



Global Asset Management
BlueBay Asset Management

なぜGDPは中国株のリターンに影響しないのか

Marketing Communication

2022年の中国の成長率は減速すると見られており、政府の成長目標である5.5%を0.5%¹程度下回る可能性があります。

同国では新型コロナウイルスの感染拡大によって行動制限が続き、経済回復の妨げとなっています。

メディアのヘッドラインや識者は、2021年第4四半期の成長率が前年比4%と、過去18か月で最も鈍化したことを強調していました。しかし、これは株式市場にとって懸案事項になるのでしょうか？

私たちはそうは思いません。

なぜGDPは株式市場に影響しないのか

これまで、GDP成長率と株式の長期パフォーマンスにはほとんど相関は見られません。市場の原動力は株式投資へのポジティブな見通しによってもたらされるもの、と私たちは考えています。

中国株式市場は相当な深度を持っており、マクロ経済に左右されず、豊富なボトムアップ投資の機会があります。その一方で、市場の改革と共に、投資家層はグローバル化されており、トップダウンでのリターンを高めることも可能となっています。

慎重な銘柄選択と綿密なデューデリジェンスは、この広大な市場を渡り歩くための鍵で、ヘッドラインの経済成長率は幅広い投資機会をほとんど示していないと言えます。

中国株のパフォーマンス・ドライバー

1. 無視できないほど大きいことによる投資機会
2. 民間企業が経済の長期的な方向性を決定していること
3. 市場へのアクセス改善
4. ESGアカウンタビリティの高まり
5. 強固な分散投資効果

中国株投資における 5つのパフォーマンス・ドライバー

1. 無視できないほど大きいことによる投資機会

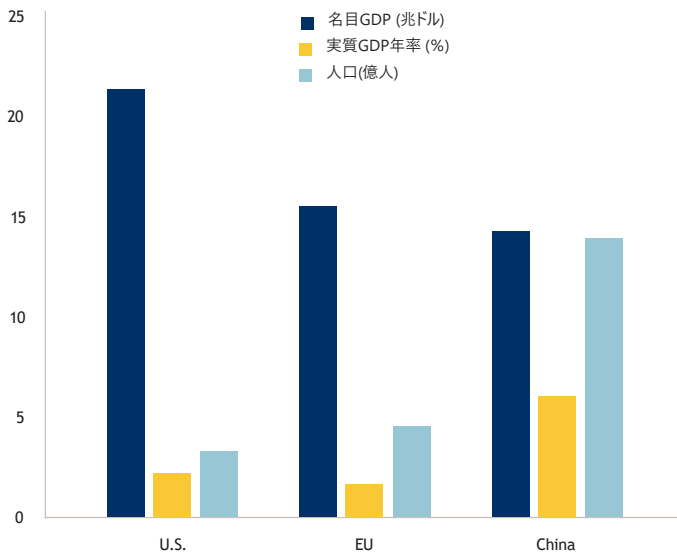
中国は世界第2位の経済大国であり、GDPベースで米国の2/3、人口は4倍超です（図1）。上場企業のユニバースも米国とほぼ同じくらいの大きさです。

中国株式市場を通じて、投資家は深さと流動性を備えた巨大な投資機会にアクセスできますが、ベンチマークでのウェイトは不十分です。将来の経済成長率を考慮しなくても、中国は現時点で世界のGDPの18%、世界の市場の時価総額の15%を占めていますが、浮動株調整後時価加重平均のMSCI ACWIインデックス上のウェイトはわずか4%に過ぎません²。

¹ Reuters, 2022年4月

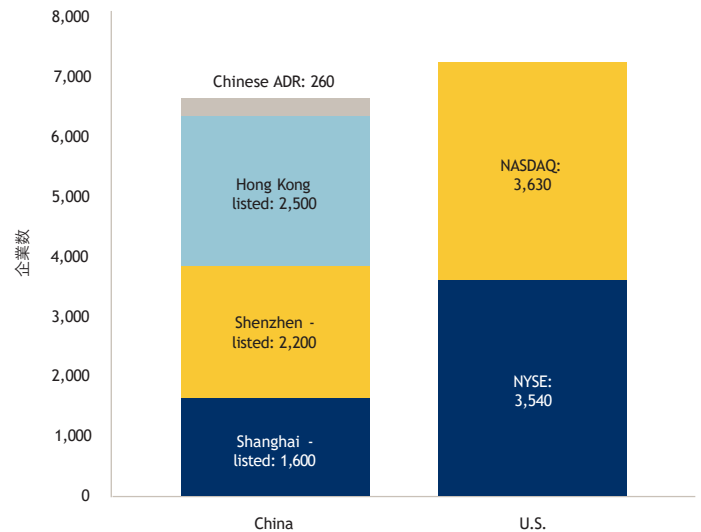
² FactSet, MSCI, IMF, World Bank, WFE, Goldman Sachs Global Investment Research, 2021年10月

図1：主要指標比較



出所：World Bank, WIND, 20 October 2021. 2019 shown as latest figures.

