



## 中国:着実に対応を進める中国企業

リチャード・ファレル  
ポートフォリオ・マネジャー  
RBC新興国株式チーム

エンジェル・スー  
アソシエイト・ポートフォリオ・  
マネジャー  
RBC新興国株式チーム

2025年1月

「2024年3月に中国を訪れたときと比べると、センチメントは明らかにポジティブな方向に変わりました。」

### トランプ関税への対応策に注目

米国の大統領選挙直後に中国に到着するよう出張の日程を調整し、10日間にわたり中国南部および南東部の6都市を訪問しました。有名な大都市だけでなく、それよりも規模の小さな長沙、廈門、寧徳、汕尾といった都市も訪れることにしました。これらの都市を訪問することで、現地の感覚をより感じることができ、また、あまり知られていない企業に出会う機会が得られると考えました。過去には、中国の経済発展が遅れている都市は治安や衛生面の問題と結びつけられていましたが、過去10年間で大きな改善が見られました。企業の本拠地を訪問することは、オフィスや工場、生産センターを見学し、上級経営陣と会う機会が得られるので有益です。さらに重要なのは、投資先企業との関係を強化できることです。

2024年3月に中国を訪れたときと比べると、9月後半の政府の景気刺激策発表を受けて、トランプ氏の関税政策に対する懸念があるにもかかわらず、センチメントは明らかにポジティブな方向に変わりました。今回受けた感触として、中国においては投資家と企業経営者の間に何か食い違いがあるように思われました。投資家、特にグローバルな投資家は、単純な債務スワップが消費を直接押し上げることはない懸念しているようです。一方、複数の企業とのミーティングで、不動産価格下落以外の消費低迷の要因として、地方自治体が職員や取引業者に期限通りの支払いを行っていないことが挙げられていました。土地価格の下落が地方政府の歳入を減少させたため、職員の給与削減や極端な場合には整理解雇さえも見られました。これらの未払いを解消し、利息コストを削減する債務スワップは、何らかの形で消費者を助け、結果として企業のセンチメントを改善させる一助となるはずで

遠距離であっても、高速鉄道網を利用すれば、驚くほど簡単に中国国内を移動できることがわかりました。長年にわたり、中国の鉄道インフラの発展は加速を続け、鉄道ネットワークの全長は160,000kmに達しています。そのうち29%が高速鉄道です<sup>1</sup>。これはまた、中国が世界最大の高速鉄道ネットワーク<sup>2</sup>を有していることを意味します。現在、同国の主要都市（香港を含む34省中33省）の96%が高速鉄道にアクセスでき、大都市間の移動時間が大幅に短縮されています。訪中の初日に、香港から長沙まで高速鉄道を利用して4時間で到着しました。チケットの購入は非常に簡単です。オンラインでチケットを購入するだけで、IDやパスポートの情報がリンクされます。一部の駅では、顔をスキャンするだけでゲートを通り抜けることもできました。

1,040万人の人口でにぎわう湖南省の省都、長沙から今回の視察は始まりました。長沙は、毛沢東が1913年から1918年まで学び、政治家としてのキャリアをスタートさせた地であり、数千年の歴史を持つことで古くから有名です。現在では、中国最大の建設機械製造会社の本拠地として知られています。私たちはそのような企業2社と面談をし、両社とも輸出が明るい材料となっていると言いました。経営陣は、10～20%程度の関税は吸収できると断言しましたが、長期的な戦略は、大きな輸出市場でより多くの製品を提供することにあります。

## 「企業訪問中、典型的な工業地帯の景色を見ることはなく、代わりに絵のように美しい池がある庭園に囲まれ、平和で風光明媚な環境を作り出している工場を見学しました。」

次に訪れたのは、福建省東岸沖の島嶼都市、廈門（アモイ）です。廈門にはその立地上、目立った貿易の歴史があります。台湾本島からわずか200マイルの距離で、中国で台湾に最も近い都市です。緑豊かな庭園と亜熱帯気候により、中国で最も快適な都市の1つとされ、その住みやすさでも広く知られています。企業訪問中、典型的な工業地帯の景色を見ることはなく、代わりに絵のように美しい池がある庭園に囲まれ、平和で風光明媚な環境を作り出している工場を見学しました。これは、企業が従業員の働きやすい職場環境づくりに力を入れていることを反映しており、特に、反復作業を行う従業員にとって重要となっています。また、これらの企業が工場労働者に無料で食事を提供していることも知りました。



