TOKAI TOKYO RESEARCH CENTER

Weekly Investment Strategy
アジア株投資戦略 No.291

2015 年 8 月 25 日
東海東京調査センター
投資戦略部

中国は追加景気対策が近々始動か

ストラテジスト
胡　細蓮

《今週のアジア株》

◇ 中国の景気減速懸念が重しとなり、今週のアジア株式市場は引き続き波乱含みの展開となりそう。

《マクロフォーカス》

◇ 中国は景気減速懸念を払拭するために、早急に金融緩和に踏み切る必要がありそう。また、本土市場の急落に歯止めをかけるべく、追加の株価対策が求められる。

◇ インドでは世界市場の波乱を受け、通貨ルピーは対米ドルで2013年8月以来の低水準まで下落した。当面は、ルピーの先安観による資金流出の拡大が株式市場の重しになりそう。

1.【マクロフォーカス】中国では景気浮揚策がそろそろ効果を発揮しよう

サンプル

週明けの中国株は急落

週明け[illegible]海総合指[illegible]比で[illegible].5%[illegible]急落し（図 1）、香港ハ[illegible]セン指数は同[illegible].2%とつれ[illegible]となった（図[illegible]）。中国の景気減速懸念[illegible]が広がり、世[illegible]同時株安まで波及した[illegible]

景気の弱さが浮き彫りに

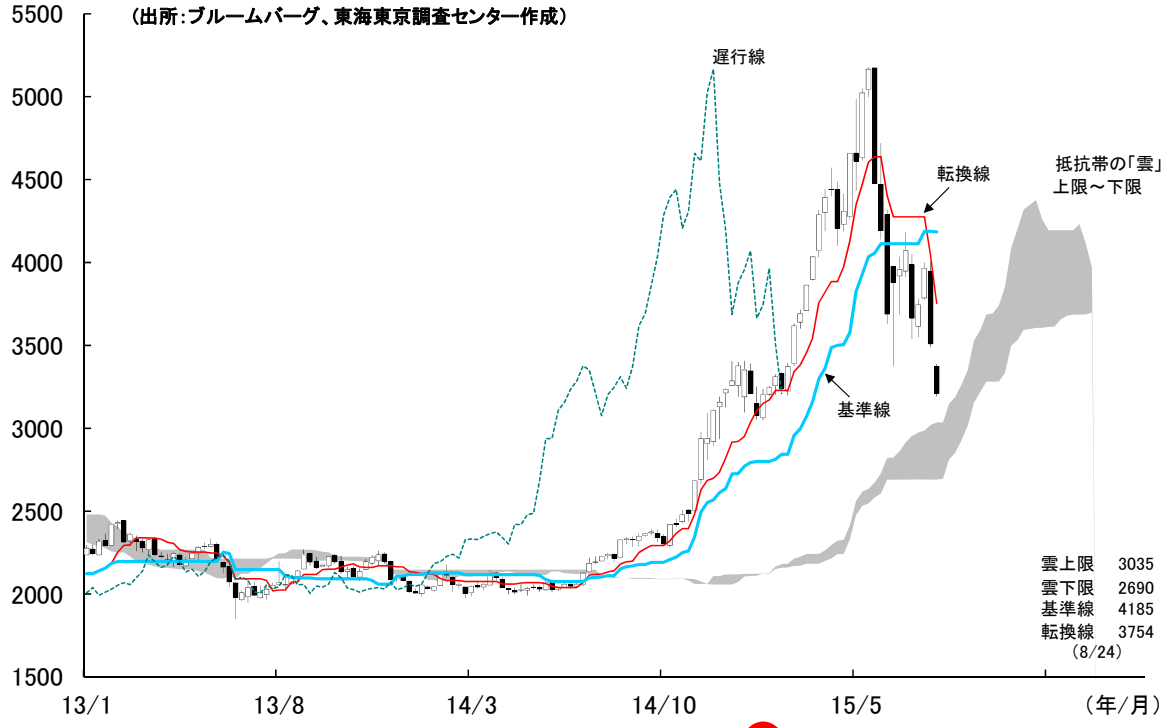
21 日、民間調査会社マークイット社と中国の財新メディアが共同で発表した 8 月のＰＭＩ（製造業購買担当者指数）の速報値は 47.1 となり、2009 年 3 月以来の低水準まで落ち込んだ（図 3）。国内外の需要不足を背景に、構成指数の生産指数、新規受注指数、輸出向け新規受注指数は揃って 7 月から悪化した。確定値は 9 月 1 日に発表予定。

加えて、中国当局は 9 月 3 日の抗日戦争勝利記念式典のパレードの際、「ＡＰＥＣブルー※」を再現させるために、今月 18 日に首都圏周辺の 10000 カ所以上の工場に対し稼働停止や減産を命じた。期間は 8 月 28 日～9 月 4 日と短いが、製造業への下押し圧力が 9 月まで続きそう。

