



中国：経済は遅れながらも回復基調

RBC新興国株式チーム

2023年9月

「水面下では、経済は
新型コロナ以前の水準
にはまだ戻っていません。」

2020年1月以来、上海を初めて訪問しましたが、昨年のニュースを考えると、驚くほどに正常化が起きています。過去3年間、どこでも見られた新型コロナに関するインフラ、すなわち、検査所、アプリとQRコード、そして「ビッグ・ホワイト（防護服を着用した人）」がどこにも見当たらないのです。街は、前回訪問した時の記憶と同じような状況に戻っていました。

新型コロナの流行以前と比べて実際に変化したことといえば、出入国時の健康申告と、人混みでは約10%の人がマスクをいまだに着用していることだけのように思います。しかし水面下では、経済は新型コロナ以前の水準にはまだ戻っていません。ショッピングモールやレストランは人でいっぱいに見えるものの、平均消費額はまだ回復していないのです。

もう一つの変化は、消費がモノからサービスにシフトしていることです。特に国内旅行について、旺盛な潜在需要が解放されています。昨年のロックダウンを考慮すれば、それも無理はありません。私たちが杭州にも訪問した際、地元の人気観光スポットには大行列ができており、中国全土から観光客が戻ってきたことを実感しました。

中国では新型コロナ以前からデジタル化が進んでいたものの、パンデミックによりデジタル・エコシステムの成長がさらに加速しました。アリババのアリペイやテンセントのウィーチャットペイを通じて、QRコードを使って支払う手段は、大多数の中国人にとって、ごく当たり前のこととなりました。私たちの訪問中、現金の使えるお店はほとんど見つかりませんでした。ストリートミュージシャンでさえ、QRコードを使ってお金を集めるようになっています。アリペイやウィーチャットペイのアカウントなしで国内を移動することはほとんど不可能で、この2つのプラットフォームは銀聯カードと共に中国における主要な決済手段となっています。Statistaによると、2020年時点では、中国のアリペイまたはウィーチャットペイのアクティブユーザーは12億人であり、中国におけるモバイル決済の90%以上が、この2つのプラットフォームを通じて行われています¹。

¹ [Alipay vs WeChat Pay users | Statista.](#)

中国の総人口は約14億人です。つまり、住民の83%以上がこれらのプラットフォームを利用していることになります。中国はキャッシュレス社会に徐々に向かっているのです。

また、決済システム以外にも、デジタル化のトレンドが加速していることを目の当たりにしました。日常生活における買い物もアプリ一つで可能です。上海虹橋国際空港に降り立った私たちは、中国最大のオンデマンド・サービス・プラットフォームであるメイチュアンのeコマース・アプリで、スマートフォンの充電ケーブルを注文しました²。その小包みは私たちが到着する前にホテルに配達され、ホテルの外にあるメイチュアンのスマート受取ロッカーに保管されていました。メイチュアンから送られるピックアップ・コードによってのみ、受取ロッカーを開けられる仕組みとなっています。

上海での企業経営者との会議に向かう途中、オフィスのロビーで年中無休のスマート・ドラッグの自動販売機に出くわしました。自動販売機の隣には「ワンミニット・クリニック」と呼ばれる3m²のブースがあります。これは、中国最大のオンライン・ヘルスケア・サービス・プロバイダーである平安ヘルスケアが、国内の大手ドラッグストア・チェーンと共同で立ち上げた新しい運営モデルです³。「ワンミニット・クリニック」では、患者は音声やテキスト入力を通じて、症状や病歴について「AI医師」と話すことができます。そして、人間の医師が、提供された情報に基づいてリモート診断、医療アドバイス、オンライン処方を提供するのです。処方された薬は自動販売機で購入するか、平安ヘルスケア・アプリから注文することができます。

「住民の83%以上がプラットフォームを利用していることになります。中国はキャッシュレス社会に徐々に向かっているのです。」



杭州随一の観光地、靈隱寺の観光客



非接触型配送用のスマート受取ロッカー

経済に話を戻すと、以下の2点が裕福な中間層の信頼を揺るがしました。第一に、厳格なロックダウンと、その後の突然の方針転換は、政府の能力に疑問を投げかけました。第二に、中国の中産階級の富の大半を占める不動産市場の低迷もセンチメントに打撃を与えています。

長江デルタ地域を2週間かけて訪問した際、私たちが会った多くの企業の経営者は、「2023年の最初の5ヶ月間の回復は期待よりも弱かったものの、景況感が回復するにつれて今年の後半は好調になると予想している」と語りました。これまでの景気サイクルとは異なり、政府による大規模な財政・金融政策への期待はほとんどないようです。したがって、これがあればアップサイド・サブライズとなる可能性があります。

