



ALLIANCEBERNSTEIN®

中国を巡る懸念は 妥当か？

通説と現実

ファ・チェン

アライアンス・バーンスタイン・香港・リミテッド
リサーチ・アナリスト (クレジット)

ブラッド・ギブソン

アライアンス・バーンスタイン・香港・リミテッド
アジア太平洋債券 共同責任者

モウ・ジィ

アライアンス・バーンスタイン・香港・リミテッド
中国担当チーフ・エコノミスト

ジョン・リン

アライアンス・バーンスタイン・香港・リミテッド
中国株式運用 ポートフォリオ・マネジャー

スチュアート・レイ

アライアンス・バーンスタイン・香港・リミテッド
アジア太平洋バリュー株式 最高投資責任者

ジェニー・ゼン

アライアンス・バーンスタイン・香港・リミテッド
アジア太平洋債券 共同責任者



グローバルに投資を行う投資家は、突出した経済大国として台頭している中国を無視することはできなくなっている。中国本土上場株式及び中国人民元建て債券が主要な世界株式・債券指数に組み入れられたことで、幅広い経済への投資の可能性がますます広がっている。このため投資家は、中国の経済や企業への見方を歪めかねない誤解について理解を深める必要がある。本稿では、迫りつつある債務バブルから輸出依存、そしてイノベーションの欠如にいたるまで、中国市場に関する7つの通説について検証し、投資家が中国の投資機会を探る際に十分な情報に基づいた意思決定を行うために注意すべき点は何であるかについて説明する。

中国の通説に挑む

中国は、継続的に成長し、卓越した経済大国として台頭してきたことで、グローバルに投資を行う投資家にとって無視できない存在となっている。中国の国内上場株式と債券が主要な世界株式・債券指数に組み入れられたことで、より広範な経済への投資の可能性がますます広がっている。

しかし、この巨大な市場が最終的には米国を上回り、世界最大の経済大国になると予想されているにもかかわらず、中国は独自の経済構造を持つ発展途上国であり続けている。

中国の中央政府は、かつてないほどの経済拡大を実現しているが、依然として経済や金融市場に支配的な影響を及ぼし、時にはその影響力を強引に行行使している。多くの投資家が、中国の膨大な債務の山、巨大なシャドーバンキング・セクター、そして不動産バブルの可能性に困惑を覚えるのも無理はない。また、国内消費やイノベーションよりも、低コストの輸出やインフラ・プロジェクトに過度に依存しているのではないかという懸念もある。環境問題を重視する投資家は、中国が講じている環境対策に不安を抱えている。

このような投資環境は、非常に特殊でリスクが高いように見えるかもしれない。しかし、中国を投資対象から排除する前に、投資家は、中国の経済や企業環境に関する視点を歪めかねない、いくつかの誤解があることを理解しておく必要がある。

本稿では、中国市場に関する7つの通説について検証し、投資家が中国の投資機会を探る際に十分な情報に基づいた意思決定を行うために注意すべき点は何であるかについて説明する。

資本市場

通説：中国の資本市場は自由化に向かっている。

現実：継続する規制と政府介入は、近い将来、中国市場が米国や欧州のような自由市場になる可能性は低いことを意味する。

MSCI は2019年2月、2019年中に同社のインデックスにおける中国株式のウェイトを4倍にする計画を発表した。

しかし、その数日後、MSCI は売買への介入を理由に中国の大手レーザー加工装置メーカーであるハンズ・レーザーについて、同社のインデックスから除外することを決めた。外国からの投資額が、その上限に近づいていたため、買い注文が停止されたことが理由だ。¹ これらの出来事は、中国市場の外国人投資家への開放による機会とその複雑さを物語っている。

本土市場証券の追加

巨大だが過小評価されている中国の資本市場を正當にインデックスに反映するため、世界的な債券・株式インデックスが、中国本土市場証券のウェイトを次第に増やしている。² その結果、シティグループによると、2019年の外国からの中国本土株式（A株）市場への資金流入は対前年比で倍増し、890億米ドルに達すると予想されている。累積ネットフローは、2019年4月30日までですでに1,140億米ドルに達した（図表1）。

現在の中国のA株市場は、本土の証券取引所で取引されている株式で構成されており、1965年頃の米国の株式市場とよく似ている。依然として規制が不均一であり、上場企業のガバナンスにはばらつきがあり、高値で買い、安値で売る傾向のある個人投資家が市場を支配しており、ボラティリティが高い。

しかし、2018年にMSCI 新興国株価インデックスに中国A株が組み入れられたために、市場へのアクセスの自由化や、取引停止規則の緩和が予想をはるかに上回るペースで進んだ。中国A株を同イン

図表1：中国株式市場への海外資金の流入が急増
中国市場への「ノースバウンド」累積ネットフロー*



過去の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
2019年4月30日まで

* 「ノースバウンド」のフローは、総称して「チャイナ・コネクト」と呼ばれる、上海・香港株式コネクトと深セン・香港株式コネクトを経由したオンショア中国株（A株）へのフローを表します。これは中国A株市場に流入する海外資金の総額として用いられます。
出所：フルームバーグ

デックスに組み入れることを可能にするために、大規模な（そして有益な）変更を余儀なくされたためだ。

同インデックスに連動するファンドが中国株を買い付けるにつれて、外国の機関投資家の市場参加はすでに増加している。機関投資家は、個人投資家と比べてセンチメントよりもファンダメンタルズを重視することから、市場に安定をもたらす傾向がある。

1 時価総額の30%という中国の外国資本の制限は、他の新興市場と比べて低水準。

2 中国の証券は、従来、投資家のタイプに応じて、複数の市場を通じて取引されてきた。中国がコントロールできないCNH（オフショア人民元）建の対外投資のための「オフショア」債券や、これまで狭い範囲で取引されてきた中国の国内通貨であるCNY（オンショア人民元）建の国内投資のための「オンショア」債券などがある。CNHは、中国が部分的に通貨を国際市場に開放した2007年に導入された。同様に、中国企業への株式投資には、A株（オンショア）、B株、H株、さらにはN株が存在し、その市場は投資家と通貨の両方によって定義される。最近の自由化により、外国人投資家も国内市場（オンショア）への直接のアクセスが可能になった。

中国の「通説」と「現実」の共通点

ここ数年、中国における主な論点は2点ある。1つ目は、伝統的な銀行・政府主導の金融モデルから資本市場主導の金融モデルへの転換を志向していることだ。2つ目は、従来の工業経済から、より持続可能でイノベーティブな「グリーン」経済へと移行していることだ。これらはいずれも真実である。

本稿で検証する中国の通説と現実とは、上述の2点のいずれかに当てはまる。通説は主に、中国の伝統的な経済と資金調達モデルを反映している。一方、現実とは、中国の急速な発展及び中央政府の志向、そしてそれを支える政策の優先事項への取り組みを反映している。投資家の懸念は、この大きな移行に伴う現実の痛みを映し出している。

前半4つの通説と現実とは、中国が新たな金融モデルに移行しつつあるという1つ目の論点を掘り下げて検証している。

- + 中国の証券市場の自由化による外国人投資家への市場開放は、継続する規制と政府介入によって複雑化している
- + 中国は、経済全体へ信用を再配分することで負債を縮小しようと努めている

- + 中央政府は、透明性の高い貸し出しや社債などの負債への移行を促進することで、非効率な資本配分と曖昧な規制を背景としたシャドーバンキングを抑制しようとしている
- + 中国の都市化は、不動産市場の継続的な拡大を支えている

後半3つの通説と現実とは、中国の新たな成長ドライバーであると考えられる2つ目の論点に焦点を当てている。これは「中間層の移行」であり、より持続可能な成長への大幅なシフトが進展と破壊の双方をもたらす。

