

「成長至上主義」から「持続可能な発展」へ転換する中国

「科学的発展観」と「和諧社会」が党規約に

10月21日に閉幕した第17回中国共産党大会では革命第4世代指導者としての胡錦濤総書記の基盤が強化され、同氏が提唱する「科学的発展観」及び「和諧社会」が党規約に新たに盛り込まれた。これらの理論は、人間を基本として自然と調和しながら持続可能な均衡発展を目指す考えであり、これまで中国の成長至上主義を擁護してきた鄧小平の「先富論」「白猫黒猫論」、江沢民の「三つの代表」からの転換を図るものである(図表1)。今回の路線修正による影響はどのようなものとなるか、実体経済への影響と株式相場への影響について考えたい。

高度経済成長がもたらした歪みを是正へ

1978年に改革・開放政策を打ち出してから、中国は年率平均約10%の高度経済成長を遂げてきた(図表2)。生活水準の向上など、高度経済成長によってもたらされた果実は大きい。最近では環境破壊や資源の浪費、所得格差の拡大といった副作用も目立つようになってきた。「科学的発展観」や「和諧社会」は、沿海部と内陸部、都市と農村、開発と環境保護、外需と内需などのバランスを考慮することを求めるものであり、高度経済成長がもたらした様々な歪みを是正することを目指したものである。このため、今後は「沿海・都市部主導の発展から内陸・農村部の振興へ」「開発から環境保護へ」「外需依存から内需(消費)へ」といった動きが予想される。なお、環境保護の強化は経済成長に短期的にはマイナス要因となり得るが、新たな産業と雇用を生むのも事実であり、中国全体の成長率が急減速する可能性は低いだろう。

農業、インフラ、環境、消費が勝ち業種

ただし、経済政策の転換は業種による勝ち負けを生む。勝ち業種としては、農業、インフラ、環境、消費などの関連業種が挙げられる。この他、都市部から農村部への所得移転によって中産階級が大幅に増加と見込まれることから、不動産、銀行、保険、通信、旅行、自動車といった業種も政策転換の恩恵を受けるものと考えられる。一方、負け業種としては、これまで環境対策を疎かにしてきた化学や金属などの一部企業や、繊維や玩具といった輸出に依存する労働集約型産業が挙げられるが、上場大企業はほとんど該当しないと思われる。

参考. 中国共産党大会とは

中国共産党大会とは、中国で事実上の一党独裁を行う中国共産党が5年に一度開催する党大会で、正式には中国共産党全国代表大会という。1921年の第1回大会から数えて今年で17回目。大会に出席するのは、各職場から代表候補に挙げられた約110万人を対象に38の選出組織を選んだ約2千人。大会での政治報告は今後5年間の党の基本方針となる。党規約の改正を行うことが出来るほか、党の中枢である中央委員会を構成する中央委員と中央委員候補を決定する。なお、大会終了翌日に開催される中央委員会第1回全体会議(1中全会)で、20数人の政治局委員(常務委員7~9人程度を含む)が選出される。

(出所)各種情報に基づき、大和証券作成。

参考. 中国の指導者の世代推移

革命第1世代	第2世代	第3世代	第4世代
毛沢東(76年死去)	鄧小平(3度の失脚から復活、97年死去)	江沢民	胡錦濤
周恩来(76年死去)	華国鋒(81年失脚)	朱鎔基	呉邦国
劉少奇(68年失脚)	李鵬	李鵬	温家宝
林彪(71年クーデター失敗、逃亡中事故死)	胡耀邦(87年失脚)	喬石(97年引退)	曾慶紅
	趙紫陽(89年失脚)	に追い込まれる	

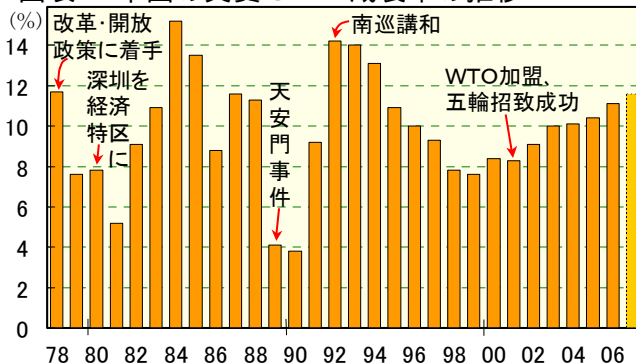
(出所)各種情報に基づき、大和証券作成。

図表1. 最近の中国の指導者による主な提唱理論

鄧小平	先富論 条件が整った一部の地域が先に豊かになり、その地域が貧しい地域を後から引き上げることで共に豊かになるというもので、一時的格差の拡大を容認する考え。
白猫黒猫論	白猫でも黒猫でも鼠を捕るのが良い猫、つまり社会主義でも資本主義でも経済を発展させることが出来れば良いという実利主義的な考え。
江沢民	三つの代表 共産党が①先進的な生産力の発展要求、②先進的な文化の進路、③広範な人民の根本利益、の三つを代表するという考え。これまで資本家階級とされてきた私営企業家の入党を解禁し、国民党への脱皮を図る狙いがある。
胡錦濤	科学的発展観 人間を基本とし、自然環境等に配慮しながら持続可能な均衡発展を目指すという考え。
和諧社会	「和諧」とは、日本語で「調和」の意。貧富の格差や地域間の経済格差を解消し、和やかな社会を築こうという考え。

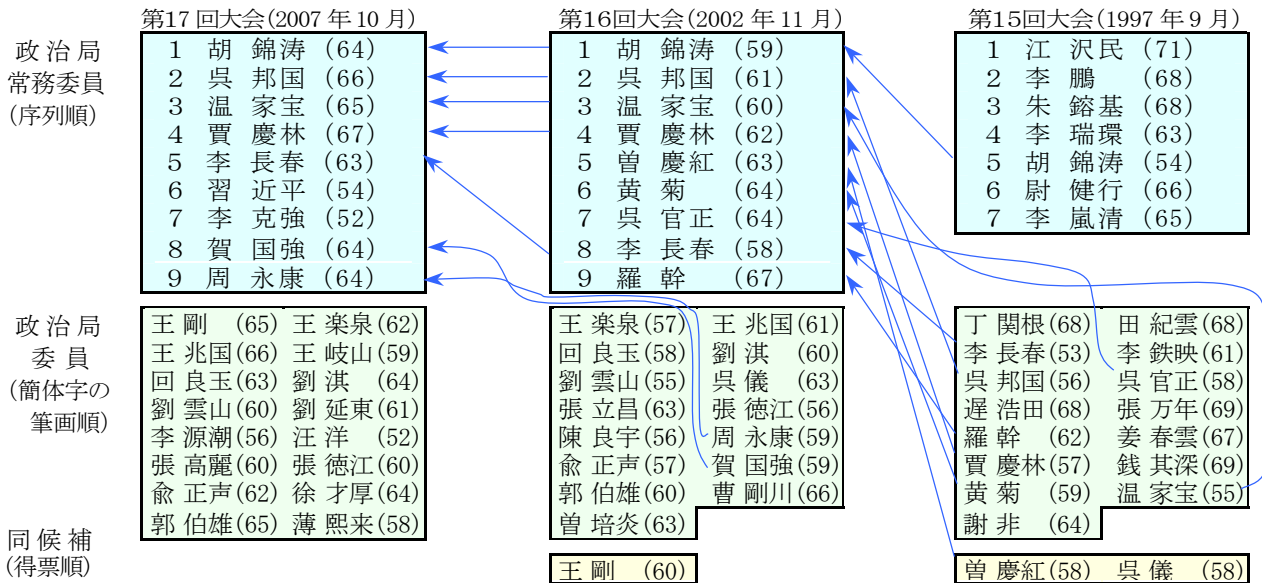
(出所)各種情報に基づき、大和証券作成。

図表2. 中国の実質GDP成長率の推移



(注)「南巡講和」とは、1992年1~2月、当時の最高実力者である鄧小平が上海や深圳などを視察した際に「改革・開放を進めよ」と発言したもの。
(出所)中国国家统计局。2007年は中国人民銀行による9/28付の予想。

