

**大和証券**

Daiwa Securities

# 中国は景気刺激よりも経済構造改革

～変わりつつある株式市場での評価軸～

2013年6月

投資戦略部

由井濱 宏一

hiroказu.yuihama@daiwa.co.jp

この資料は、ミーティング等における投資情報の提供活動に際し補助的資料として作成したもので、投資勧誘を意図するものではありません。投資の決定はご自身の判断と責任でなされますようお願い申し上げます。事前の了承なく複製または転送等を行わないようお願いします。ご利用に際しては、末尾の開示事項の記載もご覧ください。

大和証券株式会社 〒100-6752 東京都千代田区丸の内一丁目9番1号 グラントウキョウ ノースタワー Tel: 03-5555-7076 Fax: 03-5555-0850

## まとめ

- 4月後半から足元までの中国本土株式市場のパフォーマンスはアジア域内の主要市場との比較でトップ。かつてない割安感の台頭、穏健な金融政策の継続期待、ここにきて加速し始めた感のある経済構造改革への評価、が背景か。
- ここからの本土市場の評価軸は、徐々に構造改革の進捗・実現性に移行していく可能性が高い。「庶民の消費力拡大」、「小さな政府」、「いっそうの市場開放」に向けた取り組みの成否がカギを握る。すなわち、短期的な景気押し上げのための投資に偏った刺激策よりも、持続的な経済成長を維持するための改革を進めることができるかが重要である。
- 13年5月には今後の改革メニューが示されたが、投資テーマとして注目できるのが「都市化推進計画」と「金融制度改革」である。前者は、格差縮小と内需(特に消費)を牽引役とする成長モデルの転換を同時に進めることが可能となる。恩恵が波及するセクターも幅広い。後者は、金利の自由化や人民元改革などが含まれるが、大手金融機関への恩恵が期待できるほか、間接的に国内消費の拡大も見込まれる。「現実的な改革への対応」が進めば、市場はその動きを見極めつつ緩やかな上昇基調となろう。

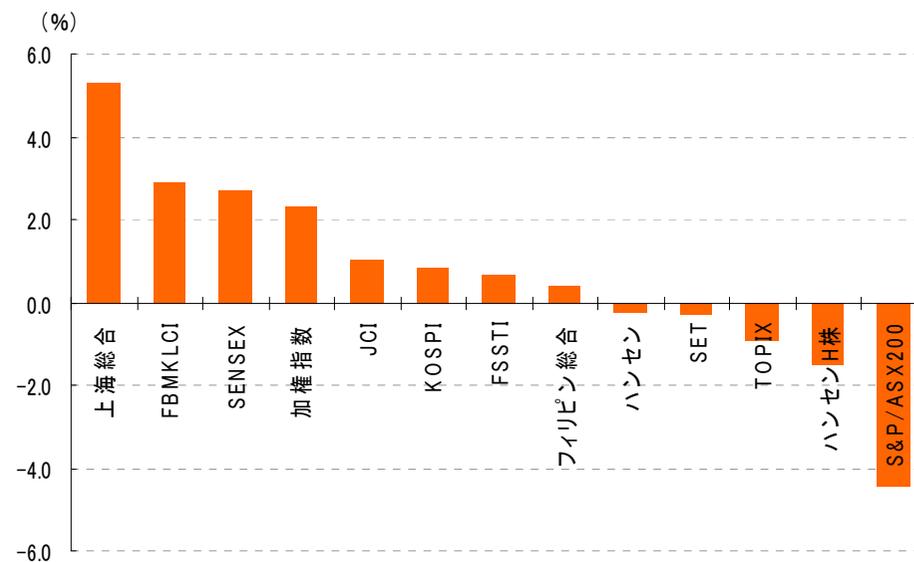
# 上昇に転じつつある中国本土市場

上海総合株価指数の推移



(注) 直近は13年5月末  
(出所) Bloombergより大和証券作成

アジア主要株式市場のパフォーマンス比較



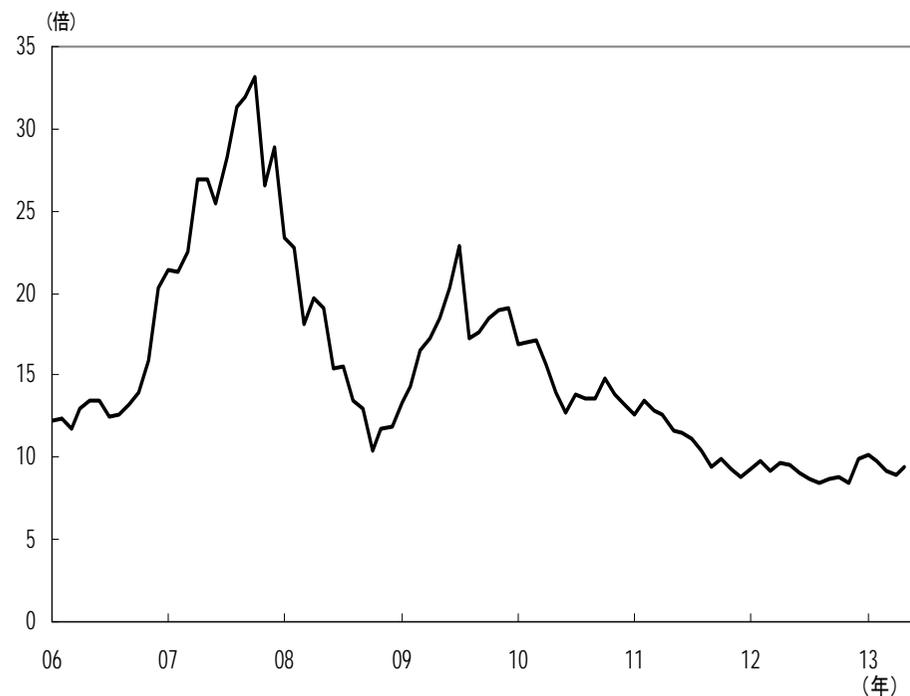
(注) 13年4月末～6月5日までの騰落率  
(出所) Bloombergより大和証券作成

