

## 中国の我慢強さから学ぶこと

2022年6月1日

### ポリナ・クルドヤフコ

パートナー、エマージング債チームヘッド、シニア・ポートフォリオ・マネジャー



あなたはせっかちですか？私は残念ながら忍耐強い方ではありません。「果報は寝て待て」という諺を知ってはいるものの、ついつい時間の効率化を考えてしまいます。中国の新型コロナの波を見ると、グローバルな投資家、企業、政策当局は、中国国境の再開の遅さや、ゼロコロナ政策を維持するためのロックダウン実施に対する苛立ちが隠せなくなっているように見えます。

今、2つの大きな不透明材料があります。一つは中国でのゼロコロナ政策で、もう一つはロシア・ウクライナ紛争の行方です。ロシア・ウクライナ紛争以上に投資家は中国のゼロコロナ政策の解決の道筋に対して、頭を悩ませていそうです。中国での意思決定は、私たちとは異なるペースで進むことをこの数年で許容するようになってきました。過去には、有事にパニックした拙速な対応ではなく、思慮深く計画的なアプローチが取られるという事例が数多くありました。しかし、ゼロコロナ政策からなかなか脱却しないことは、これまでと比較して経済及び将来の成長見通しに与える影響が大きいものになると見えています。

「西側諸国は、人命よりも自由を重視するようですが、中国は自由よりも人命を優先します」というのが、数日前にゼロコロナ政策の合理的理由について、ある中国政策当局者に尋ねた際の回答でした。哲学の違いについて認識することは重要かもしれませんが、中国内外でいくつかのセクターはゼロコロナ政策による直接的な影響を受けています。

継続的なロックダウンはあらゆる経済にとってダメージとなり、中国も例外ではありません。ロックダウンは世界中でサプライチェーンの基大なボトルネックを生み出します。中国の一都市で完全なロックダウンが実施された場合、ロックダウン期間中のその都市での出入荷量は50%減となる可能性があります。外資も国内企業も共に厳しい状況にあり、中国当局にゼロコロナ政策からの脱却を求める中で、欧州企業の23%が中国での事業撤退を検討していると発表しています（過去10年で最も高い水準です）。

不動産セクターなどは、かつて見たことがないほどのストレス下にあります。これまでに、中国の経済成長を牽引してきた主要産業のひとつですが、中国当局がレバレッジ解消に注力する中での流動性の引き締めと、ゼロコロナ政策による不動産需要の減退というダブルパンチに苦しんでいます。不動産の販売額は、パンデミックのスタート時点にあったピークから年初来で40%以上の減少となっており、中でも中小都市での落ち込みが目立っています。その一方で、在庫は2008年5月の水準まで増加しています。他の調達手段がない中で債券発行による資金調達に頼ってきた不動産セクターで、レバレッジの解消が必要であることは広く認識されていました。しかし、2020年後半に始まった流動性の急激な引き締めと、ゼロコロナ政策による継続的なロックダウンによって、セクターの半分が財務面で苦境に陥りました。公募市場で取引される債券の52%がこの一年間でデフォルトとなり、年末までにさらに27%がデフォルトするとある米系金融機関では予想しています。投資適格銘柄を含めてデフォルトはほぼ無差別的に起こっており、2,500億米ドルの規模と100以上の発行体を持つ債券市場の中で、ほんの一部の不動産企業の債券だけが50ポイント以上で取引されています。

この状況に対する政策対応がないことで、中国経済で構造的に重要なセクターでの流動性の問題は、債務不履行の問題に発展しており、さらに他セクターにも波及しています。2022年1-3月期の売上高について、セメントは前年比12%減、スチールは8%減となるなど、鉄鋼メーカーやセメント・メーカーは厳しい影響を受け始めています。

この数週間で、私たちは状況把握に取り組みました。中国全土の数多くの不動産プロジェクトの見直しを行い、現段階の状態とデフォルト債の回収見込みを評価しました。その結果は、予想通りのものもあれば、想定外のものもありました。想定通り、ほとんどのデベロッパーは現行のプロジェクトの完了に向けて動いています。しかし、デベロッパーは建設を完了することに集中しており、販売をすることに目を向けていませんでした。販売拠点が閉鎖されているケースや、20~80%の人員削減を受けて、物件を紹介する販売員がいない場合もありました。一部のデベロッパーでは、プロジェクト遂行のために必要な地方政府からの支援が得られなかったことを受けて、建設が停止しているケースもありました。また、可能性がほとんどないながらも、政府が許可をしていない住宅プロジェクトを大幅な割引で販売しようとするデベロッパーもいるなど、首を傾げるような事例もありました。全体として、営業チームが通常醸し出す前向きな雰囲気は全くありませんでした。

