

流通業界 ~“世界の市場”の主役、社会のネット化への対応が急務~

◆市場動向 ~内需主導の安定成長の道を進むも、歩みは緩やか~

14年の業界規模（前年値修正済み）：

小売総額（中国）：26兆2394億元（前年比12.0%増）、消費者物価指数（CPI）：同2.0%上昇、Eコマース売上高：2兆7898億元（同49.7%増）、小売総額（香港）4933億HKドル（同0.2%減）

中国の経済規模は購買力平価（PPP）でみた場合、14年に米国を抜いて世界1位に達した模様。その中で最終消費は経済成長の5割以上に貢献し、「世界の市場」である中国は、一歩一歩だが内需主導型の安定成長の道を歩んでいる。小売総額は14年も11年連続で2ケタ成長を確保。実質成長率は10.9%だった。ただ、名目・実質ともに前年を下回り、成長のけん引役としてはやや力不足。景気減速に加え、政府主導の綱紀粛正策の影響などが続いた。それでも、消費レベルの高度化や健康志向で、スマートフォン、医薬品などの売れ行きが堅調。さらにEコマースの普及が一層進み、既存の流通企業にとって脅威になっている。

一方で香港・マカオは人口が少なく、成長エンジンは中国本土からの観光客の増加。だが、微妙な政治情勢や綱紀粛正策の影響で観光需要が伸び悩み、域内の消費も低迷。早急な打開策が求められる。

◆業界の特徴 ~近年は内陸部の消費が好調、政策支援も見込める~

主力事業面：

毎年9、10月が「金九銀十」と呼ばれる消費シーズン。さらに、旧正月、国慶節などの長期休暇も連休商戦で盛り上がる。ブランド衣類・宝飾品など高級品に強みを持つ百貨店、家電量販店は景気変動や季節的要因の影響を受けやすいが、スーパー・マーケットが得意とする生活必需品の需要は総じて安定的。販売競争が激しく、大手は買収・合併などを通じてスケールメリットの拡大に努めている。購買層の中心はこれまで沿海都市部だったが、近年は内陸都市の伸びが目立つ。

国際面：

中国の需要を取り込もうと、香港・台湾を含む数多くの外資企業が進出。一部の欧米企業は業界のトップ10に名を連ねている。一方で中国企業の海外進出はわずか。

政策面：

内需主導の経済成長に転換するために、政府は最低賃金の引き上げを実施。1人あたりの所得額を20年までに10年比で2倍とすることが政策目標だ。これに向けて、所得再分配制度の拡充を進めている。

◆主要企業、主な取扱銘柄 ~業界の集約度は低い、企業で明暗が分かれる~

民営、地方政府系、外資など多くの企業があるが、業界の寡占度はかなり低い。14年の「チーンストア企業100強」の販売高は全体の8%に過ぎず、伸び率も5.1%と減速した。Eコマースの台頭から業界内の競争が益々激化。さらに賃料・人件費の増加、公費支出の抑制策などが重なり、経営環境は苦しい。この中でも大手は製品の差別化や、O2O（オンライン・ツー・オフライン、ネットを通じて実店舗での販売促進を図る戦略）などを推進。家電量販大手の国美電器控股（00493）はIT化が奏功して1位の座を取り返し、業績も好調だった。3位は13年に続き国内有数のスーパー・コンビニチェーンを展開する華潤万家がランクイン。グループ内の再編により、中央政府系列の華潤創業（00291）とは兄弟会社の関係になる予定だ。上位には地方政府系の企業が多く、上海市を本拠とする上海百聯集団（900923）とその傘下にある聯華超市（00980）、北京市に地盤を置く北京物美商業（01025）、北京京客隆（00814）、重慶市の重慶デパート（600729）、吉林省の欧亞グループ（600697）などが有名。民営企業の健闘も

目立ち、福建省の永輝スーパー（601933）、広東省の茂業国際（00848）、江蘇省のゴールデンイーグル（03308）、浙江省の銀泰商業（01833）などが大手に名を連ねる。14年は各社の戦略が明暗を分け、業績はまだら模様だった。

一方、「世界の市場」を狙い外資も積極的に進出しており、100強中にも多くの企業がランクイン。台湾・フランス合弁の高キン零售（06808）はEコマースの攻勢に押され、業績の伸びは鈍化した。香港企業は新世界発展（00017）や利福国際（01212）などの財閥系が中心であり、積極的に中国へ進出するほか、香港でも本土からの観光客の需要を狙っている。ただ、全般的に業績は減速傾向にあり、独立系の莎莎国際（00178）も15.3期で減益に転じた。