## 3つのポイント

- リスク・プレミアムの上昇→極まった割安度
- インフレの落ち着き→穏健な金融政策に変更なし
- 経済構造改革加速の兆し→投資より消費、開放政策

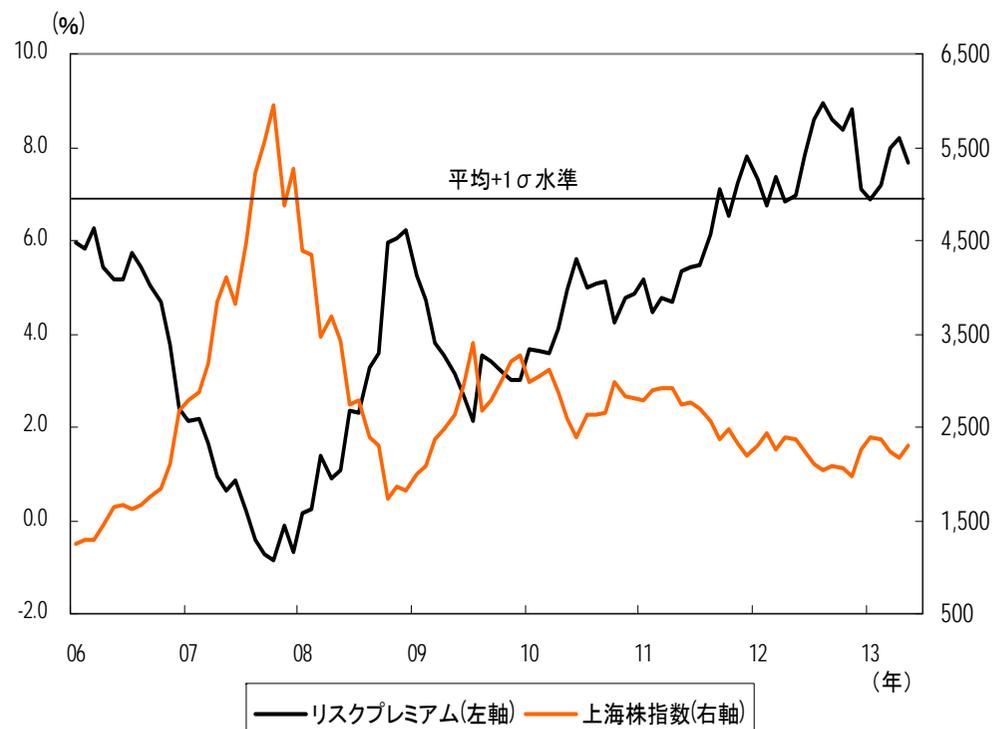
# リスク・プレミアムの上昇→極まった割安度

予想PERの推移



(注) 12カ月先行予想EPSベース  
(出所) Bloombergより大和証券作成

リスク・プレミアムの推移



(注) リスク・プレミアム=予想益回り-1年物定期預金金利  
(出所) Bloombergより大和証券作成

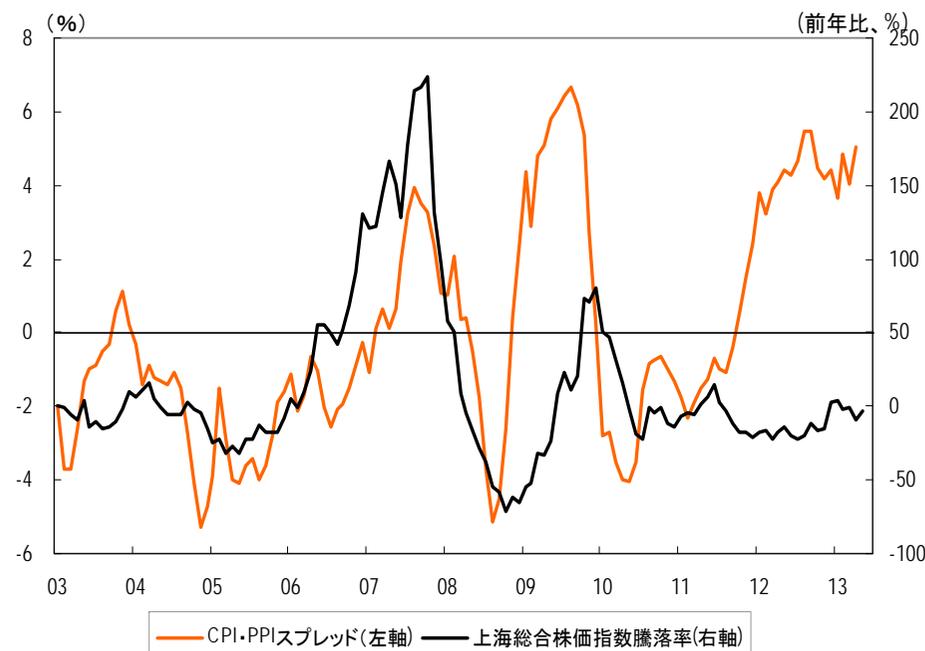
# インフレの落ち着き→穏健な金融政策に変更なし(1)