工場の食堂で、従業員に無料で提供される食事を体験

私たちが訪問した2つの有力な工業系企業は、事業を行っているニッチな分野において、販売量で世界のトップ3に入っています。海外に大きなエクスポートを持つ他の工業系企業と同様に、関税が懸念されています。これに伴うリスクを軽減するために、1社は既に中国以外にも生産拠点の多角化を進めており、もう一方の企業では海外生産の増強を進めつつあります。国内市場に関しては、両社とも、国営企業である国家电网が主に電力網システムのアップグレードに向けた投資を加速したことで、再生可能エネルギーの成長ストーリーは依然として継続していると考えています。

廈門の後、私たちは福建省北部の4級都市である寧徳へ高速鉄道で向かいました。人口280万人のこの都市は、世界最大の電池メーカー<sup>3</sup>の本拠地として知られています。最新世代のリチウムイオン（LFP）電池を製造している同社の製造拠点を見学する機会がありました。同社の競争優位性は、バッテリーパックの化学や構造設計に関する研究開発だけでなく、生産プロセスの効率性やスピードからもたらされることが、明らかになりました。また、環境の持続可能性を重視する姿勢にも感銘を受けました。2025年末までに、風力、太陽光、原子力を利用することにより、スコープ1および2のカーボンニュートラルを目指しています。現在、すでに4つの製造拠点がカーボンニュートラルを達成しています。

海岸線を下り、世界最大の電気自動車メーカーであり、さらに世界第2位のバッテリーメーカーでもある企業を訪ねるため、深圳近郊の都市、汕尾（シャンウェイ）に到着しました。同社は2023年末にテスラを抜き、バッテリー式電気自動車（BEV）の最大の販売企業となり、2024年には400万台以上のBEVとプラグインハイブリッド自動車を販売する見込みとなっています。主力の生産設備の一つを案内してもらい、自社でバッテリー、モーター、半導体、その他の主要部品を製造する高度に統合されたサプライチェーンに感銘を受けました。

<sup>1</sup> 中国の鉄道網は160,000kmを超える-Chinadaily.com.cn ([Link](#))

<sup>2</sup> 中国の高速鉄道の奇跡- Newsweek ([Link](#))

<sup>3</sup> 電池の上に構築されたプームシティ- Global Times ([Link](#))

深センでは、アジア最大で世界第4位の総合物流サービス会社の航空ハブおよびドローン配送センターを訪問しました。同社は、時間厳守の速達配送、貨物サービス、オンデマンドの市内配送、サプライチェーン管理ソリューションを含む包括的なサービスを提供しています。また、サプライチェーンを移転させるトレンドに乗り、事業買収によって中国から東南アジアへとビジネスの焦点を拡大させています。

## 「中国の実質可処分所得の成長は回復していますが、個人消費は依然として低迷しています。」

企業訪問では産業的な発展を見ましたが、それに加えて、消費者動向の側面も掘り下げて調査しました。中国の実質可処分所得の成長は回復していますが、個人消費は依然として低迷しており、所得の多くは貯蓄に振り向けられています。面談した消費関連企業は、製品カテゴリーや消費者グループによって、安いものを求める動きと、高価でプレミアムな商品を求める動きが同時に起きていと述べました。消費者がお金に見合う価値を得ていると感じられるように、大量消費市場とプレミアム製品の両方にとって販売プロモーションがより重要になってきました。全体的な印象として、消費者はお金を使う場所をますます選ぶようになってきていると感じます。体験関連の消費は、引き続き力強いモメンタムがある分野です。私たちは大手不動産管理会社と会い、火曜日の午後でも、多くの人でにぎわっている同社が運営するモールを見学しました。

最後の目的地は香港で、私たちは中国の有力不動産会社2社と会いました。不動産バブルの崩壊は、経済活動全般に大きな重荷となっていますが、両社とも、前回1月に話した時に比べ、2025年に対してよりポジティブな見方を示しました。特に、業績への影響が大きい上位都市の直近のデータを示し、10月のゴールデンウィーク休暇の売上が昨年と比べて増加していると説明しました。もっとも、家計が本格的に消費市場に回帰するためには、物価がより長期にわたって安定する必要があると、経営陣は考えています。