主な取扱銘柄：

コード	社名	通貨	売上高 増収率(%)	純利益 増益率(%)	時価総額	コメント
00178	莎莎国際	HK\$	8,993 +2.7	839 ▲10.3	9,843	有名ブランド化粧品の卸小売などを手がける民営企業。香港を拠点に、マカオ、本土などに販売拠点を設置。中華圏でのブランド力は高く、個人消費の拡大、健康・美容指向の高まりというトレンドを追い風にできる。本土観光客の増減による影響を受けやすい。
00493	国美電器控股	元	60,360 +7.0	1,280 +43.4	23,237	家電量販大手。企業買収を通じて規模を拡大してきた。あらゆる販売・流通チャネルを統合する「オムニチャネル」戦略を採用。その上で不採算店舗の閉鎖・再編、商品構成の改善、ITによるサプライチェーンの効率化、Eコマースの推進などを進め、業績が大幅に回復している。
00848	茂業国際	元	3,550 ▲6.7	1,365 +70.2	5,841	広東省、江蘇省、四川省など南部・南西部で百貨店事業を展開する民営企業。傘下の成商集団（600828）は四川省での百貨店事業に加え、不動産開発も展開。河北省の茂業物流（000889）、遼寧省の瀋陽商業城（600306）なども支配下に置く。
01025	北京物美商業	元	18,902 +11.3	395 ▲14	6,219	民営の小売企業。京津冀地区（北京市、天津市、河北省）を中心に、ハイパーマーケット、スーパーマーケット、コンビニエンスチェーンを展開。本拠の北京市で高いシェアを誇る。
01212	利福国際	HK\$	5,970 +0.2	2,144 ▲12.4	19,940	香港や中国本土で高級百貨店を経営する企業。劉鑾鴻・首席執行官ファミリーが支配している。香港で経営する「崇光百貨」（そごう百貨）の銅鑼湾にある旗艦店は香港を代表する百貨店。中国本土でも百貨店を建設し、香港と同様の経営方式を採用している。
01833	銀泰商業	元	5,251 +16.4	1,121 ▲29.7	19,043	浙江省を本拠とする民営の大手百貨店チェーン。主要顧客は都市部富裕層で、中高級品のアパレル、化粧品、アクセサリーなどの品揃えに強み。親会社のアリババグループとオンライン・ツー・オフライン（O2O）の分野で提携を強化。その効果が期待される。
03308	ゴールデンイーグル	元	3,625 ▲0.9	1,082 ▲12.3	16,746	民営の大手百貨店グループ。所得水準が比較的高い江蘇省で高い知名度を持つ。店舗の多くが一等地に立地し、国内外の一流ブランドをそろえて、中高所得者層を主な顧客としてきた。しかし、新店舗の黒字化が遅れ、足元の業績はやや厳しい状況にある。
06808	高キン零售	元	91,855 +6.6	2,908 +4.8	57,620	仏台合弁のハイパーマーケット最大手で、フランスの小売大手「オージャン」と台湾の有力財閥「潤泰グループ」が組んでいる。「欧尚」と「大潤發」のダブルブランド体制を構築。Eコマースの台頭で苦戦を強いられており、打開策としてネット通販会社や消費者金融会社の買収を決定。この効果が試される。
600655	豫園商城	元	19,153 ▲15.0	1,003 +2.3	28,062	上海市黄浦区の豫園商城を運営管理。宝飾品や工芸品などを扱う小売店、飲食店、ドラッグストア等のチェーン店を運営している。上海市の民営コングルマリットである復星国際（00656）の傘下。上海ディズニーランド開業による需要拡大の恩恵に期待。
600694	大商	元	32,206 ▲4.6	1,228 +4.1	15,156	大連市を本拠に置く民営の流通コングルマリット。百貨店、スーパー、家電量販店などをチェーン経営する。全国展開が進んでおり、大連に加え、山東省、河南省など全国8つの地域に進出している。

