

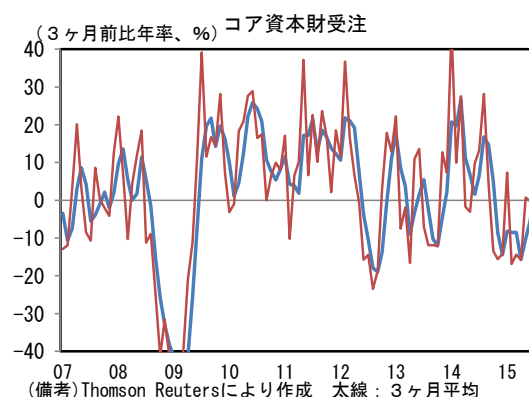
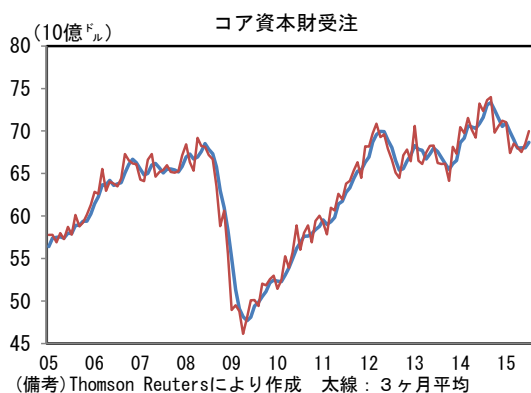
## 中国株：そもそもバブル？寧ろ割安にみえる

2015年8月27日(木)

第一生命経済研究所 経済調査部  
主任エコノミスト 藤代 宏一  
TEL 03-5221-4523

### 【海外経済指標他】～コア資本財受注：朗報～

- 7月米耐久財受注は前月比+2.0%と上方修正された6月(+3.4%→+4.1%)から一段と増加。自動車が+4.0%と好調で民間航空機(6月+69.7%、7月▲6.0%)の反動も小幅に留まった。輸送用機械を除いたベースでは+0.6%と市場予想(+0.3%)を上回り、2ヶ月連続の増加を確保。最重要項目のコア資本財受注は+2.2%と著しい伸びを記録して市場予想(+0.3%)を大幅に上回った。3ヶ月前比年率では+4.0%と一気にモメンタムが加速。USD高、原油安の影響が残存するなかでFEDの懸念していた設備投資が復調した訳であり、通常時においてこれは利上げを強く促す材料である。



- ダドリー・NY連銀総裁は講演で「現時点での私の考えでは、9月のFOMCで正常化プロセス開始を決定する論拠は数週間前に比べやや弱くなっているようだ」と述べ、9月の利上げ見送りを示唆。同総裁は、いわずと知れたFED中枢メンバーであり発言力は強い。24日のロックハート・アトランタ連銀総裁の発言も然り、9月利上げの可能性が急速に後退しているのは火を見るより明らかだろう。
- ECBのプラート専務理事は「世界経済と商品市場の動向により、インフレ率を持続的に2%に引き上げる目標が下振れするリスクが増大した」、「ECB理事会は必要に応じて対策を講じる意欲と能力があり、これに関してあいまいな部分はない」として「資産買入れプログラムは規模や仕組み、期間について十分な柔軟性を備えている」と強調。FEDが出口に向かうなか、世界的な金融相場が終焉するとの懸念が市場に蔓延しており、ECBもこれに対処した格好。

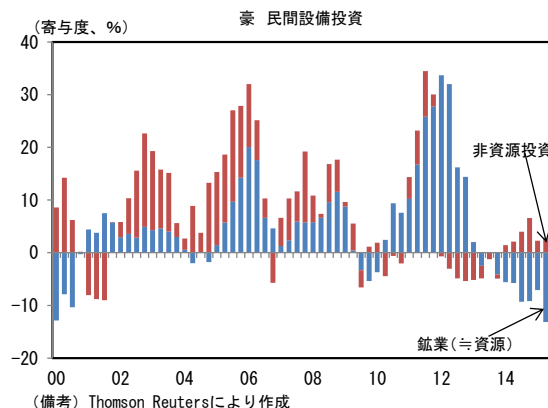
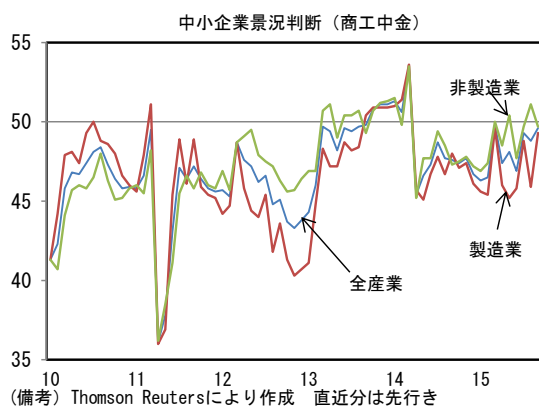
### 【海外株式市場・外国為替相場・債券市場】

