



Global Asset
Management

中国：経済成長は勢いを取り戻すか？

出張メモ

新興国株式運用チーム

2024年2月

“IQAirが発表した世界の汚染された都市のランキングでは、北京は現在489位となっています。9位のニューデリーなど他の多くの都市に比べればかなり良好です”

今年1月初旬、北京を訪問して車で移動していたとき、2008年のオリンピック直前に初めて北京を訪れたときのことを思い出しました。当時、中国の首都は建設ラッシュで空は埃っぽく汚れているようでした。急成長する新興国の真ただ中にいるという強い実感がありました。

15年経った今、北京の印象的なビル群は、この都市がすっかり発展した大都市であることの証拠となっています。空気は澄んでいて空は青く、明らかな汚染は見られません。IQAirが発表した世界の汚染された都市のランキングでは、北京は現在489位となっています。9位のニューデリーなど他の多くの都市に比べればかなり良好です¹。

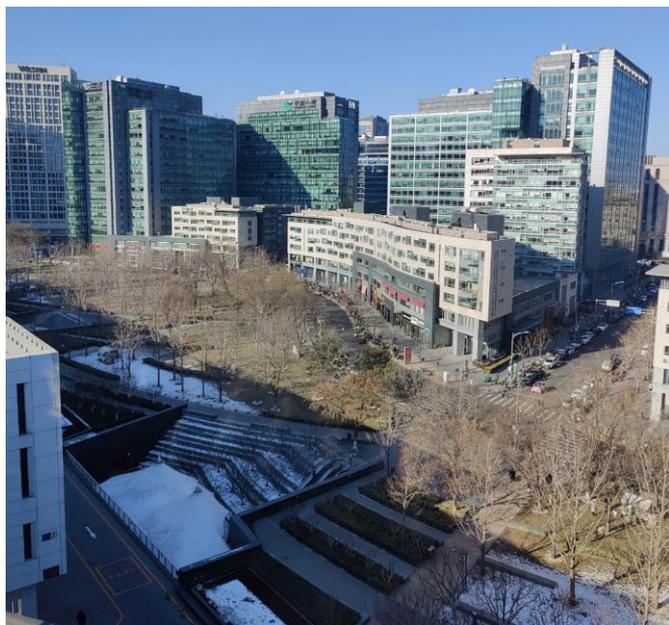
大きな自転車レーンのある広い大通りは、かつて北京に1,300万台の自転車があったことを思い起こさせます。その後、この数は先進国の首都と同じレベルまで減少しました。今では多くの市民が通勤にシェアサイクルを利用しています。

物価が高いにもかかわらず、私たちが会う人は皆、北京での生活が気に入っているようです。中国の金融の中心地である上海よりも落ち着いていて、多様性に富んでいるからです。

深センに南下すると、40年前は村でしたが、今では中国のシリコンバレーと言われ、1,200万人が住んでいます。香港から車で30分のところにあるモダンな雰囲気感に感銘を受けます。

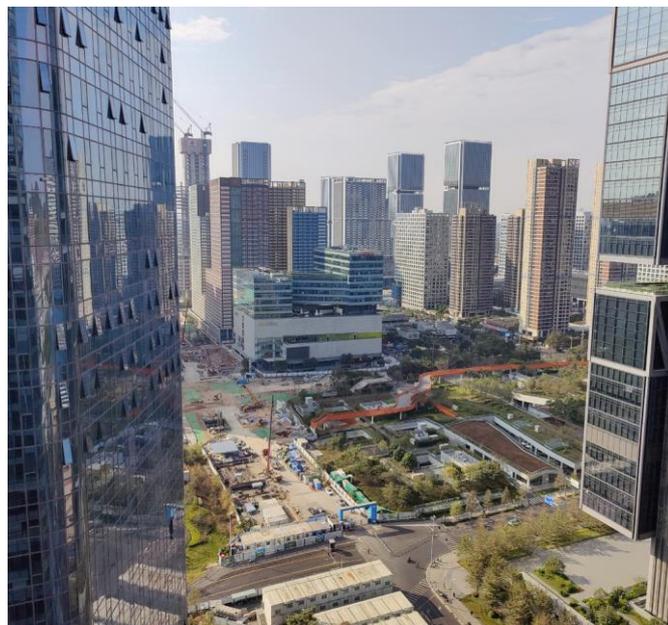
中国を旅すると、過去20年間に中国が成し遂げた驚くべき発展を思い知らされます。これは、とりわけ中国人の勤勉な文化がもたらしたものです。このことは、今回の訪問を通して明らかとなりました。例えば、私たちは日曜日にミーティングを開始し、6日間に亘って日程をこなしました。在宅勤務は多くないようです。