- + 中国はもはや輸出に依存しておらず、現在では国内消費が中国の経済成長率の大部分を占めている
- + 中国の企業は、模倣よりも生産性の向上やイノベーションに注力している
- + 中央政府は著しく環境を汚染している工場群を閉鎖し、環境に配慮した取り組みを急速に拡大している

中国の着実な前進に伴い、投資家は、投資機会の見極めや景気動向を巡るリスク、そして規制面での障壁といった複雑な課題をうまく乗り切らなくてはならないだろう。

中国の債券市場でも同様の傾向が強まると予想されている。ゴールドマン・サックスとスタンダード・チャータードは、2019年には1,000億米ドル以上の資金が本土債券市場に流入すると予想している。

中国の債券市場は、その巨大な規模（世界第3位）にもかかわらず、中国の株式市場ほど分析されておらず、取引も活発ではない。スタンダード・チャータードによれば、中国国債の外国人保有比率は7.9%であり、他の主要な国債市場の外国人保有比率を大きく下回っている。例えば、米国の債務残高の30%は外国資本である。

インデックス・ファンドは中国の債券や株式を増やすことを余儀なくされており、グローバル投資家は中国の資本市場へのエクスポージャーを増やすことになるだろう。債券投資家にとっては、中国政府や政策銀行（政策的融資を担う国家開発銀行、中国農業発展銀行、中国輸出入銀行の3行を指す）の債券は、ポートフォリオの分散や安定、インカム獲得の源泉となりうる。これは投資家にとって前向きな進展である。

依然として制限はある

しかし、中国市場に参入するグローバル投資家は、中国市場に参入する際に、いくつかの制約を認識する必要がある。通貨・債券市場は近い将来に完全に開放されることはなく、通貨価値と債券利回りは、自由な資金フローと需給のみによって決定されるわけではない。中国市場は、少なくとも今後数年間は、米国や欧州のように自由な資本市場となる可能性は低い。

いくつかの規制は撤廃されているが、多くは今後も存続し、中国政府は引き続き十分に市場に介入する余地を有することになるだろう。例えば、中国の市民や企業は、資金の流れを管理して潜在的な通貨切り下げを防ぐため、年間5万米ドル以上の資金の海外移転を引き続き禁止されている。また、中国経済の大きな変化にもかかわらず、人民元のボラティリティが依然として著しく低いことも、中国政府による介入を示唆している。

重要なテスト：ボラティリティが高まる局面

中国の巨大な資本市場は外国人に開かれており、受け入れられているように見えるが、投資家は、それがリスクと不確実性の大きい新興市場であることを忘れてはならない。ハンズ・レーザーのような外国人の株式所有制限は、その一例にすぎない。

市場への介入に関する政府のスタンスの重要な試金石は、すべての開かれた市場がときに経験するように、ボラティリティが高まり、海外からのインフローが逆転するような局面だろう。

2015年、中国の株式市場が混乱した際には、中国企業の約半数が、株価の大きな下落を避けるために取引を停止した。規制当局は、政府と関係のある投資会社に対し、株式を買うことで市場を支えるよう指示した。取引停止が何カ月も続いた企業もあり、投資家を不安にさせた。

しかし、変化は始まっている。2016年と2018年後半に、中国の規制当局は取引停止期間を短縮した。そして、2018年に再度ボラティリティが高まった際には、政府は市場に介入しないというスタンスを明確に示した。

中国政府が将来のボラティリティの高まりに対してどのように反応するかは、中国が世界の金融システムの一部であることにどの程度コミットしているかを示す真の指標となるであろう。中国の本土市場へのエクスポージャーを増やすことは重要だが、投資家は、中国市場の自由化という一生に一度の金融市場の変化が、必ずしも円滑に進むとは限らないことに注意すべきである。

債務バブル

通説：膨大な債務の山が経済の崩壊を招く恐れがある。
現実：多額の外貨準備が経済をショックから守っている。

債務の増大は、世界金融危機が世界経済に与える影響から中国経済を守る手段として始まった。中国は成長エンジンを回し続けるため、緩和的な金融政策を通じ、道路や橋など様々なインフラ・プロジェクトの建設を推進した。国営企業や地方自治体はそうしたプロジェクトの遂行や雇用創出のため、低コストで資金を調達した。

その結果、何が起きたらだろうか？ 中国は景気拡大が続いた一方で、債務は過去10年間に危険なほど高い水準に膨らみ、国内総生産（GDP）の277%に相当する37兆米ドルに達した（図表2）。

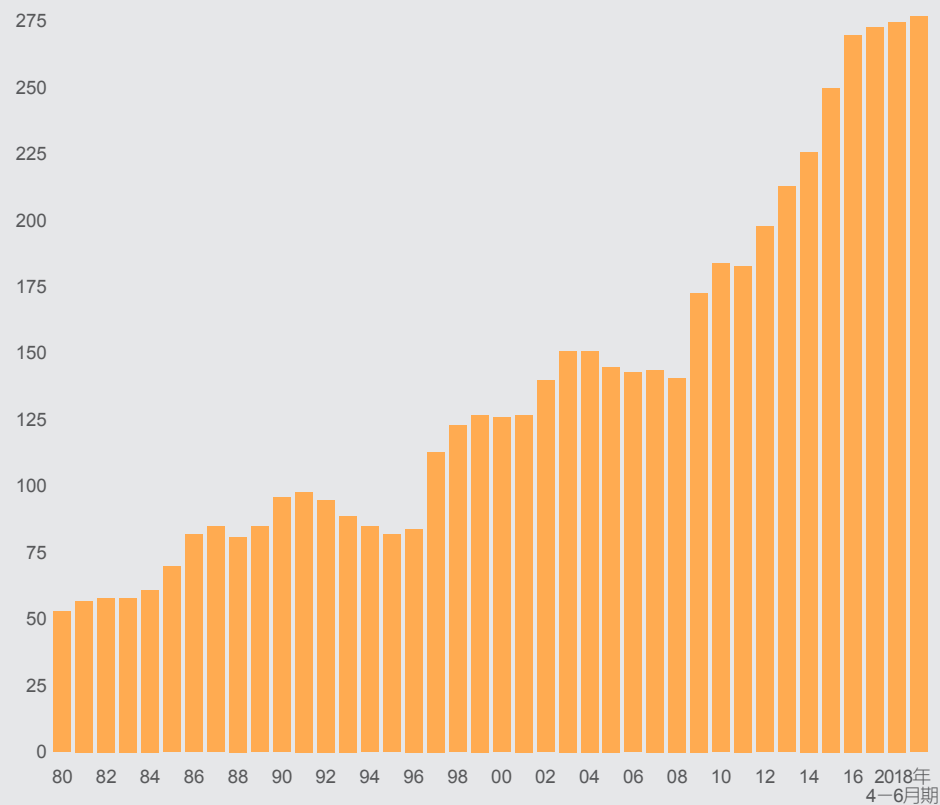
債務の対GDP比率は他の新興国の平均の倍に相当する。中国企業が抱える債務はGDPの140%に達し—この数字にはシャドーバンキングの債務は含まれていない—新興国や先進国の平均値をはるかに上回っている。最も多額の債務を抱えているのは国有企業（SOE）で、その対GDP比率は85%である。家計部門と地方政府

が抱える債務の対GDP比率はそれぞれ59%、56%となっている。

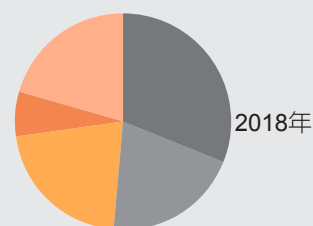
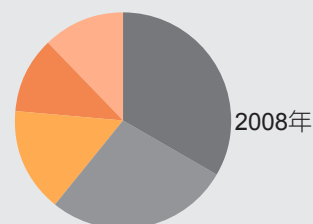
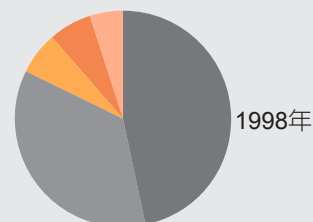
銀行セクターが抱える潜在的なストレスの指標となる信用とGDPのギャップは、リスクが高いとみなされる節目の3倍近い水準に達している。多くの人々は、中国が日本の二の舞になりかねないと懸念している。日本は1990年代初めに債務バブルがはじけ、いまだにその後遺症に苦しんでいる。しかし、中国政府が信用の供与先をSOEから民間企業にシフトすれば、そうした事態を回避し、経済を債務の沼から引き上げることができると思われる。

