

基礎研 レター

中国経済： 下値模索の上海総合と上値模索の創業板

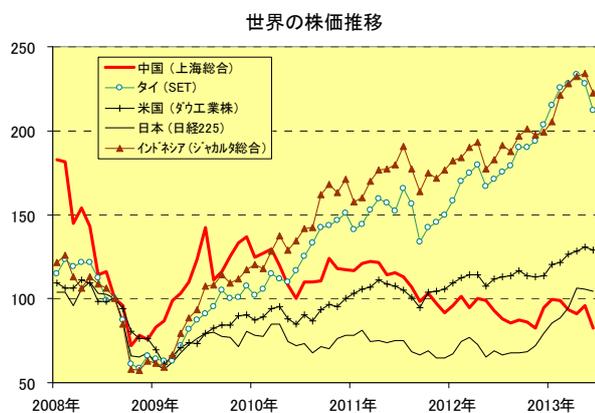
経済研究部 上席研究員 三尾 幸吉郎
(03)3512-1834 mio@nli-research.co.jp

1——下値を模索する上海総合と上値を模索する創業板

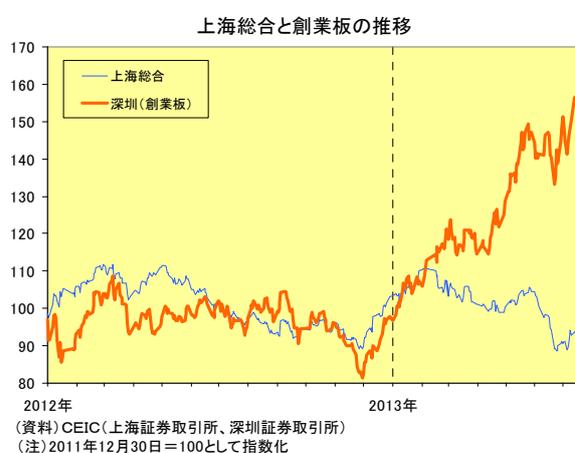
中国の代表的な株価指数である上海総合の値動きが冴えない。図表-1 に示したように日米の株価がリーマンショック前のレベルを既に回復し、タイやインドネシアの株価が当時の2倍を超える水準にまで上昇してきたにも拘わらず、この間の経済成長率が最も高かった中国の上海総合は、一時は上昇したものの、最近ではリーマンショック前のレベルよりやや下で一進一退の値動きを示している。

一方、中国版ナスダックとも呼ばれる深圳証券取引所の創業板（ChiNext）は、今年に入って上値を模索する動きとなってきた（図表-2）。金融市場が混乱した今年6月には、一旦急落する場面も見られたが、今回の調整は期間も短く値幅も限定的に留まり、再び上昇基調に転じて、最近では史上最高値（終値ベース 1232.98、2010年12月17日）まで僅かのところまできている。それでは、どうして上海総合と創業板にこのような違いがでてきたのだろうか。

[図表-1]



[図表-2]



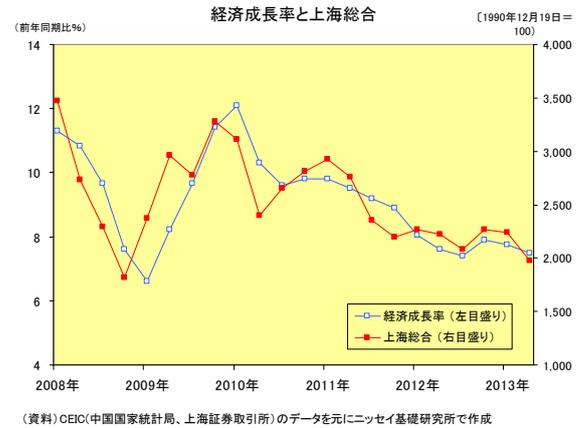
2—上海総合と創業板の違い

上海総合の値動きが冴えない背景には、中国経済の長期的な成長見通しが低下してきたことがある。これまでの高成長で、一人あたりGDPは中所得国のレベルに達し、賃金上昇や自国通貨高でひとつのような高い国際競争力には陰りが見えるようになり、人口構成の高齢化もあって潜在成長率は低下傾向を辿りそうである。図表-3 に示したように、上海総合の値動きは経済成長率の動きにやや先行する形で連動しており、経済成長率が低下しそうなことが、上海総合の冴えない値動きに反映しているのだろう。しかし、潜在成長率が低下したといっても7%程度は期待できると思われ、国際比較でも相対的に高い成長率と予想される中では、PERが10倍程度というのはあまりに安すぎるだろう。

上海総合が安すぎる水準から浮上できない理由を考えると、バブル崩壊後のような状況にあることが思いあたる。図表-4 に示したように、上海総合は2007年10月に一時6000を超えPERは約70倍に達した。その後はリーマンショックもあって一時は高値の4分の1程度まで急落したという過去がある。このバブル膨張と崩壊の過程で生じた大量のしこり玉が、含み損を抱えたデッドストックとなっており、また国有企業が多い上海総合では、株価が上昇すると政府保有株が大量に放出される懸念も手伝って、上海総合の上値を重くしているのだろう。その点、2009年10月に取引が開始されたばかりの創業板にはしがらみが少なく、中小ベンチャー企業が中心である。