¹ [World's most polluted cities \(iqair.com/gb/world-most-polluted-cities?continent=&country=&state=&page=1&perPage=50&cities=\)](https://www.iqair.com/gb/world-most-polluted-cities?continent=&country=&state=&page=1&perPage=50&cities=)



北京の風景

現在、中国を取り巻く極端な悲観論によって忘れられてしまいがちなのは、中国が非常に高いレベルの経済成長を達成し、一人当たりGDPが13,000米ドルと、ブラジルの9,400米ドルやインドの2,400米ドル²に対して、中所得国になっているということです。歴史的に見ても、このレベルを超えることは難しく、多くの新興国が「中所得国の罠」と呼ばれる、先進国の地位を獲得できない状態に陥っています。韓国とシンガポールは特筆すべき例外です。ほとんどの国は、継続的な発展に必要な改革を成功させるための十分な制度、資源、安定性、そして適切な政治的環境を備えていません。私たちの訪問は、中国がまさにこの岐路に立たされていることを浮き彫りにしました。経済成長がこの後も続くかは、指導部がどのような道を選ぶかにかかっています。



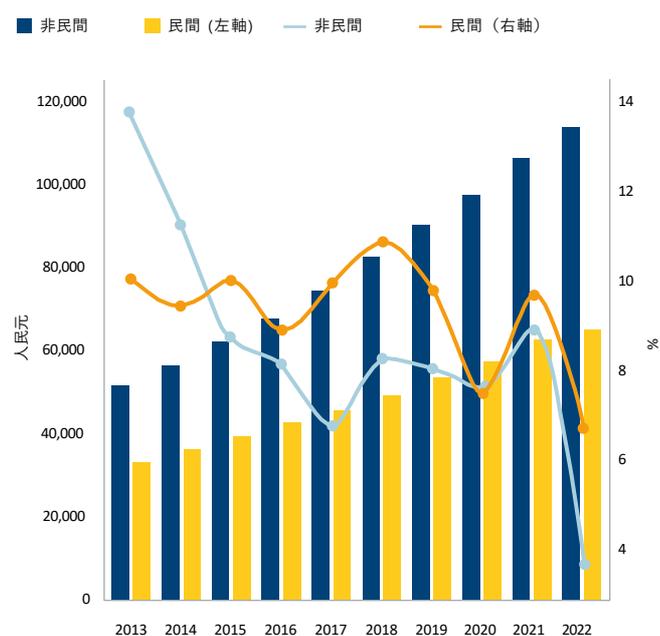
深セン郊外の開発地

北京、深セン、香港での1週間、多くのミーティングで最も使われたのは、「自信のなさ」、「下降」、「供給過剰」という言葉でした。中国人は過去20年間、少なくとも年5%の賃金上昇に慣れ親しんできました（図表1）。また、主な富の創造手段である不動産投資も毎年増加してきました。しかし、昨年来、多くの企業が従業員を解雇するというニュースが流れるなど、雇用の安定は低下しています。全体として、中国国民はより貧しくなったと感じ、その結果、貯蓄を増やし、支出を減らすようになりました。

“中国を取り巻く極端な悲観論によって忘れられてしまいがちなのは、中国が非常に高いレベルの経済成長を達成し、中所得国になっているということです”

中国は国内外に課題を抱えています。地政学的環境はここ数年で劇的に変化しました。中国はロシアやインドと並ぶ大国として台頭してきたことから、西側諸国との間に緊張が生じています。国内では、中国の債務水準の高さが投資を抑制し、すでに都市化が進んだことがインフラ投資の必要性を減らしているため、次の成長段階のためには国内消費を拡大する必要があります。中国が低成長の新章に突入し、停滞という重大なリスクがあることは明らかです。

図表1: 平均年収の成長
平均的な収入の年間増加率



出所: National Bureau of Statistics (china-briefing.com).