図表2： 中国の債務は危険なほど高水準に拡大している

債務の対GDP比率： 中国 (%)



債務構成比率



● SOE ● 民間企業 ● 家計
● 中央政府 ● 地方政府

過去の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
2018年9月30日まで
出所：CEICデータ

中国のシャドー バンキング・セクターは 縮小している

外貨準備が緩衝材に

中国はいかにして、信用の膨張を破裂させることなく長期にわたって持続させることができたのだろうか？

1つには、中国の債権者は海外勢ではなく国内の投資家であることや、中国の貯蓄率が高いことが挙げられる。中国は3兆米ドルに上る外貨準備を擁しており、資本流出を食い止めるため資本規制を敷いているのに加え、外的な経済ショックからしっかり守られてきた。

中国の高水準の債務は、1桁台後半の力強いペースで成長を続けている経済によって支えられている。不動産セクターは健全で（不動産バブルの項参照）、短期的には危機に見舞われるリスクはない。家計債務の安定もその一因となっている。銀行セクターは改善しつつある。政府はすでに、中国の複雑なシャドーバンキング・システムを浄化するキャンペーンに着手している（7ページ「シャドーバンキング」参照）。

実際、崩壊は避けられない訳ではない。政府が経済全体に信用を再配分すれば、債務をうまく管理するとともに、システムティックな危機に見舞われるリスクを軽減することができる。ABの見方で

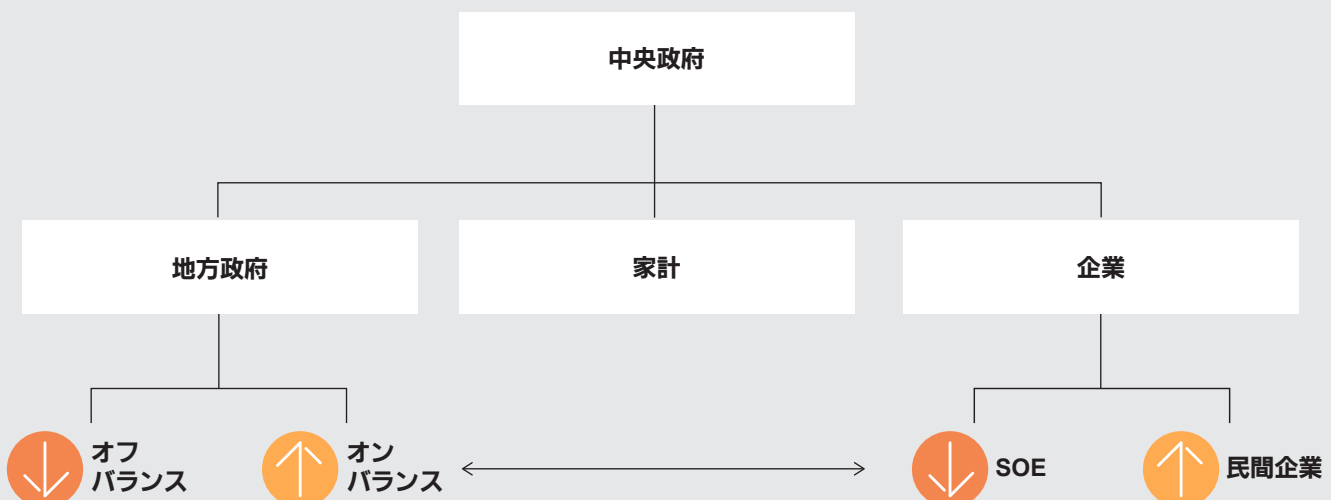
は、最優先課題は買収・合併（M&A）を通じた企業再編やデット・エクイティ・スワップ（債務の株式化）等によりSOEの債務をさらに削減することである。それに加え、政策当局者は地方政府が抱えるオフバランスの債務を縮小することも必要である（7ページ「シャドーバンキング」参照）。

ターゲットを絞った債務の再配分

中国が債務の縮小を通じて成長エンジンを回し続けるためには、中央政府自身がさらに債務を引き受けることが可能で、実際にそうした方向に向かって進んでいる。政府はまた、民間企業にさらなる信用の調達を促すこともできる。中国の民間企業は輸出の45%、イノベーションの70%を占めているにもかかわらず、十分な信用にアクセスできずにいる。さらに、地方政府は成長を支えるインフラ・プロジェクトに充てる資金を調達するため、オンバランスの債務を拡大することができる（図表3）。

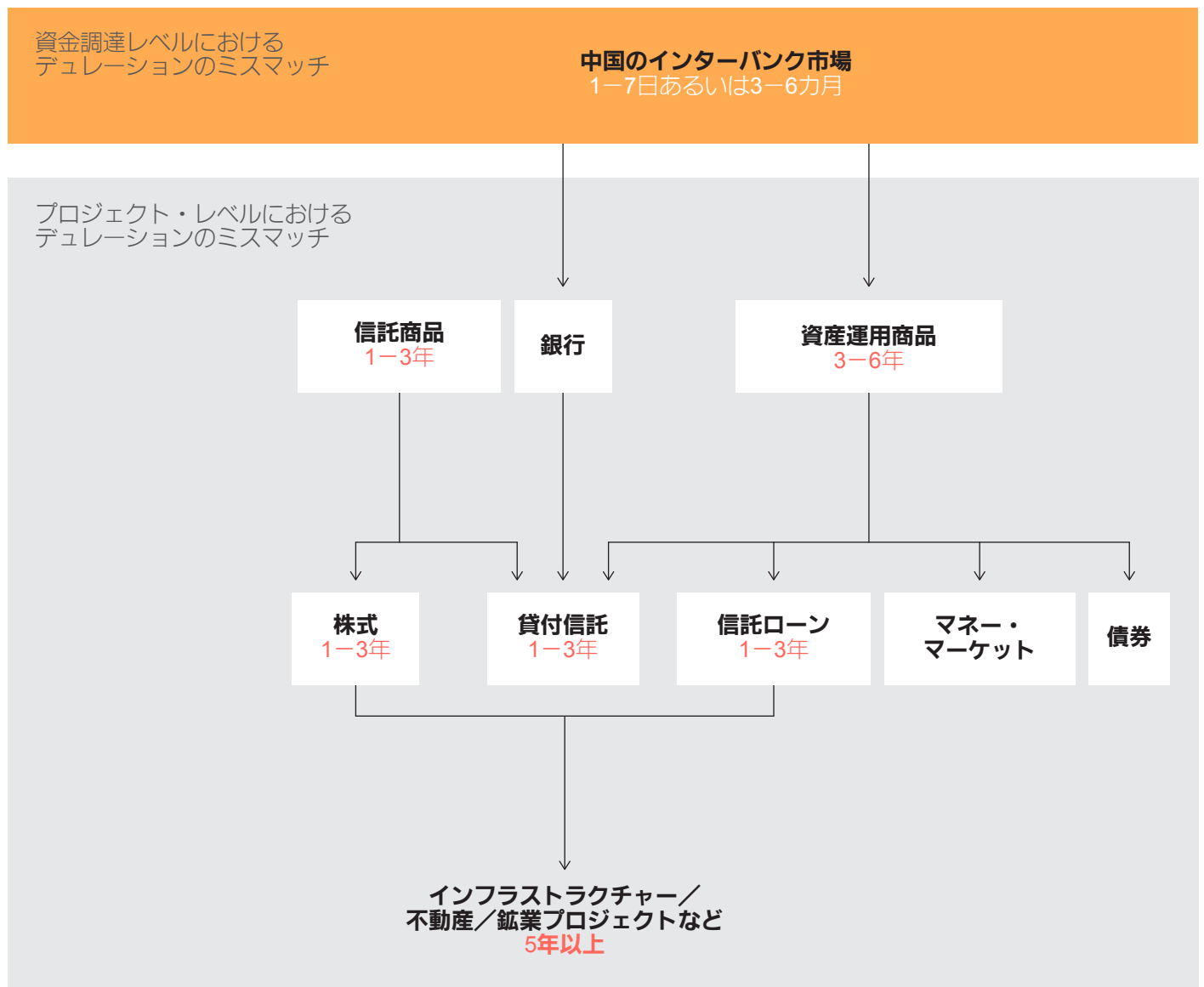
結論を言えば、中国はさらなる改革を通じ、選別的でターゲットを絞った、ダイナミックな方法で債務問題を管理することができる。そうすれば債務の伸びは減速し、中・長期的に中国経済のシステムティック・リスクを大幅に低下させることができる。