参考. 過去3回の中国共産党大会における指導部の変遷



(出所) 中国政府、及び人民日報のウェブ・サイト等、各種情報に基づき、大和証券作成。

参考. 中国の主要ポストにおけるトップの変遷

年	主な出来事	共産党トップ		軍トップ	国の期	国家トップ	行政トップ	立法トップ
		党主席 → 党総書記	中央軍事委員会主席	国家主席		國務院総理(首相)	全人代委員長	
1945	日本、ポツダム宣言受諾	7 毛 沢 東						
1949	国民党-共産党間の内戦再燃 中華人民共和国成立 国民党政府、台北遷都							
1950	朝鮮戦争勃発 (~1953)	8 毛 沢 東		毛 沢 東	1	毛 沢 東	周 恩 来	劉 少 奇
1954	第1期全人代開催、憲法採択							
1956		9 毛 沢 東		毛 沢 東		董 必 武(代行)		
1959	彭 徳 懐国防相解任							
1965	文化大革命 (~1976)							
1966	鄧小平失脚	10 毛 沢 東		毛 沢 東			周 恩 来	朱 徳
1968	劉 少 奇国家主席解任、除名							
1969		11 華 国 鋒(代行)		華 国 鋒			華 国 鋒	朱 徳
1971	林 彪、毛沢東暗殺失敗							
1972	ニクソン訪中、田中角栄訪中 日中国交正常化	12 華 国 鋒		華 国 鋒			華 国 鋒	葉 劍 英
1973	鄧小平が副首相に復帰							
1975	周恩来「四つの近代化」提起	13 華 国 鋒		華 国 鋒		5 (空席)	華 国 鋒	趙 紫 陽
1976	周恩来死去、鄧小平解任 毛沢東死去、四人組逮捕							
1977	鄧小平全職務回復	14 胡 耀 邦		鄧 小 平		6 李 先 念	趙 紫 陽	彭 真
1978	「改革・開放」に着手							
1980	深圳等、経済特区に指定	15 趙 紫 陽		鄧 小 平		7 楊 尚 昆	李 鵬(代行)	万 里
1981	華国鋒、党主席解任							
1982		16 江 沢 民		鄧 小 平		8 江 沢 民	李 鵬	喬 石
1983								
1986	学生民主化運動拡大	17 江 沢 民		鄧 小 平		9 江 沢 民	朱 鎔 基	李 鵬
1987	胡耀邦失脚							
1988	中ソ関係正常化	18 胡 錦 濤		鄧 小 平		10 胡 錦 濤	温 家 宝	吳 邦 国
1989	胡耀邦死去、天安門事件							
1992	鄧小平、南巡講話	19 胡 錦 濤		鄧 小 平				
1993								
1997	鄧小平死去、香港返還	20 胡 錦 濤		鄧 小 平				
1998								
2001	五輪招致成功、WTO加盟	21 胡 錦 濤		鄧 小 平				
2002								
2003		22 胡 錦 濤		鄧 小 平				
2004								
2007		23 胡 錦 濤		鄧 小 平				

(注) 共産党トップは1981年までは党主席、1982年以降は総書記。(出所) 各種情報に基づき、大和証券作成。

本資料は投資判断の参考となる情報提供を目的としたもので、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づき作成したものです。本資料に記載された意見、予測等は、資料作成時点における当社の判断に基づくものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後、予告なしに変更されることがあります。投資にあたっての決定は、ご自身の判断でなされますようお願い申し上げます。

政策転換による相場全般への影響は軽微か
 今回の政策転換による株式相場全般への影響は、どちらかと言えばネガティブである。共産党大会における胡総書記の政治報告では、「資源節約と環境保護のための制度構築を急ぐ」としているため、近い将来、企業コストの増加に繋がるような法律が制定される可能性があると思われる。ただし、「科学的発展観」が経済発展を容認する考えであることから、企業の利益成長を阻害する程のものにはならないであろう。業種別の株価動向への影響については先に挙げた「勝ち業種」のパフォーマンスが市場平均を上回るものと想定される(図表3)。

中国本土と香港の双方で騰勢を強める株価
 無論、中国本土市場と香港市場の双方で株価が騰勢を強めている現状(図表4)においては、業種別の見通しよりも株式相場全般の見通しが重要であることは言うまでもない。今回の共産党大会における金融に関する分科会でも株価上昇に伴うリスクの高まりについて議論された模様である。金融政策当局にとっては相場の過熱感をいかに冷ますかが最大の課題であろうし、投資家には上昇相場がいつまで続くかが最大の関心事であろう。

上海A株の急騰は出遅れ修正の動き
 中国本土と香港の株式相場が過熱気味であるのは確かだが、「バブル」であるか否かは議論の分かれるところである。香港株とH株については、ハンセン指数とH株指数の予想P E Rが20倍前後であることから、「バブル」とは言い難い。また、上海A株

参考. 中国・香港株の分類

市場	市場	企業数	時価総額	取引通貨	
市場	中上 A株 (原則、本土投資家向け)	845	299.7 兆円	人民元	
	に国海 B株 (01年まで海外投資家向け)	54	2.1 兆円	米ドル	
	よ本深 A株 (原則、本土投資家向け)	629	84.9 兆円	人民元	
	る土圳 B株 (01年まで海外投資家向け)	55	2.1 兆円	香港ドル	
分類	香港	メイン・ボード	1,018	295.6 兆円	香港ドル
		GEM (新興市場)	192	2.2 兆円	香港ドル
企業属性による分類	市場	呼称	企業数	時価総額	財務会計上の通貨
		H株 (中国本土の国営公営企業)	143	79.1 兆円	人民元
		レッドチップ (中国本土系企業)	90	77.3 兆円	人民元中心
		P株 (中国本土の民間企業)	155	16.6 兆円	人民元中心
		その他	822	124.8 兆円	香港ドル中心

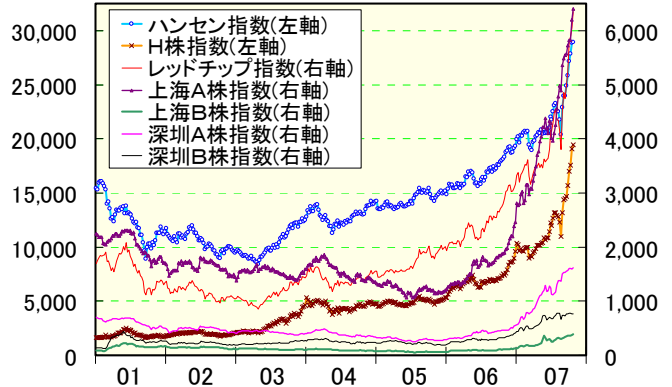
(注) 9月28日時点。為替レートは1香港ドル=14.85円、1人民元=15.36円で換算。上海と深圳のA株売買は、中国本土投資家以外ではQFII (適格域外機関投資家) 制度で認められた投資家のみ可。レッドチップとは中国資本が30%以上で、香港または租税回避地に登記されている企業。その他は香港の地場企業、及び海外の香港上場企業。
 (出所) 各証券取引所のデータに基づき、大和証券作成。