中国景気の減速懸念が世界市場で高まるなか、中国人民銀行（中央銀行）は追加の金融緩和策に迫られそう。とりわけ、人民元の先安観による資金流出を相殺するために（図 4）、預金準備率の引き下げが求められる。

注※：政府が昨年 11 月に北京で開催したアジア太平洋経済協力会議（ＡＰＥＣ）の閣僚会議、首脳会議に合わせて工場の稼働などを停止した結果、北京で青空が出現した。国内ではこれを「ＡＰＥＣブルー」と呼んでいる。

図１　上海総合指数の一目均衡表（週足）



サンプル

図　香港ハンセン指数の一目均衡表（週

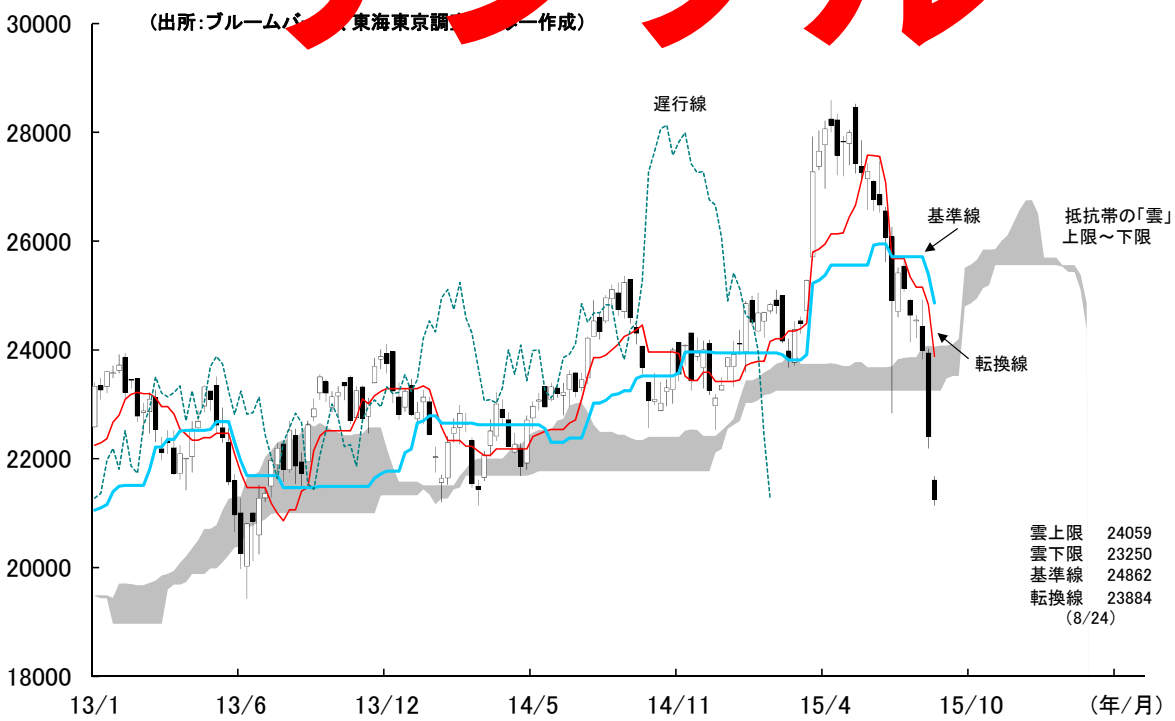
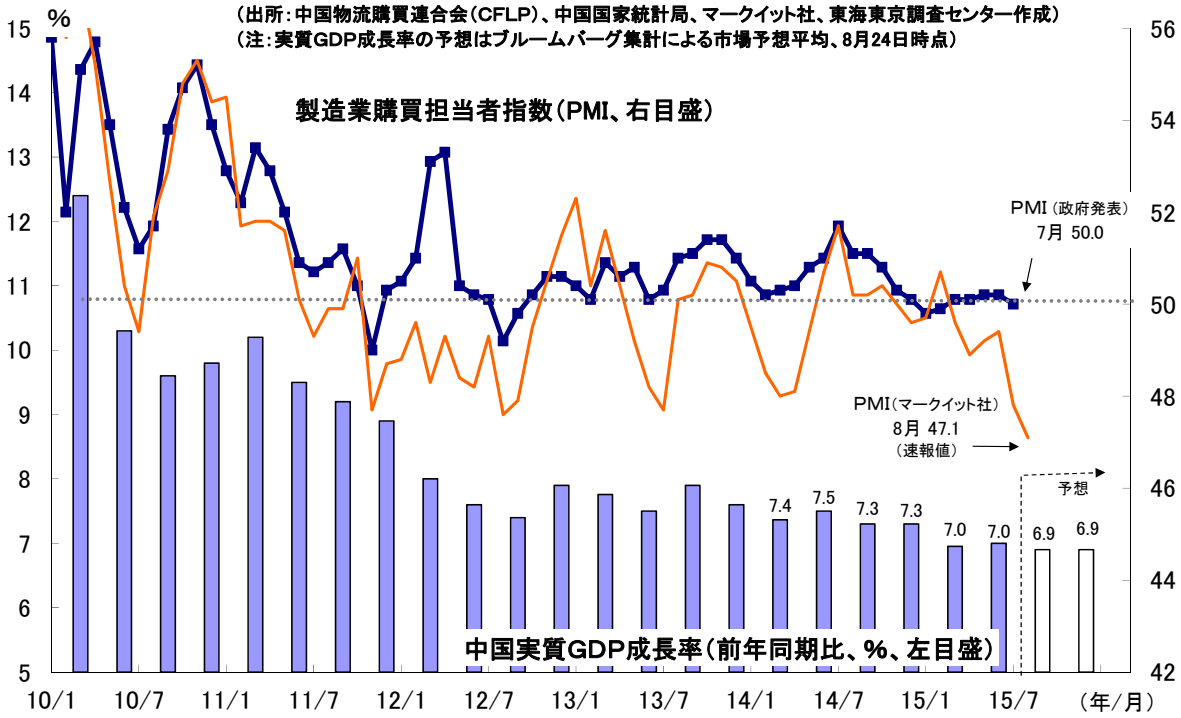