図表3： 債務をさらに積み増す余地を探る



出所：AB

図表4: ローン信用のスワップは複雑な構図を生み出す



出所: AB

シャドーバンキング

通説：中国のシャドーバンキング・システムは、すぐにでも金融危機を招くリスクをもたらしている。

現実：政府の改革により、シャドーバンキングの信用が縮小しつつある。

金融商品を販売した銀行や政府オフィスの前に、抗議する群衆が集まっていた。彼らは「嘘つき」「カネを返せ」などと書かれたプラカードを掲げていた。彼らは個人投資家で、シャドーバンキングの信用に投資する金融商品を購入しており、投資先の多くがデフォルトしたのだ。こうした中流階級の個人投資家にとって、シャドーバンキングに投じた資金が返還されないことは、それまで生涯をかけて貯めた資金が失われたことを意味する。

シャドーバンキングは世界の金融システムに生まれた現象で、ここでは金融仲介業者が商業銀行と似たサービスを提供している。だが、それはきちんとした銀行規制の手が届かないところで行われている。

中国のシャドーバンキング・セクターは過去10年間に、無視できるような現象から、中国の年間GDPに匹敵する規模の信用を抱える存在に膨張した。それは金融セクター全体の健全性に影を落ととしている。しかし、たとえこの不透明な貸出活動がリスクをもたらしているとしても、経済の幅広い崩壊につながるきっかけは今のところ見えない。

中国のシャドーバンキング・セクターは当局による緩和的な金融政策や甘い規制環境に乗り、伝統的な銀行の目にはリスクが高すぎると映る民間企業にも貸し出しを拡大してきた。ABの推定では、シャドーバンキングを通じた融資（シャドーローン）は現時点で、中国の債務総額の約22%に相当する。それはリスクが高く、流動性の枯渇や資産の質の悪化に見舞われやすいセクターである。

シャドーバンキング・セクターにおける信用の絡み合い

シャドーバンキング・セクターでは金融システムが複雑に絡み合っており、その影響は伝統的な金融セクターにも波及している。シャドーローン商品は不透明で、複雑な構造を取っているケースが多い。

一方、ローンの信用は銀行とノンバンク金融機関の間でスワップされており（6ページの図表4）、規制当局がその構造やリスクを評価するのが難しくなっている。シャドーの貸し手は長期ローンを短期の資金調達ピークルで支える（それはデレギュレーションのミスマッチを引き起こし、流動性ショックへの脆弱性を増幅させる）ことによって、バランスシートを分かりにくいものになっている。

シャドーローンを販売した銀行は、投資家を失望させたり評判を落としたりすることのないよう、デフォルトを避けるため不良ローンを支えようとしている。しかしながら、その結果、投資家は基本的に約束どおりのリターンを手に入れている限り、自分たちが何に投資しているかを気にかけなくなる。

投資家が優良な信用と問題のある信用を区別しなく（あるいはできなく）なれば、資産価格にはリスクが反映されなくなる。その結果、経済における資本配分が非効率的になり、優れた投資にも悪い投資にも均等に資金が流れることになる。

エンジンを回し続けるには、シャドーバンキングの貸し手は問題のある信用を支えるためにさらなる資本を集めなくてはならない。それは「音楽が止まるまで踊り続ける」ゲームのようなものである。実際、シャドーバンキング・システムの多くは基本的におとり販売と同じスキームで、不良ローンを覆い隠すために資本が使い回されている。

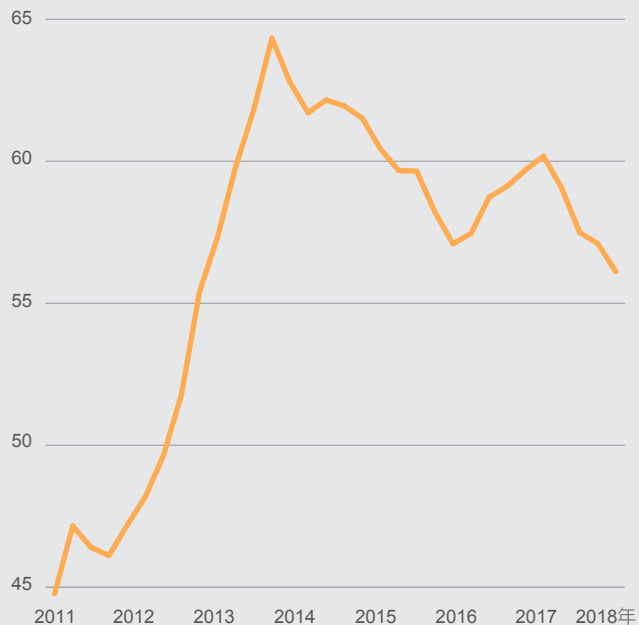
最も懸念すべき点は、中国経済が幅広くシャドーバンキング・セクターにさらされていることである。貸し手や仲介業者には銀行、ブローカー、保険会社、 뮤チュアル・ファンドなどが含まれ、信用供与活動は伝統的な銀行システムと深く絡み合っている。そのことは、シャドーローン・セクターに危機が起これば幅広い金融システムに波及し、経済全体に打撃を与えるリスクがあることを意味している。

政府の取り組み

では、なぜこれまでそのシステムが崩壊しなかったのだろうか。その理由の1つは、中国人民銀行が問題を認識し、シャドーバンキングの膨張を抑え込むための措置を講じているからである。

図表5: シャドーバンキングは減速している

中国のシャドーバンキング・セクターにおける信用の対名目GDP比率 (%)



過去の分析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。
2018年12月31日まで
出所: AB

新たな規制は貸し手に対し、予想リターンは保証できないものであることを投資家にはっきり説明することを義務付けている。シャドーの貸し手はさらに、リスクの高い融資を禁じられている。銀行は透明性を高めるため、ローンの一部を再びバランスシート上に戻しつつある。不良資産に備えた引当金も積み増している。そして政府は、シャドーローンにおけるデュレーションのミスマッチを解消しようと努めている。

こうした努力が実を結びつつあることを示す証しが現れている。中国のシャドーバンキング・セクターの対GDP比率は2017年の60% (7兆5,000億米ドル相当) から、2018年末までに56%に低下した (図表5)。

潤沢なマネー供給がトラブル防止に寄与

中国政府による緩和的なマネー供給政策は、これまで広範な流動性ひっ迫を回避することに寄与してきた。中国人民銀行は通貨を発行し、それを国有企業に流してきた。マネーはそこからサプライチェーンを通じ、間接的に民間企業に行き渡ることになる。それはシステミックな信用リスクを抑える役割を果たしているが、それはマネーの蛇口が開いている限りにおいてのことである。

