



ポリナの視点：中国の回復と特徴



ポリナ・クルドヤフコ
エマージング債チームヘッド

2024年9月

「中国の中央政府は、汚職や過剰レバレッジに対処するためにいくつかの措置を課すことによって、不動産セクターの危機を、ある種自己創出してきたといえるでしょう。」

危機を経験したことがありますか。私たちの多くは、プライベートもしくは仕事の面で、危機を経験したことがあるでしょう。1998年8月、私は母の頼みで、ロシアに帰る前にニューヨークのスーパーマーケットで歯磨き粉とトイレトーパーをまとめ買いをしていました。ロシアが債務不履行に陥った後のことでした。

危機の経験は時に恐ろしいものですが、それは長続きしないという希望や政策立案者が迅速な回復に向けた解決策を見つけてくれるだろうという楽観的な見方を伴うこともあります。民間の起業家も大きな役割を果たすことがあり、危機後の機会を活用することがよく見られます。リターンの観点からみると、これらの機会は投資家にとって最善の内部収益率をもたらす傾向があります。

しかし、中国では、危機には異なる特徴があるように思われます。私は今夏、中国を数日間訪問し、いくつかの地方政府や中央政府の高官、企業の経営陣、民間の起業家とミーティングをし、回復への道筋への感触を探りました。

今回の訪問以降、比較的割高なバリュエーションから、中国の外貨建て債は社債およびソブリン債とも引き続き慎重な見通しを持っています。現地通貨建て債については中立的な見方をしています。他国とは異なり、危機後の中国は投資家に魅力的なリターンを生み出す機会を提供していないと感じています。理由は以下のとおりです：

中国の中央政府は、汚職や過剰レバレッジに対処するためにいくつかの措置を課すことによって、不動産セクターの危機を、ある種自己創出してきたといえるでしょう。汚職防止キャンペーンと並ぶ「3つの防衛線（レッドライン）」の導入は、経済の過熱を統制された範囲内で管理することを目的としていました。

私の考えでは、危機管理と中国の回復の道筋は、他の市場経済のそれとは異なっています。GDP成長率や輸出指標など、一部のマクロデータを見ると、着実な回復を示します。また、政府が優先している他の経済セクターにおいても、ポジティブなトレンドが見られます。

しかし、これらの数字は、地方のセンチメントや消費者需要の低迷とは対照的です。積極的な危機管理のコストは何でしょうか。景気後退と同様に、景気回復を促すにおいても、同じような効率性を見せることが出来るでしょうか。

中国政府は、景気回復のための明確な計画を提示しました。政策当局者からの公式見解は明白です。不動産セクターの悪化はGDP成長率の3.7%の落ち込みをもたらしましたが、ハイテク、グリーン、デジタルの各セクターの上昇が今年のGDP成長率に5.7%の寄与をもたらしたことで、このマイナスは埋め合わされたというものです¹。これには、太陽光パネルやリチウム電池製造といった特定のセクターが含まれており、その輸出は前年同期比で20%以上で増加しています²。しかし、この解釈は実際のセンチメントを反映したものではないようです。

第一に、これは、特定のセクターでは、輸出回復はコスト削減やマージン低下という犠牲のもと成し遂げられているためです。多くの国有企業の従業員は、コストを抑えるために給与を削減されています。さらに、国有企業は、民間企業に比べ、政府が設定した目標を達成するために、より強い収益圧迫に耐えることができます。中国は世界の製品の30%を生産していますが、中国の人口は世界の20%近くです³。

したがって、健全な輸出成長を維持することが主要な政策目標です。これは、輸出関税が高くなっているにもかかわらず、EUや米国への中国の輸出量が伸び続けている理由として一部説明がつかず、輸出の伸びは依然として政府の優先事項であることから、急激な通貨切り下げ（中国元のより長期的な準備通貨としての道筋を損ないます）や製品不足につながる対応策を通じて、さらなる関税引き上げに積極的に対応することは考えにくいでしょう。

「堅調な輸出成長を維持することが主要な政策目標です。これは、輸出関税が高くなっているにもかかわらず、EUや米国への輸出量が伸び続けている理由として一部説明がつかず」

第二に、景気回復の速度は、民間部門のネガティブなセンチメントによる影響も受けています。外資系企業は、コスト削減やマージン圧力の影響をあまり受けないかもしれませんが、官僚主義からの負担増を実感してきているようです。一部の企業は、過去数年間、規制の違反件数を減らすために政府とのエンゲージメントを続けているにもかかわらず、規制違反の件数が増加していることを懸念する声も聞かれています。

地方の民間企業の中にも、官僚主義の負担増に対する懸念が聞かれます。製造業や不動産業を展開するある起業家は、政策立案者の事業主に対する新しいアプローチについて「やらなければやらないほど、間違いは少なくなる」という表現をしました。したがって、民間企業が、より速い景気回復のための刺激策を提供できていないことに驚きはありません。

第三に、地方政府と中央政府の間の不信感によって、問題を抱えた不動産セクターの土地売却収入の減少を部分的に埋め合わせるために、中央政府が地方政府に対して資金提供することに消極的であることにつながっていると見られます。この不信感は、新型コロナウイルス以前に地方政府が受け取った多額の資金の不適切な管理に対する疑念によって生じているものようです。