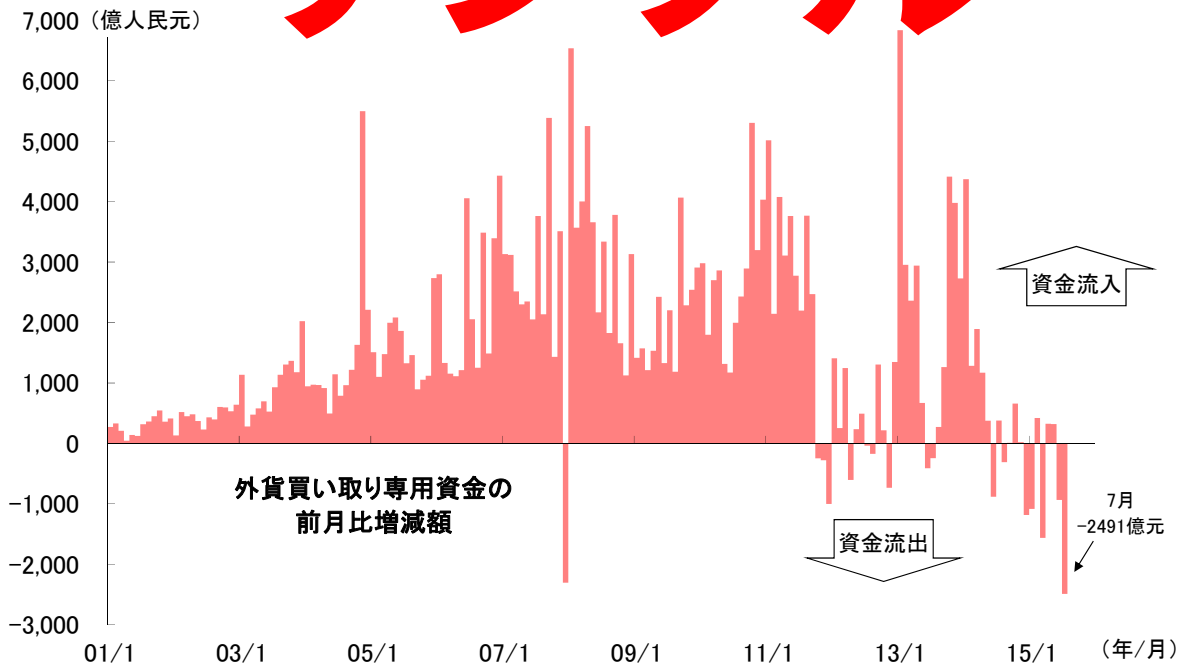
図３　中国の実質ＧＤＰ成長率および製造業ＰＭＩ

（出所：中国物流購買連合会（CFLP）、中国国家統計局、マークイット社、東海東京調査センター作成）
（注：実質GDP成長率の予想はブルームバーグ集計による市場予想平均、8月24日時点）



サンプル

図４　中国における海外資金の動向（外貨買取専用資金の増減額）



（出所：中国人民銀行、東海東京調査センター作成）
（注：外貨買い取り専用資金とは、市中銀行が市場の外貨を買い取って代わりに放出する人民元建ての相当金額）

景気浮揚策がいよいよ始動か

また、中国中央政府は景気浮揚のために、今年に入ってから多数の投資計画を発表した（表 1）。筆者が把握したなかで、政府が具体的な投資金額を発表した計画をみると、3 兆 5000 億元以上（約 65 兆円）の計画が既に承認された計算になる（1 月 7 日にメディアが報道した 10 兆元相当の投資計画や、4 月 30 日に市場が試算した 46 兆元相当の首都圏一体開発計画といった政府機関以外が発表した投資金額を除く）。これは 2008 年の 4 兆元の刺激策に匹敵する規模になるにも関わらず、中国経済が一向に回復しないのは、資金が不足しているためだと考えられる。