- 前日の米国株は大幅反発。ここ数日の歴史的下落を経て値ごろ感が台頭。ダドリー総裁発言や耐久財受注も追い風になった。欧州株は25日の米株下落に追随して安寄り後、もみ合い。ただし下落率は1%台半ばと、ここ数日のなかでは比較的落ち着いていた。
- 前日のG10通貨はUSDの強さが目立った一方、リスク選好度が復活するなかJPY、EURの弱さが目立った。USD/JPYが120を回復したほか、EUR/USDは1.13前半まで下落。他方、USD高の影響もあって原油が下落。これを受けてNOKが軟調。新興国通貨も総じて軟調だった。

- ・前日の米10年金利は2.175% (+10.4bp) で引け。欧州債は総じてコア堅調、GIPS横ばい。独10年金利は0.704% (▲2.5bp) で引け。イタリア (1.977%、▲0.6bp) 、スペイン (2.107%、+0.7bp) はほぼ横ばい圏で引け、対独スプレッドは僅かにワイドニング。

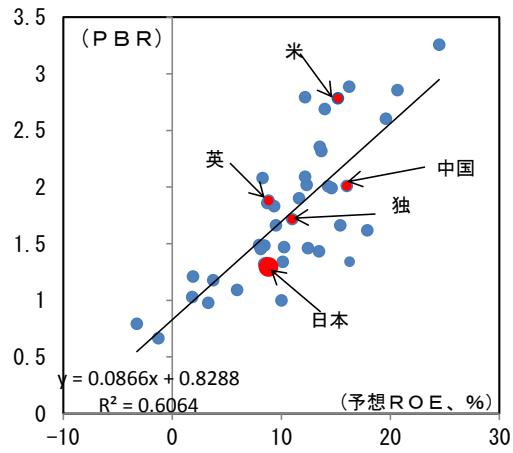
### 【国内株式市場・経済指標他】

- ・日本株は米株大幅高に追随して高寄り後、中国株上昇を受けて、高値圏維持。
- ・昨日発表の8月中小企業景況判断指数(商工中金)は48.8と7月(49.3)から軟化。8月の内訳は、製造業(7月48.8→8月45.9→先行き49.3)が軟化した一方、非製造業(49.7→51.1→49.7)が改善。全産業の先行きは49.6と消費増税後の最高到達点が見込まれた。過去最高益を更新する大企業の好業績が波及しているのだろう。仮に9月の全産業DIが8月の先行きDIに一致した場合、7-9月期平均は49.2と4-6月平均の47.5を大きく上回る。大企業が対象のロイター短観も良好な推移となっているため、日銀短観(9月調整)はまずまずの結果が期待できる。
- ・豪民間設備投資(2Q)は前期比▲4.0%と市場予想(▲2.5%)を大幅に下回ったうえ、1Qも下方修正された(▲4.4%→▲4.7%)。鉱業(資源投資)が▲11.3%と2009年2Q以来の下落率を記録したほか、製造業も▲3.4%と軟調。その他セクターが+4.4%と下支えしたが、鉱業の不振を補えなかった。足もとの資源価格下落に鑑みると、資源投資は先行きも一段の減速が見込まれ、RBAの利下げ観測を強める要因になりそうだ。



### 【注目点】

- ・「中国株バブルの崩壊に端を発する金融市場の混乱」という定型句を過去数週間にわたって何度も耳にしてきた。しかしながら、上海総合指数のバリュエーション指標を見る限り、そもそも上海株がバブルであったという確証は得られず、調整が進んだ現行水準は寧ろ割安との評価が妥当だ。昨日時点でP E R (12ヵ月先予想、以下全てブルームバーグ集計)は12.4倍と日米欧株よりも低く、同市場の過去平均から大幅に乖離している訳でもない。株価急落前の6月時点でも26倍弱であった。また、P B Rの1.49倍は予想R O E16.0%に照らし合わせると国際的に過小評価されている(下図は4四半期平均の2.0倍)。加えてE P S成長率が21.0%と非常に高く、業績改善期待も強い。更に予想配当利回りも2.4%と高水準にあり、これは米10年金利との比較で魅力的だ。これらを踏まえると、もはや欠点が見当たらない。確かに、過去1年で株価が2倍以上に急騰したことは異常だ。しかしながら、上記バリュエーション指標は中国株がエントリーポイントに差し掛かっていることを暗示している。日本のバブル、米国のITバブル時にはP E R50倍が“今回は違う”と正当化されていた。それとの比較では中国株の方が健全ではないか。



(備考) Bloombergにより作成 直近4四半期平均

<主要株価指数>

	終値	前日比
日経平均※	18724.31	347.48
N Y ダウ	16,285.51	619.07
D A X (独)	9,997.43	-130.69
FTSE100 (英)	5,979.20	-102.14
CAC40 (仏)	4,501.05	-63.81

<外国為替>※

USD/JPY	120.12	0.20
EUR/USD	1.133	0.00

<長期金利>※

日本	0.385 %	0.014 %
米国	2.175 %	0.104 %
英国	1.955 %	0.049 %
ドイツ	0.704 %	-0.026 %
フランス	1.080 %	-0.041 %
イタリア	1.977 %	-0.006 %
スペイン	2.107 %	0.007 %

<商品>

N Y 原油	38.60 <sup>ドル</sup>	-0.71 <sup>ドル</sup>
N Y 金	1124.60 <sup>ドル</sup>	-13.60 <sup>ドル</sup>

※は右上記載時刻における直近値。図中の点線は前日終値。

(出所) Bloomberg