中国のCPIと人民元レートの推移



(出所)CEIC、Bloombergより大和証券作成

上海総合株指数とCPI・PPIスプレッド

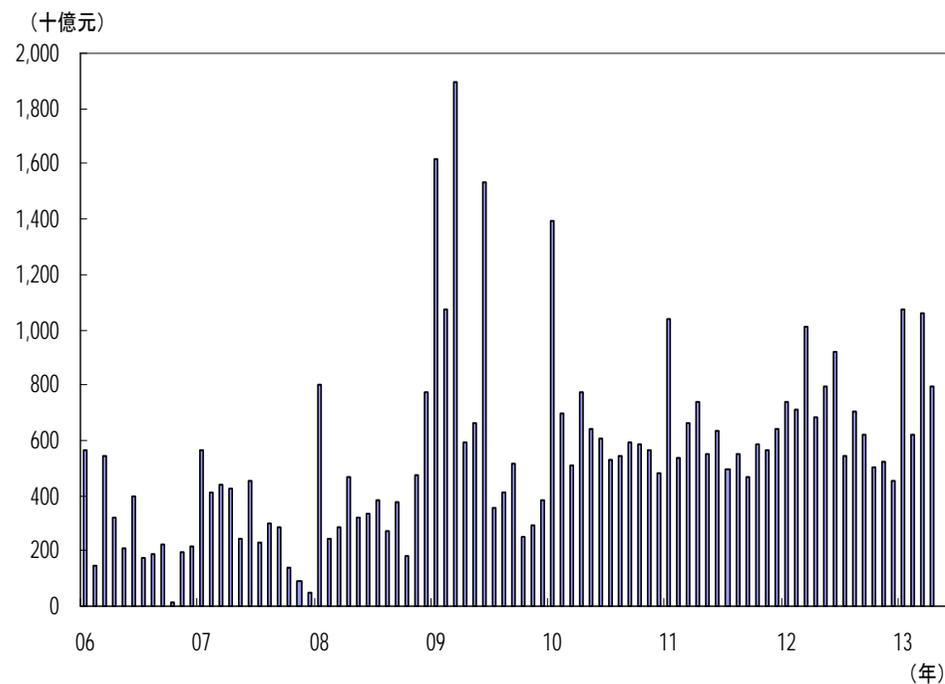


(注) CPI・PPIスプレッド=CPI伸び率-PPI伸び率

(出所)CEIC、Bloombergより大和証券作成

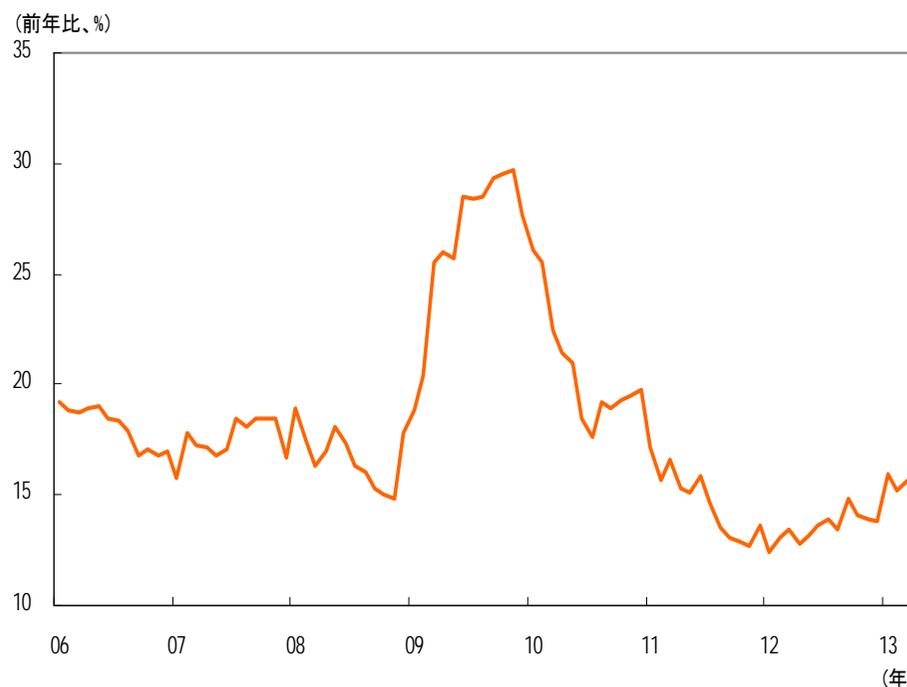
# インフレの落ち着き→穏健な金融政策に変更なし(2)

中国の新規銀行融資額の推移



(注) 直近は13年4月  
(出所) CEICより大和証券作成

中国のマネー・サプライ(M2)の伸び率



(注) 直近は13年4月  
(出所) CEICより大和証券作成

## 経済構造改革加速の兆し→投資より消費、開放政策(1)

### 全人代以降の中央政府のメッセージ

- ・ 経済構造改革を通じた持続的な経済成長を維持することが最重要課題
  - ・ 経済成長モデルの転換、民生の向上、社会の公正を促進
  - ・ 緩やかな経済成長を甘受、環境に配慮する必要
  - ・ 政府の経済への関与を減らし、民間の力を最大限活用
- ⇒「庶民の消費力拡大」、「小さな政府」、「いっそうの市場開放」
- ⇒「社会主義市場経済」から「市場経済」への転換？