コード	社名	通貨	売上高 増収率(%)	純利益 増益率(%)	時価総額	コメント
600697	欧亞グループ	元	11,542 +11.9	299 +21.8	4,822	吉林省の省都、長春市政府系の流通大手。同市や省内を中心に、大型のショッピングセンター、総合スーパー、スーパーなどを展開。店舗運営は直営、フランチャイズ、賃貸を組み合わせた方式を採用。会員からの売上が全体の5割を占める。機関投資家が多く出資。
601933	永輝スーパー	元	36,727 +20.2	852 +18.2	49,396	福建省に本拠を置く民営の大手スーパーマーケットチェーン。生鮮食品を重視した営業戦略を採用している。香港の一大流通企業「デイリーファーム」を戦略投資家として迎え入れる計画。商品構成や購買力の大幅な拡充が期待できる。
900923	上海百聯集団	元	51,164 ▲1.5	1,046 +1.0	36,971	上海政府系の大型流通グループ「百聯集団」の中核企業。百貨店の「友誼百貨」、ホームセンターの「好美家」などを経営。上海市を中心とした所得水準の高い華東地区が主力市場。スーパーマーケットなどを経営する聯華超市（00980）を傘下に置くが、保有株すべてを永輝スーパーに売却する方針。

※売上高・純利益は莎莎國際(00178)が15年3月本決算。それ以外はすべて14年12月本決算。単位は百万。

※時価総額は15年7月30日の終値に基づきブルームバーグから算出、単位は百万HK\$。換算レートは1元=1.2HK\$、1US\$=7.75HK\$

◆注目されるトピックス ~ネット戦略が将来の成長を左右~

政府の所得倍増計画を受け、中長期的な政策見通しは明るい：

最低賃金を通じた所得水準の底上げ、税制など再分配機能の拡充による格差是正により、所得倍増を着実に実現していく構えであり、中長期的な政策見通しは明るい。一方で短期的には直接的な補助金支給策などが見込みにくく、足元では公費支出の抑制策が消費の逆風に。政策動向には隨時、注意していく必要がある。

Eコマース市場が既存流通の脅威に、ネット販売やO2Oの強化で対抗：

社会の急速なIT化にともない、Eコマースが幅広く普及。自宅で買い物する層が増加し、既存の店舗型の流通業者にとって大きな脅威になっている。アリババグループ、京東商城など新興のEコマース専門事業者の攻勢に対して、国美電器控股など既存の大手流通チェーンもネット販売を強化。さらに実店舗を持つ強みとIT化を融合したO2Oを武器に生き残り策を図る。Eコマースと店舗型流通の競争の行方が注目される。

景気減速によるデフレ懸念や綱紀粛正策がリスク要因：

CPIをみると限り、中国のデフレ圧力は徐々に強まっており、低価格を武器とする流通業者は体力勝負を迫られる。一方で中国は世界有数の奢侈品消費国となっているが、習近平政権が進める綱紀粛正策が高級品市場に影を落としている。大衆化と高級化の二極化が進むなか、流通業者はいずれの道を選んでもリスク要因が待ち構えており、各社の経営・商品戦略が益々重要となつてこよう。