こうしたなか、中国人民銀行は今月 18 日、7 月に政策銀行の中国国家開発銀行と中国輸出入銀行に対して行った資金注入は終了したと明らかにした（表 2）。同中銀は外貨準備から資金を拠出しそれぞれ 480 億米ドル、450 億米ドルを注入した。政策銀行への資金注入は 4 月に続いて 2 回目となる。人民銀行の金融緩和にも関わらず、商業銀行は不良債権の増加を恐れて（図 5）、融資を手控えてきたせいで景気浮揚策の効果は乏しかった。政策銀行は今後商業銀行に代わって景気浮揚策における資金需要に応えていくことになりそう。

サンプル

表 1　中国政府が今年発表した投資計画

日付	内容
1 月 7 日	中国国務院は 2014 年末に、10 兆元相当の投資計画を承認したと国内メディアが報じた。
3 月 28 日	中国国家発展改革委員会、外交部、商務部は共同で発表した「シルクロード経済帯と 21 世紀海上シルクロード（一帯一路）の行動計画」で、西安を皮切りに 60 のプロジェクトを始動させることを明らかにした。投資総額は 1155 億元に相当する。
4 月 30 日	中国共産党は首都圏一体開発の基本方針となる「京津翼共同発展規画綱要」を承認した。北京市、天津市、河北省の共同発展を推進し、投資総額は 6 年間で 46 兆元に達すると市場関係者が試算した。
5 月 18 日	発展改革委員会は済南と青島などを繋ぐ鉄道の建設計画 4 つと、成都と南寧などを繋ぐモノレールの建設計画 2 つを承認した。投資金額は 2435 億元。
5 月 20 日	国務院はネット高速化のため、2015 年に 4300 億元超、2016～17 年に 7000 億元超を投入し、光ファイバ網の整備と 4Gの普及を推進する方針を明らかにした。
5 月 25 日	発展改革委員会は 1043 の官民提携プロジェクトを発表し、投資総額は約 1 兆 9700 億元に上るという。
6 月 10 日	発展改革委員会は空港 5ヵ所、鉄道 2ヵ所の建設計画を承認し、投資総額はそれぞれ 168.4 億元、1098.8 億元になる。

（出所：各種資料、東海東京調査センター）

表２　中国人民銀行および財政部による資金注入または融資支援

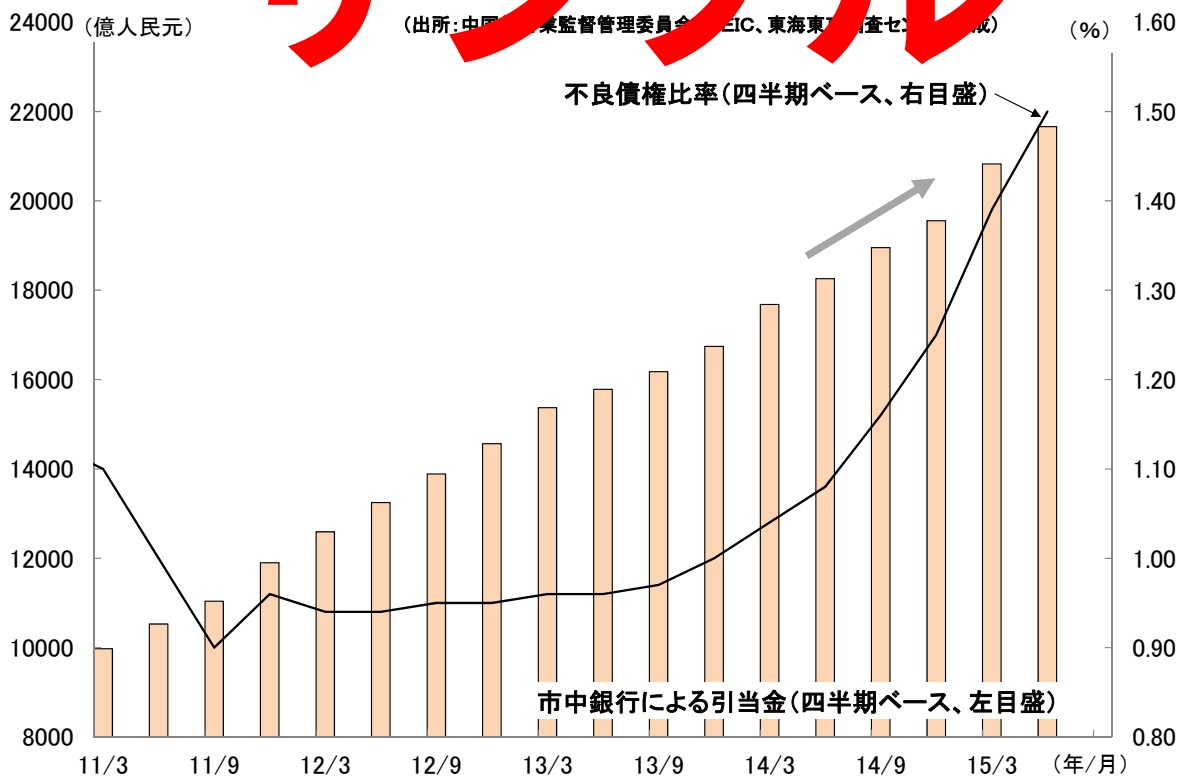
日付	内容
4 月 20 日	中国人民銀行は外貨準備の一部を中国国家開発銀行と中国輸出入銀行に注入する方針と国内メディアが報道した（規模はそれぞれ 320 億米ドル、300 億米ドル）。中国輸出入銀行上海支店の副総裁は 23 日に資金注入は承認されたと明らかにした。
7 月 12 日	中国財政部は地方政府傘下の金融平台に対し2000 億元の融資支援を提供することを講じていると国内メディアが報じた。
7 月 23 日	人民銀行は 4 月に続いて中国国家開発銀行と中国輸出入銀行にそれぞれ 480 億米ドル、450 億米ドル相当の資金を注入したと国内メディアが明らかにした。加えて、財政部は中国農業銀行に対し 1000 億元を注入したという。
7 月 31 日	人民銀行は中国国家開発銀行と中国農業銀行が合わせて 1 兆元相当の債券を発行する計画を承認したと国内メディアが報じた。調達した資金はインフラ投資に投入するという。
8 月 18 日	人民銀行は 7 月に中国国家開発銀行と中国輸出入銀行に対して行った資金注入は終了したと明らかにした。