図表3. 今回の共産党大会での政策転換を受けて、アウトパフォームが期待される業種と代表銘柄

業種	会社名	市場	大和	コメント	
		コード	コード		
農業	チャオダー・モダン	682	N0682	中国最大の野菜生産事業者	
消費	ラインイー(康師傅)	322	N0322	即席麺、茶飲料で中国首位	
	中国蒙牛乳業	2319	N2319	牛乳とアイスクリームで中国首位	
	リーニン(李宁)	2331	N2331	スポーツ用品(靴、ウェア)大手	
インフラ	中国交通建設	1800	N1800	港湾建設で中国最大手	
環境	大唐国際発電	991	N0991	同業他社より水力発電比率高い	
	チャイナ・ボーチー	1412	—	火力発電向け排煙脱硫計画で大手	
中産階級の増加	不動産	広州R&F	2777	N2777	広州市地盤の不動産開発大手
	銀行	中国建設銀行	939	N0939	時価総額で中国第2位の銀行
	保険	チャイナ・ライフ	2628	N2628	中国最大の生命保険会社
	通信	チャイナ・モバイル	941	N0941	携帯電話加入者数で世界最大
	空運	エア・チャイナ	753	N0753	中国最大の航空会社
	自動車	東風汽車	489	N0489	日産等と合弁組む自動車大手

(注) チャイナ・ボーチーのみ東証上場、他は全て香港証券取引所上場。
 (出所) 各種情報に基づき、大和証券作成。

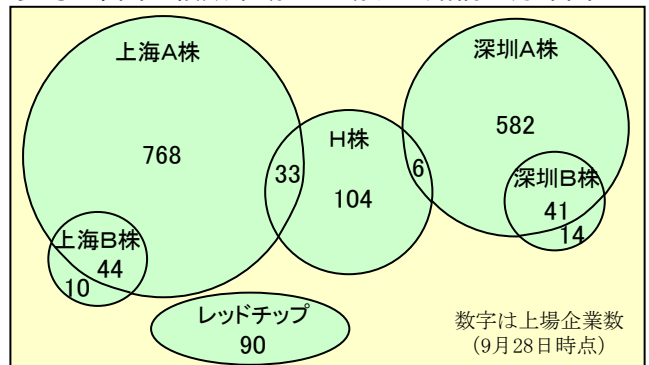
図表4. 中国・香港の主要指数の推移と年間騰落率



指数 \ 年	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ハンセン	▲24.5%	▲18.2%	+34.9%	+13.2%	+4.5%	+34.2%	+45.0%
H株	+8.2%	+13.2%	+152.2%	▲5.6%	+12.4%	+94.0%	+88.0%
レッドチップ	▲18.3%	▲24.6%	+41.2%	+9.0%	+24.3%	+72.1%	+90.5%
上海A株	▲21.9%	▲17.1%	+10.6%	▲15.2%	▲8.2%	+130.6%	+127.2%
上海B株	+91.5%	▲33.8%	▲7.6%	▲27.9%	▲18.0%	+109.8%	+199.1%
深圳A株	▲26.8%	▲17.9%	▲4.0%	▲16.5%	▲11.8%	+96.4%	+184.2%
深圳B株	+93.0%	▲29.6%	+45.5%	▲19.2%	▲11.0%	+121.5%	+75.6%

(注) 2007年は10月16日まで。
 (出所) 各証券取引所のデータに基づき、大和証券作成。

参考. 中国の複数市場に上場する銘柄の分布図



(出所) 各証券取引所のデータに基づき、大和証券作成。

については予想PERが30倍を超えているものの、PERを長期期待成長率で除したPEGレシオでは0.6倍と、世界の株式市場の中で割安な水準に位置しており(図表5)、こちらも「バブル」とは決め付けられないと考える。上海A株は昨年来の急激な上昇ピッチも気になるところだが、経済成長に対して出遅れていた株価が追い付く動きを見せただけでも言える(図表6)。

H株がA株をアウトパフォームへ

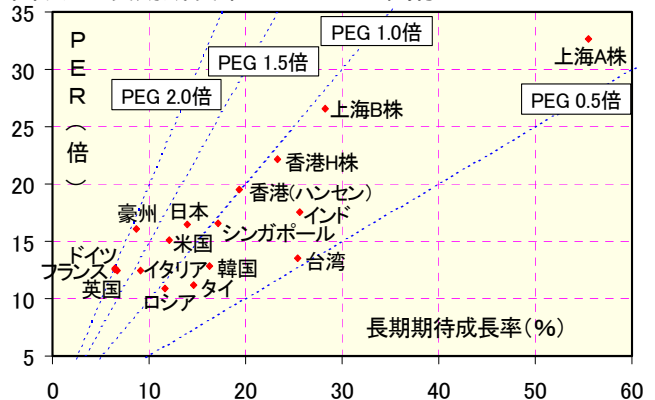
もっとも、投資対象としてH株とA株のどちらが有望かと言えば前者である。本土市場の過熱抑制のため、中国の金融政策当局がQDII(適格域内機関投資家)制度の規制緩和などで香港市場への資金移動を促しており、H株がA株をアウトパフォームする動きが続くものと想定される。貿易黒字の急増等で国内に滞留した外貨を流出させることは国策であり、それに従えばH株買いと言えよう。

10年前は香港返還の5～8週間後に天井
それでは、現在のブル(強気)相場はいつまで続くだろうか。中国・香港市場における過去の過熱相場としては、1997年の香港返還ブームが思い出される。この時は、「中国本土の香港化」というシナリオが語られ、株価が急騰したが、7月1日の香港返還から5～8週間後を天井として下落に転じた(図表7)。今回の相場の中心テーマが来年8月8日に開幕する北京五輪だとした場合、10年前の相場に当てはめるとピークアウトは来年9～10月頃となる。ただし、過去の経験から学ぶことで、時期が数ヵ月から半年程度、前倒しとなる可能性もある。

五輪特需の反動による景気失速は杞憂

なお、北京五輪後に株価が天井を付けるという説の主な根拠となっているのが、五輪特需の反動で中国経済全体が急減速するというものである。しかし、実際は「五輪特需」と呼べるほど五輪関連投資の規模は大きくない。地域別の固定資産投資の状況を見ても、北京市は2003年以降、全国平均以下の伸び率に留まっている(図表8)。「五輪特需」が存在しない以上、五輪後に景気が失速する可能性は低いと考える。仮に五輪後に一旦、株価が調整する局面があったとしても、それが2010年の上海万博へ向けた次の相場の起点となるものと期待したい。次頁と次々頁にH株とA株の動きに連動するETFを紹介するので参考とされたい。(横路 史生)