## 経済構造改革加速の兆し→投資より消費、開放政策(2)

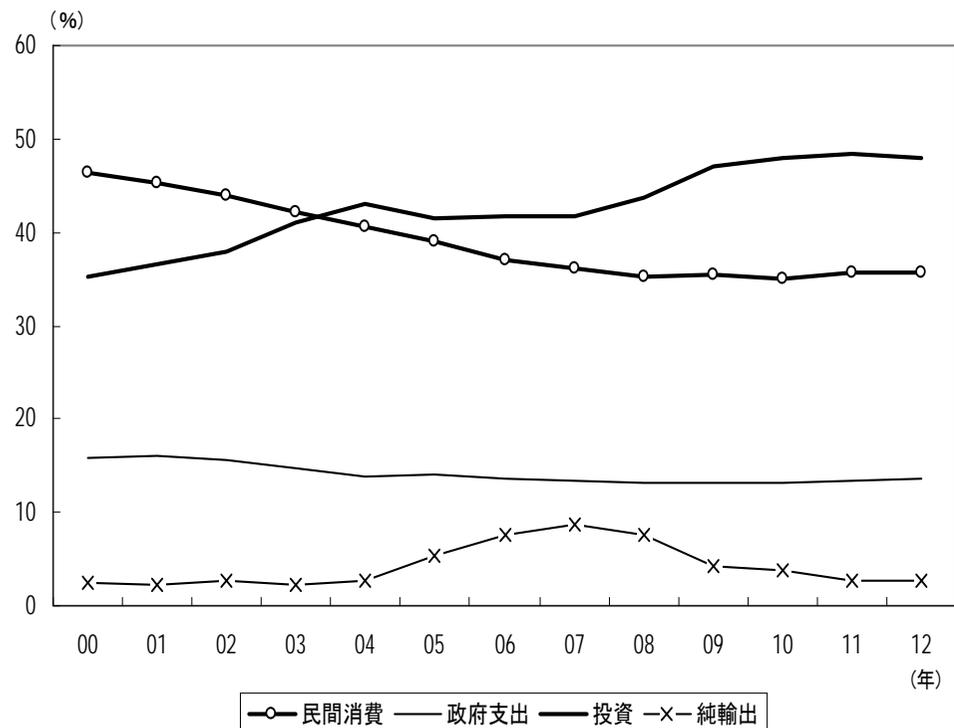
13年の改革プラン(13年5月初旬の国務院常務会議にて決定)

- 
1. 投資プロジェクトの審査、認可などを整理し、下級機関に権限を委譲
  2. 公開され、透明度が高い、整った予算制度の確立
  3. 金利、為替の市場化改革措置、資本取引の自由化の運用計画を提出
  4. 鉄道関連の投融資体制の改革計画とりまとめ
  5. 電気、ガスなどの価格制度改革を促進
  6. 医療衛生制度改革を推進、都市と農村の基本的医療保険管理機能を整理統合
  7. 都市化の質の向上、新型の都市化中長期発展計画を検討
  8. 農業の現代化を促進
  9. 科学技術革新体制・制度を整備
- 

(出所)各種資料より大和証券作成

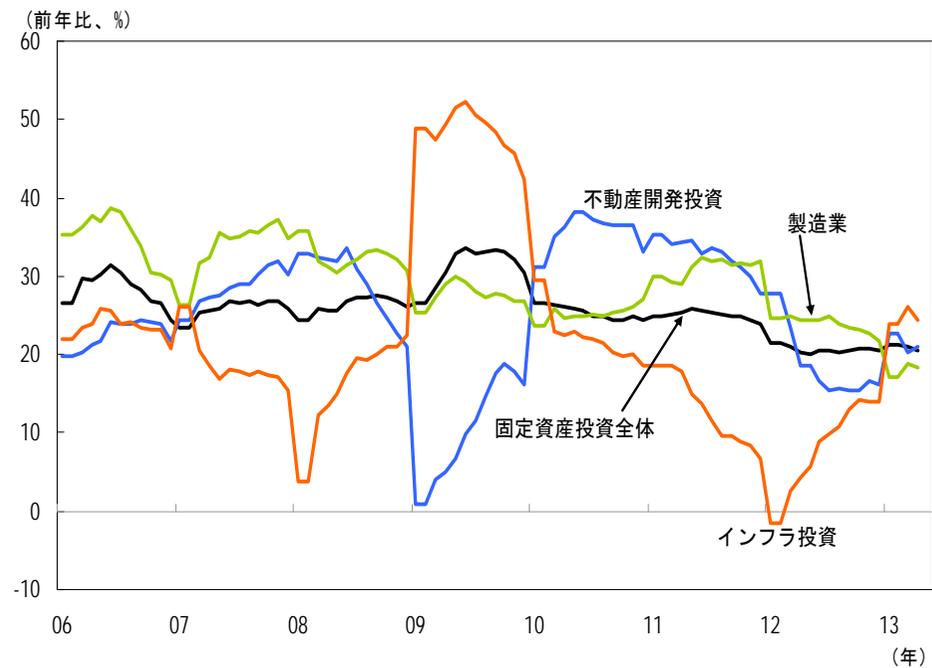
# 経済構造改革加速の兆し→投資より消費、開放政策 (3)

