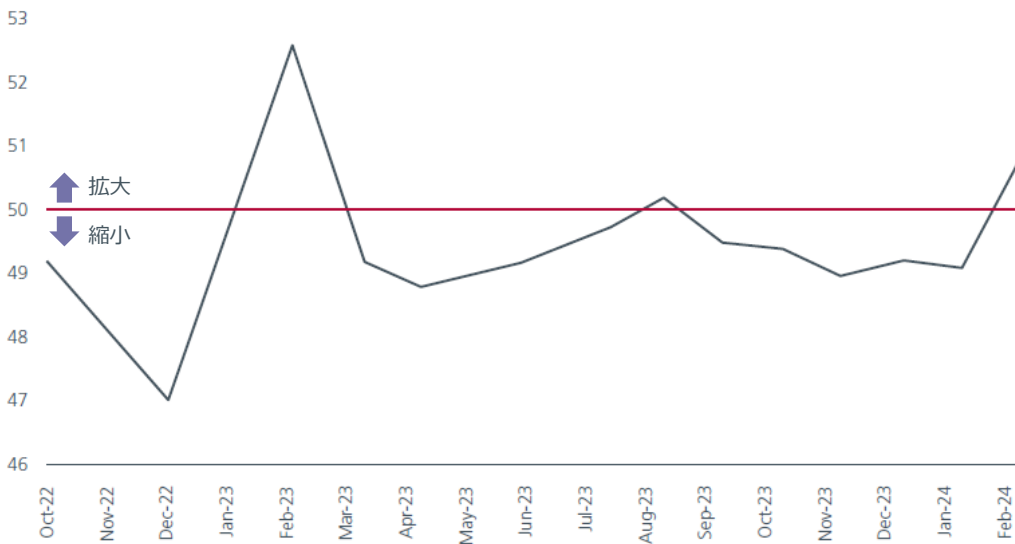
イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第379号/加入協会 一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

240520(01)

invested in insights.

図表 1: 中国の製造業PMI



出所：Bloomberg のデータ(2024年4月)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(上海)が作成。

中国が2024年のGDP成長率目標5%を達成するためには、輸出と消費がカギを握ります。地政学的・貿易的緊張の中、中国は主な輸出先をそれまでの米国や欧州から新興国へと多様化させています。製品の高度化、製品構成の改善、競争力の向上により、中国の自動車、バッテリー、建設、太陽光パネル、送電機器といった分野には大きな輸出機会が生まれています。2024年の政府活動報告で強調された『新質生産力(新たな質の生産力)』の推進という重要目標に沿って、政府は大型設備の更新と消費財の下取り(買い替え)を推進する方針を示しました。こうした動きは消費を押し上げるのに役立つことでしょう。

2015/2016年の中国経済と市場の低迷期と比較すると、現在の企業サイドの状況は、より明るいものと思われます。現在の中国の海外売上高は総売上高の約15%を占め、2015年の12.5%から上昇しました。不動産を除いた企業のEBITDA(利払い・税引き・減価償却前利益)に対する純負債で測定されるレバレッジは大幅に低下し、フリーキャッシュフローの創出は2012年以降で歴史的な高水準に近づいています(図表2参照)。これにより、企業は株主への資本還元を高めることができ、配当性向は2015/2016年の29%から直近は33%に上昇しました。