（出所：各種資料、東海東京調査センター）

サンプル

図　中国商業銀行の不良債権比率と引当金

（出所：中国銀行業監督管理委員会、CEIC、東海東京調査センター作成）



中国財政部が地方政府傘下の金融平台における資金調達を原則として禁止したことを受け、地方政府は一段と財政難に陥り、インフラ建設計画の中断が多発しているもよう。財政部はこういったプロジェクトの再開と完成を促すために、金融平台向け融資支援を講じていると国内メディアが先月 12 日に明らかにした（表 2）。地方政府の財政健全化を一時棚上げし、景気浮揚を重視する姿勢とみて取れよう。

今後、政策銀行による融資の拡大および地方政府によるインフラ投資の再開を支えに、景気浮揚策がいよいよ効果を発揮するとみられる。政府主導のインフラ投資が本格化すれば、景気回復は期待できよう。

中国当局は株式を買い支えよう

中国当局は本土市場の急落に歯止めをかけるべく、引き続き株式を買い支えるとみたい。上海総合指数が 3000 ポイントを割り込めば、正規の信用取引における追証が本格化し、売りがさらに売りを呼ぶような悪循環に陥る恐れがあるためだ。

米利上げの先送りも求められよう

世界株式市場では、中国による新たな大規模な景気刺激策が株価反転のきっかけになるとみる向きがあるようだ。しかし、先述したように、中央政府は既に多数の刺激策を打ち出している。刺激策の効果を発揮させるためにまずは預金準備率の引き下げに期待したい。とはいえ、人民銀行は 27 日に予期外の利下げを発表したところ、翌取引日の中国本土市場はほとんど反応しなかったため、今回も金融緩和によって株式市場が本格反転すると期待しにくそう。また、大規模の刺激策は中国の不良債権問題や過剰生産問題などを悪化させる恐れがあるため、本土市場が好感しても株高は一時的なものにとどまろう。こうして、世界市場の行き過ぎた不安心理を和らげるには、中国による景気対策に加えて、米利上げの先送りも求められよう。

サンプル

2.【マクロフォーカス】インド株式市場は当面外部要因に左右されやすそう

週明けのインド株は大幅安

週明けのインド株は前週末比で－5.9%と大幅安（図 6）。下げ幅は 2008 年 11 月以来の大きさとなる。株価は週足の一目均衡表の抵抗帯となる「雲」の下限まで下げており、「雲」を支えに下げ止まるかどうかは今週の注目となろう。

また、人民元の先安観が根強いなか、新興国の通貨安圧力が強まり、インド通貨ルピーも下値を探る展開となっている（図 7）。とりわけ、インド準備銀行（中央銀行）はルピーの一段安を防ぐために、9 月 29 日の金融政策決定会合で追加利下げを見送る可能性がある。景気浮揚のために追加金融緩和が求められるなか、中銀は難しい舵取りに迫られそう。

外部環境が落ち着けば、海外資金が還流へ

今月 18 日、モディ首相は 11 月までに議会選挙を予定するビハール州の経済成長を支援するために、1 兆 2500 億ルピー（約 2 兆 3000 億円）の大規模な刺激策を発表した。今回の政策は選挙を見据えた動きになるようだ。実際、7 月にビハール州で行われた立法参事会の選挙（地方政府の上院選挙に相当）で、モディ首相が率いる与党ＢＪＰ（インド人民党）は 24 議席のうち、単独で 12 席を獲得した。これから実施される州議会選挙（地方政府の下院選挙に相当）でもＢＪＰの優勢が確認できれば、株式市場にとってはポジティブ材料となろう。外部環境が落ち着けば、こうした政治動向が評価され、海外資金は再び還流すると期待したい（図 8）。