名目GDPに占める各項目の構成比



(出所)CEICより大和証券作成

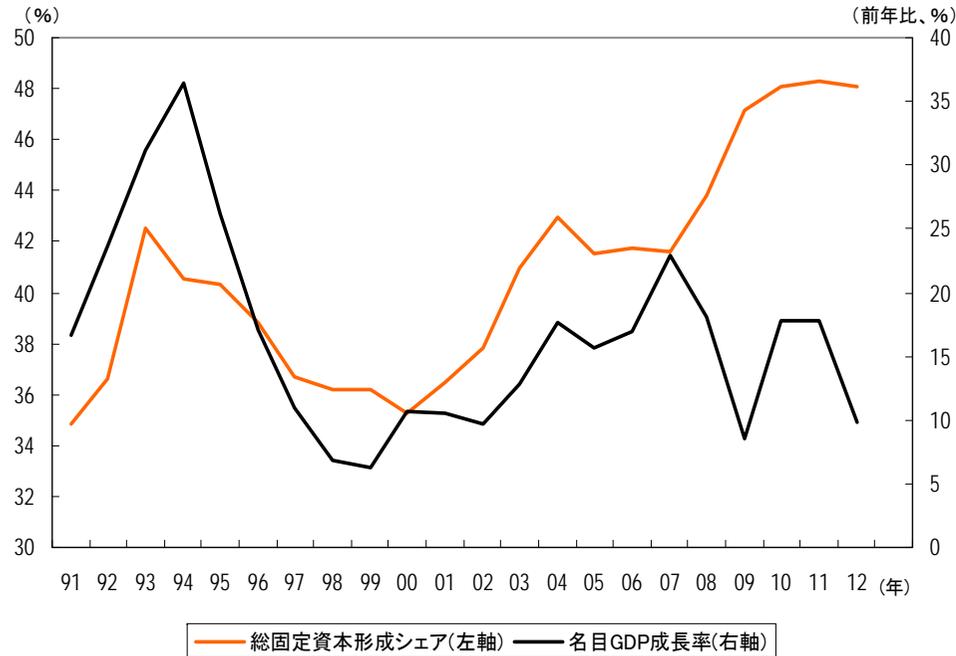
固定資産投資の主要項目別伸び率



(注) 年初からの累計ベースでの伸び率  
(出所)CEICより大和証券作成

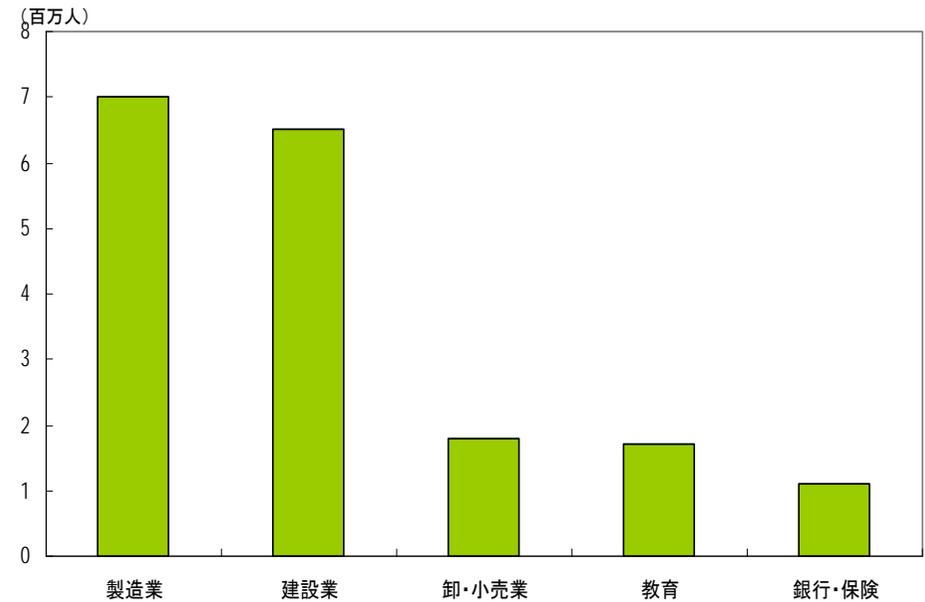
# 経済構造改革加速の兆し→投資より消費、開放政策 (4)

