

# 中国株式の上昇は日本株式にネガティブなのか？

## 日本株式

小林 千紗、アナリスト; 青木 大樹、日本地域CIO(最高投資責任者)

- 中国株式が上昇する中、投資家は日本から中国への投資資金の流出を懸念しているが、中国経済が回復し、中国企業の1株当たり利益(EPS)が拡大するならば、影響は限定的と我々は考える。
- 我々の試算では、日本企業の売上高に占める中国の割合は1桁%後半であり、中国経済の長期的な回復は、日本株式にとっても追い風になる。
- パンデミック前は、中国株式のEPS成長に合わせて日本企業の利益も拡大し、株価は上昇した。



出所: UBS

### 我々の見解

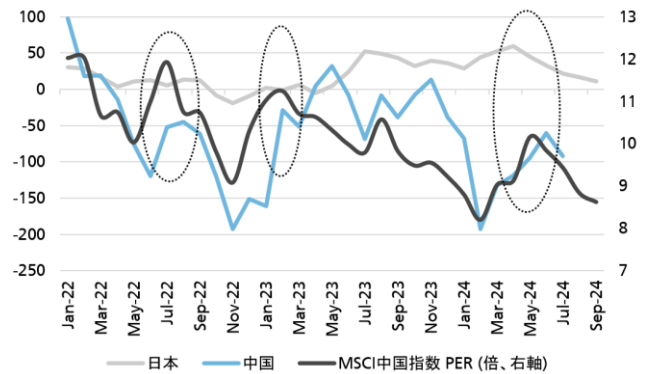
長らく景気低迷を受けて、中国当局が経済支援の強化を発表した。中国の景気刺激策が日本の株式市場に与える影響は3つ考えられる。

- 資金流出リスク:** 投資家が日本株式から中国株式へと資金を移すリスクがある。
- 中国経済の成長:** 中国経済の成長は、関連する日本企業の業績や株価に影響する。
- 世界的なリスクセンチメントの改善見込み:** 中国の緩和的な金融政策が牽引役になり、世界的にリスクオンの地合いをもたらす可能性がある。

### 中国企業のEPSが拡大すれば、日本から中国への投資資金流出の影響は限定的

中国経済と中国株式の回復期待に伴い、一部投資家は日本株式から中国株式への資金流出を懸念している。中国株式がバリュエーション主導で上昇した2022年8月、2023年1月、2024年5月に見られたように、短期投資家が中国以外のアジア株から中国株式へと資金をシフトする可能性は広く認識されている(図表1参照)。

図表1：中国株式のバリュエーションが上昇した局面では、日本株式から短期的に資金流出が見られた  
左軸：日本株式と中国株式に対する海外投資家の資金純流出入(12カ月移動平均、10億米ドル)、右軸：中国株PER(倍)



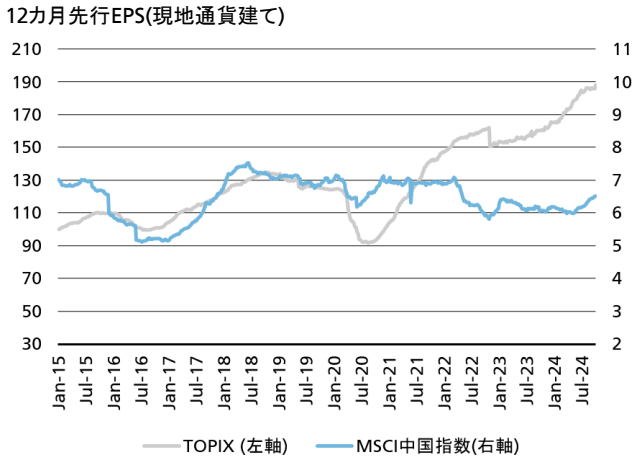
出所: ブルームバーグ、UBS

だが、長期的に見ると、日本株式と中国株式が必ずしもこれと同じパターンを辿っているわけではない。むしろ、日本株式と中国株式が足並みをそろえていた時期の方が長い(図表2および3参照)。

とりわけ、中国株式のEPSが拡大した2015~2017年には、日本株式のEPSも増加し、株価も上昇した。中国政府の政策が経済を再び活性化させ、企業のEPSを押し上げ始めれば、日本株式は長期的に中国経済の回復から追い風を受けると考える。

