

中国にて完成

2018年5月15日



ポリナ・クoldヤフコ
パートナー
エマージング債チーム(コ・ヘッド)
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

変化は中国文化の一部となっており、他の技術を取り入れ、手を加えて完成させながら、あらゆる産業が目まぐるしいスピードで発展を遂げています。資産クラスによっては魅力的な投資対象も存在しますが、足元ではハイ・イールド企業の一部に流動性懸念もあるとみています。

私は甘いものに目がありません。北京のホテルに到着すると、私の部屋にはおいしそうなデザートが用意されていました。一つは「オリジナル・パン・オ・ショコラ」と書かれ、そしてもう一つには「中国にて完成 Zang-Zang Bao」とありました。Zang Zang Bao はチョコレート・トリュフのような味で、オリジナル版よりも美味しく感じられました。そしてこのデザートのお皿は、まさに今回中国を訪問して経験したことを象徴しているかのようでした。中国は、多くの分野において最良の「イノベーター（革新者）」ではないものの、他に学び、商品を完成させる技術においては最も秀でている国の一つであるということです。中国版はオリジナル版よりも長く生き延びることが多いものの、時には何らかの材料を加えることを怠り、その手法がオリジナル版を作った者の反感を買うこともしばしばあります。

ホテルに用意されていたデザート・プレート



ブルーベイの運用において、中国に対するエクスポージャーは投資対象のリスク資産ごとに大きく異なります。全般的に、中国経済のシステム上重要な国営企業に対する投資には安心感を抱いています。一方で、一部のハイ・イールド企業に関しては、今後の債務不履行（デフォルト）率上昇の主因になると見ており、慎重な見方をしています。中国の現地通貨建て国債市場の開放により、グローバルの投資家は中長期的に魅力的な投資対象を得ることになるとみており、構造的な中国に対する投資比率を高めるきっかけになると予想しています。ただし現地通貨建て社債市場においては、新規発行の急増とデフォルト率上昇が下押し圧力となることが予想され、短期的には投資妙味に欠けるとみています。

中国は目まぐるしいスピードで変化しています。BMW グループの中国における CEO は我々との

ミーティングの冒頭で、「中国は変化に対して非常に寛大です。変化は中国文化の一部です」と述べました。目に見えるイノベーションやラグジュアリーな見た目、具体的な成果、目新しいものへの理解などが中国の消費需要で重要な鍵を握り、今後さらに 3 億人増加するとみられている中間所得層がこれらの需要を支えています。これは自動車業界のみに当てはまることではありません。テクノロジー大手テンセント・ホールディングスが 2011 年から経営権を握るソーシャル・メディアのプラットフォームである WeChat は、中国政府からの補助金を活用しながら、実質的に市場を独占しています。WeChat は 10 億人以上のユーザーを有し、コミュニケーションからショッピング、銀行サービス、納税、医師の予約、ゲームに至るまで幅広いサービスを提供しています。我々の世界で置き換えれば、Facebook 及び WhatsApp、Netflix、Amazon の全てのサービスが合体したプラットフォームであると言えるでしょうか。彼らが電子識別システムの導入を検討していることは言うまでもありません。

金融セクターにも同様の変化が訪れています。10 年前には存在しなかった資産運用業界は、世界第二の規模を誇る 65 兆元を超える私有財産が下支えとなって目覚ましい発展を遂げています。今回の訪問では、わずか 12 年前に設立したばかりの金融及び資産運用（ウェルスマネジメント）会社 CreditEase の創業者兼 CEO である Tang Ning 氏と面談の機会を設けました。Ning 氏はその場で、同社のウェルスマネジメント・ビジネスは年間 300 億米ドルのペースで成長しており、米国における最大のフィンテック関連イベントとされる Lendit Fintech において「Top Consumer Lending Platform（最優秀消費者金融プラットフォーム）賞」を受賞したと述べました。北京ではなくスイスに拠点を置くハイテク企業を訪問しているかのようでした。

