



RBC BlueBay
Asset Management

中国：グレーターベイエリア・フライングスタート、 それともターニングポイント？

リチャード・ファレル
クリストファー・エネマルケ

RBC新興国株式チーム
ポートフォリオ・マネージャー

2024年7月

「今回、景気回復が緩やかなペースで進むなかで、経営陣との対話は企業個別の経営状況や、経営陣がビジネス戦略やリターン改善のために何を行ってきたかという点に焦点を当てたものとなりました。」

今回の出張は、香港で開催された汎アジア地域のカンファレンスと、中国南部の広東省でのリサーチトリップで構成されていました。新興国株式チームにとっては、過去一年間で4回目の中国訪問となりましたが、我々2人が一緒に訪問したのはコロナ以降で初となりました。現地滞在中は、多くの企業を訪問し、市場に対するさまざまな視点や意見を交換することができました。

チームとして直近となる1月の中国訪問、またはマクロ環境が議論の中心だった昨年末の訪問と比較して、今回は、全体として中国のセンチメントは顕著に改善していると感じました。以前は、弱い経済成長と政府支援の遅れが懸念され、企業の経営陣はコロナ禍後の弱い消費環境を押し上げるための大規模な刺激策を期待していました。

今回、景気回復が緩やかなペースで進むなかで、経営陣との対話は企業個別の経営状況や、経営陣がビジネス戦略やリターン改善のために何を行ってきたかという点に焦点を当てたものとなりました。

香港は、コロナ期間とその後にかなりの人が流出したものの、今回はずっと賑やかに感じられました。会議の参加者は非常に多く、レストランや街は賑やかで、コロナ前の環境を思い起こさせました。

カンファレンスで他の投資家たちと話していると、昨年の市場低迷の一因は、政府が景気下支えのための介入を強化しなかったことに対する投資家たちの失望にあったことが明らかになりました。多くの市場参加者が、とりわけ不動産セクターに対する大規模な景気刺激策を待っていたように思われます。政府は代わりに、一部の不動産デベロッパーや都市内集落の再開発、地方インフラ、グリーンファイナンス、また再生可能エネルギーや電気自動車などの戦略的セクターを支援するための、小規模で的確な景気刺激策を数多く実施しました。

「消費全体が低迷しているにもかかわらず、人々はコロナ前よりも旅行やレジャーに多く支出しています。」

今後、中国の重要な長期的課題となるのは、債務（Debt）、デフレーション（Deflation）、デカップリング（Decoupling）、人口動態（Demographics）のいわゆる「4つのD」であると考えています。中国が成功するための課題となるのは、負債を伴う投資への依存度が高い経済成長から、より持続可能な家計消費による成長にシフトができるかどうかだと考えています。

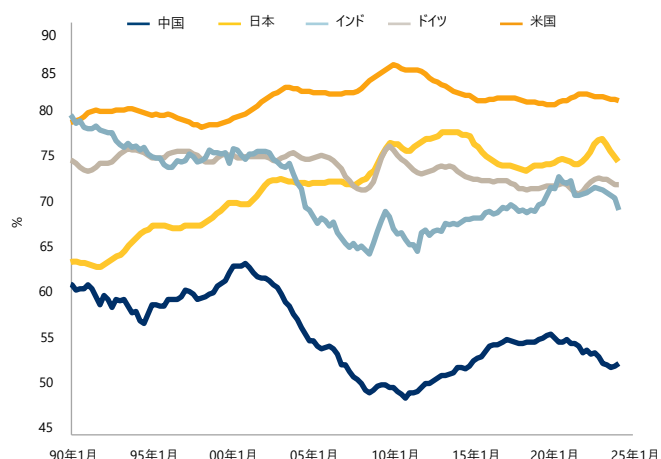
世界金融危機からコロナ禍までの期間、中国のGDPに占める消費の割合は低く推移してきました（図表1）。これは、経済全体を上回るペースで消費が成長する余地がまだ十分にあることを意味しています。大手オンライン旅行会社Trip.comの最高財務責任者（CFO）と面会した際、消費全体が低迷しているにもかかわらず、人々はコロナ前よりも旅行やレジャーへの支出を増やしているという興味深い傾向について話をしました。これは、モノよりも体験への支出が増えていることを示しており、消費関連銘柄間のパフォーマンスに乖離が見られる背景にもなっています。

不動産セクターは依然として、中国経済の中で有意な改善が見られない分野となっています。住宅販売、着工、竣工は全て低迷しています。公共セクターの住宅建設をサポートして不動産プロジェクトへの融資を増やすという政府の構想も、需要創出という点ではまだ実を結んでいません。