総固定資本形成のシェアと成長率の関係



(注) 名目ベース  
(出所)CEICより大和証券作成

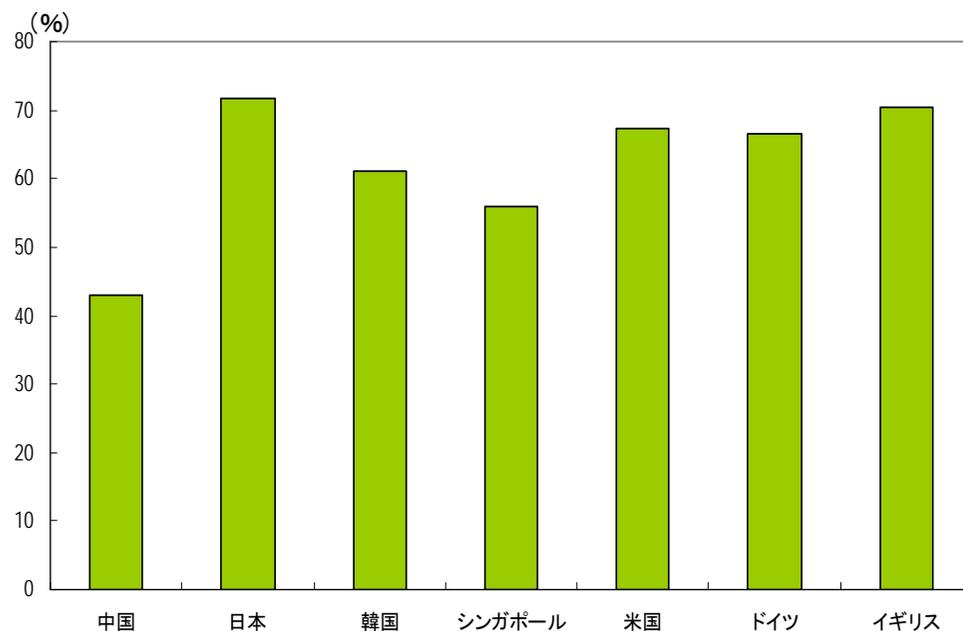
雇用増加の上位5業種



(注) 09年～13年第1四半期までの純増ベース  
(出所)CEICより大和証券作成

## 経済構造改革加速の兆し→投資より消費、開放政策(5)

労働分配率の国際比較



消費拡大策

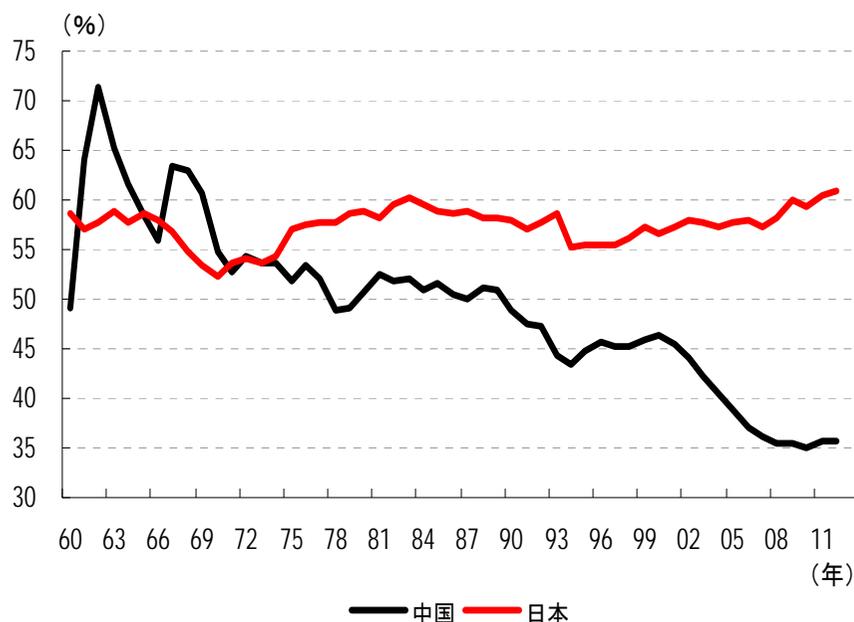
- ・ 国民所得倍増計画(10年比で20年に一人あたり収入を倍増)
- ・ 最低賃金の引き上げ
- ・ 各種補助金制度(自動車、エコ家電etc)
- ・ 都市化の推進
- ・ 社会保障制度、医療保険の充実
- ・ 戸籍制度の規制緩和

(注) 中国、韓国、シンガポールは09年、その他は10年時点

(出所)各種資料より大和証券作成

## 経済構造改革加速の兆し→投資より消費、開放政策 (6)

中日の消費シェアの推移



(注)名目ベース

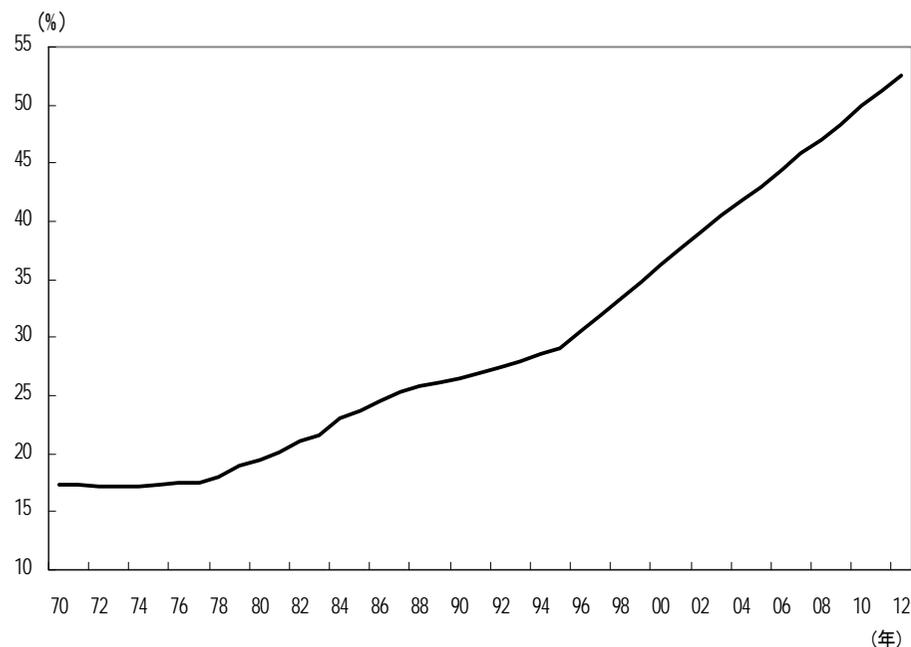
(出所)CEICより大和証券作成

中国の政策対応への示唆

- ・ 過剰投資是正の必要性
- ・ 短期的な成長引き上げのための財政支出の抑制
- ・ 投資効率を重視した固定資産投資
- ・ 消費拡大を促す、社会保障制度の充実化  
(日本の例：60年代の制度充実の影響)
- ・ 供給過剰業種での雇用調整、流動化の必要性