² World Bank, 2022 data.

北京の金融街にある高級ショッピングモールが、日曜と月曜の午後ともにガラガラだったのを目撃しましたが、高級品の売れ行きは減速し始めているようです。中国は、外資系高級ブランドにとってまだ有望な地域ですが、現在の厳しい消費環境では、地元ブランドの方が有利です。外資系ブランドの市場シェアが伸びている数少ない分野のひとつに、スポーツウェアがあります。ローカル・プレイヤーのAntaとLi-Ningは、ハイエンド商品を発売することで、ナイキやアディダスのようなブランドに対抗しようとしています。しかし、店頭での人通りを比較すると、その努力が実を結んでいるとは感じられませんでした。スポーツウェアは、政府が積極的に身体活動を推進していることもあり、消費分野における明るい分野のひとつです。若い世代は、よりアスレチックなスタイルを好みます。そして、フォーマルからアスレジャーへの移行が、革新的なテクノロジー企業で特に顕著に見られ、社員がスニーカーやトラックスーツのボトムスを着用して出勤しています。

もうひとつの広大で魅力的な分野はオンライン・ショッピングです。この分野は中国で成熟しつつあり、アマゾンのようなビジネスを展開する大手のアリババやJD.comから大きく移行が進んでいる分野です。市場シェア争いを繰り広げる両社は、オンライン・ショッピングとソーシャルメディアの融合によって打撃を受けています。JD.comの経営陣は、コンテンツがユーザーを獲得し、売上を最大化する主な方法となっていると指摘し、ハイテク企業のByteDanceがソーシャルメディア/eコマース・プラットフォームのDouyinを利用してこの分野で特に成功していると述べました。Shein、Pinduoduo、Douyinのようなプラットフォームは、低品質の商品を非常に手ごろな価格で販売しています。しかし、消費が回復し、高品質な商品や良いサービスに消費者が再び安心してお金を使えるようになれば、こうした商品へのトレンドは落ち着くかもしれません。

“スポーツウェアは、政府が積極的に身体活動を推進していることもあり、消費分野における明るい分野のひとつです。若い世代は、よりアスレチックなスタイルを好みます”

地政学的话题では、私たちが会った何人かが、自国と、多くの人にとって憧れだった米国との関係が悪化していることに悲しみを覚えていると語っていました。明らかに、中国の現指導部は、欧米への依存を自覚しながらも、より対立的なアプローチを取ることを望んでいます。



北京の開散としたショッピングモール

また、台湾についても多くの議論を交わしましたが、今後数年のうち中国が台湾に侵攻するとは誰も考えていないことが明らかになりました。中国は貿易に依存しているため、侵攻が壊滅的な影響を与えることを政府は認識しています。国土が広いにもかかわらず、中国は世界最大の農産物輸入国であり、ブラジルがその20%を占め、米国、ニュージーランドがそれに続きます³。台湾が攻撃されれば、中国への輸出が制裁の対象となるのは確実で、中国国内の食糧不足につながる可能性が高いでしょう。ウクライナ戦争が始まり、ロシアが孤立化する以前から、中国は国内生産を強化し、アフリカ諸国など他の新興国と同盟を結ぶことで、西側諸国への依存度を下げることが模索してきました。ただ、中国にとっては、欧米への依存度を下げることが注力するあまり、短期的な問題への関心が薄れてしまうこともリスクです。

今回の訪問では、中国における少数民族、特にイスラム教徒のウイグル族の扱いについての議論も聞きました。中国では人口の92%が漢民族で、その他に55の民族が全国に存在し、多くの場合、より貧しく発展していない地域に住んでいます。私たちは、政府がマイノリティの学生を優遇していること、例えば、大学入学にマイノリティの学生を優遇していることや、国内の教育機関へのマイノリティの参加を増やそうとしていることを聞きました。それと同時に、共通語として北京語を採用し、宗教的な習慣や服装を制限することで、「中国化」を達成することが政府の目的であることも明らかです。最終目標は少数民族を統合し、社会の安定を確保することです。チベットと新疆ウイグル自治区は、最も抵抗が激しい2つの省です。そのため、これらの地域では政府はより積極的な動きを見せています⁴。

³ [China increasingly relies on imported food - that's a problem \(cfr.org/article/china-increasingly-relies-imported-food-thats-problem\)](https://www.cfr.org/article/china-increasingly-relies-imported-food-thats-a-problem-cfr.org/article/china-increasingly-relies-imported-food-thats-problem).