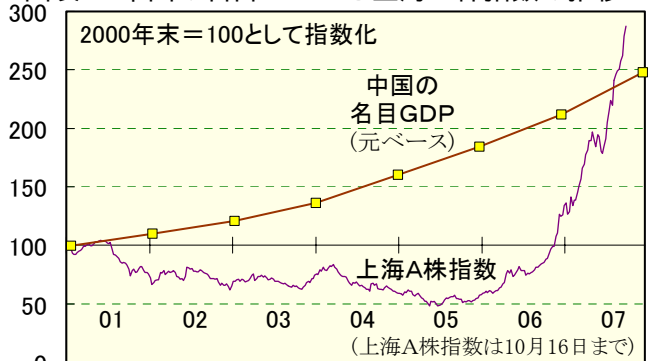
図表 5. 長期成長率と P E R の関係



(注) 2007年10月16日現在。PERは12ヵ月先予想利益ベース。PEGレシオはPER/長期期待成長率。

(出所) 予想PERと予想成長率はThomson Financial調査。

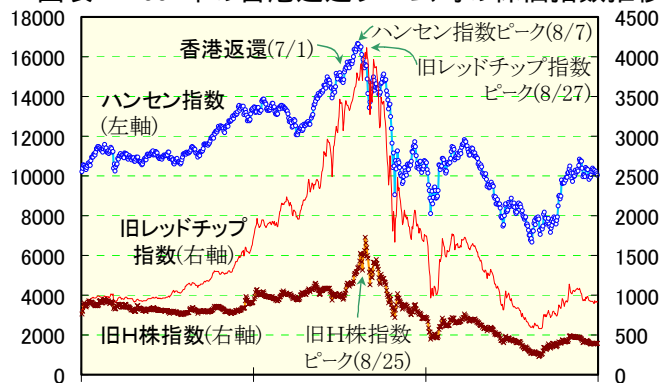
図表 6. 中国の名目GDPと上海A株指数の推移



(注) 2007年の名目GDPはIMF(国際通貨基金)による予測。

(出所) 中国国家统计局、IMF、上海証券取引所のデータに基づき、大和証券作成。

図表 7. 1997年の香港返還ブーム時の株価指数推移



(注) 1997年前後のH株指数とレッドチップ指数は、現在の同名の指数とは算出方法や構成銘柄、指数値の水準等が異なる。

(出所) 大和証券作成。

図表 8. 北京市と中国の固定資産投資伸び率の推移

年	2001	2002	2003	2004	2005	2006
北京市	+18.2%	+18.7%	+20.8%	+16.5%	+11.8%	+19.3%
中国全体	+13.0%	+16.9%	+27.7%	+26.6%	+26.0%	+24.0%
北京市の順位	11位	12位	22位	28位	30位	24位

(注) 順位は22省、5自治区、4中央直轄市(計31行政区画)の中の順位。

(出所) 2007年中国統計摘要などにより、大和総研作成。

ハンセンH株指数ETFの概要

ETFの名称： ハンセンH株指数ETF (Hang Seng H-Share Index ETF)

上場市場： 香港証券取引所

香港市場コード： 2828

大和コード： N2828

連動対象指数： H株指数

管理会社： ハンセン・インベストメント・マネジメント

一口当たり価格： 195.10 香港ドル(2007年10月16日現在)

売買単位： 200口単位(約59万円相当、2007年10月16日現在)

時価総額： 145億4,052万香港ドル(2007年10月16日現在)

配分方針： 原則的に年2回。

過去12ヵ月の

配分実績： 0.33香港ドル/口(2006年12月29日落ち)と0.47香港ドル/口(2007年6月29日落ち)

配分金利回り： 0.41%(税引き前、過去12ヵ月の実績に基づく、2007年10月16日現在)

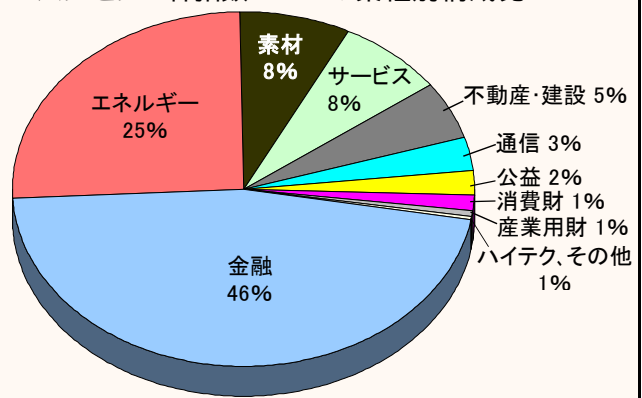
(注)ETF(指数連動型上場投資信託)とは、証券取引所で売買され、特定の指数に連動することを目的として運用される投資信託。

ハンセンH株指数ETFの価格とH株指数推移



(注) H株指数とハンセンH株指数ETFはほとんど重なっているため1本に見える。ハンセンH株指数ETFは2003年12月上場。

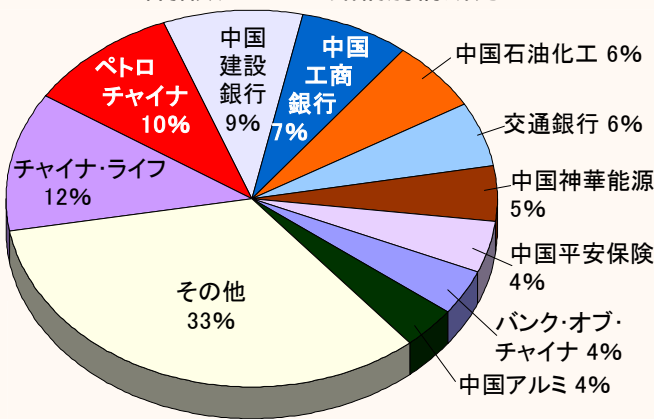
ハンセンH株指数ETFの業種別構成比



(注) 2007年8月31日時点。

(出所)ハンセン・インベストメントの資料に基づき、大和証券作成。

ハンセンH株指数ETFの銘柄別構成比



(注) 2007年8月31日時点。

(出所)ハンセン・インベストメントの資料に基づき、大和証券作成。

ハンセンH株指数ETF構成上位銘柄の概要

会社名	会社概要
チャイナ・ライフ	中国最大の生命保険会社
ペトロチャイナ	中国最大の石油会社
中国建設銀行	時価総額で中国本土第2位の銀行
中国工商银行	時価総額で世界最大の銀行
中国石化	中国最大の石油化学、石油精製会社
交通銀行	時価総額で中国本土第4位の銀行
中国神華能源	中国最大の石炭会社
中国平安保険	中国第2位の生命保険会社
バンク・オブ・チャイナ	時価総額で中国本土第3位の銀行
中国アルミ	中国最大のアルミニウム・メーカー

(出所)各種情報に基づき、大和証券作成。

海外ETFへの投資の際は、外国証券内容説明書をご覧ください。

本資料は投資判断の参考となる情報提供を目的としたもので、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づき作成したものです。本資料に記載された意見、予測等は、資料作成時点における当社の判断に基づくものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後、予告なしに変更されることがあります。投資にあたっての決定は、ご自身の判断でなされますようお願い申し上げます。

新華 A50 チャイナ・トラッカーの概要

E T F の名称： 新華 A50 チャイナ・トラッカー (iShares FTSE/Xinhua A50 China Tracker)

上場市場： 香港証券取引所

香港市場コード： 2823

大和コード： N2823

連動対象指数： F T S E 新華中国 A50 指数

管理会社： バークレイズ・グローバル・インベスターズ・ノース・アジア

一口当たり価格： 275.60 香港ドル (2007 年 10 月 16 日現在)

売買単位： 100 口単位 (約 42 万円相当、2007 年 10 月 16 日現在)

時価総額： 192 億 3,688 万香港ドル (2007 年 10 月 16 日現在)

分配方針： 原則的に年 1 回。

過去 12 ヶ月の

分配実績： 0.50 香港ドル/口 (2006 年 12 月 11 日落ち)

分配金利回り： 0.18% (税引き前、過去 12 ヶ月の実績に基づく、2007 年 10 月 16 日現在)

(注) E T F (指数連動型上場投資信託) とは、証券取引所で売買され、特定の指数に連動することを目的として運用される投資信託。

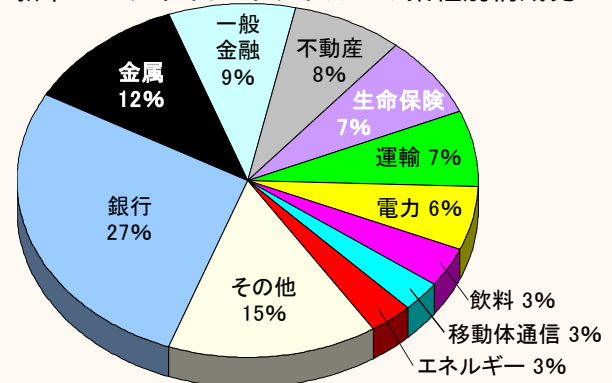
10 月 30 日落ち日で「1 口 10 口」の分割を予定しているため、要注意。