複雑なシャドーバンキングが抱える債務の比率が低下する一方で、バンクローン及び社債の比率が上昇していることも、金融システム全体のリスク軽減につながることから歓迎すべきトレンドと言える。

それでも、シャドーバンキング・セクターは引き続き監視する必要がある。現在の緩和的な政策は規制当局に対し、透明性をさらに高めるための時間的余裕を与えている。しかしながら、中国の公式な銀行システムもしくは資本市場、またはその双方を通じた刺激策が不十分である場合、長期的には再びシャドーローンが積み上がる可能性がある。

不動産バブル

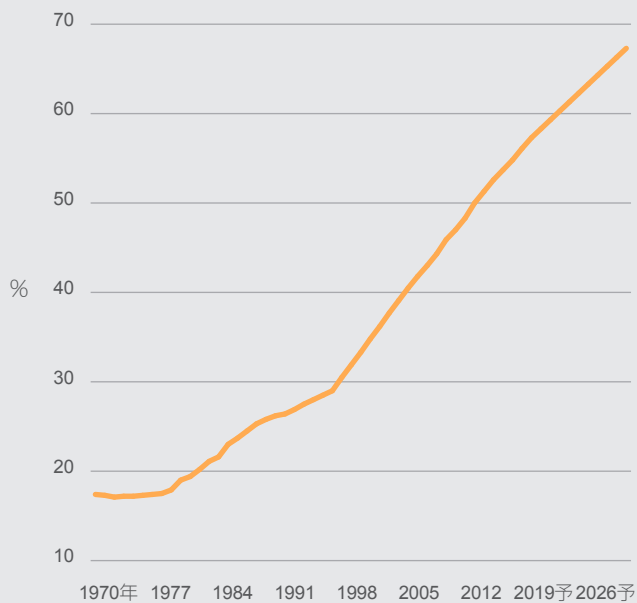
通説: 中国の不動産市場はバブル崩壊の危機にさらされている。
現実: 新築住宅に対する底堅い需要や、政府による土地の所有は、短期的な危機に対する防波堤となる。

中国内モンゴル自治区オルドス市の衛星地区であるカンバシ新区には、住人のいない高層タワーマンションがいくつも立っている。車のない道路の上で信号が点滅し、ショッピング・モールには店舗が入っていない。洗練されたモダンな博物館には、来場者がほとんどいない。

中国には、今後キャパシティをすべて埋めるのは困難に思える、何十もの同様のゴーストタウンがあり、そのことは同国の不動産市場がバブルであることを裏付ける証拠となっている。中国では5戸に1戸が空室になっている。過剰な建設は、一部には地方自治体によるものであり、一部には、不動産価値の着実な上昇を期待する投資家によるものである。この現象は中国経済のタブーであると考える人もいる。一部の推計では、不動産業とその関連セクターは、GDPの20~30%を占めていることから、不動産価値の崩壊が現実になれば、中国経済全体の重石となるだろう。

中国の不動産市場の活況 が近いうちに反転する 可能性は低い

図表6: 中国の人口は都市に移り続けている
中国の全人口に占める都市人口の割合



2019年4月30日現在
2016年12月31日までは実績値、2018年4月30日までは予想値、2026年12月31日まではAB予想値。予想は今後変更される可能性があります。
出所: ブルームバーグ、AB

別の日本?

過去15年間の中国の不動産市場の成長は目を見張るもので、ほとんど経済の論理に反している。2005年以前はわずかだった不動産の売上は、2018年までに150億㎡に達した。不動産価格は過去10年間で4倍から10倍に急騰した。

買い手の多くは、2~3件目の物件を買う小規模世帯であり、彼らは不動産を中国の不安定な株式市場よりも安全な資産だとみなし

ている。また、デベロッパーや建設業者の借り入れも大きくなって

いる。その後何十年にもわたって景気を低迷させた1990年代の日本におけるバブル崩壊が、中国で再現されようとしているようにも思われる。最近の中国経済の減速は、懸念をさらに悪化させている。

住宅のアップグレードのための内在的な需要

しかし、ABでは、短期的なボラティリティの高まりはあるものの、近い将来危機が迫っているとは言い難いと考えている。

その根拠の1つは、人々が農村地域から都市部へと移り続けているため、同国の主要都市の住宅需要は引き続き堅調に推移する可能性が高いことである。都市化のペースが年率1%であることは、中国の都市部の人口が今後10年間で2億人増加することを意味する(図表6)。

さらに中国の住宅の約60%は、1999年以前の、より厳しい共産主義時代に建設されたもので、モダンな嗜好や、より多人数化した現在の家族構成には適していないと考えられている。

旺盛な需要が引き続き見込まれることに加え、中国不動産市場では、現時点ではそれほど借り入れが活用されていない。2018年7-9月期末の家計債務残高は、対GDP比59%となっている。家計の借り入れは過去5年間で大きく増加してはいるが、その割合は米国やシンガポールのような先進国(いずれも家計の負債比率が80%を超える国)やオーストラリア(100%を超える国)に比べると依然としてかなり低い。

また、建設部門の融資総額は、年間の物件売却額とほぼ同額である。ABでは、この水準の借り入れであれば、暴落を引き起こすシステムミック・リスクにはならないと考えている。

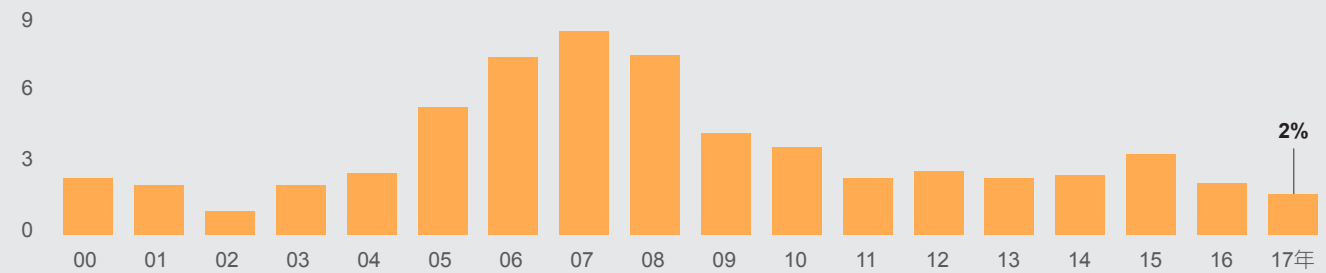
土地の独占的所有者としての政府

一方供給サイドでは、不動産市場の構造が暴落に対するもうひとつの防波堤だ。国土の独占的所有者である政府は、³地価および不動産価格が下落に転じることを防いでいる。

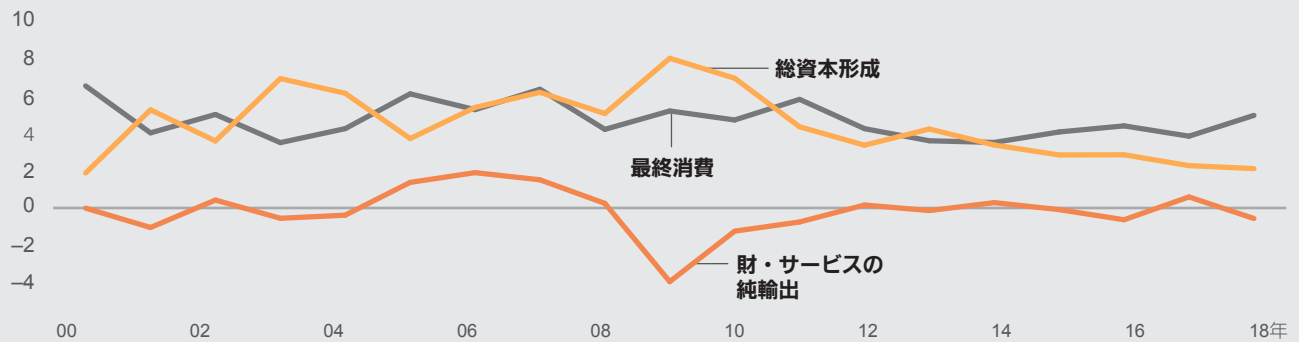
3 中国政府は中国の全ての土地を所有しているが、開発業者に所有権を販売している。