⁴ [Ethnic groups in China \(orcasia.org/ethnic-groups-in-china\)](https://www.orcasia.org/ethnic-groups-in-china).

最後に、中国にとって明らかな逆風となっている不動産市場について調査しました。2021年夏、政府は不動産セクターの債務水準と住宅供給過剰を憂慮し、民間不動産デベロッパーの債務抑制に乗り出しました。中国では時折見られることですが、この政策変更は極端で、多くの不動産デベロッパーが債務超過、債務不履行に陥りました。これによって不動産デベロッパーの債務の影響を受けやすい資産運用商品に投資していた多くの個人を含め、金融システム全体が損失を被りました。聞いたところでは、供給過剰とそれによる需給のミスマッチが、不動産価格の30～50%という大幅な下落を招いたようです。中国の富の大部分が不動産に結びついていることから、さらなる価格下落を見越して流通市場での売却が急増しています。現在、不動産需要はまだ弱く、不動産セクターをリスクが高いと考えている若者からの関心は低いままです。さらに、欧米でも見られるように、若い層は資産よりも体験にお金を使うことを好む傾向があります。

“中国の富の大部分が不動産に結びついていることから、さらなる価格下落を見越して流通市場での売却が急増しています”

不動産会社とのミーティングでは、短期的に厳しい見通しが示されました。消化すべき不動産在庫はまだ大量にあり、都市化によって本質的な需要は鈍化しています。ここ数年の価格低迷は、投資家が投資対象としての不動産に回帰するには数年かかることを意味しています。



百度の自動運転タクシー「Apollo Go」

重要なのは、増加した不良債権に早急に対処することです。そうしなければ、数十年前の日本のような状況に直面する可能性があります。

結論として、数年ぶりに中国を訪れたことで、中国の成長の速さと、インドやインドネシアといった近隣諸国と比べて中国がいかに進んでいるかが浮き彫りになりました。現在、中国が多くの逆風にさらされていることは明らかですが、政府が経済界と消費者の自信を回復することに成功すれば、中国は再び成長軌道に乗ることができるでしょう。今後数カ月は、導入された政策を実行していくことが重要となるでしょう。というのも、2023年の高いベースゆえに、何らかの刺激策や不動産セクターの問題解決なしには、2024年の経済成長の目標達成は困難となるからです。

今年3月に予定されている3中全会に注目が集まります。中央委員会の任期5年の間に開催される7回の総会のうち、3中全会は、経済成長にとって最も重要となります。それは、改革が決定されるからです。これによって、政府の優先事項が明確となりますが、それがポジティブなシナリオであれば、中国と対中投資家にとってゲームチェンジャーとなる可能性があります。

ローレンス・ベンサフィ

ポートフォリオ・マネージャー兼新興国市場株式副部長



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）のポートフォリオ・マネージャー兼新興国市場株式副部長。2013年の同社への入社以前、アヴィバ・インベスターズのエマージング・マーケット・チームのヘッドとして、グローバル・エマージング・マーケット・インカム・ファンドの運用、定量的銘柄選択・分析モデルの開発を担当。ソシエテ・ジェネラル・アセットマネジメントのクオンツ・アナリストとして投資キャリアをスタート。ポートフォリオ構築及び銘柄選定プロセスを支援するクオンツ・モデルの開発を通じて、欧州株式及びグローバル株式のポートフォリオ運用をサポート。1997年にフランスのトゥールーズ大学でMagistère d'Économiste Statisticien & D.E.S.S. Statistique et Économétrieを取得。CFAチャーターホルダー。

エンジェル・スー

アソシエイト・ポートフォリオ・マネージャー、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・マネー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。



RBC BlueBay
Asset Management

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.



■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

(年率、税抜き)

投資対象	投資適格債	マーキング債	バレンシア・ファイナンス	転換社債
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%

オルタナティブ戦略

(年率、税抜き)

運用戦略	トータルリターン	絶対リターン
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ござい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