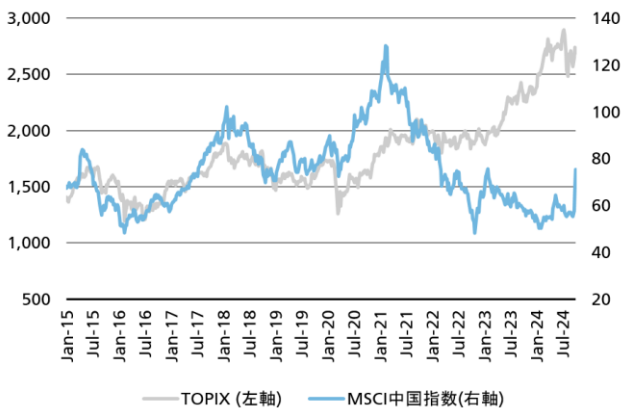
本稿は、UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社が作成した“Japanese equities: Is a China rally negative for Japanese equities?”(2024年10月9日付)を翻訳・編集した日本語版として2024年10月15日付でリリースしたものです。本レポートの末尾に掲載されている「免責事項と開示事項」は大変重要ですので是非ご覧ください。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている市場価格は、各主要取引所の終値に基づいています。これは本レポート中の全ての図表にも適用されます。

図表2：日本企業の業績は2015~2017年に中国企業のEPS拡大の恩恵を受けた



出所：ブルームバーグ、UBS

図表3：パンデミック前の日本株式と中国株式は足並みのそろった動きを見せていた



出所：ブルームバーグ、UBS

**長期的な恩恵が最も大きいのは中国エクスポージャーの高い銘柄だろう**

中国に対する日本企業の直接的なエクスポージャーは、売上高全体の約3.4%と、特に大きいわけではない(図表4参照)。それに比べて、工作機械、半導体製造装置、自動車部品、素材・化学セクターなどのサプライチェーンを通じた間接的なエクスポージャーはかなり大きいと考えられ、売上高の1桁%後半を占める。

例えば機械セクターでは、中国に対する直接的なエクスポージャーは売上高の10%にも満たないが、日本の工作機械受注の2割超が中国からである。こうした産業セクターには大型株が多いことから、中国経済の拡大は、一部セクターの利益成長や日本株式全体のEPSに大きく影響するだろう。

図表4：セクター別中国売上高比率

セクター	中国売上高比率
電気機器	12.9%
繊維製品	12.3%
精密機器	9.6%
非鉄金属	8.0%
化学	7.5%
機械	6.2%
ガラス・土石製品	5.2%
金属製品	4.4%
卸売業	2.5%
医薬品	2.1%
輸送用機器	2.0%
その他製品	2.0%
小売業	1.5%
情報・通信業	1.1%
食料品	0.3%
サービス業	0.2%
<b>TOPIX単純平均</b>	<b>3.4%</b>

出所：QUICK、ブルームバーグ、UBS

UBS CIOの中国株式チームは、中国の政策当局の姿勢は積極的になりつつあるものの、これが中国経済の抜本的な改善につながるかどうかは、追加財政刺激策の規模と政策実行の成否にかかっていると考えている。

ここ3週間、中国向け売上げの割合が大きい日本企業のパフォーマンスが、市場全体を大きく上回っている(図表5参照)。だが、10月後半に第2四半期(7-9月期)の決算発表シーズンが始まると、実際の業績が期待に満たず、短期的に株価が下落する企業もあるだろう。

事実、中国向けが売上げ全体の約2割を占めるロボット大手が、10月4日に第2四半期(6-8月期)決算を発表したが、中国向け売上げに回復の兆候が見えず、株価は7%下落した。決算発表前には、中国に関する地合い改善への期待から、同社株価は17%上昇していた。

図表5：セクター別の株価パフォーマンス

	2023/12/29 ~2024/9/11	2024/09/11 ~2024/10/8	2023/12/29 ~2024/10/8
ドル円(上段日時点)	141	142	141
ドル円(下段日時点)	142	148	148
ドル円(変動率)	1%	4%	5%
MSCI中国指数	-2%	39%	36%
TOPIX	7%	7%	14%
日経平均	6%	9%	16%
エネルギー・資源	15%	17%	34%
機械	2%	15%	17%
鉄鋼・非鉄	2%	11%	13%
電機・精密	4%	10%	15%
商社・卸売	12%	8%	21%
金融(除く銀行)	26%	7%	35%
素材・化学	1%	7%	8%
自動車・輸送機	-5%	7%	1%
小売	10%	5%	16%
建設・資材	10%	5%	15%
銀行	18%	5%	23%
電力・ガス	11%	4%	15%
情報通信	9%	4%	13%
不動産	11%	3%	14%
食品	5%	3%	8%
運輸・物流	-5%	3%	-2%
医薬品	15%	-1%	14%