サンプル

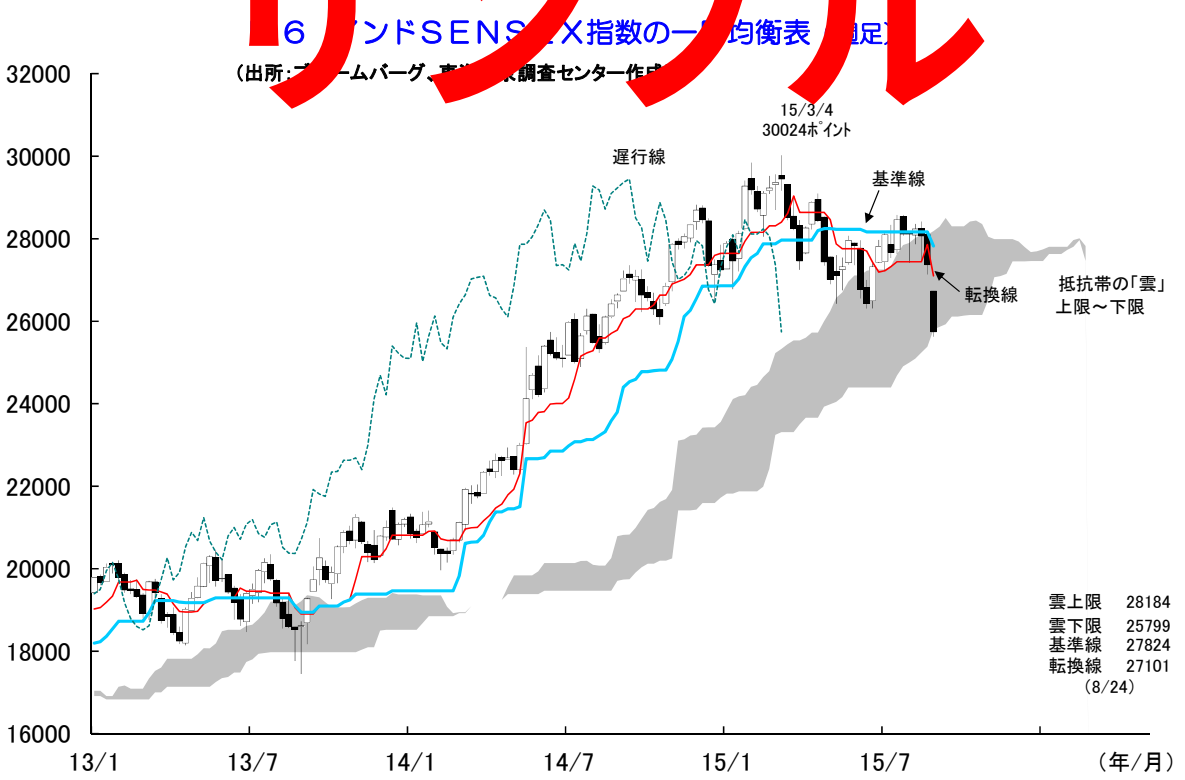
