

Tales from the Emerging World

# 中国A株への投資機会

アクティブ・ファンダメンタル・エクイティ | マクロ・インサイト | 2017年

我々は中国に対する長期的な見通しとして、債務急増が同国経済を減速させるだけではなく、金融危機のリスクを高めているという慎重な見方をしています。先日、MSCIが中国A株を指数に組み入れることを発表しましたが、その点について我々がどう対応しているのか知りたいと思われる方も多いでしょう。

引き続き中国市場をアンダーウェイトするとしても、A株は7.3兆ドルの市場規模を有しており、無視するには大きすぎます<sup>1</sup>。また、MSCI指数に組み入れられたことで、中国の株式市場という、巨大かつ複雑で多様な未知の領域に、外国人投資家の関心は高まるとみられます。我々運用チームは、A株について豊富な経験を有しており、中国の10兆ドルにも及ぶ経済には投資機会が多数存在すると考えています<sup>2</sup>。

香港、シンガポール、米国など6カ国の株式市場で上場している中国企業は約1,000社存在し、時価総額は約2.7兆ドルにのびります<sup>3</sup>。MSCIチャイナ指数には、時価総額が最も大きな有名企業しか組み入れられておらず、その数は200社に届かず、時価総額は約2.2兆ドルとなっています<sup>4</sup>。

MSCIが中国A株を新興国指数に組み入れることで、その他市場を凌駕している中国国内市場に注目が集まるでしょう。新興国指数に当初組み入れられるのはわずか222銘柄で、指数の時価総額に占める割合は約5%にすぎませんが、今後段階的に採用銘柄数を増やしていくとみられます。中国A株市場には2,900銘柄存在し、時価総額は日本の株式市場の時価総額である5兆ドルを上回っています<sup>5</sup>。

筆者

グローバル・エマージング株式チーム

<sup>1</sup> Bloomberg, MSIM 2017年6月現在

<sup>2</sup> Haver, MSIM 2017年6月現在

<sup>3</sup> MSIM, Bloomberg 2017年6月現在

<sup>4</sup> MSIM, Bloomberg 2017年6月現在

<sup>5</sup> MSIM, Bloomberg 2017年6月現在



中国A株市場でリターンを獲得するには、地雷の避け方を心得ておくことです。つまり、「オールド・チャイナ」を避けることを意味します。オールド・チャイナとは、非効率で改革の可能性がほとんどなく、時代遅れの事業モデルに固執し、生き延びるために債務を急増させてきた国営企業を指します。その代わりに注目すべきは「ニュー・チャイナ」です。ニュー・チャイナとは、製品やサービス改善のために新技術を活用し、効率性を高めるために経営の仕組みを変えることで、急成長している企業を指します。

A株市場は規模が大きく流動性があるものの、非常に非効率であるため、リスクと機会が入り交じっています。A株市場は個人投資家が大部分を占めており（日次取引高の約80%を占めると推定<sup>6</sup>）、このような特徴を持つ大規模な株式市場は、世界の中

でも他に存在しません。通常、確立された市場では個人投資家が主役になることはありません。さらに、A株市場では、機関投資家でさえも個人投資家と同様に頻繁に取引を行っています。

このため、A株の値動きは激しく、バリュエーションのばらつきが非常に大きくなっています。株価収益率（PER）が10～20倍のA株は、足元では140銘柄を若干上回る程度です。PERが100倍超となっているA株もほぼ同数で、このような高い倍率は確立された市場ではあまりみられません<sup>7</sup>。このように成熟していない市場では、パイアードホールド戦略は、経験の浅い投資家の移り気により一時的にかく乱される可能性があります。しかし、本来の投資家は日々のノイズに惑わされず、A株市場で通常みられるよりもはるかに冷静に取引を行いま

す。A株市場では、現地の機関投資家でさえもポートフォリオ全体の年間売買回転率は400～500%となっています<sup>8</sup>。

さらに、A株市場は多様なことから、ファンド・マネジャーがA株指数の主要銘柄を保有しないことで責められることはありません。一方で、MSCIチャイナ指数では、上位4つのハイテク銘柄が指数の3分の1超を占めています。仮にファンド・マネジャーがこれらの大型株の一つを、株価が200%上昇した後に保有せず、その後さらに100%上昇した場合、機会を逃したことでパフォーマンスは悪化します<sup>9</sup>。つまり、MSCIチャイナ指数をベンチマークとするファンドのパフォーマンスは、ほんの数銘柄に正しく投資しているかにかかっているのです。