その結果、中央政府は、借入金利を引き下げ、ホワイトリストに載っているデベロッパーへの融資制度を強化することによって不動産セクターを刺激する供給主導のインセンティブ、あるいは、頭金を減らし、住宅ローンをより利用しやすくするという需要主導のインセンティブに焦点を当てています。しかし、問題は、これらの措置だけでは、堅調な回復を目指すには不十分だということです。

また、中国での急速な景気回復を操作するには、いくつかの構造的な課題があります。そのうちの1つは、特定のセクターにおける過剰設備と統合を欠いていることです。例えば、電気自動車を生産する大手民間企業10社ではなく、200社以上があり、これが価格競争と収益の減退につながっています。

もう1つの課題は人口動態に関係しますが、高齢化という問題もさることながら、むしろ地方と都市部の学生の違いに焦点が当たっています。スタンフォード大学のScott Rozelle氏が2023年に発表した研究によれば、同程度の教育水準と栄養状態にある地方の学生は、全国規模のテストにおいて、都市で育った学生と比較して低い結果であった、としています。この違いは、地方の子どもたちは成長の初期段階で精神的な刺激を欠いており、それが彼らの認知能力とその後の人生の達成度合いにマイナスに影響しているということのようです。

最後に、世界的な地政学的緊張が続いていることも、中国と西側諸国間の不信感を生み出しており、これが中国内、中国と貿易相手国間のセンチメントに負の重石となっています。

より長期的に楽観的な見方を持てる理由は何でしょうか。多くの重要な要因：第一に、良くも悪くも、中国における労働倫理は、私が訪れた新興国市場の中で最も頑強なものです。例えば、政府高官の中には、年に5日の休暇しか取らず、長時間勤務や6週間家に帰らないことに慣れている人もいます。

これとは別に、Yuan Jiajun氏（重慶市共産党委員会書記）やChen Jining氏（上海市共産党委員会書記）のように、市場への理解と経済的ビジョンを持つ数名の政治家がいることもポジティブに捉えています。私たちの見解では、移行は少なくとも5年先のことであると思われます。この間、中国の景気回復のペースは現行の緩やかなものにとどまることが予想されます。

1,2 財務省

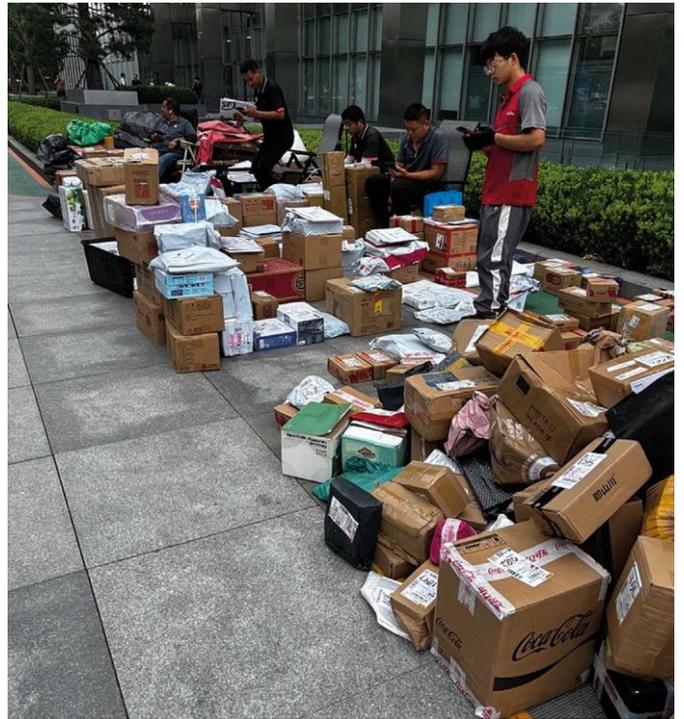
3 China accounts for 30% of global manufacturing output (scio.gov.cn), China population (worldometers.info). [Link](#)

そうは言っても、成長率が鈍化しても、中国は依然としてEU全体のGDP成長率に相当するGDPの年間成長を生み出しており、それゆえに、引き続きグローバルな力となっていることを認識することが重要です。

国が危機を乗り越えたとき、経済的困難は避けられませんが、投資家は回復ストーリーから利益を得る方法を見つける傾向があり、その結果、より早く正常化が進むことに一部寄与することがあります。

中国の積極的な危機管理は、特に新型コロナウイルスの初期において模範的でした。また、経済回復に向けた他とは異なる道筋を作り出しましたが、短期的に強いリターンをもたらすことに対して、投資家はあまり前向きに見ていないようです。

とはいえ、中国の特徴のある経済回復は、投資家の忍耐よりも長い期間を要する可能性が高い一方で、中国内外の資産価格の高いボラティリティを引き起こす可能性も同様に低いでしょう。



「成長率が鈍化しても、中国は依然としてEU全体のGDP成長率に相当するGDPの年間成長を生み出していることを認識することが重要です。」

ディスクレーム

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ヘッジマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プライベート戦略	
運用管理報酬（上限）	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬（上限）	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、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、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上



RBC BlueBay
Asset Management