政府が、この弱点を認めていることは間違いなく、政府の発言は、市場、さらには不動産やインターネット業界にとって好ましい表現へと変わりました。2017年から2022年まで上海の党書記を務めた李強首相は、ビジネスに好意的で市場にも優しいという評判があります。上海の指導者時代、李氏は多くのビジネス・リーダーと関係を築き、誰の目から見ても、消費とビジネスの信頼を回復させることを任務として注力しました。李氏が今年3月に首相に就任して以来、成長促進政策の志向が窺えます。アリババ、テンセント、バイドゥ、メイチュアンといった大手インターネット・プラットフォームのビジネス・リーダーたちとの最近の会合が良い例です。それでも尚、政策の継続性と実効性に関する疑問は残っています。

¹ [Alipay vs WeChat Pay users |Statista.](#)

² [Meituan - statistics & facts |Statista.](#)

³ [Healthcare Ecosystem |Ping An Group.](#)



「ワンミニット・クリニック」とスマート・ドラッグ自動販売機



新型NIO ET7に試乗

現在のもう一つの懸念は、中国の地方政府の債務リスクであり、これは不動産セクターに関連したものです。地方自治体は昨年新型コロナ抑制によるコスト増と、不動産危機を背景とした土地売却の減少による減収という二重苦に見舞われました。このため、一部の小さな地方自治体では、財政が圧迫され始めています。また、一部の地方自治体では、地方債を期限内に返済できないという噂が絶えません。

これは懸念点ではあるものの、中国では決して目新しいことではありません。7月に開催された最近の政治局会議は、通常、下半期の中央政府の経済政策の基調を決めるものですが、政策立案者たちは、地方政府の資金調達問題に対処するための「バスケット・プラン」を策定すると述べました。したがって、中央政府が場合によっては介入し、自らのバランスシートを使って支払いを保証することで、地方政府の債務条件を再構成することが期待されます。また、それに伴って、地方政府の改革が進み、GDP目標の達成のために、債務を原資としてインフラ支出を行う旧来型のモデルを終わらせることにつながるでしょう。

ポジティブな面では、政府が消費全体の改善に力を入れている影響が見え始めています。今年上半期の小売売上高は前年同期比6.7%増であり⁴、当初の予想よりは遅れているものの、昨年のロックダウンからの回復が続いています。明るい話題は自動車販売で、昨年の上海ロックダウン時の100万台以下から6月には226万台まで回復しました⁵。特筆すべきは、電気自動車（EV）の普及率が急速に伸び続けていることです。EVの販売台数は、2020年には乗用車販売台数全体の約5%を占め、昨年は25%に増加しました⁶。2023年末までには30%以上に上昇すると予想されています⁷。

MSCI中国インデックスは1月のピークから22%下落し、期待されたよりも弱い反発を反映して9.7倍の予想PERで取引されています。投資家はより忍耐強くなる必要があります。「リベンジ消費」による急反発への期待は明らかに裏切られました。しかし、ロックダウンや不動産市場の危機のトラウマが後退し、政府によるビジネス寄りの言葉が、現場の政策に転換されるにつれて、消費者心理が改善し、景気は徐々に回復を続けると予想しています。

「政府がこれまでの負債による成長から脱却しつつある現在、全体的な成長率は引き続き低下傾向にあると予想しています。」

長期的に見れば、政府が全方位的な景気刺激策を控えたことは良いことだと考えています。私たちは、政府がこれまでの負債による成長から脱却しつつある現在、全体的な成長率は引き続き低下傾向にあると予想しています。もし、中国経済がインフラ主導ではなく、消費者主導になれば、長期的には株式市場にとってプラスとなるでしょう。過剰設備が減り、消費者が強くなれば、利ざやが改善し、その結果、株式のリターンも改善するはずだからです。

⁴ Bloomberg Economics, 18 July 2023.

^{5,6} Bloomberg New Energy Forum, 18 July 2023.

⁷ Gavekal Dragonomics, 28 July 2023.

⁸ As of 26 July 2023.

リチャード・ファレル、CFA

ポートフォリオ・マネジャー、新興国市場株式



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外事業）の新興国株式チームのポートフォリオ・マネジャーで、現在は中国のリサーチを担当。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。

エンジェル・スー

シニア・アナリスト、新興国市場株式



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シニア・アナリストで、ポートフォリオ・マネジャーと緊密に連携し、トップダウンとボトムアップの両方のリサーチをサポート。2019年の入社以前、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。

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の同意なしに他人に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への参加の申し出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、完全性、または正確性について、明示または黙示を問わず、表明または保証は行われません。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ありません。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、このドキュメントの日付時点のものです。ここに記載されているすべての情報および意見は、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。



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。

ロング・オンリー戦略					オルタナティブ戦略		
(年率、税抜き)					(年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	イマージン債	パブリック・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

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が替変動

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