



Part 2 of 8

A Prudential plc (UK) company



アジアへの成長投資： 中国の新成長シナリオ からの投資機会

Michelle Qi, 株式運用部門ヘッド、
イーストスプリング・インベストメント・マネジメント（上海）カンパニー・リミテッド

Paul Chong, ポートフォリオマネジャー、
イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）



緩和的な金融・財政政策、円滑な権力継承、規制緩和などにより、2022年の中国株式市場は再評価される可能性があります。

一方、中国の新たな経済成長のシナリオは、政策の優先順位に沿ったセクターにおける投資機会や、長期的な質の高い持続可能な経済成長の恩恵を享受する機会を提供します。

2022年の中国の経済成長が鈍化することは周知の事実となっています。今年の全国人民代表大会において、中国政府は2022年の経済成長率目標を「5.5%前後」とし、2021年の「6%以上」から引き下げましたが、市場関係者の間では依然として野心的な目標と受け止められました。中国政府による2021年の不動産セクターへのデレバレッジ（債務削減）措置は、引き続き同セクターとより広範な経済に重くのしかかっています。固定資産投資（不動産開発投資など）は減速していますが、輸出需要が依然旺盛なため、製造業投資は比較的健全な状態を保っています。一方、中国政府の「ゼロコロナ政策」は、ヒトやモノの移動と国内消費に打撃を与えています。

しかし緩和的な金融・財政政策、都市等級が中・低位の都市での住宅ローン頭金比率の引き下げ、不動産開発企業の資金繰り支援などといった不動産セクターへの支援策を背景に、今年の中国経済はL字型回復に向かうと予想しています。

なお今後5年間の最高指導者を選出する第20回中国共産党大会の開催を2022年秋に控えていることから、今年は経済の安定が重要な課題となることでしょう。

「ゼロコロナ政策」は依然として中国の生産活動と消費を混乱させる大きな要因となっていますが、何らかの変更または緩和があれば、経済成長は上向きに転じると私たちは考えています。3月15日付で中国国家衛生健康委員会が発表した「新型コロナウイルス肺炎診療方案」の第9版は、新型コロナ治療のガイドライン緩和の可能性を示唆しています。中国経済の完全な正常化は経済成長を支えるだけでなく、投資家の市場心理を大きく好転させる可能性があります。

中国の経済成長の新たな優先順位

中国は、これまでの主に信用成長とインフラ支出に依存した従来型の経済成長モデルからの進化を試みています。代わりに、中国経済は技術革新、新たな経済分野、力強い消費成長、環境・社会・ガバナンス（ESG）要因への関心の高まり、などによって成長が牽引されることを目標にしています。地政学的緊張の高まりも、中国が（海外の需要を取り込むことで国内経済を強化する成長モデルである）双循環、エネルギー安全保障、技術的自立に重点を置くことを加速させると思われます。（図表1参照）

英国ブルーデンシャル社は、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。

最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているブルーデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるブルーデンシャル・アシュアランス社とは関係がありません。

※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第379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

220414(02)

1

これらの変化は時間を要し、短中期的には経済成長を鈍化させるものとなりますが、長期的にはより質の高い、持続可能な経済成長をもたらすことが期待されています。

これまで中国は世界の工場として、その膨大な労働力をうまく活用して安価な商品を生産してきました。さらにサプライチェーン（供給網）のレジリエンス（強靱性）を高めるため、中国は中核的な技術、設備、素材といった分野の飛躍的進歩を促し、（これまで輸入していたものから国産品へ切り替える）輸入代替の加速化を積極的に推進してきました。また、中国は他の新興国に比べて、潜在的により高度な技術力を有しています。同時に、中国は先進国に対して安価で良質な労働力を提供しています。このように、中国独自の優位性は、グローバル・サプライ・チェーンが進化する際にも有利に働くはずで

一方、中国は2060年までに温暖化ガス排出量を実質ゼロにする「カーボンニュートラル」を達成する目標を掲げており、グリーンエネルギーへの投資は増加傾向にあり、今後も高水準で推移すると予想されます。（図表2参照）また、ロシアとウクライナの紛争に伴う原油価格の高騰も、太陽光や風力などの再生可能エネルギーへの投資を加速させるきっかけになることでしょう。