2013 年にスタートした中国の「一帯一路（One Belt One Road（OBOR））」構想は、20 年以上も前に設立された現存のプログラムを中国の手で完成させる一つの例とも取れるかもしれません。中央アジア地域における経済発展の共有及び持続可能な発展を目的として、1997 年にアジア開発銀行（ADB）が中心となって中央アジア地域経済協力（CAREC）プログラムを立ち上げました。11 か国が同イニシアチブを支援し、これまでに同地域における 300 億米ドル以上の投資を促しています。

政策担当者とのミーティングも、緩やかなペースであり中国の特色は色濃く残るものの、足元で改善しています。財務相との直接的な会話が可能となったことは前向きな進展と言えるでしょう。担当チームは財政再建や「市場を重視した持続可能な」経済成長への注力における功績を非常に誇りに感じているようです。また供給主導の改革が、過去にメキシコやブラジルなど多くのエマージング国を悩ませてきたインフレ率の急上昇を回避することにつながったことも強調していました。

一方で、政策が市場主導とはならないセクターも存在します。不動産セクターにおいては、価格上昇や投機的な需要を規制するための行政管理の導入という「計画経済」モデルに回帰しています。ただし、問題の根底にあるのは供給不足である可能性があるとも考えられます。独占状態にある多くの市場において、資源の供給は抑制されがちであるためです。中国では、独占権を有するのは政府となります。不動産価格及び不動産購入に対する規制に加え、不動産開発者にとって資金調達に継続的に困難になっています。これまで土地購入のための主要な資金源となってきたのは信託資金で、不動産開発者の負債の 20-80%を占めてきました。これらの負債の多くが 12 か月以内に満期を迎えます。資金調達において代替手段がなければ、中小の不動産開発者は急速に流動性危機に陥るとみており、結果として不動産セクターの今年のデフォルト率が上昇する可能性があるかとみています。とは言いながらも、中国における不動産危機を予想している訳ではありません。最終的に中国政府は、同セクターにおけるデフォルトに対処するために「核爆弾」ではなく「中性子」のテクニックを用いると予想しています。生き残りが可能な企業は少ないかもしれませんが、中国の不動産セクターは統合を続けていくとみています。

不動産セクターにおいてもとりわけハイ・イールド企業において、透明性及び企業統治への取り組みが遅れていることは事実です。大手不動産開発企業とのミーティングでは、キャッシュフローの数字を照合し、今後 12 か月間の資金調達手段のオプションを精査するのに 1 時間もの時間を費やしました。最終的に経営陣は、我々の質問に答えることなく、現金の使途及び源泉について、ノートに貸借対照表を律儀に手書きしてくれました。多くの企業において、実際には経営陣ではなく会長が経営に関する決定権を握っていることが問題の源であることも少なくありません。中国企業の会長は投資家と面会しません。このようなビジネス上のルールは、今後変わっていく必要があるでしょう。

米中の貿易摩擦に関してはどうでしょうか。貿易摩擦は深刻であり、テクノロジーセクターや国営企業、市場開放、一党独裁制、中国におけるビジネス手法などあらゆる分野に及ぶことは事実です。両者が早期に合意に至ることは想定しづらいと言えるでしょう。中国はチェスの名人ですが、今回に関しては長期戦が予想されます。ただし今回の訪問を終えて、貿易以外により大きな問題が存在する結論に至りました。

北京での最終日に、現地の資産運用者や銀行員と中国料理店で会食をする機会がありました。私以外は全て中国人で、私は目の前のお箸を取り間違えないよう、ワインではなく白湯を飲んでいました。その場で今回の調査を振り返るなか、外国人が中国という国への理解を「完成」させるためには長い時間を要するということを痛感せざるを得ませんでした。

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手数料や費用等は、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。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が、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマージング・ソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング社債戦略：年率 1.05%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.85%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜） 成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜） 成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.80%（税抜） / ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜） 成功報酬 20%

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（ダイレクト・レンディング戦略については、管理報酬その他管理事務に関する費用等が投資先外国籍リミテッド・パートナーシップにおいて）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、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