図2：上場企業数



出所：RBC Global Asset Management, Wind, ADVFN.com, NYSE, January 2021.
注：米上場株には中国ADRが含まれます。

2. 民間企業が経済の長期的な方向性を決定していること

これまで、中国の株価指数は国有企業に大きく偏る傾向がありました。これらの企業は通常、民間企業に比べて低収益・低成長となりがちです。国有企業と民間企業間の投資リターンの差は2010年の4.5%から2019年には6%に拡大し³、民間企業が競争上の優位性を獲得し続けていることが示されています。

このパフォーマンス格差は、株価指数の構成にも反映され始めています。2020年には、MSCIチャイナ・インデックスの上位10社のうち5社が民間企業でしたが、2008年は10社全てが国有企業でした⁴。

より最近では、民間企業への規制が投資家にとって重要なトピックとなり、テクノロジーや教育産業と並んで、注目を集めた一連の改革が不動産セクターに特に大きな打撃を与えています。しかしながら、これらの規制が株式パフォーマンスに持続的な影響を与えるとは考えておりません。

中国政府は成長を後押ししており、経済は非常に多様化しています。他の多くの先進国よりも西側諸国への輸出依存度は低下しています。中国株式市場の大きさを考えると、個々の業界の規制の変化に関係なく、質の高い銘柄を選別する機会は豊富にあると言えます。

3. 市場へのアクセス改善

過去には、中国市場は「オープン」と見なされていなかったため、投資家は中国で良い投資先を見つけることに懸念を持っていました。企業の情報開示は不十分なことがよくあり、ガバナンスにも問題がありました。

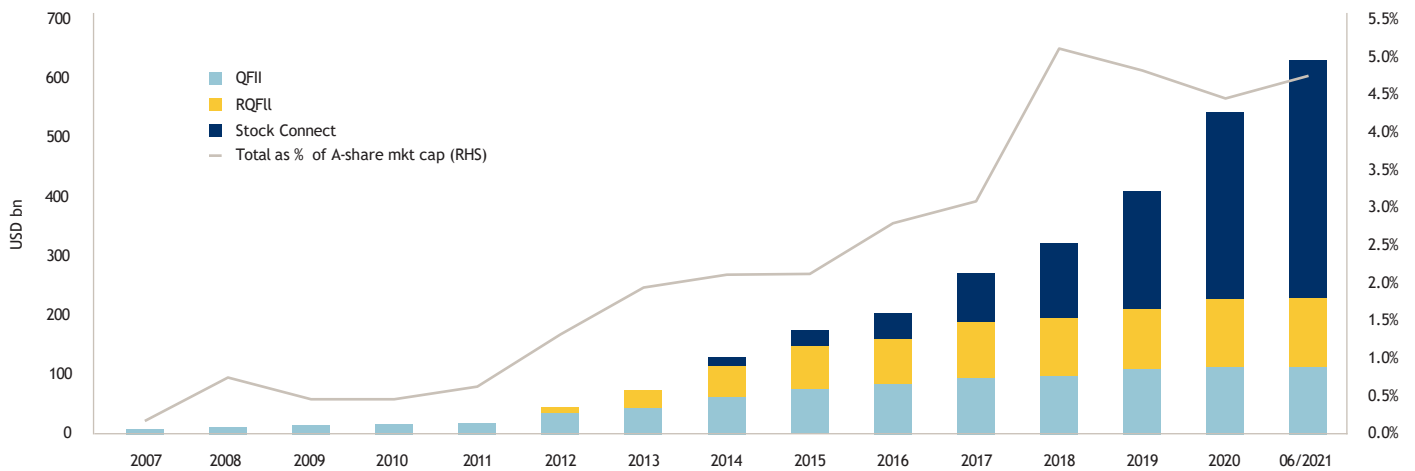
しかしながら、足元では企業がより透明性を高め、投資家のリターンを重視している兆候があります。配当性向は過去5年間で徐々に高くなっており、自社株買いも民間部門で特に増加しています。