政府が現行の建設プロジェクト完了に注力してきたことは不思議なことではありませんが、このセクターが抱えるキャッシュフローの問題は解決しておらず、ロックダウンが続けば続くほど問題は膨らみ続けています。不動産デベロッパーにとって「時は金なり」であり、販売の遅れは機会コストだけでなく、営業コストの更なる上昇につながります。こうした負の連鎖は他国でも見られたケースがあり、時間の経過と共に自治体や企業の負債が継続的に積み上がり、投資家が何も回収できないといったことが起きています。

しかしこれまでのところ、中国政府はセクターへの支援を行ったり、西側諸国をモデルとしたパンデミックからの脱却による経済成長回復を目指したりという点について、危機感を持っている素振りはありません。皮肉にも過去の危機への対応において、市場主導の経済大国で政府は市場的な解決策を提示するのではなく、その結果を恐れて、納税者負担による処理を選びました。その例として挙げられるのが、2008年のグローバル金融危機や2011年の欧州債務危機でしょう。

中国は、こうした大きな危機に取り組むに際して、市場的なアプローチを取っている最初の経済大国であるとも見られます。しかし、このアプローチにもコストがあります。中国の直近の失業率は6.1%という水準で、これは5年ぶりの高水準です。不動産と建設業が都市部雇用の20%を生み出していたことを考えると、この水準は現行の政策ミックスの中ではさらに高まることが想定されます。雇用は中国における社会的な安定の大黒柱となるものであり、政府が掲げたい主たる目標の一つでもあります。

コロナ危機に対する中国の当初の対応は非常に優れたものであったと言えますが、その後について同じことが言えるかはわかりません。現段階においては、ゼロコロナ政策は経済、社会的な合理性を欠いた政治判断であると見ています。2022年秋に開かれる党大会まで現状が変わる可能性は低く、党大会においては、中央政治局常務委員会（PSC）の要職で人事交代があるかもしれません。とは言うものの、待つことによるコストを過小評価すべきではありません。国内外での往来が自由になるまでは、金融及び財政刺激策による効果は大きくないと考えられます。そのため、長期的な経済成長予想は現在のコンセンサスを大きく下回る水準になる可能性が高く、投資家の中国に対する将来的な関心が薄れることにつながるかもしれません。

「自由よりも人命が重要」という考えは理解出来るものの、有事における政策対応の欠如は、更なる不均衡を招き、不動産（建設業含む）セクターが中国のGDPの3分の1、財政収入の35%、銀行融資の28%を占めることを踏まえると、更なる大幅調整を生んでしまうかもしれません。さらに、中国の住宅資産は金融資産（含む株式及び債券）の約80%程度の規模となっており、中国の民間消費は住宅価格の下落に非常に影響を受けやすいと言えます。

わずか 2 年前には、中国の人口動態と都市化傾向によって、不動産の販売額の成長率は 7% でした。都市化率の継続的な上昇、住環境の改善の必要性、その他の代替投資先がないことなどがその背景にありました。当時、不動産へのペントアップ需要によって、政府がより強い影響力を持っていた新築住宅市場に対して、中古住宅市場のプレミアムは 20% となっていました。このトレンドが再び見られるかは、政策当局の行動と優先順位に大きく左右されるでしょう。

中国の諺に「鴨のローストが口のなかに飛んでくるまでには、とても長い時間待たなければならない (Man who waits for roast duck to fly into mouth must wait very, very long time)」というものがあります。今、私達はまるで口を開けて中国の状況を見ているかのようです。政府による迅速な対策がなければ、結果が出るまでに長い時間が必要となる可能性があります。最も大きな痛手を被るのはデフォルト債の保有者や将来の投資家ではなく、社会の安定、雇用、繁栄といった政府にとっての最優先事項でしょう。

建設は続いているものの (左写真)、ショールームの状態を見ると (右写真)、販売には目が向けられていないようです。





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 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	マーキング債	レバレッジド・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