中国株への投資

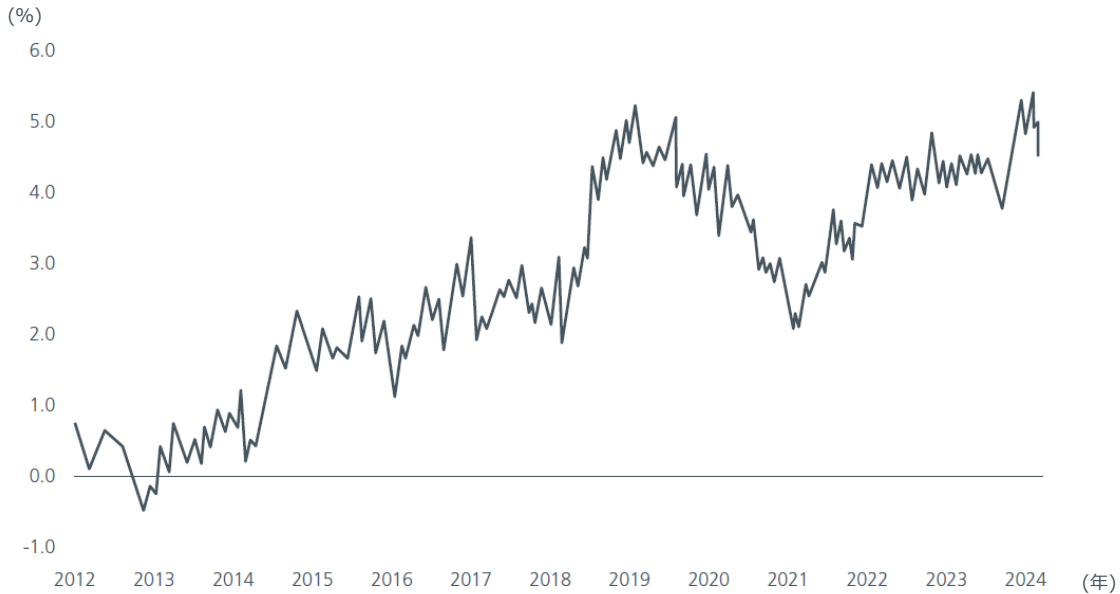
CSI300指数は現在、12か月先予想PER(株価収益率)が10.3倍前後の水準にあり、これは過去10年間の平均値²に近い水準となっています。一方、世界の多くの機関投資家³は現在、中国A株市場をアンダーウェイトのポジションでみていますが、私たちは海外投資家が本年3月、2か月連続で香港経由でのオンショア株(中国本土株)のネット売買額でプラスに転じたことに注目しています。

中国の経済成長は以前ほど力強いものではありませんが、株式市場に投資機会がないわけではありません。セクター別にみると、資本財、耐久消費財、エネルギー、銀行、公益セクターは、年初来で1桁台後半から2桁台半ばのリターンを記録しています⁴。私たちは当面はバリュー投資戦略を 선호します。つまり、バリュエーション水準が低く、配当利回りが安定し、ファンダメンタルズが安定している企業を 선호する一方で、他方では、世界の同業他社と比べて市場シェアを拡大している企業や、有望な成長セクターで今後の新たなテクノロジー・ブームの恩恵を受けるのに適したポジションにある企業への投資エクスポージャーも組み合わせて投資戦略のバランスをとっています。

invested in insights.

図表 2: 中国企業のフリーキャッシュフロー利回り*の推移

*フリーキャッシュフローが株式時価総額に占める割合。



出所：Factset、UBS のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ(上海)が作成。
※対象ユニバースはMSCI中国インデックス。

中国株の現在の魅力的なバリュエーション水準と投資家のエクスポージャーの低さは、特に過去12カ月間にアウトパフォームした割高な他の市場と比較した場合、魅力的な長期投資先となり得ます。中国市場の持続的な上昇には、政府の大規模設備の更新や消費財の買い替え推進プログラムの実施、そして更なる財政支援・金融緩和(政策金利と預金準備率の引き下げ)などの支援が必要です。また、政策当局が景気支援に向けて先手を打つ動きの兆しも市場にとって重要なカタリスト(材料)となることでしょう。

※ MSCI指数はMSCI Inc.が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他の一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc.は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

(データ出所)

1. CSI300指数(人民幣ベース)の年初来での騰落率(2024年4月2日時点)。
2. FactSet、I/B/E/S、CSIのデータ(2024年3月22日) のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ(上海)が作成。
3. BofA Global Fund Manager Survey(2024年3月)
4. Bloomberg、FactSet、MSCI、CSIのデータ(2024年3月22日) のデータ(人民幣ベース)などに基づきイーストスプリング・インベストメンツ(上海)が作成。

<当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、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。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。