新華 A50 チャイナ・トラッカーの価格と関連指数推移



(注) 新華 A50 チャイナ・トラッカーは 2004 年 11 月上場。
F T S E 新華中国 A50 指数の 2004 年 2 月以前のデータ入手不能。

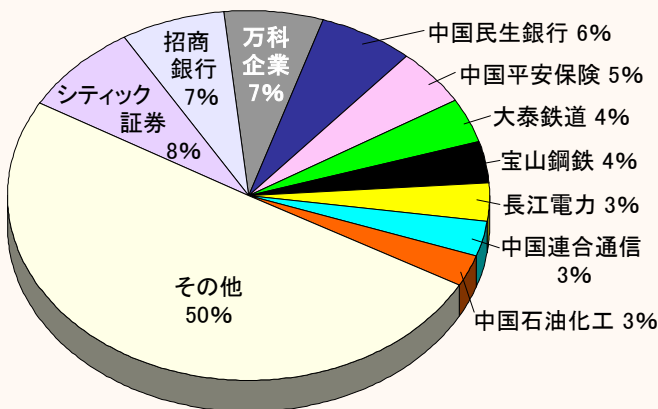
新華 A50 チャイナ・トラッカーの業種別構成比



(注) 2007 年 9 月 28 日時点。

(出所) バークレイズの資料に基づき、大和証券作成。

新華 A50 チャイナ・トラッカーの銘柄別構成比



(注) 2007 年 9 月 28 日時点。

(出所) バークレイズの資料に基づき、大和証券作成。

新華 A50 チャイナ・トラッカー構成上位銘柄の概要

会社名	会社概要
シティック証券	中国最大の証券会社
招商銀行	時価総額で中国本土第 5 位の銀行
万科企業	上場する不動産会社で中国最大
中国民生銀行	時価総額で中国本土第 8 位の銀行
中国平安保険	中国第 2 位の生命保険会社
大秦鉄道	石炭輸送で中国最大手の鉄道会社
宝山鋼鉄	中国最大の製鉄会社
長江電力	世界最大の水力発電事業「三峡ダム」を運営
中国連合通信	中国第 2 位の移動体通信会社であるチャイナ・ユニコムの子会社
中国石油化工	中国最大の石油化学、石油精製会社

(出所) 各種情報に基づき、大和証券作成。

海外 E T F への投資の際は、外国証券内容説明書をご覧ください。

本資料は投資判断の参考となる情報提供を目的としたもので、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づき作成したものです。本資料に記載された意見、予測等は、資料作成時点における当社の判断に基づくものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後、予告なしに変更されることがあります。投資にあたっての決定は、ご自身の判断でなされますようお願い申し上げます。

参考. 中国の概要

国名：中華人民共和国
(People's Republic of China)

建国：1949年

面積：960万km²(日本の約25倍)

気候：海南島付近は熱帯。長江、
黄河の流域は温帯。東北
地方は冷帯。内陸には砂
漠など乾燥気候が広がる。

人口：13億1,448万人
(2006年末)

言語：漢語(公用語)

人種：漢民族=92%、及び55の
少数民族

宗教：仏教、イスラム教、キリスト教等

首都：北京市

行政区画：23省*、5自治区、2特別行政区(香港、マカオ)、4中央直轄市(北京、天津、上海、重慶)から構成。
※ 北京政府は台湾を省の一つとしているが、統治は事実上及んでいない。

政体：人民民主共和制

元首：胡錦涛国家主席(2003年3月就任)

議会：一院制(全国人民代表大会=全人代)

通貨：人民元(1米ドル=7.518人民元、1人民元=15.53円、2007年10月16日現在)

2005年7月21日に通貨バスケット連動制を移行するまでは、米ドルに事実上ペッグ(固定)する擬似固定相場であった。新制度移行当初、対米ドルの一日の許容変動幅は中心レートから上下0.3%であったが、2007年5月21日より0.5%に変更されている。

外貨建て長期債格付：A1/A (Moody's/S&P、2007年10月16日現在)

名目GDP：2兆6,446億米ドル(2006年、日本の約6割)

一人当たりGDP：2,013米ドル(2006年、日本の1/17)

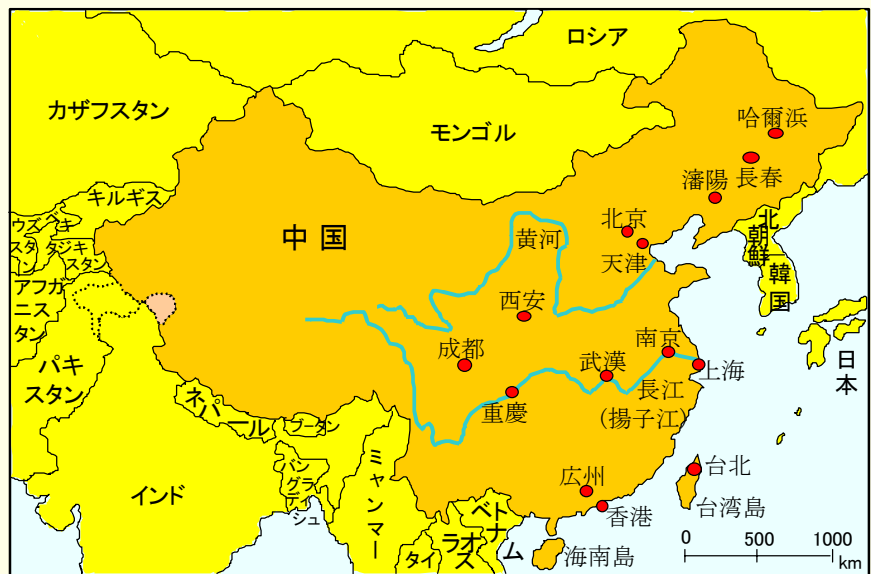
輸出：9,691億米ドル(2006年)

地域別の輸出先：米国=21.0%、香港=16.0%、日本=9.5%、韓国=4.6%、ドイツ=4.2%、オランダ=3.2%
日本への主な輸出品目：機械機器=40.8%、繊維製品=19.5%、食料品=7.3%、金属・金属製品=5.8%

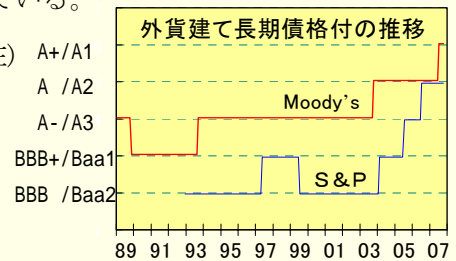
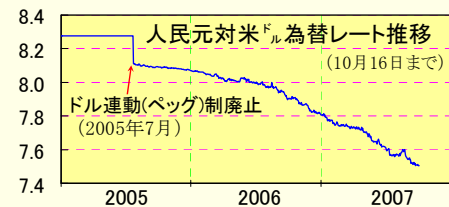
輸入：7,916億米ドル(2006年)

地域別の輸入先：日本=14.6%、韓国=11.3%、台湾=11.0%、米国=7.5%、ドイツ=4.8%、マレーシア=3.0%
日本からの主な輸入品目：電気機器=25.9%、一般機械=21.2%、化学製品=13.0%、金属・金属製品=10.6%

外貨準備高：1兆4,336億米ドル(2007年9月末)