製薬会社の流通センターを訪問

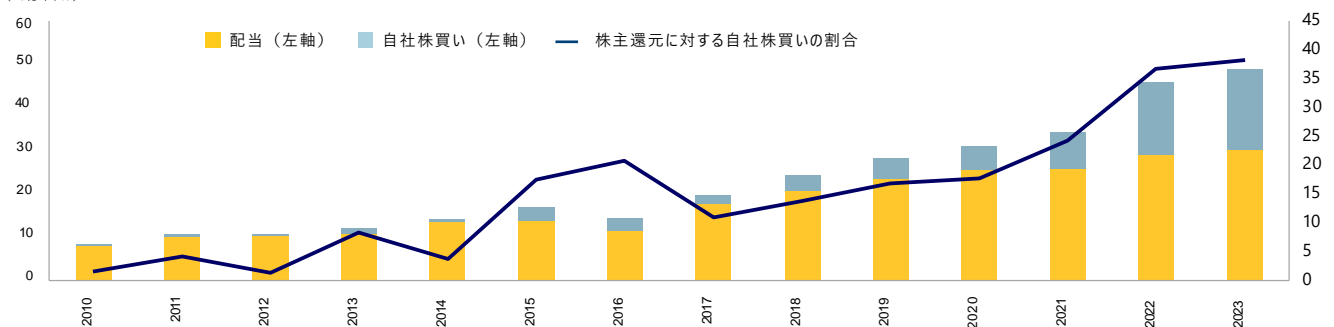


深センの火曜日の午後、地元のモールを訪問

最後の考察は、コーポレート・ガバナンスに関するものです。これは、私たちが数年前から強調してきたことで、コーポレート・ガバナンスの改善は、中国市場における資本配分に恩恵をもたらしています。図表1は、近年、配当と自社株買いが大幅に増加している様子を示しており、2024年も前年を上回る見込みです。

図表1: 中国企業の株主還元増加

(10億米ドル)



出所: CLSA, FactSet, MSCI, 2024年9月30日時点

執筆者

リチャード・ファレル、CFA

ポートフォリオ・マネジャー



RBCブルーベイ（RBCグローバル・アセット・マネジメントの北米以外の事業）の新興国株式チームのポートフォリオ・マネジャーで、現在は中国の研究を担当しています。2013年の入社以前、英国の大手資産運用会社で3年間、グローバルの新興国市場のエネルギー・素材セクターのファンダメンタル株式分析を担当。2005年に大手多国籍銀行のM&Aチームで株式アナリストとして投資業界でのキャリアをスタートさせました。

エンジェル・スー

アソシエイト・ポートフォリオ・マネジャー



RBCブルーベイ（RBCグローバル・アセット・マネジメントの北米以外の事業）の新興国株式チームのアソシエイト・ポートフォリオ・マネジャーとして、トップダウンとボトムアップの両方の研究を担当しています。2019年の入社以前は、香港で数多くのインターンシップを経験し、グローバルな保証・税務・コンサルティングサービス会社、米国の経営コンサルティング会社、中国の投資銀行や大手の投資顧問会社などに勤務。2019年に投資業界でのキャリアをスタートさせました。

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

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management (UK) Limitedによって作成されたものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに再配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できると思われる情報源から編集されていますが、その正確性について保証するものではありません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したものではなく、またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見はこの資料の日付時点のものであり、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management (RBC GAM) は、カナダロイヤル銀行 (RBC) のアセットマネジメント部門であり、RBCグローバルアセットマネジメント (US) Inc. (RBC GAM-US)、RBC Global Asset Management Inc、RBC Global Asset Managementが含まれます。RBC Global Asset Management (UK) Limited、およびRBC Global Asset Management (Asia) Limitedは、別個ですが、関連する企業体です。

RBC Global Asset Management (UK) Limitedは、金融行動監視機構によって認可および規制されています。

®/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.



RBC BlueBay  
Asset Management

#### ■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
	ベンチマーク戦略	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。