## 投資テーマ：都市化推進計画と金融制度改革に注目（1）

### 中国の都市化率の推移



(注)都市化率=都市人口/総人口

(出所)CEICより大和証券作成

### 効果と今後のスケジュール

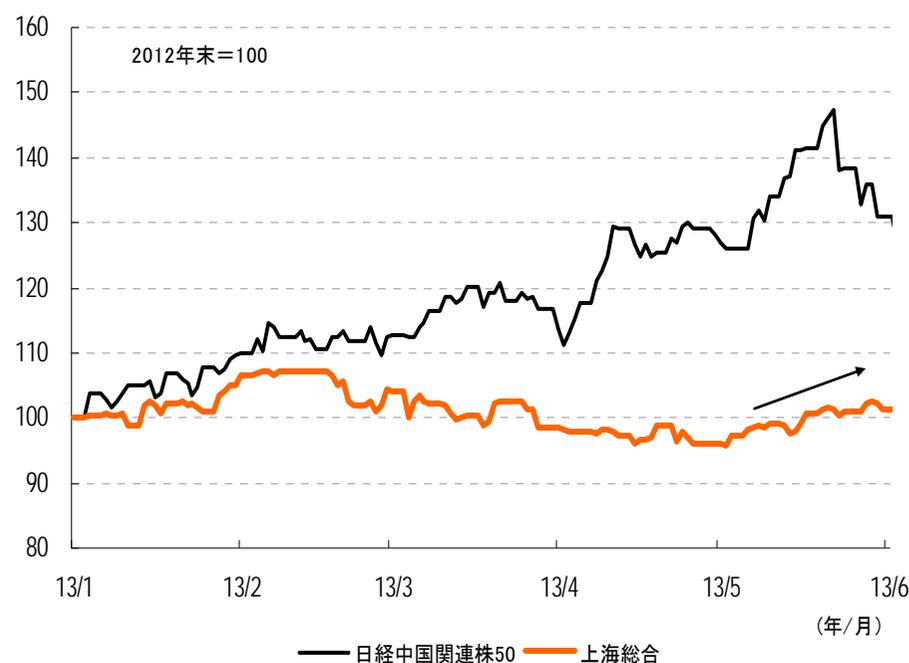
- ・ 交通・公共インフラ、不動産需要拡大、環境技術、サービスも含む消費への波及効果大
- ・ 格差是正と成長モデルの転換が可能
- ・ 2020年までに都市化率60%が目標、中国総人口を約14億人として、20年まで毎年、約2,000万人が都市住民に
- ・ 13年中には都市化推進に向けた詳細プランが公表される予定（10月の3中全会の時期?）

## 投資テーマ:都市化推進計画と金融制度改革に注目(2)

### 都市化の恩恵セクター

- ・ 交通・公共インフラ関連
  - ・ ・ ・ 建設、不動産、素材、資本財、公益
- ・ 消費関連
  - ・ ・ ・ 日用品、耐久消費財、サービス消費  
(教育、医療、金融など)
- ・ 金融関連
  - ・ ・ ・ 証券、銀行、保険
- ・ 環境関連(水処理、大気浄化など)
  - ・ ・ ・ プラント、エンジニアリング、化学

### 上海総合株価指数と日経中国関連株50の推移



(出所)Bloombergより大和証券作成

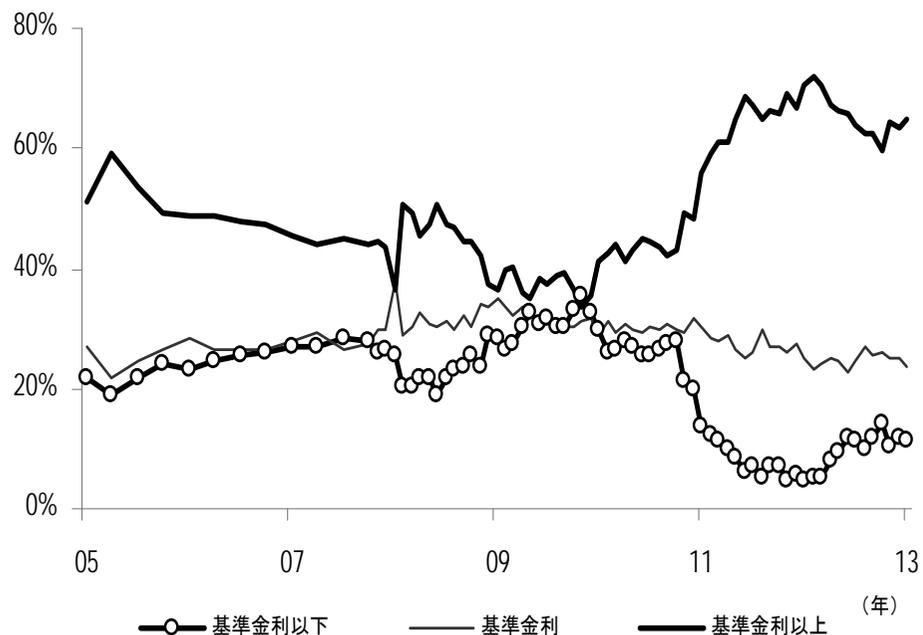
## 投資テーマ：都市化推進計画と金融制度改革に注目（3）

### 金融制度改革のポイント

- 資本規制の緩和(QDII2、RQFII、QFII、QDII)
- 人民元制度の柔軟化(変動幅拡大など)⇒人民元高→購買力拡大
- 人民元の国際化
- 金利の自由化(貸出・預金金利設定の柔軟化)⇒消費拡大にも寄与？
- 債券市場の拡大、充実