五星紅旗



(出所) 外務省、日本貿易振興機構(JETRO)、中華人民共和国政府のウェブサイトを中心とした各種情報を参考に、大和証券作成。

本資料は投資判断の参考となる情報提供を目的としたもので、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づき作成したものです。本資料に記載された意見、予測等は、資料作成時点における当社の判断に基づくものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後、予告なしに変更されることがあります。投資にあたっての決定は、ご自身の判断でなされますようお願い申し上げます。

お取引にあたっての手数料等およびリスクについて

手数料等およびリスクについて

- 株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗（支店担当者）経由で国内委託取引を行う場合、約定代金に対して最大 1.20750%（但し、最低 2,625 円）の委託手数料（税込）が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては、現地諸費用等を別途いただくことがあります。
- 株式等の売買等にあたっては、株価の変動による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては株価変動のほかに為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- 信用取引を行うにあたっては、売買代金の 30%以上で、かつ 30 万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行うことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- 非上場債券（国債、地方債、政府保証債、社債）を当社が相手方となりお買付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、金利水準の変動に加え、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。
- 投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費、等をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。

ご投資にあたっての留意点

- 取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書等をよくお読みください。

本資料で紹介している外国株式の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行われていないものもあります。こうした銘柄については、外国証券内容説明書をご覧ください。

商号等：大和証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 108 号

加入協会：日本証券業協会、社団法人 投資信託協会、社団法人 日本証券投資顧問業協会、
社団法人 金融先物取引業協会

当社と大和証券 S M B C ㈱とは、㈱大和証券グループ本社を親会社とする同一のグループ会社であり、かつ大和証券 S M B C ㈱は平成 18 年 10 月以降下記の銘柄に関する募集・売出し（普通社債を除く）にあたり主幹事会社となっております。

チャイナ・ポーチ・エンパイロメンタル・ソリューションズ・テクノロジー（ホールディング）カンパニー・リミテッド(1412) 石油資源開発(1662) アコーディア・ゴルフ(2131) G A B A (2133) V S N (2135) トラストワークス(2154) セーラー広告(2156) アルトナー(2163) 雪印乳業(2262) インフォマート(2492) ダイユーエイト(2662) 三光マーケティングフーズ(2762) ファーマライズ(2796) MonotaRO(3064) ライフフーズ(3065) ストリーム(3071) 銚子丸(3075) ホリイフードサービス(3077) ディービーエックス(3079) ブロンコピリー(3091) 東京建物不動産販売(3225) プロバスト(3236) ウィル不動産販売(3241) 駐車場総合研究所(3251) トリドール(3397) 東レ(3402) S U M C O (3436) パイブドピッツ(3831) エヌ・ティ・ティ・データ・イントラマート(3850) 日本ソフトウェア(3851) サイバーコム(3852) アイル(3854) シナジーマーケティング(3859) タカギセイコー(4242) 沢井製薬(4555) ダスキン(4665) シダックス(4837) ノエビア(4916) 東洋炭素(5310) 藤商事(6257) キトー(6409) 竹内製作所(6432) ネットインデックス(6634) シスウェブ(6636) ミマキエンジニアリング(6638) 第一精工(6640) テクノメディカ(6678) エレコム(6750) 日本電産リード(6833) 太陽誘電(6976) サノヤス・ヒシノ明昌(7020) タカタ(7312) メガネトップ(7541) 梅の花(7604) 新光商事(8141) イオン(8267) 清水銀行(8364) 京都銀行(8369) 山口フィナンシャルグループ(8418) 愛媛銀行(8541) マネースクウェア・ジャパン(8728) 三井住友海上火災保険(8752) イー・ギャランティ(8771) サンフロンティア不動産(8934) エフ・ジェー・ネクスト(8935) Human 2 1 (8937) 大和システム(8939) ランドビジネス(8944) ノエル(8947) オリックス不動産投資法人(8954) 日本レジデンシャル投資法人(8962) 日本ロジスティクスファンド投資法人(8967) アトリウム(8993) 泉州電業(9824) （銘柄コード順）

本資料は投資判断の参考となる情報提供を目的としたもので、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づき作成したものです。本資料に記載された意見、予測等は、資料作成時点における当社の判断に基づくものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後、予告なしに変更されることがあります。投資にあたっての決定は、ご自身の判断でなされますようお願い申し上げます。

上海A株への価格サヤ寄せが期待されるH株 (再々更新版)

「サブプライムはどこ吹く風」の中国本土株
世界の株式市場では、米国のサブプライム住宅ローン(信用力の低い借り手向け融資)の焦げ付き問題の拡大懸念から7月から9月にかけて調整局面が続いた。これに対し、中国本土市場では上海A株指数が7月26日から9月末までの47営業日で25回も最高値を更新するなど、「サブプライムはどこ吹く風」といった按配である(図表1)。

過剰流動性、株式選好の強まりで株価急騰
株価急騰の主因として挙げられるのは、①人民元の先高期待(図表2)と巨額の貿易黒字(図表3)によって外貨が流入し、過剰流動性が発生していること、②実質預金金利の低下(図表4)などにより、個人の金融資産運用における株式選好が強まっていること、の2点である。

中国本土個人による海外株式投資解禁へ
株式相場の過熱抑制に躍起となっている中国政府は様々な政策対応を打ち出している。①については8月20日、国家外貨管理局が本土の個人による海外証券投資の一部解禁を発表。外貨の流出を促した。②については翌8月21日、中国の中央銀行である中国人民銀行が今年4度目の利上げを発表。更に9月14日には5度目の利上げを発表し、1年物の貸出基準金利と1年物の預金基準金利を共に0.27%引き上げ、それぞれ7.29%に、3.87%としている。

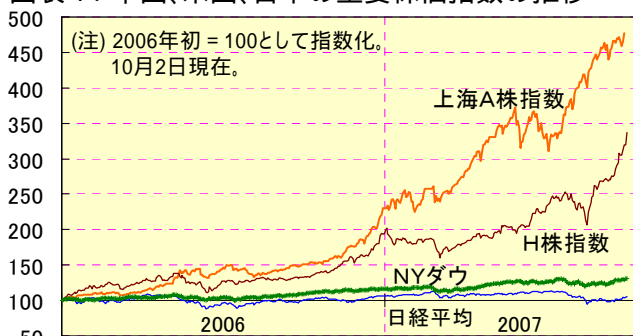
参考. 中国・香港株の分類

市場	市場	企業数	時価総額	取引通貨	
市場に よる 分類	中上 国海	A株(原則、本土投資家向け)	842	275.8兆円	人民元
		B株(01年まで海外投資家向け)	54	1.8兆円	米ドル
	本深 土圳	A株(原則、本土投資家向け)	619	80.4兆円	人民元
		B株(01年まで海外投資家向け)	55	2.0兆円	香港ドル
分類	香港	メイン・ボード	1,013	262.8兆円	香港ドル
		GEM(新興市場)	193	2.3兆円	香港ドル
企業 属性 による 分類	市場	呼称	企業数	時価総額	財務会計上の通貨
		H株(中国本土の国営公営企業)	143	69.2兆円	人民元
		レッドチップ(中国本土系企業)	89	65.0兆円	人民元中心
		P株(中国本土の民間企業)	151	15.0兆円	人民元中心
		その他	823	115.8兆円	香港ドル中心

(注) 8月31日時点。為替レートは1香港ドル=15.44円、1人民元=14.94円で換算。上海と深圳のA株売買は、中国本土投資家以外ではQFII(適格域外機関投資家)制度で認められた投資家のみ認められている。レッドチップとは中国資本が30%以上で、香港またはケイマンやバミューダ等の租税回避地に登記されている企業。その他は香港の地場企業、及びHSBC等の海外の香港上場企業。

