



中国本土株は市場の混乱に巻き込まれるか？



2021年9月22日



ジョン・リン

アライアンス・バーンスタイン・香港・リミテッド
中国株式運用 ポートフォリオ・マネジャー

中国株は、教育及びテクノロジー関連の企業に対する規制による締め付けが厳しくなる中、急落している。政府の既存ビジネスに対する介入に懸念が高まっているものの、アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)は中国株から資金を引き揚げるべきではないと考える。とりわけ、相対的に規制リスクがそれほど重大ではない、中国本土の証券取引所に上場している人民元建て株式(中国A株)市場への投資は続けるべきだろう。

投資家は中国株の急落のスピードと規模に衝撃を受けている。香港企業と香港に上場している中国本土の企業(H株)などで構成される香港ハンセン指数は、2021年7月27日までの2日間で米ドルベースで8.4%下落した。これは2008年に発生した世界金融危機以降で最大の下げ幅である。中国のハイテク関連株が突出して下落し、ハンセンテック指数は3営業日で14.2%の

下落を記録した。2021年7月は、中国A株市場の株価指数であるCSI 300指数は、それら指数よりも悪影響は軽微だ(次ページの図表)。

2020年の新型コロナウイルス感染拡大に伴う暴落からの回復において世界の市場をけん引してきた中国株は現在、新たな負の連鎖に直面している。中国政府の行動が予測不能であることから、多くの投資家が、株式に投資する際の適切なリスク・プレミアムの設定は不可能に近いと感じている。

引き金：民間教育産業に対する締め付け

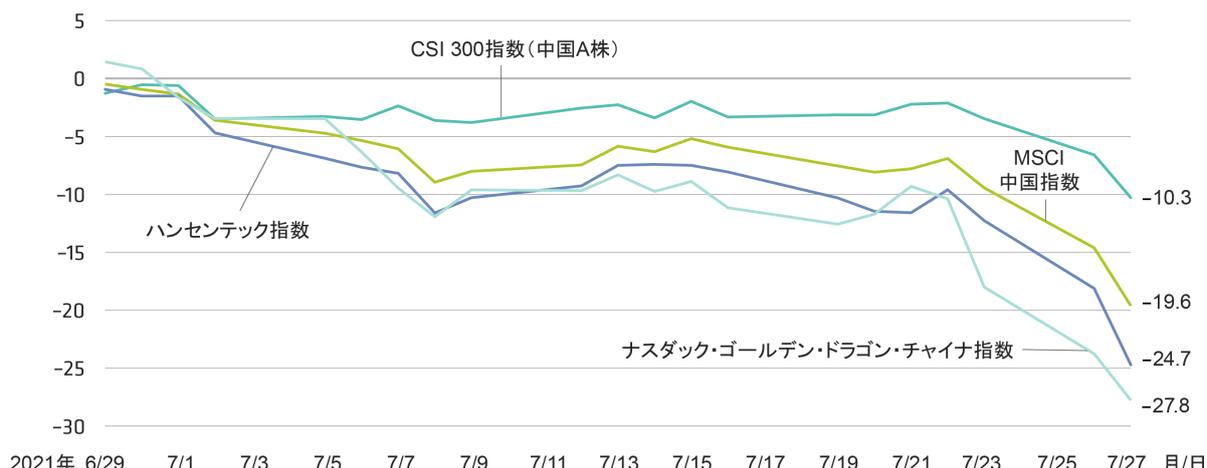
今回の暴落は、急激に伸びている民間教育産業への新たな規制が引き金になった。中国の規制当局が営利目的での学習塾事業の禁止を打ち出したことが契

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版は[こちら](#)。

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスに関する過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2021年7月28日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

【図表】 中国A株はオフショア市場のテクノロジー比重の大きい指数よりも悪影響は軽微
プライスリターン、2021年6月29日から2021年7月27日まで(米ドルベース、%)



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
2021年7月27日現在
出所:ブルームバーグ

機になって民間教育関連株が急落し、市場に衝撃が走った。今回の動きは、電子商取引や食料品配達、配車サービスなど、成長が著しいビジネスへの規制強化がなされてまだ日が浅い中での出来事だった。

ろうばい売りは広範に及んでいる。投資家は、中国政府が他の人気の高い業種でも規制を強化する可能性を織り込んでいる様子である。そして、大量売りはオフショアの中国クレジット市場や為替市場にも広がっている。

政府の規制: 3つのターゲット

民間教育以外にも、近年市場でもてはやされてきた成長著しい業種が多岐にわたり政府による規制の対象になり得ると投資家は警戒している。そうしたことから、今回の売り局面ではテクノロジー関連企業や不動産関連企業も大きな痛手を受けた。ABの見解では、最近の政府による介入は、3つの領域においてトラブルメーカーだとみなされている企業に集中しているように見える。

