

## 中国：あなたさえ目を向ければ、中国の未来は明るい

2019年5月23日

通商交渉の結果がどうあれ、中国に対して前向きな見方を維持しています。交渉によって緊張状態が高まる局面にあるでしょうが、中国政府が内需を支えるためのさらなる景気刺激策を打ち出せば、中国のリスク資産は良好なリターンをもたらしてくれると考えています。



ポリナ・クルドヤフコ

パートナー

エマージング債チーム

シニア・ポートフォリオ・マネジャー

ワインは好きですか。私は特段詳しくありませんが、一杯の上質な赤ワインはいつでも楽しむことができます。

一週間前、エアチャイナ便で北京に向かいました。機内で提供された食事や機体の質は驚くほど素晴らしかったです（機体平均年齢は、欧州では10年、米国では20年であるのに対して、エアチャイナは6、7年となっています）。

客室乗務員に中国「万里の長城」の赤ワインを勧められ、疑いをもってしまいましたが、驚いたことに、メニューにある他の欧州ワインの選択肢よりはるかに美味しいものでした。10年前は営業赤字だった国有企業の航空会社がどのような経緯で良質な機材や食事、ワインを提供できるようになったのでしょうか。

秘密は政府の役割と中国人の考え方にあります。貿易摩擦があろうとなかろうと、中国国内に貿易があるのです。

中国のリスク資産は年初来で堅調なパフォーマンスを記録しています。中国社債の年初来のスプレッド縮小幅は、JP モルガンのエマージング外債建て社債投資適格債インデックスとほぼ同程度の縮小幅となっています。一方、中国現地通貨建て債は年初来で小幅に上昇している一方で、代表的な現地通貨建て債インデックスのリターンは下回っています（4月末時点）。

ブルーベイでは、通商交渉の結果がどうあれ、中国のリスク資産に対して前向きな見方を維持しており、中国のリスク資産は良好なリスク調整後リターンをもたらしてくれる資産のひとつであると考えています。なぜなら通商交渉が緊迫した状況になったとしても、中国政府は内需を支えるためにさらなる景気刺激策を打ち出す可能性が高いためです。足元の通貨の下落を踏まえ、人民元については機動的なロング・ポジションの投資機会があるとみています。

「最も成功している多国籍ビジネスはどのようなものになると思いますか？」と北京出張中にドイツ最大手化学企業 BASF の窓口である人に聞いたところ、「インドの人、ドイツのテクノロジー技術、日本のデザイン力、米国のイノベーション力、中国の政府組織」という回答が返ってきました。

彼の見方に共感します。中国政府は世界で唯一特定のセクターに対して綿密に練られた経済刺激策を打ち、3 ヶ月毎にその効果を目で確認することを可能にする政府であると思います。

中国はまた質の高いデータを持っていることから恩恵を受けています。アリババの共同創設者であるジョセフ・ツァイが中国と米国のもつデータの違いに言及したとき、それは二つの異なる湖の漁師を比べることだと回答しました。魚の質を考慮すると、3 億人以上のデータを持つ中国の漁師の方が米国の漁師よりも勝っていると言えるでしょう。

データアクセスと政府の支援を背景に、中国企業は富、健康、幸福、という三つの分野にフォーカスし、特に経済成長の内訳 75%以上を占める国内消費を重要視しています。

## 富

中国の債券資産運用高は過去 3 年間で 3 倍に増加しましたが、これは始まりにしか過ぎません。中国の貯蓄率は 47%と高い水準にあります。財産の大半が預けられている現地銀行は資産管理市場を更に拡大させようと意欲を見せています。海外からの資金流入も増加する可能性が高いです。投資家は、中国のリスク資産がインデックスへ組入れられることで、今後数年間で推定 3 兆米ドルの資金流入を予想しています。

中国の経済成長は過去 12 年間のグローバル成長を大きく牽引してきました。しかし、その期間、S&P500 は 2 倍に上昇している一方で、中国の株式市場のパフォーマンスは横ばいとなっています。これは新興国市場の軟調なリターンを反映しています。今回、中国は経済成長のペースを落としています、成長の質の改善に力を注いでいます。

## 健康

中国には 6 千万人の糖尿病患者がいることを知っていましたか。このような統計があるため、多くの製薬やヘルスケア関連企業がビジネス機会を見出し、2 桁の業績成長を目標としていることに驚きはありませんでした。

## 幸福

新しい体験や旅行、ハイエンドなサービスへ引き続き注目が集まり、進歩も目に見えるほど速いです。私のエアチャイナでの体験を例にしましょう。今回の体験は一年前に同じ航空会社を利用したときの満足度をはるかに上回りました。

そして、中国人の考え方を紹介します。この国で最後に起きた景気後退は 90 年代初期であることを思い出してください。そのため、多くの中国消費者が経済危機の経験がありません。「チャンスがどこにでもある」という考えと中国には米国より 3 倍も多くミレニアル世代の若者がいる事実が背景にあることで、中国消費者はイノベーションを牽引する流行を作り出す人たちとなりました。

それに加えて、規模の大きさと地域の多様さを背景に、中国内で潜在的なマーケットを見つけることができるため、チャンスを求めて海外に行く必要もないのです。

国際的な M&A と海外展開は、リクルーターが中国企業に人材を直接斡旋することによって

代替され始めています。この方法で中国企業はより低コストで効率的なノウハウを取得することが可能になります。

最後に、米中貿易摩擦の緊張は中国経済の成長と投資機会にどのような意味をもたらすのでしょうか。

短期的には、貿易交渉は市場にボラティリティの高まりをもたらすでしょうが、中期的にみると、国内経済成長の原動力のほうが貿易摩擦より大事になると考えています。二国に経済的な結びつきがないソビエトと米国の冷戦シナリオが繰り返されようとしているわけではないことを認識する必要があります。

また、今回は中国側に勝算があることも認識する必要があります。トランプ大統領は株式市場の動向と支持基盤を心配しないといけませんが、習主席にその必要はありません。

トランプ大統領の強気の姿勢は中国のインフラ産業の成長と国有企業（SOE）改革を推し進めるという点で、彼の最終的なゴールはある程度、投資家の期待と一致しています。中国の長期的な国内消費重視姿勢を考慮すると、国際貿易の重要性は低下していくと考えます。

実際に、米国にとって中期的に深刻な問題は投資バブルにあると考えます。GDPのうち、投資は50%以上を占めていますが、最後の経済停滞時はその比率が20%だったことと比較すると大幅に投資は増加しています。

中国では経験不足と激しい資本確保の競争が要因となり、投資プロセスやデューデリジェンス上に大きな問題を抱えているように見えます。両者とも、経済サイクルの後期の現象として今後数年間、リスク資産のパフォーマンスを左右することになると見えています。

「万里の長城」ワインを飲みながら、リチャード・マクレガー氏著の「中国共産党」（The Party）を読んでいたら、8900万人の党員を擁する共産党の利点を深く考えてしまいました。全体主義適用システムの社会で、経済は繁栄するのでしょうか。中国語の勉強を始めるべきだと思いました。



「万里の長城」赤ワイン

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手数料や費用等は、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。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が、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下となります。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマージング総合債券戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング債アンコンストレインド戦略：年率 1.00%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.70%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜） 成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜） 成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.75%（税抜） / ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜） 成功報酬 20%

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（ダイレクト・レンディング戦略については、管理報酬その他管理事務に関する費用等が投資先外国籍リミテッド・パートナーシップにおいて）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、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