(出所) 香港、上海、深圳の各証券取引所のデータに基づき、大和証券作成。

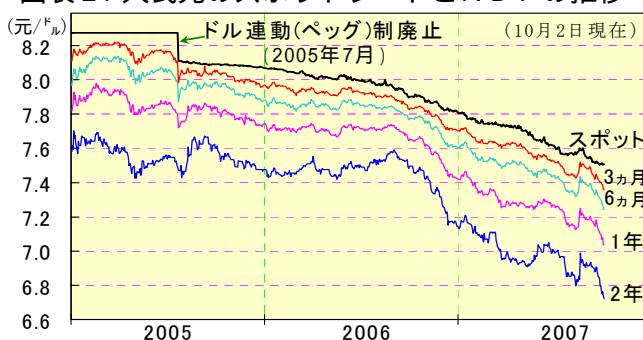
図表1. 中国、米国、日本の主要株価指数の推移



(注) 上海A株指数については、国慶節の休場(10月1日~5日)のため、9月28日まで。

(出所) HS I サービスズ、上海証券取引所、NY証券取引所、日経新聞。

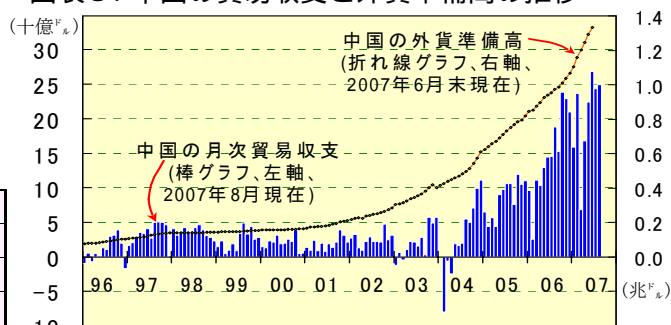
図表2. 人民元のスポットレートとNDFの推移



(注) NDF(ノン・デリバブル・フォワード)とは、取引レートと決済レートの差額を該通貨を用いず米ドルで決済する先渡為替取引のこと。対象となるのは、流動性が低く、価格変動リスクが大きい通貨。

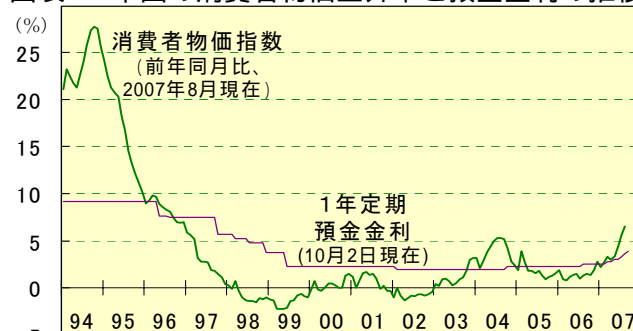
(出所) 中国為替取引システム(CFETS)。

図表3. 中国の貿易収支と外貨準備高の推移



(出所) 中国税関、中国国家統計局。

図表4. 中国の消費者物価上昇率と預金金利の推移



(出所) 中国国家統計局、中国人民銀行。

価格差が縮小するA株と重複上場のH株

このうち、香港市場の株価押し上げ効果が見込まれるのが個人による海外証券投資の解禁である。投資対象は当面、香港上場証券に限定されるため、上海市場と深圳市場から香港市場への資金移動が想定される。中でも、上昇が期待されるのは上海A株市場と香港市場に重複上場し、且つ香港市場の株価が相対的に割安な銘柄である。資金移動への期待から、上海市場のA株と香港市場のH株の価格差を表すAHプレミアム指数は、今回の規制緩和策の発表前となる8月17日の184ポイントから、6営業日後の27日には161ポイントへと急低下した(図表5)。

図表5. AHプレミアム指数の推移



(注) AHプレミアム指数は、上海A株市場と香港市場に重複上場する31銘柄のドル建ての株価を比較したものの。値が100以上の時はA株が割高、H株が割安。100以下の時はH株が割高、A株が割安。(出所) H S I サービス。

図表6. 10月2日現在のAHプレミアム指数構成銘柄のAH倍率ランキング (A株は9月28日現在の株価)

社名	業種	香港市場 コード	A株 価格 (人民元)	香港ドル 換算 A株価格	H株 価格 (香港ドル)	AH 倍率 (倍)	香港市場 今期予想 PER (倍)	香港市場 来期予想 PER (倍)	
×	天津キャピタル	下水道	1065	10.80	11.17	4.92	2.27	30.8	32.8
○	大唐国際発電	電力	991	20.72	21.43	9.46	2.27	28.7	24.3
○	華電国際電力	電力	1071	10.81	11.18	5.04	2.22	21.9	17.4
○	江西銅業	銅	358	58.99	61.00	27.55	2.21	16.8	17.0
◎	エア・チャイナ	空運	753	23.59	24.40	11.70	2.09	37.7	26.6
○	中国アルミ	アルミナ/アルミ	2600	47.75	49.38	23.80	2.07	23.3	23.3
○	中国南方航空	空運	1055	23.94	24.76	12.08	2.05	63.6	35.5
×	北京北辰	不動産開発	588	13.11	13.56	6.80	1.99	35.8	22.7
○	中国石油化工	石油/石油化学	386	18.94	19.59	10.00	1.96	13.0	11.6
◎	チャイナ・シティック・バンク	銀行	998	11.05	11.43	6.27	1.82	33.0	24.1
×	広州薬業	医薬品	874	15.54	16.07	8.90	1.81	24.7	21.2
○	深圳高速道路	高速道路	548	14.86	15.37	8.73	1.76	27.3	23.6
×	重慶鋼鉄	鉄鋼	1053	9.11	9.42	5.44	1.73	17.5	15.1
○	華能国際電力	電力	902	17.42	18.01	10.56	1.71	19.2	18.2
◎	チャイナ・コスコ	海運	1919	45.06	46.60	27.85	1.67	73.3	56.8
×	広州広船国際	海運	317	85.26	88.17	52.90	1.67	35.3	28.0
○	馬鞍山鉄鋼	鉄鋼	323	13.44	13.90	8.89	1.56	20.7	14.8
○	青島ビール	ビール	168	43.29	44.77	29.20	1.53	64.9	52.1
○	広深鉄路	鉄道	525	9.93	10.27	6.87	1.49	27.5	24.5
○	エン州石炭	石炭	1171	22.92	23.70	16.64	1.42	24.5	18.7
○	中海発展	海運	1138	35.25	36.45	25.95	1.40	20.6	18.9
◎	バンク・オブ・チャイナ	銀行	3988	5.93	6.13	4.38	1.40	19.9	15.1
×	安徽高速道路	高速道路	995	9.56	9.89	7.40	1.34	17.2	14.8
◎	チャイナ・ライフ	生命保険	2628	62.41	64.54	48.40	1.33	43.2	41.4
◎	交通銀行	銀行	3328	12.95	13.39	10.18	1.32	28.3	21.2
○	安徽コンチ・セメント	セメント	914	83.52	86.37	70.05	1.23	43.0	30.6
◎	中国工商銀行	銀行	1398	6.61	6.84	5.70	1.20	24.8	19.0
◎	中国平安保険	生命保険	2318	134.95	139.56	117.00	1.19	57.6	55.7
○	江蘇高速道路	高速道路	177	11.21	11.59	10.40	1.11	32.5	24.8
×	東方電機	発電機	1072	83.01	85.84	77.10	1.11	28.9	23.1
◎	招商銀行	銀行	3968	38.27	39.58	36.00	1.10	41.9	29.0