中国の大手食品会社である佛山市海天調味食品の醤油醸造施設の見学

図表1: 中国のGDP に占める消費の割合と他国との比較*



(出所) CLSA、オックスフォード・エコノミクス

* 消費 = 政府消費と民間消費



チャイナ・リソースズランドが所有する深圳のショッピング・センターと、同センター内の特斯拉・ショールームの訪問



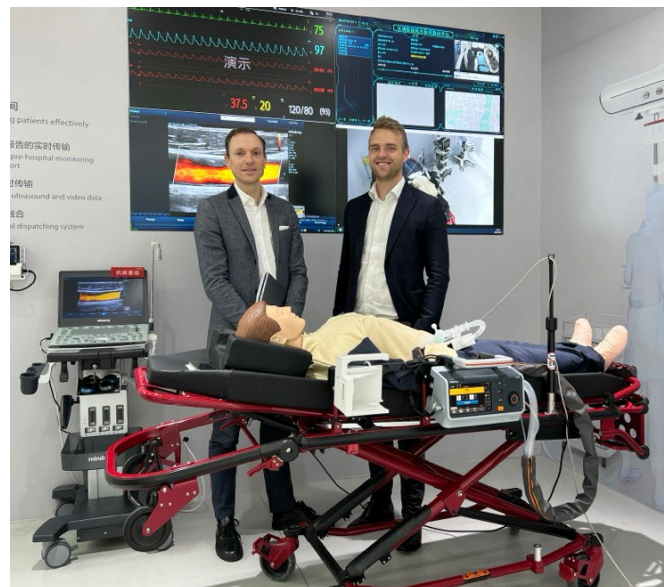


広州のDaShenLin薬局店舗見学

中国滞在中に、複数の不動産業界の専門家に話を聞きました。データからは住宅に対する需要の根強さが見られるものの、現在の流動性危機の状態においては、デベロッパーによる引き渡しが困難となるのではないかと懸念が強まっているため、新築物件の購入に頭金を差し入れることに消極的になっているようです。住宅価格は、昨年より緩やかなペースですが下落し続けています。今後、中古物件の価格が安定すれば、価格下落のために現在買い控えをしている買い手からの需要が増える可能性が高いと考えています。

中国本土での現地調査として、深センのチャイナ・リソースブランドが所有するショッピングセンターを訪問しました。ショッピングセンターやオフィスを含む投資ポートフォリオのリース・管理からの収入は、現在、同社の収入の10%以上を占めるようになり、さらに急速に成長しています¹。商業用不動産の管理は、中国ではまだ始まったばかりの産業ですが、過去20年間に築かれた膨大な数の商業用不動産を管理する必要性が高まる中、長期的には大きな可能性を秘めていると考えています。モール数は膨大ですが、質の高いマネージャーは限られているため、大きなチャンスがありそうです。

また、広州の製薬グループDaShenLinとも面談し、本社施設、物流センター、店舗を訪問しました。新興国株式チームのアソシエイト・ポートフォリオ・マネージャーであるエンジェル・スーがまとめた、新興国市場の薬局小売業界に関するレポートによれば、中国では病院の代わりにサードパーティーの薬局チェーンやオンライン医療会社から処方箋を受け取る傾向が見られています。同国の高齢化と健康意識の高まりを踏まえると、これは興味深い長期トレンドであると考えています。



患者モニタリング・医療機器メーカー-Shenzhen Mindrayの施設見学

過去2年間、中国市場においてアウトパフォームしてきた分野は、輸出企業です。不動産市場が危機に陥り、消費が弱いなかでも、輸出は非常に好調でした。中国には世界レベルのハイテク企業が複数ありますが、中国人民元が対米ドルで下落し、デフレが価格低下をもたらす中で、中国企業の競争力は高まりました。最近の低価格市場において比較的好調な業績を上げている、Shenzhen Mindrayを見学しました。同社は、病院向けの患者モニタリング、画像診断、体外診断機器を製造しており、売上の40%が国外から来ているとのこと。同社は他の新興国向けに、欧米の多国籍企業より低価格で医療システムを提供することで、世界市場シェアを獲得し続けています。

「商業用不動産の管理は、中国ではまだ始まったばかりの産業ですが、長期的には大きな可能性を秘めていると考えています。」

深センでは、Shenzhen Inovanceにも訪問しました。リフトから電気自動車、6軸の産業用ロボットまで、あらゆる産業用途向けにサーボ、インバータ、コントローラを製造しています。同社は中国におけるFA（ファクトリーオートメーション）化のテーマに深く関連づけられています。直接的な輸出は限られているものの、同社の販売先は輸出メーカーが多いことから、売上げは堅調に推移しています。同社とのミーティングでは、売上の10%以上を研究開発に投資しているほか、欧米の多国籍企業よりも安く手厚いアフターケアとともに、完全なオートメーションソリューションを提供することで、市場シェアを拡大し続けているという話を聞きました。