図表7： 中国経済の主なけん引役は国内消費

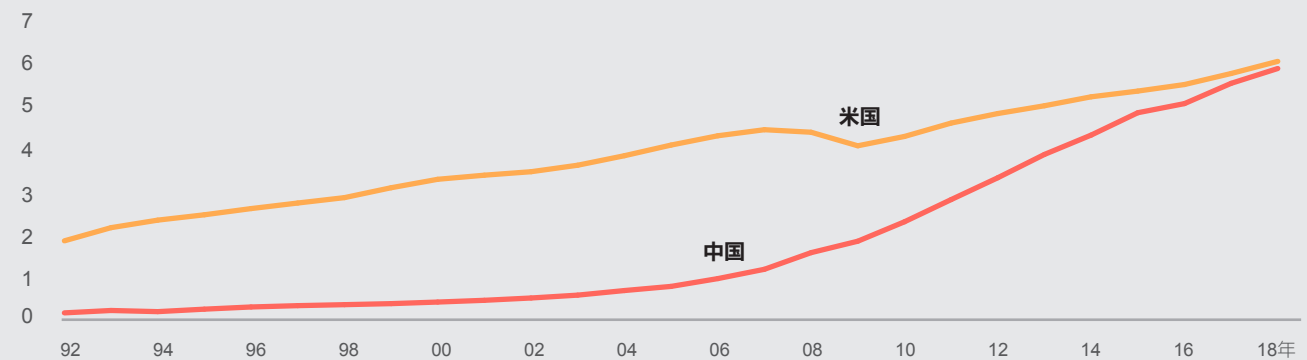
名目GDPに占める純輸出の割合 (%)



GDP成長率への寄与度 (%)



小売売上高 (兆米ドル)



過去の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
 上図：2017年12月31日まで、中央図：2018年12月31日現在、下図：2019年3月31日まで
 出所：ブルームバーグ、CEICデータ、中国国家统计局 (NBS)、AB

中国の不動産市場の時価総額が株式市場の数倍であることから、政府は短期的な暴落を緩和する政策にコミットしている。また、地方自治体の土地売却による財源への依存度を下げるなど、段階的な改革も進められている。また、主要都市と、その他の人気の低い都市の間の構造的な不均衡の是正も目指している。

中国の不動産市場は過熱しているように見えるかもしれないし、カンバン新区のようなゴースタウンは、不動産価格の暴落を警告しているように見えるかもしれない。しかし、投資家は、短期的には危機を回避するのに役立つファンダメンタルな要因があることを認識する必要がある。ただし、長期的には、投資家は経済や政策の動向を慎重にモニターし、不動産市場の活況が反転する可能性が高まっていないか、注意を払う必要がある。

消費

通説： 経済成長は低コストの輸出やインフラストラクチャーに依存している。

現実： 中国の巨大な市場における消費支出は経済成長における最大の構成要素となっている。

11月のブラックフライデーは米国で最大のショッピング・ホリデーとして広く祝われており、クリスマス商戦の幕開けとなる。しかし、11月は中国が独自のショッピング・ショーを披露する時でもある。それはブラックフライデーよりも規模が大きい「シングルデー（独身の日）」である。

11月11日のシングルズデーは、30年以上前に独身者を祝う日として始まった。しかしながら、ここ10年間に、シングルデーは記録的な売り上げをあげるオンライン・ショッピングの日となった。ビジネス・インサイダーによると、この日の24時間にアリババ・ドット・コムだけで308億米ドルの売上高を稼ぎ出した。これは米国のブラックフライデーとサイバーマンデーを合わせた売上高の倍に相当する。シングルデーの熱狂は、中国経済がいかに変化しつつあるかを鮮明に物語っている。

国内育ちの消費者：新たなけん引役に

過去20年間に中国の成長をけん引したのはインフラストラクチャー、不動産、輸出だが、今日では国内消費が主な原動力となっている。2018年の実質GDP成長率6.5%のうち、5%ポイント以上を消費支出が稼ぎ、2.1%ポイントが投資によるものだった。一方、米国との貿易摩擦が響き、純輸出の寄与度はマイナスとなった（10ページの図表7）。

中国はインフラストラクチャーが飽和状態にあると言うにはほど遠く、製造業が依然として重要な雇用創出源となっているが、中国経済のけん引役として、可処分所得が増えた消費者の役割がますます高まっている。それは中国国外にも影響を及ぼし、ニューヨークや東京には中国から訪れた観光客があふれているほか、海外ブランドはハリウッドと同じく、中国人の趣向に合う商品を提供しようとしている。

しかし、中国の消費者を均質だとみなすのは間違っている。実際はもっと微妙である。中間層の3億世帯と労働者層の4億世帯には大きな違いが見られる。例えば、中国の中間層世帯は平均月収が2万元なのに対し、労働者層の世帯はその半分程度にとどまっている。

2つの消費者層

その結果、2つのグループの消費者が大きく異なる消費行動を繰り広げている。典型的な中間層は大都市に住み、スマートフォンから家庭用品、スポーツウェアまで様々な商品を購入する洗練された消費者になった。彼らは中国の新たな消費ブランドを生み出す原動力となっている。

労働者層の消費者は収入が着実に伸び、住宅保有率も高いが、歴史的に海外ブランドにはなじみが薄い。彼らは近年では資産が増えているため、生活水準やライフスタイルを向上させるために支出を増やす構えを見せている。労働者層の台頭は海外ブランドにとって追い風となりそうだ。

中国の消費者の間では世代間格差も大きい。過去の混乱期を生き抜いてきた旧世代の消費者はとりわけ貯蓄志向が強い。それに対し、政府の政策のおかげで大半が一人っ子である若い世代は、先進国の若者と同じような消費行動を取り、借金するのもしとわれない。今後は旧世代の人々が医療サービスへの支出を拡大する必要が生じるとみられるため、人口の高齢化が消費パターンに大きな影響を与えると予想される。

中国におけるこうした変化は、消費市場におけるダイナミックで複雑な変化が今後も続きそうなことを物語っている。例えば、中国ブランドであるラッキンコーヒーは大都市でスターバックスを打ち負かしつつある。しかし、スターバックスは小規模な都市や存在感の小さい都市では依然として出店を続け、収益を上げている。高級ブランドは中間層の消費者に浸透しつつあり、イタリアのファッション・ブランドであるプラダや中国のアルコール・メーカーのグイジョウ・マオタイ集団など、様々な企業に恩恵をもたらしている。

同時に、消費者はアリババグループのタオバオやピンドゥオドオといった電子商取引プラットフォームを通じ、低価格の商品を求めている。支出パターンや嗜好の変化に関する微妙なニュアンスを認識している投資家にとって、消費市場は今後何十年にもわたって豊富な投資機会をもたらしてくれそうだ。

イノベーション

通説：中国企業はイノベーションを起してはいない。

現実：中国企業は生産性を向上させており、独創的な技術を生み出している。

世界中のアスリートたちは、ユーコン・インダストリアルのスニーカーの紐を、それとは知らずに、結ぶ。この香港に拠点を置くフットウェア会社は、ナイキとアディダスにシューズを供給し、世界最大のスポーツシューズ・メーカーとなっている。

しかし、ユーコンの3億足の靴の大部分には、もはや「メイド・イン・チャイナ」というラベルは付いていない。同社は、ここ数年、中国からベトナムやインドネシアへ積極的に生産移管を行い、コストの削減を図ってきた。また移管とともに、技術と自動化に投資してきた。その結果、同社の生産性は30%向上した。