(注) ◎は日本の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行われている銘柄。○は日本の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行われていないが、外国証券内容説明書を作成している銘柄。×は外国証券内容説明書を作成していないため、投資勧誘できない銘柄。予想PERはThomson Financial 調査による一株利益のアナリスト予想平均に基づき計算。為替は1香港ドル=0.967人民元で計算。

(出所) 香港証券取引所、上海証券取引所、H S I サービス、Thomson Financial のデータに基づき、大和証券作成。

本資料は投資判断の参考となる情報提供を目的としたもので、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づき作成したものです。本資料に記載された意見、予測等は、資料作成時点における当社の判断に基づくものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後、予告なしに変更されることがあります。投資にあたっての決定は、ご自身の判断でなされますようお願い申し上げます。

実際には始まらない本土個人の香港株投資

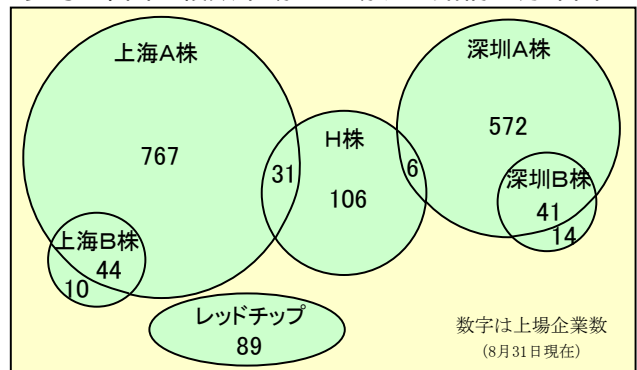
その後、同指数は 146 ポイントへと低下するなど (10月2日現在)、A株とH株の価格差は徐々に解消に向かっている。但し、146 ポイントという数字は依然 1.5 倍近いAH価格差が存在していることを表しているとも言える。AH倍率が1倍にほど遠いのは、本土個人投資家による香港株式投資が解禁後直ちには始まっておらず、実際の開始時期を巡り、情報が錯綜しているためである。一部報道によれば今回の規制緩和策に反対する証券当局と銀行当局が巻き返しに出ているとのことであり、解禁は事実上先延ばしとなっている模様である。今後も短期的には政策的な思惑によってAH同時上場銘柄の株価が乱高下する可能性があろう。無論、中長期的な方向性は自由化である。何れは「一物一価」の法則に従い、AH倍率は1倍に向かうものと考えられる。

最後になるが、前頁にAHプレミアム指数の構成銘柄のAH倍率ランキング (図表6) を、本頁下部にランキング上位銘柄の株価チャート (図表7) を掲載するので参考とされたい。(横路 史生)

参考. 同一銘柄のA株・H株に価格差が生じる理由

A株もH株も配当や議決権といった株主の権利は同一である。従って、例えば配当利回りを投資判断基準とすれば、A株とH株の同一銘柄は同一価格となるはずである。しかし、上海市場と香港市場は制度的に分断されているため、A株を売ってH株を買うといった裁定取引は不可能となっている。A株の売買は中国本土の投資家とQFII (適格域外機関投資家) 制度で認められた海外機関投資家に限定されている一方、H株の売買は海外投資家とQDII (適格域内機関投資家) 制度で認められた本土の機関投資家に限定されており、投資家がほとんど異なるため、同一銘柄のA株とH株に価格差が発生している訳である。

参考. 中国の複数市場に上場する銘柄の分布図



(出所) 各証券取引所の情報に基づき、大和証券投資情報部作成。

図表7. AH倍率ランキング上位銘柄の週足株価チャート (香港市場、分割修正済み、単位=香港\$)



(注) 前頁の図表6の銘柄でAH倍率が1.5倍以上、且つ投資勧誘可能なものから業種バランスを考慮して掲載。10月2日現在。

本資料は投資判断の参考となる情報提供を目的としたもので、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づき作成したものです。本資料に記載された意見、予測等は、資料作成時点における当社の判断に基づくものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後、予告なしに変更されることがあります。投資にあたっての決定は、ご自身の判断でなされますようお願い申し上げます。

お取引にあたっての手数料等およびリスクについて

手数料等およびリスクについて

- 株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗（支店担当者）経由で国内委託取引を行う場合、約定代金に対して最大1.20750%（但し、最低2,625円）の委託手数料（税込）が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては、現地諸費用等を別途いただくことがあります。
- 株式等の売買等にあたっては、株価の変動による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては株価変動のほか、為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- 信用取引を行うにあたっては、売買代金の30%以上で、かつ30万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行うことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- 非上場債券（国債、地方債、政府保証債、社債）を当社が相手方となりお買付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、金利水準の変動に加え、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。
- 投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費、等をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。

ご投資にあたっての留意点

- 取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書等をよくお読みください。

本資料で紹介している外国株式の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行われていないものもあります。こうした銘柄については、外国証券内容説明書をご覧ください。

商号等：大和証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第108号

加入協会：日本証券業協会、社団法人 投資信託協会、社団法人 日本証券投資顧問業協会、社団法人 金融先物取引業協会

当社と大和証券S M B C(株)とは、(株)大和証券グループ本社を親会社とする同一のグループ会社であり、かつ大和証券S M B C(株)は平成18年10月以降下記の銘柄に関する募集・売出し（普通社債を除く）にあたり主幹事会社となっております。

チャイナ・ポーチー・エンバイロメンタル・ソリューションズ・テクノロジー(ホールディング)カンパニー・リミテッド(1412) 石油資源開発(1662) アコーディア・ゴルフ(2131) G A B A (2133) V S N (2135) トラストワークス(2154) セーラー広告(2156) アルトナー(2163) 雪印乳業(2262) インフォマート(2492) ダイユーエイト(2662) 三光マーケティングフーズ(2762) ファーマライズ(2796) MonotaRO(3064) ライフフーズ(3065) ストリーム(3071) 銚子丸(3075) ホリイフードサービス(3077) ディービーエックス(3079) プロパスト(3236) ウィル不動産販売(3241) 駐車場総合研究所(3251) トリドール(3397) 東レ(3402) S U M C O (3436) パイプドピッツ(3831) エヌ・ティ・ティ・データ・イントラマート(3850) 日本一ソフトウェア(3851) サイバーコム(3852) アイル(3854) タカギセイコー(4242) 沢井製薬(4555) ダスキン(4665) シダックス(4837) 東洋炭素(5310) 藤商事(6257) キトー(6409) 竹内製作所(6432) ネットインデックス(6634) シスウェーブ(6636) ミマキエンジニアリング(6638) 第一精工(6640) テクノメディカ(6678) エレコム(6750) 日本電産リード(6833) 太陽誘電(6976) サノヤス・ヒシノ明昌(7020) タカタ(7312) メガネトップ(7541) 梅の花(7604) 新光商事(8141) イオン(8267) 清水銀行(8364) 京都銀行(8369) 山口フィナンシャルグループ(8418) 愛媛銀行(8541) マネースクウェア・ジャパン(8728) 三井住友海上火災保険(8752) イー・ギャランティ(8771) サンフロンティア不動産(8934) エフ・ジェー・ネクスト(8935) Human 2 1 (8937) 大和システム(8939) ランドビジネス(8944) ノエル(8947) オリックス不動産投資法人(8954) 日本レジデンシャル投資法人(8962) 日本ロジスティクスファンド投資法人(8967) アトリウム(8993) 泉州電業(9824) （銘柄コード順）

本資料は投資判断の参考となる情報提供を目的としたもので、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づき作成したものです。本資料に記載された意見、予測等は、資料作成時点における当社の判断に基づくものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後、予告なしに変更されることがあります。投資にあたっての決定は、ご自身の判断でなされますようお願い申し上げます。