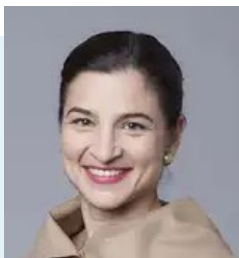




## 中国の「内巻」、努力しても解決できないこと



ポリナ・クルドヤフコ

エマーシング債チームヘッド  
RBCブルーベイ・アセット・  
マネジメント

2023年7月

あなたはワーカホリックでしょうか。私は強い労働倫理を持つ両親のもとで育ちました。実際に、この競争心とレジリエンスがソビエト発展の礎となりました。当然、強い労働倫理は利益をもたらしますが、常に「さらに頑張らないといけない (overachiever)」というマインドセットの持ち方には欠点や限界もあります。

先日、中国を訪れた時、「内巻 (involution)」という流行語を繰り返し耳にしました。中国の大半の人が週6日の朝9時から夜9時勤務 (「996」と呼ばれる)、もしくは事実上の週7日24時間勤務 (「007」) をしていました。これが疲労や不安、精神疾患の増加など多くの問題を起こしていると言われています。「勉強ばかりで遊ばないと、子供はダメになる (All work and no play made Jack a dull boy)」という古い英語の諺は、今日の文脈に合わせて「ダメ」を「病」に置き換える必要があるかもしれません。強い労働倫理は過去20年間に亘り、中国に大きな利益をもたらしたものの、足元をみると、熱心な仕事態度は成長や消費者マインドの継続的な改善には繋がっていないようです。

### 軟化する経済指標に失望

直近の中国のマクロ環境に関する指標をみると、2023年第2四半期の前年比GDP成長率は6.3%となり、市場予想を下回りました。多くのアナリストは2023年下期に成長率が4.8% - 5%まで減速することを予想しています。この見方には、先進国に対してコロナ後の経済回復が緩やかであることが反映されています。しかし、2.65%の政策金利、ゼロインフレ、対GDP比の財政赤字比率が3%ということ considering すると、中国には金融及び財政において刺激策を講じる余地があることを強調したいと思います。

経済指標の軟化は、不動産セクターの低迷や銀行セクターの弱いパフォーマンス、2022年のピーク対比で直近の輸出関連指標がやや軟調であることが主因だと考えられています。コロナ禍での3年に亘るロックダウンと合わさって、中国の消費者信頼感には前例のない危機に陥っています。成長に向けてどのような道筋を辿ればよいのでしょうか。パンデミックはおそらく過去のものとなるなか、輸出の後退はグローバル経済における成長減速や米中関係の悪化が主因となっているでしょう。一方で、中国経済のあらゆる業種への影響を及ぼす不動産セクターの復活については、懐疑的な見方が強まっています。

## 不動産価格の下落

中国の不動産販売額は2021年のピーク水準から50%以上減少しています。さらに資金不足や完成物件の担保割れにより販売が差し止められるなど、多くの民間デベロッパーは、依然として建設工事が止まったままの凍結状態にあります。2022年後半に、政府はデベロッパーの住宅販売の回復を勢いづけるために、複数の支援策を導入したものの、2023年7月17日時点で前年比でみた新築住宅販売額は37%減少するなど、これらの政策は結果に結びついていないようにみえます。政府は銀行セクターに流動性を供給できるものの、政策目標に手頃な住宅価格を掲げていることから、銀行にデベロッパーへの融資を促すことはできないのです。

これは、住宅価格の緩やかな下落を意味し、緩やかな住宅供給ペースとバランスが取れていると考えています。潤沢な流動性が維持されるなかでも、銀行は不動産セクターに融資を行っていません。純金利マージンが1%もないなか、収益性に苦戦しているからです。また、伝統的に住宅販売が歳入の約半分を占めている地方政府にとって、この状況はバランスシートへの大きな負担になっています。現在のところ、政府は地方政府が土地を資金調達事業体（LGFV）に販売することを容認していますが、LGFVは証券を発行し、債券市場を通じて資金を調達しています。これは短期的な戦略であり、中長期的にみると持続可能ではありません。また政府は土地購入の資金調達を目的として政策銀行の国有インフラ企業への融資も容認しています。しかし、その規模は小さいと認識しています。