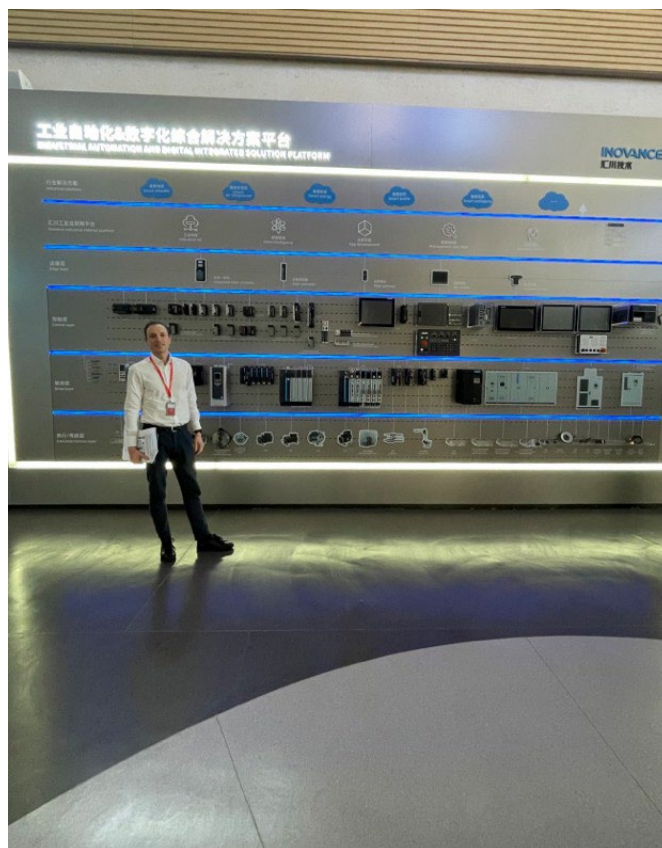
¹チャイナ・リソースブランド

今回の中国訪問を振り返ると、投資家は中国市場に対して過度に悲観的であるという印象を受けました。中国株は年初の水準から上昇しましたが、これがフライングスタートなのか、それともターニングポイントと見なすことができるのかという点に注目が集まっています。

バリュエーションは依然割安であり、多くの高収益企業が長期目線で魅力的な水準で取引されていると考えています。最近、一部の大型株が過去最高の配当や自社株買いを実施するなど、資本配分の改善がみられるようになっており、これはコーポレート・ガバナンスの改善の兆しを示している可能性があります。

中国家計の純資産の50%以上を占める不動産市場²に対する信頼が回復すれば、さらに大きなプラス材料になるでしょう。不動産市場に対する信頼は、家計部門の投資及び消費意欲を左右すると言われています。

中国は、地政学だけでなく、上述した4つのDなどの長期的な課題を抱えています。しかし、これらの課題に対して部分的にでも改善が見られれば、株式市場の上昇は安堵感による短期的なものでは終わらないと考えています。



産業オートメーションを手掛けるShenzhen Inovanceを訪問

² CLSA

執筆者

リチャード・ファレル、CFA

ポートフォリオ・マネージャー、新興国市場



RBCブルーベイ（RBCグローバル・アセット・マネジメントの北米外事業）の新興国株式チームのポートフォリオ・マネージャーで、現在は中国の研究を担当。2013年の入社以前、英国の大手資産運用会社で3年間、グローバルの新興国市場のエネルギー・素材セクターのファンダメンタル株式分析を担当。2005年に大手多国籍銀行のM&Aチームで株式アナリストとして投資業界でのキャリアをスタート。

クリストファー・エネマルケ、CFA

ポートフォリオ・マネージャー



RBCブルーベイ（RBCグローバル・アセット・マネジメントの北米外事業）のRBC新興国株式チームのポートフォリオ・マネージャーで、現在は中南米と韓国の研究を担当。RBCブルーベイ在籍中は、インド、中国、台湾も専門とする。2013年に投資アナリストとして入社する以前は、コペンハーゲンにある北欧系金融サービスグループの投資運用部門に勤務。2010年に投資業界でのキャリアをスタート。



**RBC BlueBay
Asset Management**

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

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management（UK） Limitedによって作成されたものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに再配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できると思われる情報源から編集されていますが、その正確性について保証するものではありません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したものではなく、またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見はこの資料の日付時点のものであり、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management（RBC GAM）は、カナダロイヤル銀行（RBC）のアセットマネジメント部門であり、RBCグローバルアセットマネジメント（US） Inc.（RBC GAM-US）、RBC Global Asset Management Inc、RBC Global Asset Managementが含まれます。RBC Global Asset Management（UK） Limited、およびRBC Global Asset Management（Asia） Limitedは、別個ですが、関連する企業体です。

RBC Global Asset Management（UK） Limitedは、金融行動監視機構によって認可および規制されています。

®/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.



■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。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ベンチマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プライベート戦略	
運用管理報酬（上限）	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬（上限）	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

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