もはや低コストの製造業者ではない

ユーコンの進化は、中国における重要なトレンドの一例である。過去20年間、中国の成長ストーリーの大部分は、テレビから玩具、携帯電話、家具まで、あらゆるものを扱う世界的な低コスト・サプライヤーとしての発展であった。欧米人は中国による技術の模倣に不満を抱いていた。

これは今日では変わりつつある。中国はもはや安価な労働力の最良の供給地ではない。20年間の平均年間賃金成長率が10%を超えていることは、他の多くの新興国が現在でははるかに安い労働力を提供していることを意味している。そして、一人っ子政策と高齢化の複合的な影響により、中国の総労働力が今日ではほとんど増加していないため、もはや何百万もの低コストの製造業の雇用を創出する必要もない。

中国は、安価な労働力に代わって、生産性の向上やイノベーションによって成長することができるのだろうか。ユーコンの例のように、中国がこのシフトをうまく進められることを示唆するデータがいくつかある。

雇用創出における大きな変化

最も明白なのは、経済構造と創出される雇用の変化である。ウィンド・アンド・チャイナ・リアリティ・リサーチによると、過去5年間で中国はサービス部門で約4,000万人の雇用を創出した一方、製造部門と農業部門で約3,000万人の雇用を失った。しかし、製造業の生産量は依然として増加していることから、労働力の質の向上によって生産性が明らかに上昇していることがわかる。

中国の建設産業は、かつてはキャタピラーやコマツなど外国企業の重機に大きく依存していた。しかし現在では、三一重工などの国内の重機メーカーが着実に技術を伸ばし、外国企業の市場シェアを奪って成長している。2019年初めには、キャタピラーが中国の需要低迷を理由に売り上げが伸び悩みとの見通しを示すなか、三一重工は利益見通しを上方修正した。

バーチャル・ドクター

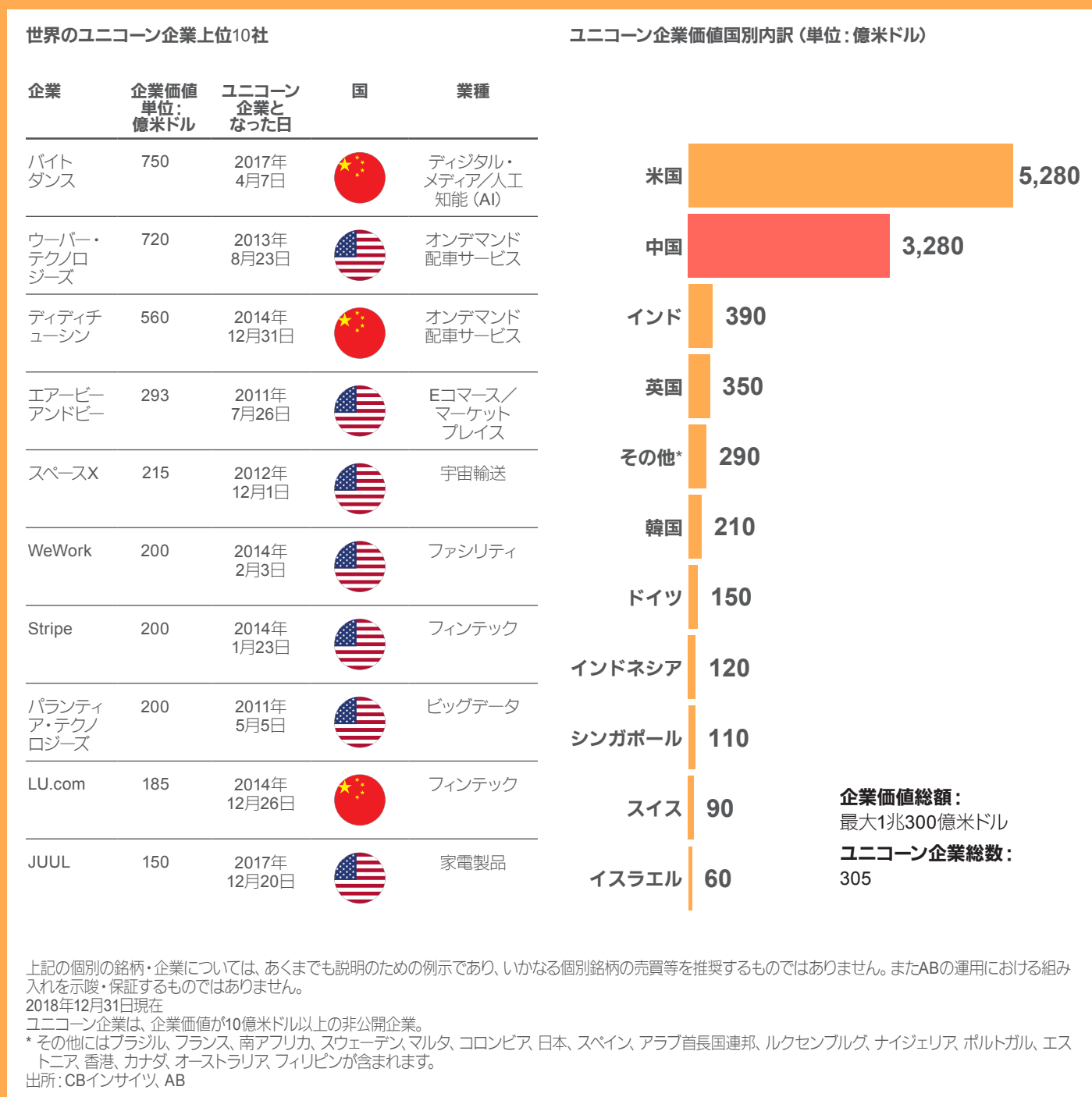
真のイノベーションも進行中である。

アリババやテンセント、中国平安保険といった巨大企業を取り上げよう。これらの企業は、Eコマース、ソーシャルメディア、モバイル・ゲームなどの分野で国内市場を支配しているだけでなく、フィンテックやヘルスケアなどの分野での新たなビジネスモデルの創出も推進してきた。平安保険の「グッドドクター」は、電話ブースサイズの無人診療所でバーチャルな医師に相談することができる。アリペイやウィーチャットペイなどのモバイル決済アプリは、街角の食料雑貨店や屋外市場でさえ現金に取って代わっている。

これらはいずれも中国企業の比較的最近の動きである。投資家は、中国企業によるイノベーションとユーコンのような製造業における生産性向上に注意を払う必要がある。これらのトレンドを無視すれば、新しい中国経済が生み出す投資機会を見逃すことになる(13ページの図表8)。

図表8:

中国は、ユニコーン企業のための優れた土壌である



環境

通説：中国の重工業セクターは常習的な環境汚染源となっている。

現実：中国政府は著しく環境を汚染している工場群を閉鎖し、環境浄化に注力している。

上海の西350キロに位置する蕪湖は厚いスモッグに覆われており、中国が抱える最も厄介な問題の1つを如実に物語っている。それは石炭工場や他の工場から排出される煤煙が引き起こす大気汚染である。蕪湖の空に煙を吐き出している大規模な工場を所有しているのは、中国最大のセメント・メーカーの安徽海螺水泥（アンファイ・コンチ・セメント）である。

しかし、そのイメージは全体の姿を正しく映し出してはいない。2014年に、習近平国家主席は汚染との戦争を宣言し、コンチなど多くの企業は対応策を講じた。コンチはエネルギー消費や排ガスを削減する一方、熱の再利用や排出物管理、粉塵のコントロールを目指し、先端的なシステムを導入した。同社のあるマネジャーによると、政府の検査官はかなり真剣で、同社が検査に合格するため検査直前に清掃したのではないことを確認するため、工場近くの樹木を調べ、葉がほごりにまみれていないか確認するほどの念の入れようだった。