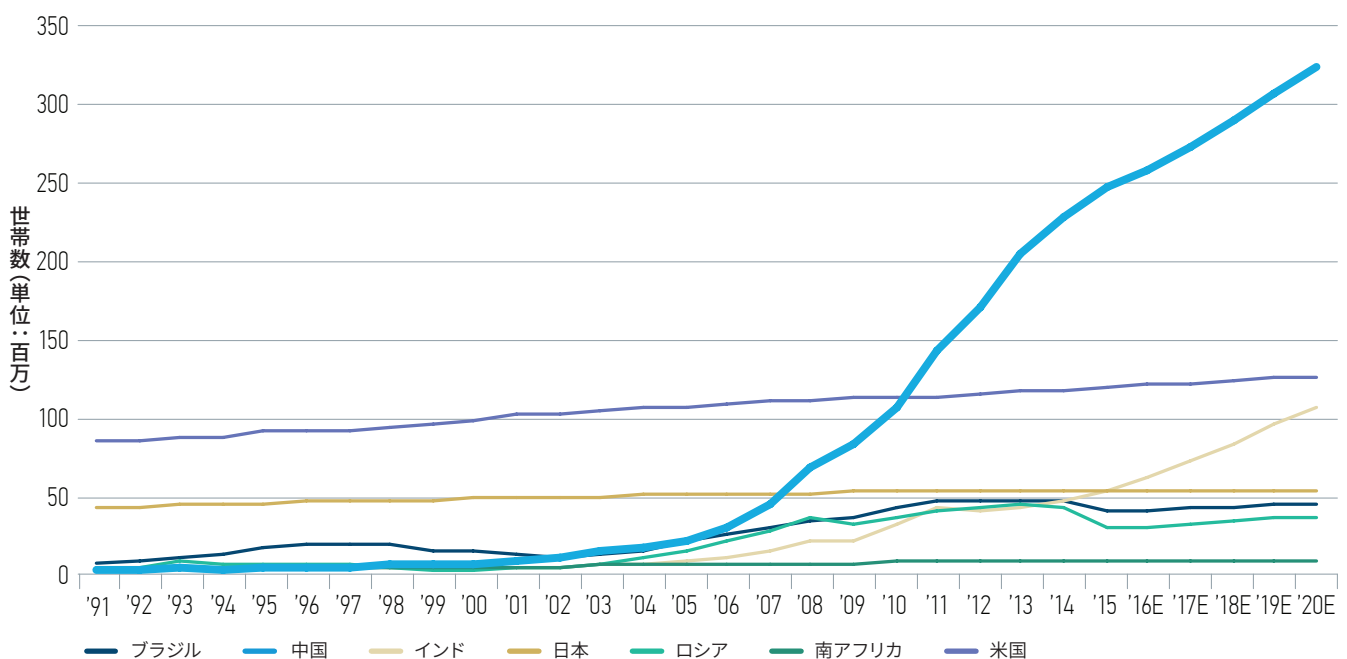
<sup>6</sup> MSIM 2017年6月現在

<sup>7</sup> MSIM 2017年6月現在

<sup>8</sup> MSIM, Bloomberg 2017年6月現在

<sup>9</sup> MSIM 2017年6月現在

**図表1**  
スキルの高い労働者になるほど高級志向の消費者に  
可処分所得が1万ドル超の世帯



出所：MSIM、2016年11月現在。見通しおよび予想は現在の市況に基づいており、変更される可能性があり、必ずしも実現するとは限りません。

MSCI中国A株指数では、最も時価総額の大きい銘柄が指数に占める割合は3%を若干上回る程度にすぎません<sup>10</sup>。そのため、上昇市場の最中にファンド・マネジャーがこれらの銘柄の一つを保有しなかったとしても、厳しく責められることはないでしょう。冷静な目を持った合理的なファンド・マネジャーは、大幅な損失や下落を回避することが可能です。

また、このようにA株市場は未成熟かつ多様な市場であるため、見過ごされていたり、本来的価値を十分に理解されていない銘柄を取引できる機会が数多く提供されます。我々は、中国国内のA株投資家が十分なリサーチをできていない数多くの事例をみました。具体的には、IR担当者との面談をおろそかにしたり、海外企業の買収や新規事業の拡大が利益に及ぼす影響を理解できなかったり、新CEOが明らかに準備不足で安定感に欠けるのを見極めることができない等の事例です。こういった機会は、MSCIチャイナ指数ではほとんど提供されません。というのも、MSCIチャイナ指数の構成銘柄は、はるかに大規模で、透明性が高く、アナリストにより詳細にカバーされているからです。

A株市場はハイテク株に集中しておらず、造船や建築などの旧来型産業からロボット工

学や医薬品などの新型産業まで幅広い銘柄が存在しています。我々はニュー・チャイナに注目していますが、その中で技能を備えた労働者の育成に取り組む企業、およびこうした労働者を消費者とする企業を中心に、いくつかの重要テーマを注視しています。