図表 1: 今後5年間の中国経済の主要な優先事項

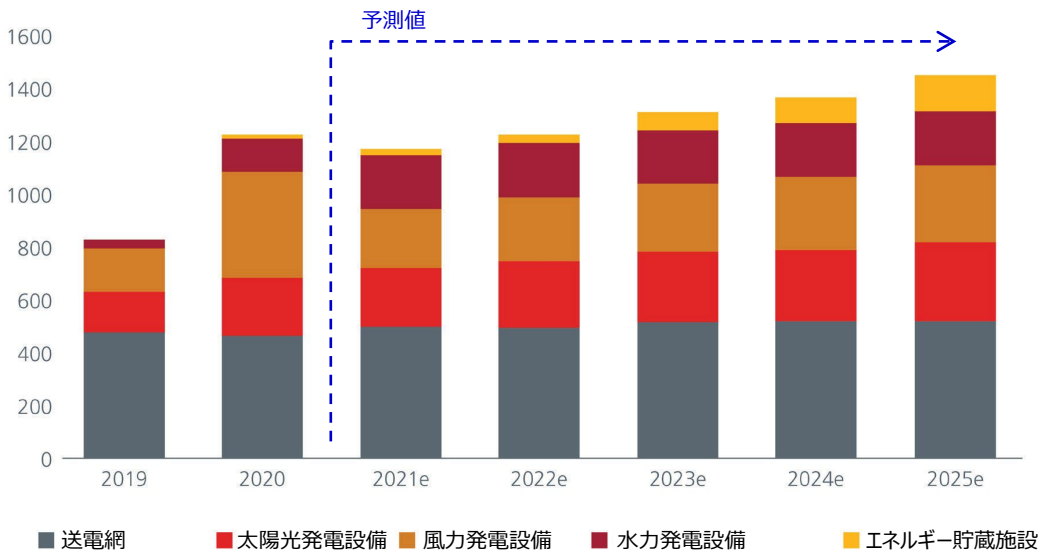
- 技術的自立を国家戦略の柱とする。
- デジタル中国の構築：サプライチェーン、サービス、輸送を近代化。戦略的に新たな産業を育成。
- イノベーション主導の高品質な製品の供給によって内需を拡大し、「双循環」を促進。
- 低炭素分野の研究開発を支援。
- 機械、ソフトウェア、自動化、新エネルギー自動車といった分野における主要プレーヤーを政府主導で育成。

出所：イーストスプリング・インベストメンツ作成（2022年2月）。

新たな優先順位、新たな投資機会

私たちは、中国の質の高い経済成長を後押しするようなセクターに魅力的な投資機会があると考えています。例えば、中国の習近平国家主席が掲げるスローガン「共同富裕（ともに豊かになる）」は中間所得者層の規模を拡大し、貧富の差を縮小させ、消費を促進させることでしょう。この動きは、スポーツ衣料、化粧品、免税店などの消費関連の分野に投資機会があることを示唆しています。

図表 2: 中国のグリーンエネルギー投資額（単位：10億人民元）



出所：HSBCのデータ（2021年12月）に基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。

特に、これらのセクターのうち、流通、ブランド、商品の質の面で傑出している国内大手企業に妙味があります。また、中国の人口のうちパスポートを持っている割合が10%未満であることから、観光とホスピタリティーの分野にも大きな投資機会があると考えています。とはいえ、私たちは中国の長期的な消費関連の分野の成長には前向きであるものの、不動産とインターネット関連のセクターに対する先の当局による規制強化によるマイナスの波及効果によって、短期的には消費関連セクターの重荷になる可能性があることに留意しています。

グリーンエネルギー分野では、中国の国内市場で既に優位性を誇っていると同時に、今後世界市場に進出する可能性を秘めた企業を評価しています。

また、中国ではデジタル化が進んでおり、それに伴うデータ量の急増がクラウドコンピューティング企業に恩恵をもたらすと考えられます。中国が技術革新と研究開発支出を強化する中、ハードウェアとソフトウェアの両分野において、中国企業による国内回帰の動きの恩恵を受ける企業にも注目しています。

中国の金融機関は、中国の消費市場の拡大（高度化）、富裕層の増加という構造的な成長からも恩恵を受けると思われます。中国政府が推進する「共同富裕」によって中国の中間所得者層の数と収入を押し上げるので、今後は消費者ローン、資産管理サービス、保険商品への需要が高まることでしょう。

中国のインターネット・セクターの不調は、政府当局の規制による逆風と、最近では中国での消費減速に起因しています。このセクターが成長し、経済的・社会的に重要性を増すにつれ、将来の成長に向けてより持続可能なプラットフォームを提供するために、企業がガバナンスの枠組みを整備する必要があります。

大手インターネット企業は、（サービス利用が増えるほどサービスの価値が上がる）「ネットワーク効果」や消費者データへのアクセス・管理についての懸念要因を抱えています。経済におけるイノベーションと生産性の向上を推進する上では必要不可欠な存在です。2022年の中国では、当局による新たな規制がさらに発表されるかもしれませんが、規制の“厳しさの度合い”という点では最悪期を脱したといえるでしょう。このような背景から、投資家は、レジリエント（強靱）なビジネスモデルを有し、良好な業績を収めている革新的なインターネット企業を厳選することで、長期的に魅力的な投資機会を得ることができるのです。