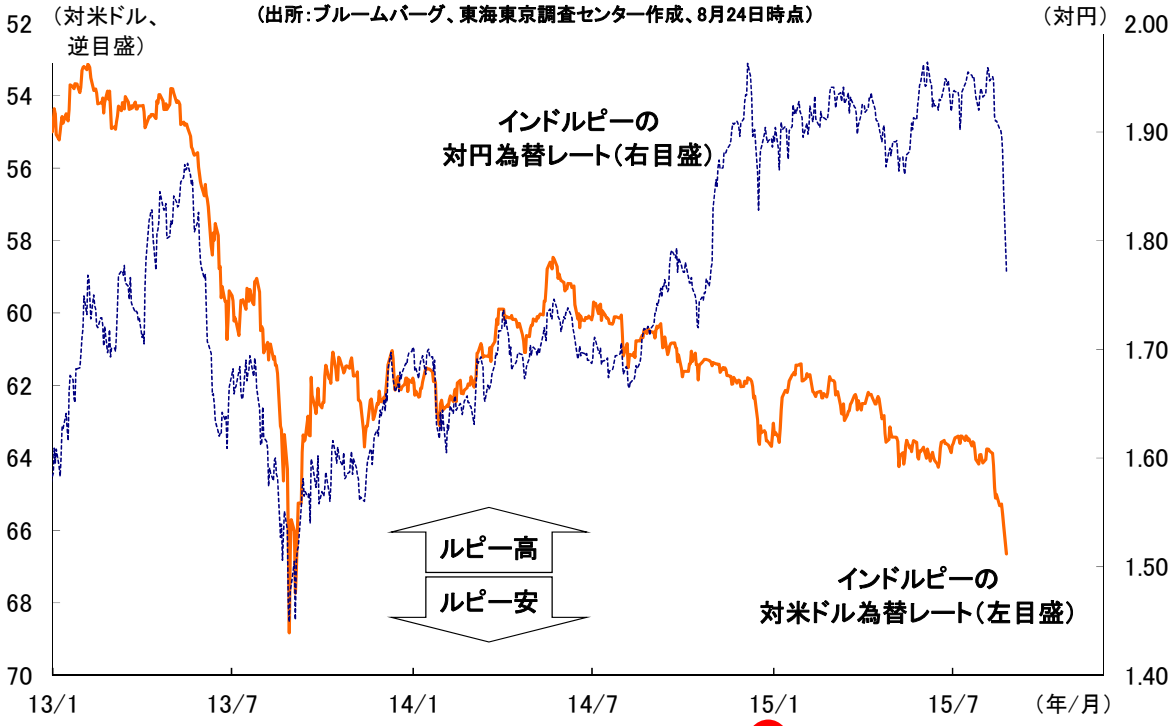
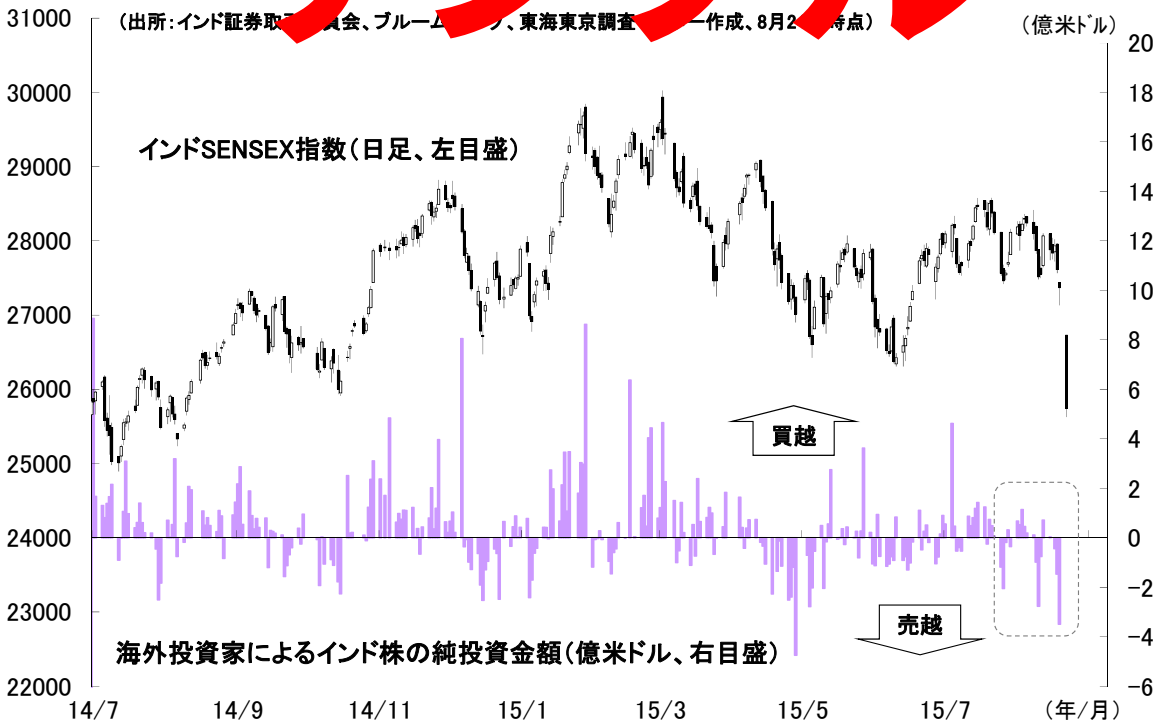