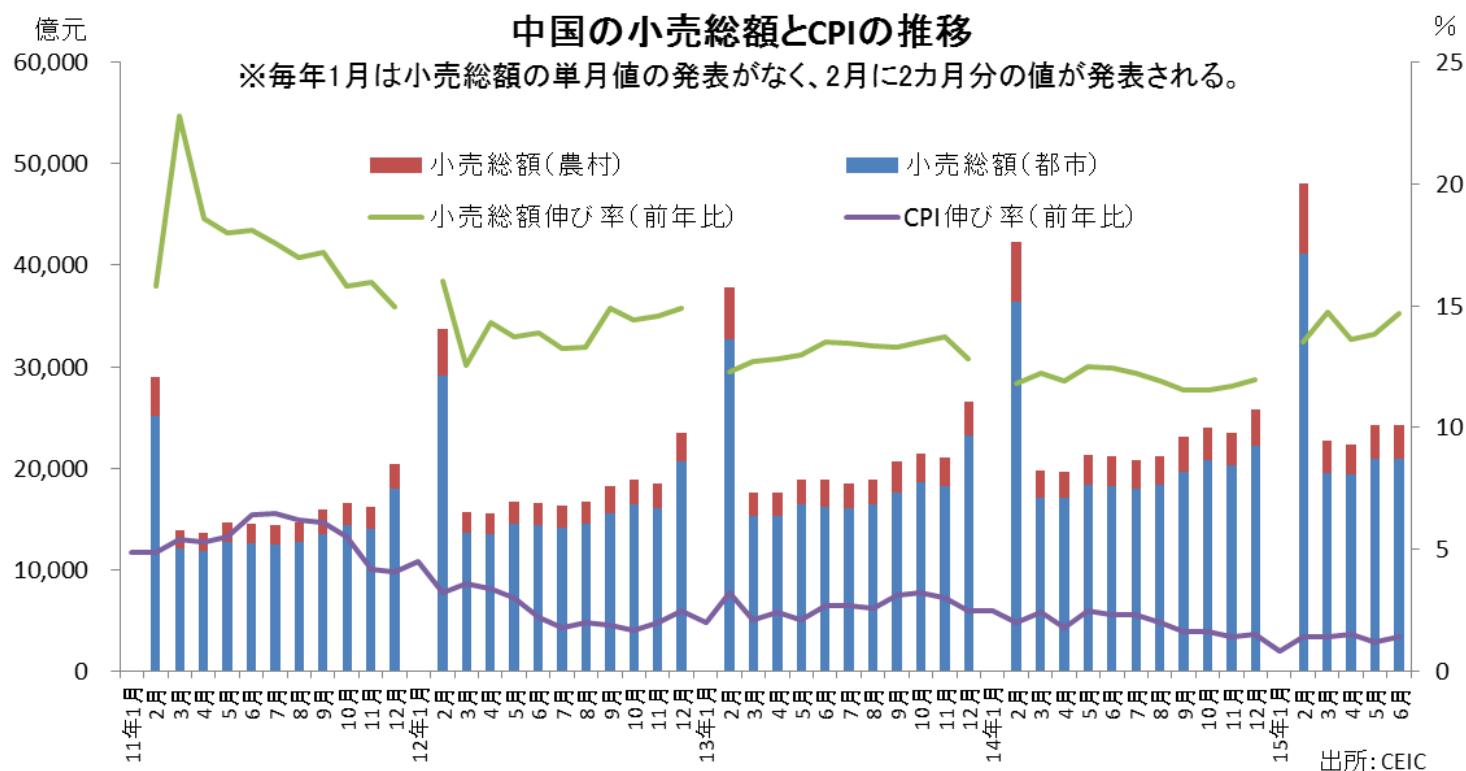
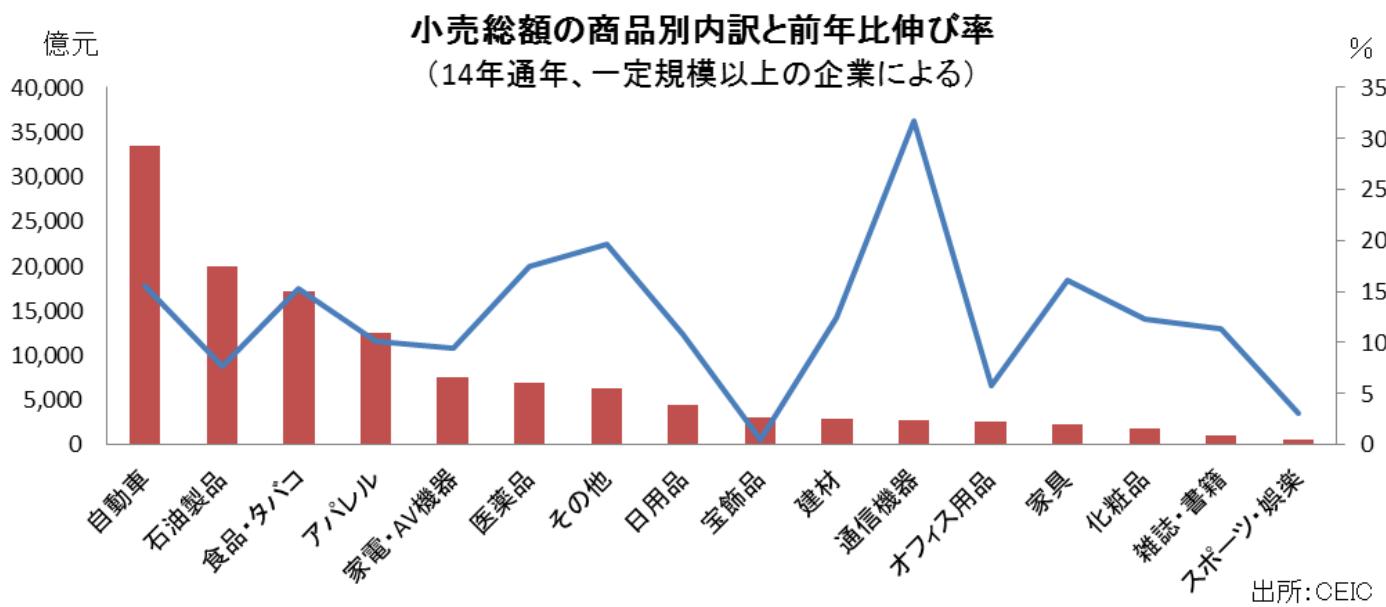
(中国部 畦田)