なお、現時点での中国株式市場をバリュエーション面で見ると魅力的な水準にあります。（図表3参照）

政策による影響を受けやすい中国A株*市場

*人民元建ての中国本土株式

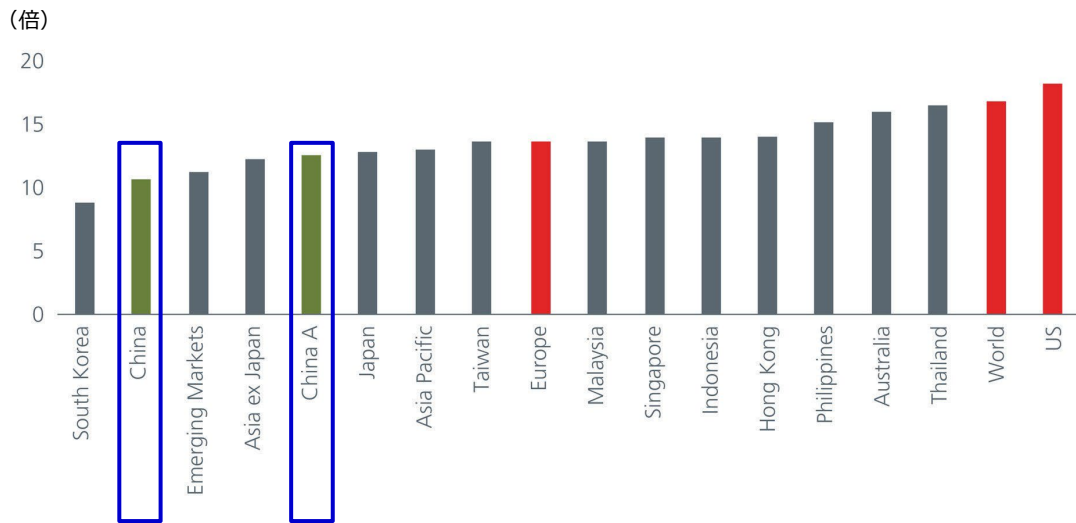
中国A株市場は、これまで政府当局の政策の影響を大きく受ける政策主導の市場でした。一部の調査では、中国オフショア（本土外）株式市場と中国の政策の相関の度合いを示す相関係数（完全に一致していれば1、相関関係がなければ0）をみると0.24であるのに対して、中国A株市場と中国の政策の同数値は0.46と相対的に高くなっている点が指摘されています¹。そのため、政策面での支援を追い風として、前述のグリーンエネルギーや消費関連セクターのほか、先端製造業（情報技術、工業、材料）セクターの有力企業においても投資機会があるとみています。また中国A株市場の銘柄をセクター別にみると、素材、ヘルスケア、資本財、生活必需品、情報技術セクターの組入割合が他の中国株市場に比べると高く、また市場全体に非効率性が存在することから、アクティブ運用を行う投資家にとって超過収益を獲得するための魅力的な投資ユニバースが存在することになります。

新興国株式市場の代表的なベンチマークであるMSCI新興国株式インデックスに占める中国A株市場の比率が高まっていることから、時間の経過とともに同市場における外国人投資家の保有比率が高まることが予想されます。また、中国国内の不動産市場の低迷を受け、これまで不動産などの現物資産への投資を行っていた国内投資家からの中国A株市場への関心も高まることが予想されます。中国の家計は現在、資産の約32%を金融資産に振り向けているに過ぎず、米国や日本の家計の同数値がそれぞれ71%、63%であるのに比べて、その割合は低いのが現状です。さらに中国の家計の金融資産に占める株式の直接保有比率は10%未満となっており、金融資産の大部分（66%）は現金・預金にとどまっています。同水準はブラジル（22%）やチリ（13%）など他の新興国と比べても高いものとなっています。（図表4参照）

今後、中国が社会的セーフティーネット（例：預金者や投資家を保護するためのセーフティーネットなど）を充実させていく中で、家計の株式等への投資比率は高まっていくものと思われる。