図７　インド通貨ルピーの対日本円、対米ドルの為替レート（日足）



サンプル

図８　インドSENSEX指数および海外投資家による純投資金額



【レーティングの定義】

投資判断の定義	
Outperform	今後 6 ヵ月間における投資成果が TOPIX に対して 15%以上上回るとアナリストが予想
Neutral	今後 6 ヵ月間における投資成果が TOPIX に対して±15%未満とアナリストが予想
Underperform	今後 6 ヵ月間における投資成果が TOPIX に対して 15%以上下回るとアナリストが予想
NR	レーティング、目標株価を付与せず

【レポート利用に関する注意事項】

このレポートは、東海東京調査センター（以下「弊社」）が作成し、弊社の許諾を受けた証券会社、及び情報提供会社等から直接提供する形でのみ配布いたしております。提供されたお客様限りでご利用ください。このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘を目的としたものではありません。投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されておりますが、弊社は、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された内容は、作成日におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートの一切は弊社に帰属しており、いかなる目的であれ、無断で複製又は転送等を行わないようにお願いいたします。

サンプル

レーティングの表記は、TOPIXに対してOutperform、Neutral、Underperformの3段階で区分表記しています。また、レーティングが無い場合は「NR」と表記しています。対象期間は、投資評価が付与された日を起点として、6 ヵ月程度を想定しております。アナリストがレポートにおいて企業の目標株価に言及した場合、その目標株価はアナリストによる当該企業の業績予想に基づくもので、期間は 6 ヵ月程度を想定しております。実際の株価は、当該企業の業績動向や、当該企業に関わる市場や経済環境などのリスク要因により、目標株価に達しない可能性があります。

このレポートで述べられている見解は、当該証券又は発行会社に関する執筆者の意見を正確に反映したものです。執筆者の過去、現在そして将来の報酬のいかなる部分も、直接、間接を問わず、このレポートの投資判断や記述内容に関連するものではありません。

弊社は、このレポートを含め、経済・金融・証券等に関する各種情報を作成し、東海東京証券に提供することを主たる事業内容としており、弊社の収入は主に東海東京証券から得ております。

【金融商品取引法に基づく留意事項】

このレポートは、東海東京調査センターが作成し、東海東京証券株式会社が許諾を受けて提供いたしております。投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

金融商品取引法に基づきお客様にご留意いただきたい事項を以下に記載させていただきます

東海東京証券の概要

商 号 等 ： 東海東京証券株式会社　金融商品取引業者　東海財務局長（金商）第140号

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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

リスクについて

◎ 国内外の金融商品取引所に上場されている有価証券（上場有価証券等）の売買等にあたっては、株式相場、金利水準等の変動や、投資信託、投資証券、受益証券発行信託の受益証券等の裏付けとなっている株式、債券、投資信託、不動産、商品等（裏付け資産）の価格や評価額の変動に伴い、上場有価証券等の価格等が変動することによって損失が生じるおそれがあります。

サンプル

◎ 上場有価証券等の発行者等の業務や財産の状況等に変化が生じた場合や、裏付け資産の発行者等の業務や財産の状況等に変化が生じた場合、上場有価証券等の価格が変動することによって損失が生じるおそれがあります。

◎ 新株予約権、取得請求権等が付された上場有価証券等については、これらの権利を行使できる期間に制限がありますのでご留意ください。

◎ 上場有価証券等が外国証券である場合、為替相場（円貨と外貨の交換比率）が変化することにより、為替相場が円高になる過程では外国証券を円貨換算した価値は下落し、逆に円安になる過程では外国証券を円貨換算した価値は上昇することになります。したがって、為替相場の状況によっては為替差損が生じるおそれがあります。

※ 裏付け資産が、投資信託、投資証券、預託証券、受益証券発行信託の受益証券等である場合には、その最終的な裏付け資産を含みます。

※ 新規公開株式、新規公開の投資証券及び非上場債券等についても、上記と同様のリスクがあります。

手数料等諸費用について

Ⅰ 国内の金融商品取引所に上場されている有価証券等

国内の取引所金融商品市場における上場有価証券等の売買等についてお支払いいただく委託手数料等は、次の通りです。

(1)国内の金融商品取引所に上場されている株券等(新株予約権付社債券を除く。)

委託手数料の上限は、約定代金の1.242%(税込)になります。

(2) 国内の金融商品取引所に上場されている新株予約権付社債券等

委託手数料の上限は、約定代金の1.08%(税込)になります。

※上記金額が2,700円(税込)に満たない場合には、2,700円(税込)になります。

Ⅱ 外国金融商品市場等に上場されている株券等

外国株券等(外国の預託証券、投資信託等を含みます。)の取引には、国内の取引所金融商品市場における外国株券等の売買等のほか、外国金融商品市場等における委託取引と国内店頭取引の2通りの方法があります。

(1) 外国金融商品市場等における委託取引

① 国内取次ぎ手数料

国内取次ぎ手数料は、約定代金に対して掛ります。

当該手数料の上限は、約定代金の1.404%(税込)になります。

② 外国金融商品市場等における委託手数料等

外国株券等の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における委託手数料及び公租公課その他の諸費用が発生します。当該諸費用は、その時々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、本書面上その金額等をあらかじめ記載することはできません。

(2) 国内店頭取引

お客様に提示する売り・買い参考価格は、直近の外国金融商品市場等における取引価格等を基準に合理的かつ適正な方法で算出した社内価格を仲値として、仲値と売り・買い参考価格との差がそれぞれ原則として2.75%(手数料相当額)となるように設定したものです。当該参考価格には手数料相当額が含まれているため、別途手数料は頂戴いたしません。

※ 外国株券等の売買等にあたり、円貨と外貨を交換する際の為替レートは、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものといたします。

Ⅲ その他

募集、売出し又は相対取引の場合は、購入対価をお支払いいただきます。また、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。

サンプル