- + 国家の安全または国家の威信: 例としては、中国国民に関する膨大な量の貴重なデータを蓄積している中国のインターネット企業で、米国市場に上場している企業が挙げられる。
- + 社会の調和: 政策当局の社会政策に反すると見られている企業は、政府に目をつけられている。学習塾がこの区分に該当するのはなぜだろうか。それは、これらのサービスは親の財布や子供の負担になっていると考えられているからだ。他にも、食

料品配達のプラットフォームや不動産管理など、サービス提供に当たり多くの労働力を必要とする企業が例として挙げられる。これらの企業は、従業員への賃金を引き上げるよう政府から迫られる可能性がある。巨大ハイテク企業も、独占的な行動が社会にとって有害であると見られているため、ターゲットになる可能性がある。

- + 政治的異分子: 中国を統治する共産党を批判して一線を超えたとみなされた企業や豊富な資金を有する大物実業家は、反感を買いかねない。例えばジャック・マー氏は、2020年末に予定されていたアント・グループの新規株式公開 (IPO) に先立って金融当局を批判したことから窮地に立たされ、同IPOは規制当局によって止められた。

過去の中国の規制

上述の3つのポイントは、国外の投資家にしてみれば強硬的で思いも寄らないものだと感じるかもしれない。しかしながら、過去に照らして見ると、中国経済においては強引な規制は極めて普通のことである。つまり、こうした事態は何も初めてのことでなく、よくあることなのである。

攻撃的な規制は、極端に速いペースで進んだ成長に伴う結果という面もある。中国ではこの20年、多くの業界が、政府による監督の整備が追い付かないほど急速に発展した。それらの業界や企業が発展するにしたがい多くの規制の枠組みが時代遅れになり、その結果、

民間企業が急成長を遂げて巨大企業へと変貌した後、ルールを急いで変えなければならなくなったのだ。

そのような業界は枚挙にいとまがない。2004年から2005年にかけて規制当局は、市場混乱の原因になっていた小規模で経営状態の悪い製鉄所を厳しく取り締まった。2008年には中国の食品会社が、安全性に関する相次ぐ不祥事を受けてターゲットになった。次は銀行が目をつけられ、2010年、規制当局は銀行部門における負債の膨張抑制に動いた。そして2016年から2017年にかけては、偽造ワクチンや偽造薬品を原因とする死亡事故が相次いだことを受けて、製薬会社が監視の対象になった。

中国A株市場の利点

過去の記録は、足元の売り相場に伴う痛みを和らげてくれるわけではない。ただし、足元のボラティリティに関して重要な観点を提供してくれるとABでは考える。中国への資産配分の見直しを進めている投資家においては、長期的な視点に立つことを提案する。最近では厳しい規制による締め付けが相次いでなされていることは確かだが、政府が方針を転換して市場の鎮静化に舵を切り、規制を若干緩和する可能性もある。実際、2018年はそうした展開になり、中国A株市場で同じように狼狽売りが広がると、習近平国家主席自らが民間企業を支援するとの方針を表明したのである。

実のところ、ここ最近の展開により、中国A株市場は魅力度が一層高まっているとABでは考える。まず、中国本土の市場に上場している株式は、上述の規制に巻き込まれる可能性が低い。中国A株企業については、国家安全上の問題や変動持分事業体(VIE) ([Nikkei Asiaの記事](#)ご参照)を巡る論争は存在しない。次に、

多くの中国A株企業は生活必需品や資本財・サービス、素材など成熟産業に属する会社であり、これらの産業では既に確固とした規制の枠組みが整えられているという点が挙げられる。

規制はプラスの影響ももたらす。市場は新たな規制による負の影響を心配しているが、中国の政策により実は恩恵を受ける業界や企業も存在する。例えば、2030年までに炭素排出量を縮小基調に転換させ、そして2060年までにカーボンニュートラルになるという中国の表明により、電気自動車のサプライヤーから太陽光エネルギー設備のメーカーに至る企業にとっては、利益を押し上げる追い風となる(以前の記事『[中国のカーボンニュートラル計画を読み解く](#)』ご参照)。同様に、テクノロジー分野において自立するという中国の積極的な戦略的政策により、国内の半導体メーカーが活況を呈している。実のところ、オフショア市場で中国のニューエコノミー関連株が売られたなかでも、政策による恩恵を受けるとみられている多くの企業はそれに反して値上がりしていたのだ。

中国の次の規制強化がどのようなものかを予想することは不可能である。しかし明確な枠組みを頭に入れておけば、規制の動きによる影響を最も受けるであろう企業を特定し、それらの銘柄を避けるか、またはファンダメンタル分析においてより高いリスク・プレミアムを適用して適切な価格でそれらの銘柄を買うこともできる。足元の市場の混乱がいずれ収束した時には、中国市場はなお、入念に銘柄を選別する投資家に対して、底堅いビジネスモデルと力強いリターンをもたらす可能性を有し、規制上のハードルを乗り越えて成長できる企業への魅力的な投資機会を提供するだろう。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303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／日本証券業協会／
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

＋ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様へ帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

＋ お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- ＋ 申込時に直接ご負担いただく費用 …申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)です。
- ＋ 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- ＋ 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%(税抜1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。