出所：ブルームバーグ、UBS

## 免責事項と開示事項

本レポートは、UBS Group AG (「UBS Group」)傘下のUBS Switzerland AG (スイスのFINMAの規制対象)またはその関連会社(「UBS」)の事業部門であるUBS チーフ・インベストメント・オフィス(CIO)・グローバル・ウェルス・マネジメントが作成したリサーチレポートをもとに、UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。UBS Groupには旧 Credit Suisse AG、およびその子会社、支店、関連会社が含まれます。英文の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には原文が優先します。本レポートが英文で作成されている場合は、英語での内容をお客様ご自身が十分理解した上でご投資についてはご判断していただきますようお願いいたします。なお、本レポートは、当社のほか、UBS 銀行東京支店を通じて配布されることがあります。

UBS Group内の様々な部門、グループ、人員は相互に独立して別個のリサーチ資料を作成・配布することがあります。CIOが発行するリサーチレポートはUBS Global Wealth Managementが作成しています。UBS Global ResearchはUBS Investment Bankが作成しています。投資推奨、投資期間、モデルの想定、バリュエーション算出方法などのリサーチ手法と格付けシステムはリサーチ組織ごとに異なることがあります。よって、一部の経済予測(UBS CIOとUBS Global Researchの共同作成によるもの)を除いては、投資推奨、格付け、価格見通し、バリュエーションは各個別のリサーチ組織間で異なる、または矛盾する場合があります。各リサーチ資料のリサーチ方法や格付け制度の詳細については各リサーチ資料をご参照下さい。すべてのお客様が各組織が発行するすべての資料を入手できるわけではありません。各リサーチ資料は作成した組織の方針および手順に則っています。本レポートを作成したアナリストの報酬はリサーチ・マネジメントおよびシニア・マネジメントのみによって決定されます。アナリストの報酬は投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門の収益に基づきませんが、報酬は、投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門を含むUBS Group全体の収益と関係することがあります。

本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したのではなく、金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、お客様に特有の投資目的、財務状況等を考慮したものではありません。銘柄の選定はお客様ご自身で行って頂くようお願い致します。

本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている資産クラスや商品には、当社で取り扱っていないものも含まれることがあります。

一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家ににご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。また当社では税務、法務等の助言は行いません。

### 金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等: UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第3233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

当社における国内株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.10%(税込)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.375%(税込)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらを超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。これらの株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されています。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、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。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い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、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。

当社における投資信託のお取引には、直接ご負担いただく手数料としてお申込み金額に対して最大3.3%(税込)の購入時手数料がかかります。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、国内投資信託の場合、換金時の基準価額に対して最大0.3%の信託財産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一口当たり純資産価格に対して最大5.0%の買戻手数料をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(国内投資信託の場合、最大2.20%(税込、年率)。外国投資信託の場合、最大2.75%(年率。))のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。その他費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額等を示すことができません。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、損失が生じるおそれがあります。

「UBS投資一任運用サービス(以下、当サービス)」のお取引には、投資一任契約の運用報酬として、お客様の契約期間中の時価評価額に応じて年率最大2.20%(税込)をご負担いただきます。その他、投資対象となる投資信託に係る運用管理費用(信託報酬)や諸費用等を間接的にご負担いただきます。また、外国株式の売買その他の取引については、取引毎に現地取引(委託)手数料、外国現地取引所取引手数料および外国現地取引所取引税などの現地手数料等が発生し、これらの金額は個別の取引の決済金額に含まれます。運用報酬以外のこれらの費用等の合計額は運用状況により異なるため、事前にその料率・上限等を示すことができません。当サービスによる運用は投資一任契約に基づく運用を行いますので、お受取金額が投資元本を下回ることがあります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの0.5%または0.5円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの1%を上限とします。

#### UBS銀行東京支店が提供する金融商品等に関する留意事項

外貨預金契約に手数料はありません。預入時に他通貨から預け入れる場合、あるいはお受取時に他通貨に交換する場合には、本契約とは別に為替取引を行って頂く必要があり、その際には為替手数料を含んだレートが適用されます。外貨預金には、為替変動リスクがあります。為替相場の変動により、お受取時の外貨金額を円換算すると、当初払い込み外貨金額の円換算額を下回る(円ベースで元本割れとなる)リスクがあります。

#### その他のご留意事項

当社の関係法人であるUBS AGおよびUBS Group内の他の企業(またはその従業員)は随時、本資料で言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人等として取引したりすることがあります。あるいは、本資料で言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。

©UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社 2024 すべての権利を留保します。事前の許可なく、本レポートを転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者  
商号等：三井住友信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長(登金)第649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