1990年代後半に中国が高等教育制度を改革して以降、高等教育機関の卒業生は年間100万人から800万人に増加しました<sup>11</sup>。ウェブデザインやマーケティングを学んだ学生の初任給は年収1万ドルを下回り、おそらく、欧州や米国の5分の1程度であると考えられます<sup>12</sup>。多くの中国企業がこの安価な知的労働者を活用し、バーチャルリアリティや、倉庫の物流管理、その他の先端分野でグローバル競争に立ち向かっています。中国の経済モデルは、安価な労働力から安価かつ技術を有する労働力に移行しています。

中国国内の投資家の間では、研究開発は利益を圧迫する要因であるとする傾向があるため、中国企業は、研究開発について言及することを避けてきました。しかし、バリューチェーンの強化の必要性に気づいた企業が増えてくるなどの変化が起きています。中国の研究開発費は国内総生産（GDP）比で2000年には1%未満でした

が、その後着々と比率は上昇し、現在では2%を超え、GDP比においても絶対額においても欧州連合（EU）を上回っています<sup>13</sup>。将来有望な企業が、研究開発への積極的な支出計画についてオープンに話すのは、極めて一般的なことになっています。

ハイテク企業の労働者はスキルの高い人材が多く集まっており、高級志向の消費者が多く存在します。年収が1万ドルの労働者は今後も急増し、消費者関連企業は消費が最も浸透していない市場で、大幅な収益を上げることでしょう。中国の消費者は、高級品、玩具、ゲーム、美容ケアなどのセクターに、G20加盟国の消費者の平均5分の1から10分の1程度しか支出していません<sup>14</sup>。ニュー・チャイナには成長の余地が十分にあります。このため、A株市場に対する人気および魅力が高まっています。A株市場では、企業の売上高がゼロから2年間で10億ドルを上回することは珍しいことではありません<sup>15</sup>。

中国の債務増加に対する懸念は変わらないものの、中国A株市場は無視できないほど大きな市場規模となっています。多様な市場に突如として出現したニュー・チャイナに目を向け、金融危機の影響を受けやすいオールド・チャイナを避けることが重要となります。

<sup>10</sup> FactSet, Bloomberg, MSIM 2017年6月

<sup>11</sup> MSIM, 中国国家統計局 2017年6月

<sup>12</sup> OECD, MSIM 2017年6月

<sup>13</sup> OECD, MSIM 2017年6月

<sup>14</sup> 世界銀行、ユーロモニター、CITI 2017年6月

<sup>15</sup> MSIM, Bloomberg 2017年6月



当資料の複製、公衆への提示・引用および販売用資料への利用はご遠慮ください。当資料はモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが海外で発行したレポートを邦訳したもので、すべてのデータはモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントのグローバル・エマージング株式チームによるものです。邦訳に際してその解釈や表現に細心の注意を払っておりますが、邦訳による解釈や表現の違いが生じる場合は英文が優先し、我々は一切の責任を負いません。当資料に含まれる情報等の著作権その他のあらゆる知的財産権は我々に帰属します。我々からの事前の書面による承諾なしに、当該情報を商業目的に利用することを禁止します。

当資料の予想や見解は、必ずしもモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントの会社としての予想や見解ではありません。また予想や見解が実際に実現するとは限らず、将来のパフォーマンスを示唆するものではないことにご留意ください。当資料の情報はモルガン・スタンレーの金融商品にかかわるものではなく、また商品を推奨するものでもありません。当資料で表明された見解は原書執筆時点の筆者の見解であり、市場や経済、その他の状況による変化を免れません。これらの見解は推奨意見ではなく、広範な経済テーマの説明としてご理解ください。

当資料は情報提供のみを目的としたものであり、金融商品取引法、投資信託及び投資法人に関する法律に基づく開示資料ではありません。また、商品の売買の助言もしくは勧誘または我々が提供するサービスに関する勧誘を意図するものではありません。当資料に含まれる情報は信頼できる公開情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性あるいは完全性を保証する

ものではありません。当資料で表示している過去の実績は、必ずしも将来の結果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数値、図表等は、特に断りのない限り原書執筆時点現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り原書執筆時点の見解を示すものです。当資料で表示した分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と重要な差異が生じる可能性があります。

我々およびモルガン・スタンレーは、当資料に含まれる情報を利用し、信頼しまたは利用できなかったことに起因する一切の直接および間接の損害に対する責任を負いません。

#### お問い合わせ先

**モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント株式会社**

〒100-8109

東京都千代田区大手町1-9-7

大手町フィナンシャルシティ サウスタワー

tel: 03-6836-5100

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第410号

一般社団法人投資信託協会会員、一般社団法人日本投資顧問業協会会員

一般社団法人第二種金融商品取引業協会会員

ウェブサイトでは様々なレポートを掲載しています

**[www.morganstanley.co.jp/im](http://www.morganstanley.co.jp/im)**