中国チェーンストア企業100強(14年度)のうち当社取扱銘柄と関連する企業などを一部抜粋

14年順位	企業名	販売高(億元)	増収率	店舗数	増減率	補足
1	国美電器控股(00493)	1,435	7.6%	1,698	7.1%	蘇寧と激しいトップ争いを繰り広げる。直近はネット販売を強化。
2	蘇寧電器(002024)	1,428	3.5%	1,696	4.3%	家電量販大手。日本のラオックスを買収したことで知られる。
3	華潤万家	1,040	12.6%	4,127	7.6%	スーパー・コンビニ大手。華潤創業(00291)の傘下だが、近く売却予定。
4	大潤發	857	6.9%	304	15.2%	台湾の流通大手。中国本土では合弁の高キン零售(06808)が展開する。
5	ウォルマート	724	0.2%	411	1.0%	世界最大の売上高を誇る米国の流通企業。中国進出の歴史も長い。
7	聯華超市(00980)	618	-10.3%	4,325	-6.0%	上海市政府系の大手スーパー。上海百聯集団の傘下にある。
8	重慶商社集団	615	2.0%	335	2.8%	重慶市政府系の流通大手。重慶デパート(600729)を傘下に置く。
9	上海百聯集団(900923)	599	1.2%	4,400	-6.4%	上海市政府系の流通大手。聯華超市を系列化に置く。
10	ヤム・プランズ	507	1.0%	6,600	10.0%	米国に本社を置くファーストフードの世界的チェーン。
11	カルフール	457	-2.1%	237	0.4%	仏大手スーパー。中国では同国企業の代表格として位置づけられる。
12	永輝スーパー(601933)	430	22.6%	337	15.4%	福建省に本拠を置く新興の大手スーパー。
13	大商(600694)	377	-4.6%	200	3.1%	大連市を本拠に全国展開する民営の流通コングルマリット。
14	武漢武商集団(000501)	340	10.8%	98	-2.0%	武漢市の百貨店。銀泰商業の支配下にある。
15	欧亞グループ(600697)	323	14.3%	81	8.0%	吉林省の流通大手。東北振興のテーマ株にも。
22	万達百貨	256	65.2%	99	32.0%	商業不動産最大手である万達商業地産(03699)の兄弟会社。
26	北京物美商業(01025)	220	11.3%	565	3.3%	北京市のスーパー大手。
28	王府井デパート(600859)	217	-6.0%	28	3.7%	北京の老舗百貨店。
31	パークソン(03368)	194	-4.2%	57	-1.7%	マレーシア系の大手百貨店チェーン。
33	銀泰商業(01833)	183	0.8%	47	30.6%	浙江省の民営百貨店。
35	ゴールデンイーグル(03308)	173	-8.2%	29	7.4%	江蘇省に本拠を置く新興の百貨店チェーン。
38	北京迪信通商貿(06188)	169	12.1%	1,484	1.3%	携帯電話機専門の量販店。北京市で創業の民営企業。
59	茂業国際(00848)	108	-5.4%	41	2.5%	中国南部に地盤を置く百貨店チェーン。
62	イオン	98	11.4%	50	13.6%	日本の流通大手。中国には古くから進出している。

*販売高は直営店、加盟店などを含む当該ブランドでもって販売された商品・サービスの総額。このため上場企業の売上高と一致しない。

出所: 中国連鎖経営協会



重要な注意事項

当社の概要

商号等 内藤証券株式会社 金融商品取引業者 近畿財務局長(金商)第24号
 本店所在地 〒541-0043 大阪市中央区高麗橋1丁目5番9号 主な事業 金融商品取引業
 資本金 30億248万円(平成27年3月末現在) 設立年月 昭和18年4月
 加入協会 日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会
 指定紛争解決機関 特定非営利活動法人 証券・金融商品あっせん相談センター
 連絡先 ご質問がございましたら、下記部支店までご連絡ください。