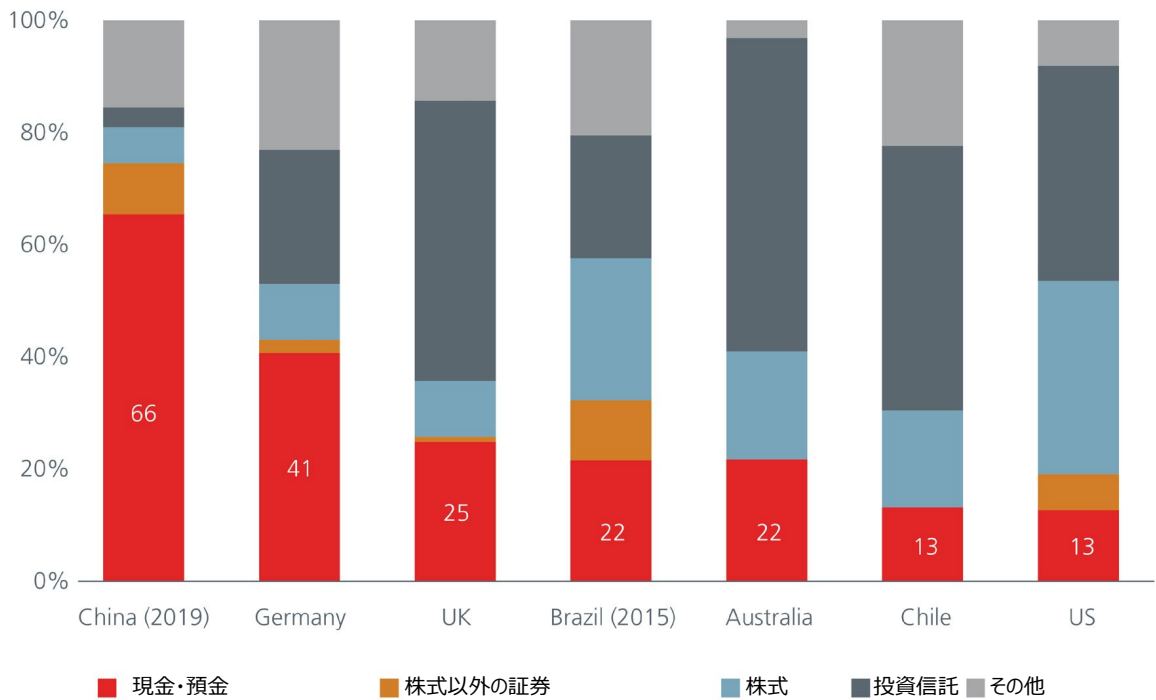
なお本稿執筆時点（2022年3月15日）では、中国A株市場の予想株価収益率（PER）は10倍程度で、過去平均値の10.5倍を下回り、新型コロナウイルスの影響を受けて大幅に落ち込んだ時の9倍に近い水準となっています。

図表 3: 各市場の株価収益率 (2022年の予想値)



出所：Bloomberg L.P.のデータ（2022年2月8日）に基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。
各市場のインデックスはMSCIの当該インデックスを使用。（ただし、米国のみS&P500種株価指数を使用）

図表 4: 各国の家計金融資産の構成比 (2018年)



出所：CICC Strategy Researchのデータ（2021年12月）を基にイーストスプリング・インベストメンツ作成。
※中国は2019年、ブラジルは2015年。

アクティブな銘柄選択が重要

中国株に対する現時点での“魅力的なバリュエーション水準”と“ネガティブな投資家心理”は一方で、長期投資家やコントリアン（逆張り投資家）にとっては魅力的な投資タイミングを生み出していると考えています。

近年の中国株の高いボラティリティー（変動率）は、中国株への投資が決して楽観的な強気一色ではないことを示唆しています。またセクター別にみると、あるセクターは経済全体の景気循環の潮流をうまく捉えている特長がある一方で、他のセクターでは独自の景気循環を示しているものもあります。重要なのは、上昇局面にあるセクターを見極め、その企業の競争力、財務力、ガバナンスの枠組みといった点を十分に調査・分析し、魅力的な企業を積極的に選択することです。そうすることで初めて、投資家は中国の新たな成長シナリオの中で優位に立つことができるのです。

本レポートは、**2022年アジアエキスパート**（計8回発行予定）の第2回目の記事になります。

2022年アジアエキスパートではアジアで生まれつつある投資機会を捉えるべく、投資家が活用できるさまざまな投資戦略について考察し皆様にご紹介しています。

次号以降も引き続きよろしくお願いたします。

データ出所

1. Goldman Sachs. Portfolio Strategy Research. (2022年1月) 2012年以降の月次データに基づく。中国オフショア（本土外）はMSCIチャイナ・インデックス、中国A株はCSI300指数を使用。

※ MSCI指数はMSCI Inc.が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他の一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc.は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

※ GICSIに関しての知的財産権は、MSCI Inc.および S&P にあります。

<当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。