クリーンな成長の追求

コンチの努力は、中国が10年前の煙にまみれた経済から大きな変化を遂げてきたことを物語っている。市民は地元の当局者に対する要求を高めている。彼らはソーシャルメディアを通じて環境問題を訴えかけているほか、効果的な抗議活動を展開している。簡単に言えば、環境は最大の社会問題となっている。政府による汚染対策は政策上の重大な優先課題として定着している。

ダメージを修復するには時間がかかるだろうが、中国は正しい方向に向けて措置を講じている（15ページの図表9）。環境浄化の努力は投資機会も生み出している。

中国のグリーン企業

例えば、製紙、鉄鋼、化学など重工業セクターにおける効率性が悪く、最も汚染物質を排出している工場を政府が閉鎖しているため、

質の高い企業の収益力が押し上げられている。エネルギー・セクターでは、中国は石炭を燃料とする火力発電や家庭用暖房を縮小する一方で、都市部のガス供給ネットワークを急速に拡大している。

こうした変化は中国の都市における大気の質の改善に寄与しているのに加え、ガスのサプライチェーンに関わる企業にビジネス機会をもたらしている。中国政府は電気自動車やハイブリッド車についても目標を設定し、電気自動車メーカーの成長を後押ししている。

これら全ての取り組みの結果、中国では潮目が変わり始めている。かつては国家的な恥の1つだった北京の大気の質は著しく改善しつつある。中国の当局者は今や業績の評価基準として環境に関する目標を明確に取り入れており、主な共産党のスピーチでは、環境問題は経済成長と同じくらい、場合によってはそれ以上に重要な課題として取り上げられている。何十年にもわたって無視されてきた問題を修正するのは緩慢なプロセスではあるが、トレンドは間違いなく正しい方向に向かっている。

エネルギー関連のインフラ企業や自動車メーカー、環境に配慮した工場など、こうしたトレンド転換に寄与している中国企業は、その恩恵を受けることができそうだ。

結論：真の姿の把握

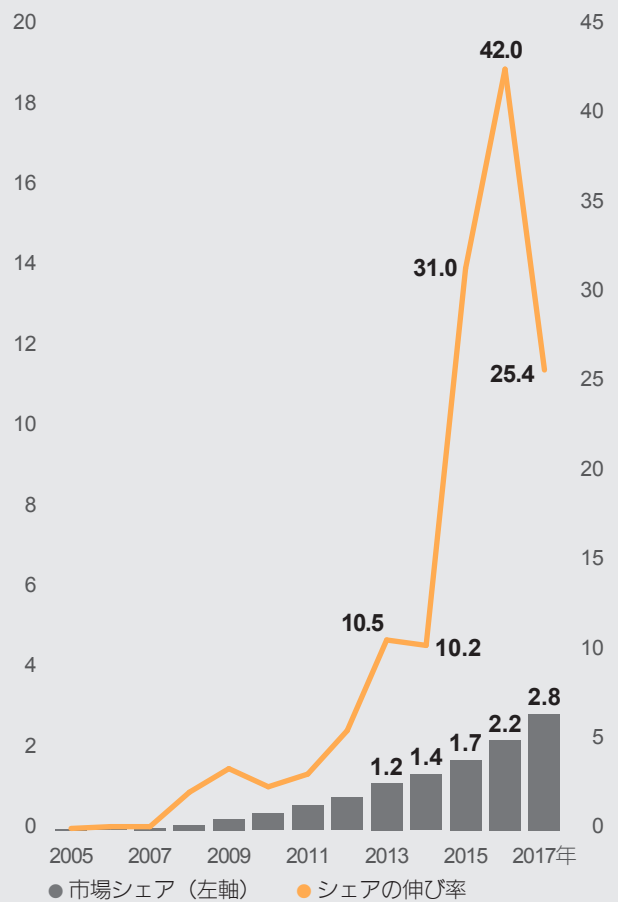
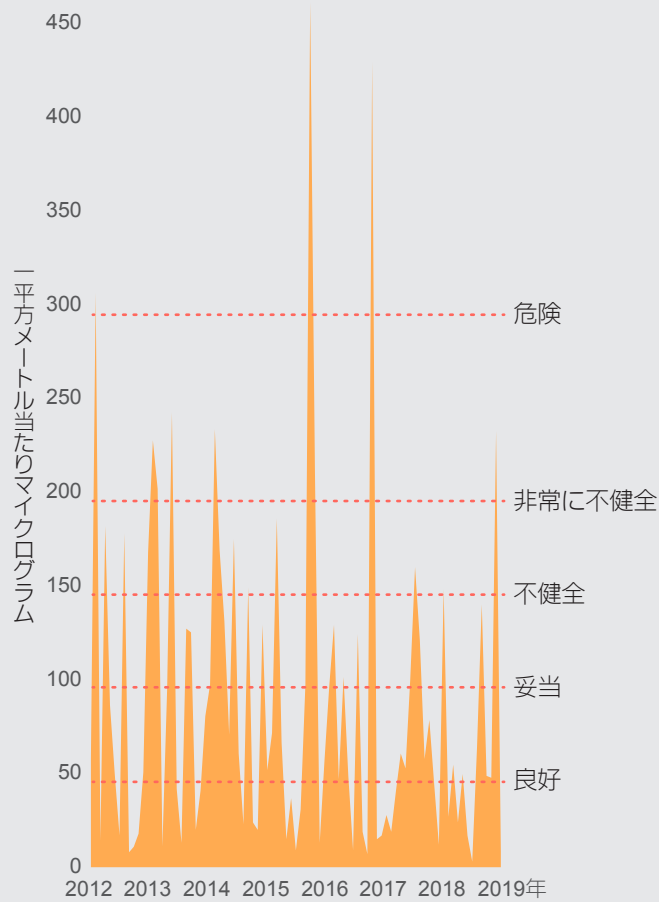
中国の本土市場が外国人投資家に開放されるにつれ、グローバルに投資を行う投資家は、またとない投資機会を得ることになる。しかし、中国の成長は複雑な過程をたどるとともに急速に進んでいる。負債が膨らんだ経済構造、不動産バブル、環境問題など、投資家が投資を躊躇する理由となり得る注意点もいくつかある。

まずは、性急な判断を下してはならない。中国市場の急速な成長と自由化については、その状況を繰り返し確認することで本当の姿を把握できる。そして、通説と現実を適切に区別できる投資家にとって、この巨大な市場における投資機会は非常に大きなものである。投資家は、中国の金融市場、政策の優先順位、経済トレンドを的確に捉えることで、ポートフォリオ全体を強化する中国の証券を見極めることができる。

図表9： 中国は汚染を食い止めるため再生可能エネルギーを重視している

中国の大気の水質指数： PM2.5濃度

中国のエネルギー市場におけるシェア： 太陽光及び風力 (%)



過去の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
 左図：2019年3月31日まで、右図：2017年12月31日まで（入手可能な最新データ）
 出所：ブルームバーグ、ヘイパー・アナリティクス、NBS、AB

通説と現実を適切に区別できる投資家にとって、中国の巨大市場における投資機会は非常に大きなものである

当資料は、2019年6月現在の情報を基にABが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。アライアンス・バーンスタインおよびABには、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

+ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します（外貨建資産には為替変動リスクもあります。）ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書（交付目論見書）、契約締結前交付書面等をご覧ください。

+ お客様にご負担いただく費用：投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- + 申込時に直接ご負担いただく費用...申込手数料 上限3.3%（税抜3.0%）です。
- + 換金時に直接ご負担いただく費用...信託財産留保金 上限0.5%です。
- + 保有期間に間接的にご負担いただく費用...信託報酬 上限2.068%（税抜1.880%）です。

その他費用...上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。上記の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会／日本証券業協会／一般社団法人第二種金融商品取引業協会