## 新たな政策が必要とされています

地方政府が不動産デベロッパーと同様の道筋を辿ることを防ぐにはどのような方法があるのでしょうか。長期的にみると、政府が固定資産税やキャピタルゲイン課税、個人所得税の申告制度などを含む構造的な税制改革を導入することで、地方政府の歳入基盤を拡大し、不動産セクターへの依存度を下げる必要があると考えています。しかし、短期的には需要拡大のための刺激策が必要です。政府の包括的な政策目標は、手頃な住宅価格と貧民街を中心とした家屋の改築に重点を置いています。この政策目標と、不動産が消費者の財産の80%を占めているという認識から、政府は可能な限り不動産価格が緩やかに下落するように導きたいと考えています。政府は、この目標を達成するために市場での供給を管理する必要があり、これが当セクターへの刺激策が増えていない理由を説明しています。

足元の住宅の供給過多は目を引く状況です。出張中に、ティア1都市で過去数年に亘り販売されてきたいくつかのプロジェクトを訪ねました。入居率はたったの40%で、その大半が家具も備え付けられていない状況でした。今後緩やかな価格下落が予想され、賃貸利回りが1-1.5%の低い水準にあることを考慮すると、新たな投資家を惹き付けるのは難しいと考えています。このため、販売額が今後も徐々に減少していくことが想定されます。この環境において、どのようにして政府は歳入を得て、不動産デベロッパーは生存できるのでしょうか。

一つの解決策として、民間デベロッパーと国有（SOE）請負会社間で収益分配契約を結び、新たなプロジェクトに貸し出しを行う銀行からの信用を回復させることが考えられます。この場合、中期的に不動産市場が回復すれば、低コストでの資金調達、国有企業パートナーの低レバレッジの恩恵を受けて、一部の民間デベロッパーは好転する可能性があります。足元でみられるリストラ案が魅力的に見えたとしても、このような戦略がなければ、長期的にビジネスを維持できるのは、ほんの一握りの民間不動産デベロッパーに限られると考えています。

## 政策当局者に焦点が当たる

不動産危機は台風の目でありながら、その他での進展が希望を与えてくれることもあります。政府は優先事項として民間セクターの協力が必要となる、テクノロジーや消費に重点を置いています。我々は、直近首相に任命された李強氏が、親ビジネス派で、市場において官僚的干渉を減らすことに支持的であることを前向きに捉えています。また、性別の多様性など中国の労働力から見た社会的な要素についてもポジティブな印象をもっています。今回の出張で面会した役人は大半が女性でした。財務省など、女性が職場の50%以上を占めるところもあります。また、西側諸国は戦争の間、中国が親ロシア派であることに重点を置いて報道してきたものの、中国はこの期間を通して、中立な立場を維持しようとしてきました。

地政学的緊張が高まり、経済状況が悪化に向かう時に、信頼は希少なコモディティとなります。市場もニューズフローに過敏に反応し、情報ソースの正当性や隠された政策意図を疑う傾向があります。政策当局者と交流する外国人に対する面倒な手続きや、スパイ行為の定義拡大などの足元で見られる取り締まりの強化は、解決よりも多くの疑問へとつながっています。こうした懸念をめぐる動きは、信頼をさらに損なうことになり、自己実現的予言になる可能性があります。国際協力を通して達成可能な多くの経済及び政治的メリットを考えれば、これは残念なことです。

## バランスを見出す

今回の出張を通して、中国の労働規律は我々のスケジュールに思いがけない効果をもたらしました。金曜および土曜日にそれぞれ8と6件のミーティングを設定することが出来ましたが、それに対してコメントはありませんでした。とは言え、生産性の向上はさほどないなか、過重労働が中国の各個人に多くの問題をもたらすという、より大きなリスクに疑問を感じています。西洋諸国も同様に、特にパンデミックと成長減速を経験した後、ワーク・ライフ・バランスという概念に取り組んでいます。

個人の幸福と持続可能な経済成長を実現するためには、個人、社会として、そして政策立案者の立場から、適度なバランスを見出すための優先事項の見直しが必要だと考えています。

## ディスクレーム

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。

| 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 | エマーゼンゲ債 | 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<br>(上限) | 0.40% | 0.70%   | 0.70%         | 0.65% | 運用管理報酬<br>(料率範囲) | 0.50% - 1.10% | 0.90% - 1.35% |
|                |       |         |               |       | 成功報酬<br>(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れるようお願いいたします。

以上



RBC BlueBay  
Asset Management