また、昨年末に発足した中国の新しい最高指導部が構造改革に邁進していることも、上海総合にはアゲインストの風となっている。図表-5 に示した上海総合の時価総額構成比を見ると、金融が33.6%で最も大きく、次いで製造業の26.6%、鉱業の17.4%となっており、この3つの業種で8割弱を占めている。

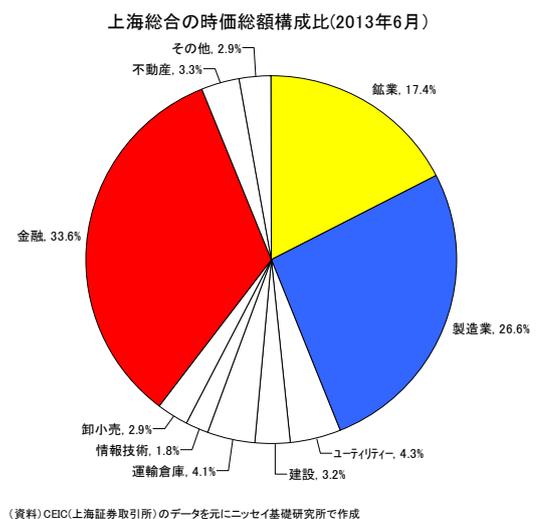
[図表-3]



[図表-4]

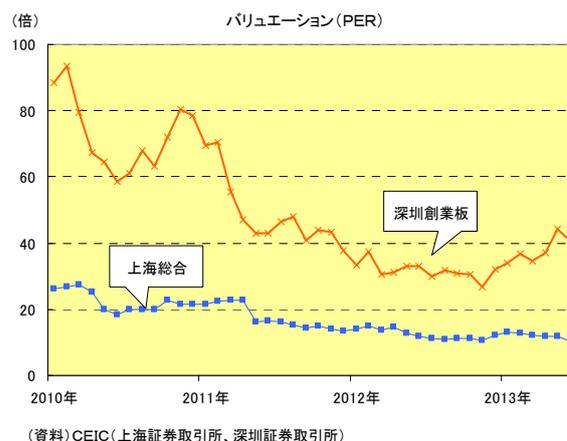


[図表-5]



金融業は最高指導部が進める金利の自由化で、これまでの手厚い利鞘が自由競争にさらされる方向にあり、上海総合に含まれる製造業は過剰生産設備を抱える国有企業が多く、鉱業は最高指導部が環境対策を急ぐ中で品質改善や開発費用の面でのコスト増が懸念される。その点、中小ベンチャー企業が多い創業板は、最高指導部の構造改革推進がフォローの風となっている。アゲインストの風を受ける上海総合のPERは低下傾向なのに対し、フォローの風を受ける創業板のPERは約40倍まで上昇しており、両者の成長期待の違いが値動きの違いの核心だといえるだろう（図表-6）。

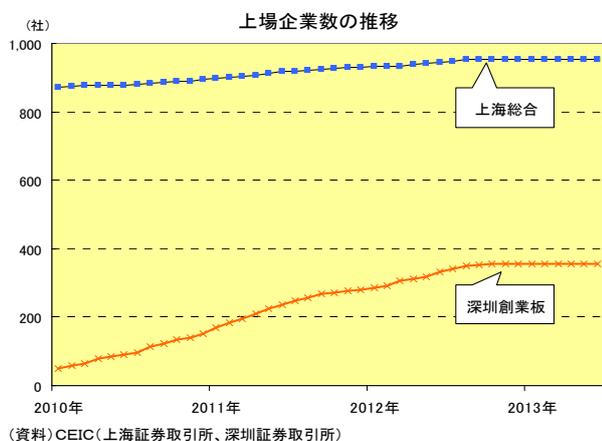
[図表-6]



3—今後のマクロ経済を占う上でも創業板の動きに注目

深圳の創業板は、時価総額では上海総合の1割にも満たない小さな市場で、上場企業数もまだ少なく昨年11月以降は新規株式公開（IPO）も止まっている（図表-7）。しかし、中国の最高指導部が今後も既得権益層の反対を押し切って構造転換を推進するようなら、創業板上場するような中小ベンチャー企業は大きく業績を伸ばす可能性が高い。図表-8に示した時価総額構成比を見ると製造業に偏っているが、情報技術は既に2割弱に達しており、株価の上昇でIPOが再開されれば、メディア、環境保護、ビジネスサポート、卸小売などの分野では新規に上場する企業も増えるだろう。創業板上場するような中小ベンチャー企業が、新たなビジネスモデルを構築して業績を伸ばし、次世代の中国経済を牽引する企業に育つか、それとも期待外れに終わってPERが低下してしまうのか、中国マクロ経済の今後を占う上でも、創業板の動きは要注目といえるだろう。

[図表-7]



[図表-8]