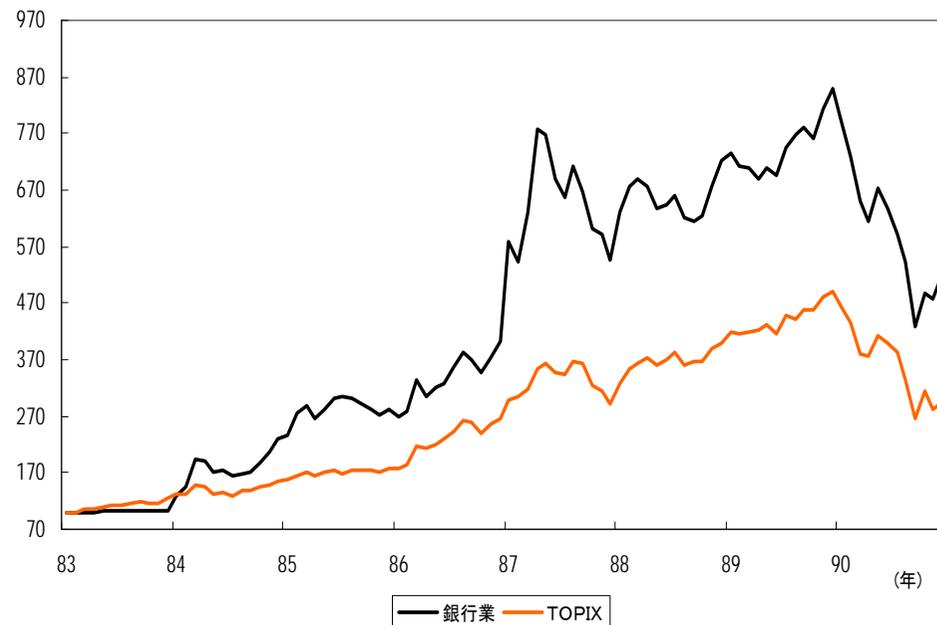
# 投資テーマ：都市化推進計画と金融制度改革に注目（4）

中国の銀行による貸出金利設定



(注)直近は13年3月  
 (出所)CEICより大和証券作成

日本の銀行株とTOPIXの推移(80年代)



(注)83年1月末=100  
 (出所)東京証券取引所より大和証券作成

## 開示事項

### 【株式レーティング記号について】

株式レーティング記号は、今後6ヶ月程度のパフォーマンスがベンチマークとする株価指数の騰落率と比べ、以下の通り判断した事を示します。

- 1 (買い) =15%以上上回る
- 2 (アウトパフォーム) =5%~15%上回る
- 3 (中立) =±5%未満
- 4 (アンダーパフォーム) =5%~15%下回る
- 5 (売り) =15%以上下回る

各国におけるベンチマークは以下の通りです。

日本：TOPIX、米国：S&P 500、欧州：DJ STOXX 600、香港：ハンセン指数、シンガポール：ストレイト・タイムズ指数、韓国：韓国総合指数、台湾：加権指数、オーストラリア：S&P ASX200指数

### 【利益相反関係の可能性について】

大和証券は、このレポートに記載された会社に対し、投資銀行業務に係るサービスの提供、その他の取引等を行っている、または行う場合があります。そのような場合には、大和証券に利益相反が生じる可能性があります。

### 【当社及び大和証券グループについて】

大和証券は、(株)大和証券グループ本社の子会社です。

### 【保有株式等について】

大和証券は、このレポートに記載された会社が発行する株券等を保有し、売買し、または今後売買することがあります。大和証券グループが、株券等を合計5%超保有しているとして大量保有報告を行っている会社は以下の通りです。(平成25年5月15日現在)

三井住友建設(1821) コメ兵(2780) セブテーニ・ホールディングス(4293) ラクオリア創薬(4579) メビオファーム(4580) オカダアイヨン(6294) 三社電機製作所(6882) アストマックス(7162) ニホンフラッシュ(7820) きもと(7908) 大興電子通信(8023) マネースクウェア・ジャパン(8728) マネーパートナーズ(8732) 大和証券オフィス投資法人(8976) 角川グループホールディングス(9477) セレスポ(9625) 帝国ホテル(9708) (銘柄コード順)

### 【主幹事を担当した会社について】

大和証券は、平成24年6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を担当しています。

タマホーム(1419) 日本たばこ産業(2914) サムティ(3244) ポールトゥウィン・ピットクルーホールディングス(3657) エイチーム(3662) エニグモ(3665) テクノスジャパン(3666) enish(3667) コロプラ(3668) 阿波製紙(3896) プレステージ・インターナショナル(4290) ダイト(4577) 早稲田アカデミー(4718) コロナ(5909) リブセンス(6054) トレンダーズ(6069) パンチ工業(6165) ナブテスコ(6268) 荏原製作所(6361) エレコム(6750) イマジカ・ロボットホールディングス(6879) F P G(7148) 全国保証(7164) ファルテック(7215) タカショー(7590) 藤森工業(7917) あおぞら銀行(8304) イー・ギャランティ(8771) 東祥(8920) サンフロンティア不動産(8934) オリックス不動産投資法人(8954) フロンティア不動産投資法人(8964) 平和不動産リート投資法人(8966) 大和ハウス・レジデンシャル投資法人(8984) ジャパン・ホテル・リート投資法人(8985) 鴻池運輸(9025) 日本航空(9201) ステップ(9795) (銘柄コード順)

### 【その他の留意事項】

このレポートは、投資の参考となる情報提供を目的としたもので、投資勧誘を意図するものではありません。投資の決定はご自身の判断と責任でなされますようお願い申し上げます。レポートに記載された内容等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく修正、変更されることがあります。内容に関する一切の権利は大和証券にあります。事前の了承なく複製または転送等を行わないようお願いいたします。

## 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、価格等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価格変動のほか、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。
- 債券を当社との相対取引により売買する場合は、その対価（購入対価・売却対価）のみを受払いいただきます。円貨建て債券は、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。外貨建て債券は、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。また、債券の発行者または元利金の支払いを保証する者の財務状況等の変化、およびそれらに関する外部評価の変化等により、損失を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。
- 外国株式、外国債券の銘柄には、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。

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、一般社団法人日本投資顧問業協会、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