リスク等重要事項のご説明

リスクについて

〈株式〉株価および為替相場(特に外国株式の場合)の変動等により損失が生じるおそれがあります。
 〈債券〉債券は市場金利の動向や発行者の信用状況等によって価格が変動するため、損失を生じるおそれがあります。さらに外国債券は為替相場の変動などにより損失が生じる場合もあります。
 〈投資信託〉組み入れた株式や債券など、有価証券の価格変動および為替相場の動向(特に外国通貨建て有価証券等を投資対象としている場合)等により投資元本を割り込むおそれがあります。
 〈株価指数先物・同オプション〉対象とする株価指数の動きにより損失が生じるおそれがあります。加えて、建て玉代金に比べ少額の委託証拠金での取引が可能であり、株価指数の変動によっては損失額が委託証拠金を上回る(元本超過損)おそれがあります(オプション買方の場合は買付代金とコストの合計額に限定されます)。

手数料について

〈株式〉①対面取引の場合、i)国内株式は約定代金に対して最大1.15%(税抜き以下同じ、但し最低2,500円)。ii)現地委託取引による外国株式は売買金額に対し最大0.80%(但し買付け時のみ最低500円)の国内手数料をいただきます。加えて、現地手数料として米国株式で外貨約定代金の最大0.50%、香港株式で同0.25%(最低50香港ドル)、上海・深セン株式で同0.50%必要となるほか、各証券市場によってSEC Fee、印紙税や取引所税等の費用が掛かる場合があります。また、為替に関しては内藤証券が決定したレートを用います。iii)国内店頭(相対)取引による外国株式は当社提示の取引価格の中に手数料等(諸費用を含む)をあらかじめ加味しております。また為替は上記同様、当社が為替レートを用います。②コールセンター取引の場合、i)国内株式は約定代金に応じて最大31,000円(最低2,500円)。ただ、月間取引回数等による割引きあり。ii)外国株式は対面取引と同様です。③インターネット取引の場合、i)国内株式は手数料プランが複数に分かれしており、この欄に表示するのが難しいため、詳細は当社HP(<http://www.naito-sec.co.jp/>)にてご確認ください。ii)現地委託取引による外国株式は売買金額に対して最大0.40%(但し買付け時のみ最低500円)の国内手数料をいただきます。また現地手数料並びに為替レート等は対面取引と同様です。なお、インターネット取引では米国株式及び国内店頭取引による外国株式の取り扱いを行っていません。
 〈債券〉国内債券については売買委託手数料表をご確認ください。また、相対取引による外貨建て債券の売買に関しては当社が提示する価格の中に手数料等(諸費用を含む)をあらかじめ加味しております。円貨と外貨を交換する際には、外為市場等の動向をふまえて当社が決定した為替レートを用います。
 〈投資信託〉商品により異なりますので、詳細は「投資信託説明書(交付目論見書)」をご覧下さい。
 〈株価指数先物・同オプション〉i)株価指数先物は約定代金に対して最大0.08%。ii)株価指数オプションは約定代金の最大4.0%(但し最低2,500円)

◆本資料は、公表されたデータ等信頼できると考えられる情報に基づいて内藤証券が作成し、また記載された見解等の内容は全て作成時点のもので時間の経過とともに不正確となる場合があり、過去から将来にわたって、その正確性・完全性を保証するものではありません。内容は今後予告なく変更することができます。◆本資料に基づいた投資によって発生する損益は全てお客様に帰属します。内藤証券は、故意または重過失が無い限り、責任を負いません。◆本資料に提供される情報著作権等の知的財産権は、引用部分を除き、全て内藤証券に帰属します。お客様は、事前に内藤証券の同意なく、本資料の内容及び情報を複製・譲渡・修正・変更または転送等の行為をすることができません。

本社 大阪市中央区高麗橋1-5-9 06-6229-6511

東日本地区

東京第一営業部	TEL03-3666-5541	三鷹支店	TEL0422-71-1251	伊勢崎支店	TEL0270-25-3780
東京第二営業部	TEL03-3666-7137	金沢文庫支店	TEL045-780-5021	伊勢崎駅前サテライト	TEL0270-25-3780
神田支店	TEL03-6361-9191	足利支店	TEL0284-22-1234	焼津支店	TEL054-621-1311

西日本地区

本店営業部	TEL06-6229-6904	檍原支店	TEL0744-28-4711	新宮支店	TEL0735-22-8151
住道支店	TEL072-889-5236	和歌山支店	TEL073-423-6211	高松支店	TEL087-822-0105
寝屋川支店	TEL072-822-6333	有田支店	TEL0737-52-7110		
金剛支店	TEL072-365-1901	田辺支店	TEL0739-22-4678		

インターネット

succe-s@naito-sec.co.jp

コールセンター

 0120-20-9680

2015/7/31 広告審査済