



情報提供資料

TDAMフオワード・ルッキング・リサーチ

債券運用部 チーフ・ストラテジスト兼ファンドマネージャー 浪岡 宏, CFA

2023年3月24日

～中国の経済成長に着目したセクター選び～

3月5日～13日にかけて中国では、全人代（全国人民代表大会）が開かれ、5日に政府活動報告が行われた。それによると、今年の経済成長目標は5%前後に設定された。前年の5.5%前後から引き下げされたことや、「ゼロコロナ」政策の撤廃により高めの成長が期待されていたことなどから、今年の成長目標について失望した向きもあるようだ。

しかし、筆者は悲観していない。昨年は共産党大会があり、政治における主要なテーマが人事であったかもしれないが、今年は経済成長に移っていくとみている。無論、中国経済を巡る環境は厳しい。ハイテク分野を中心とした米中間の対立も引き続き懸念されるほか、生産年齢人口は2015年頃を境に低下傾向にある。ただ、中国政府が設定した今年の目標によると、財政赤字の名目GDPに対する比率を3.0%とし、昨年の2.8%から引き上げるなど、財政面から経済を支えようとする姿勢がうかがえる。加えて、足許では預金準備率の引き下げも発表されている。

このような観点から、筆者としては、5%程度の成長目標は達成され、その結果、中国企業の景況感も比較的堅調に推移すると予想する。仮に、この予想通りだった場合に、日本の株式市場も好影響を受けるだろう。本レポートでは、具体的にどのような業種が、株価の面で恩恵を受けるか考察してみた。

まず、中国企業の景況感を示す代表的な指標である国家統計局の製造業PMIに着目することにした。これが51を上回っている期間でのセクターリターンが、平均リターンと比べて、良好か否かを分析した（表①）。

表① セクターリターン

素材関連のセクターが上位にランクインしていることがうかがえる。中国が好景気の時には、世界全体も景気が良く、景気敏感にも分類される素材関連のセクターが買われてきたという整理ができよう。

また、電気機器や機械など、中国の製造業とも親和性の高いセクターがランクインしている。

順位	業種名	該当期間 リターン	平均リター ン	標準偏差	影響度スコ ア
-	TOPIX	1.6%	0.79%	4%	2.04
1	石油・石炭製品	2.1%	0.44%	7%	2.80
2	化学	2.1%	0.93%	5%	2.79
3	電気機器	2.6%	1.14%	6%	2.77
4	パルプ・紙	2.0%	0.55%	6%	2.70
5	ガラス・土石製品	2.2%	0.70%	6%	2.67
6	機械	2.2%	0.91%	6%	2.42
7	金属製品	1.6%	0.52%	6%	2.07
8	鉄鋼	2.0%	0.63%	8%	1.89
9	非鉄金属	1.7%	0.62%	6%	1.88
10	建設業	1.4%	0.74%	5%	1.68

注：「該当期間リターン」とは、2013年1月～2023年2月のうち、中国国家統計局の製造業PMIが51を上回った期間のセクターリターンの平均。「平均リターン」は、2013年1月～2023年2月のセクターリターンの平均。「標準偏差」は、2013年1月～2023年2月のセクターリターンの標準偏差。影響度スコアは、これらのデータをもとに統計的に処理して算出した数値。PMIが51を上回っていることと、株価の上昇に関連性があると推察される場合、この数値は高くなる。

期間：2013年1月～2023年2月（月次データ）

[（次頁に続く）](#)



もっとも、「中国経済の回復」というテーマは、既に株価に織り込まれているのではないかと、という指摘もある。確かに、中国政府は昨年12月頃から「ゼロコロナ」政策について緩和に舵を切りはじめており、株式市場では既にこのテーマは一昔前のもののようになっている。

ただ、筆者はまだ完全には織り込まれていないとみている。特に、株価対一株当たり予想EBITDA倍率のZ値が低いことが理由である（表②）。

表①においてランクインしていた化学やパルプ・紙、ガラス・土石製品、金属製品といった業種のZ値は低い。足許の株価は予想EBITDAに比べて低いとも言える。

それぞれ、中国経済再開からの恩恵を受けるストーリーも描きやすい。パルプ・紙は、経済再開のなかでオフィスへの出社も増えて、印刷用紙の需要が高まることが期待できる。また、ガラス・土石製品については、中国政府が経済テコ入れとして不動産投資に力を再び入れる可能性もあるなか、ガラスや衛生陶器の需要拡大も期待できる。同様の理由で水回りの製品等の需要にも期待したい。金属製品のなかで関連銘柄の株価が上昇する可能性もあるだろう。

このほか、化学については、中国経済固有の要因ではないが、半導体サイクルに着目したストーリーを描けそうだ。半導体サイクルについては、年後半に持ち直すとの期待がある。確かに、足許はまだ半導体製造業装置などについては、需要が冴えない模様であるが、年後半に関しては回復するとの見方もある。仮に、そうした流れが実現すれば、化学セクターのなかでは半導体関連（シリコンウエハーやフォトレジストなど）に強みを持つような銘柄が選好される可能性もある。

足許は、欧米の金融機関に端を発した信用不安が燦り続けているが、その傍らで投資妙味が増しているセクターもあることは念頭に置くべきだろう。

表② 株価対一株あたり予想EBITDA倍率

順位	業種	直近値（倍）	過去5年平均値（倍）	過去5年標準偏差	Z値
21	証券・商品先物取引	4.0	4.6	0.7	-0.9
22	化学	6.4	7.1	0.8	-0.9
23	金属製品	4.5	5.3	0.8	-1.0
24	鉱業	1.6	2.4	0.8	-1.0
25	ゴム製品	4.2	4.5	0.4	-1.0
26	パルプ・紙	2.7	3.1	0.4	-1.0
27	ガラス・土石製品	3.8	4.3	0.5	-1.0
28	陸運業	5.2	6.2	1.0	-1.1
29	輸送用機器	5.0	5.8	0.7	-1.1
30	不動産業	5.1	6.4	0.6	-2.1

期間：2018年3月16日～2023年3月19日（日次データ）

注：一株あたり予想EBITDAについては、12ヵ月先予想を用いている。

注2：Z値は、直近値と過去5年平均値の差分をとり、その差分が過去5年標準偏差に照らして、どの程度かを示している。

注3：東証33業種のうち、銀行セクターと保険セクターは除いているほか、データ制約の観点から水産・農林セクターも除いている。

出所：表②は（株）JPX総研、BloombergのデータをもとにT&Dアセットマネジメントが作成

2

【ご留意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成したご参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。本資料は作成時点での見解であり、今後予告なく変更する場合があります。ご投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断ください。