オンショア中国株に投資するにあたっては、資金の移動が自由ではなく、売買も困難なことがこれまでは問題となってきました。2009年以前は、中国のオンショア市場（A株）にアクセスできる、いわゆる「適格海外機関投資家」（QFII）ライセンスを保有する外国ファンドはほとんどありませんでした。

2012年と2014年には、オンショア市場へのアクセスを改善するために、RQFII（人民元適格海外機関投資家）とストック・コネクットの2つのスキームが導入されました。2020年には、中央銀行がオンショア市場のQFIIを通じて外国人の所有制限を完全に撤廃し、市場へのアクセスをさらに向上させました。オンショア市場への外国人の参入はまだ少ないですが、速いペースで成長しています（図3）。

3 Bloomberg, UBS, 2020年3月
CSI 300指数における国有企業のROEは8%（含む金融）に対し民間企業は14%。
4 MSCI, 2021

図3：A株アクセスのスキームとA株時価総額に占める外国人保有割合



出所：WIND, UBS, 2021年6月30日

4. ESGアカウンタビリティ(説明責任)の高まり

中国株式市場に、より国際的なアクセスが可能になるにつれて、ESGに関する説明責任への機運が高まっています。外国人投資家は、監視体制を改めるよう、中国企業に圧力をかけています。現在、中国企業の全体的なESGプロファイルは欧米の基準を下回っていますが、改善傾向にあり、外国人投資家の存在が中国における変化の兆しになっていると考えています。

香港証券取引所は2020年初めに最初の行動を起こし、全ての上場企業に対し、取締役会によるESGリスクの検討状況と、自社のビジネスにとって重視するESG上の課題の決定プロセスを纏めるように要求しました。

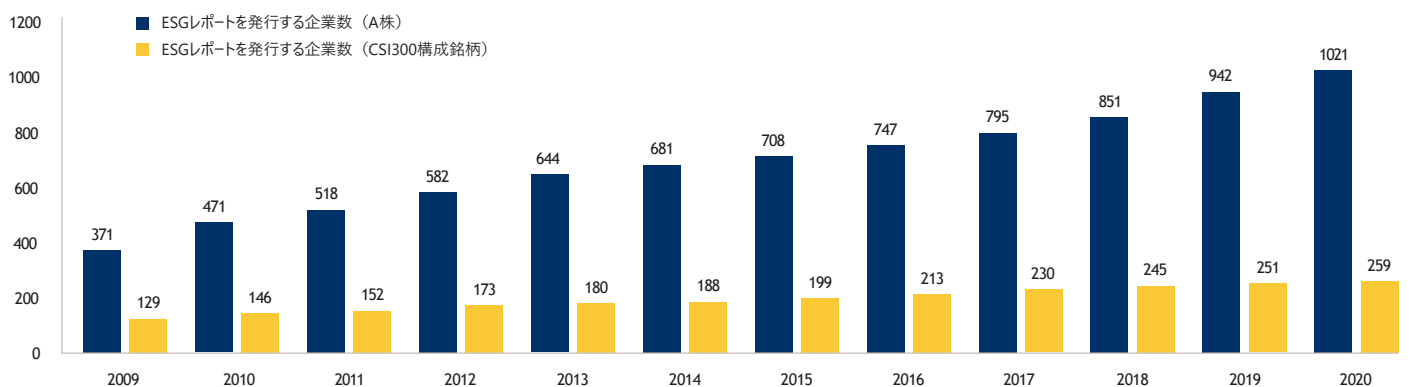
これにより、A株会社が発行する年次ESGレポートの数は、2009年の371件から2020年半ばまでに1,021件に急増しました⁵。

2022年1月には、上海証券取引所は「STAR（中国版ナスダック）」上場の全企業に年次報告書でESG情報を開示することを要求しました。より幅広いものとして、上海総合指数の構成企業は持続可能な開発計画を開示し、それが中国の「30-60」の脱炭素化目標（2030年までにCO2排出をピークアウト、2060年までにネットゼロ）にどのように繋がるのかを実証するよう求められています。

ESGへの目覚めとアカウンタビリティ機運の高まりは、投資家、社会、そして地球にとって、長期的にポジティブなことであると確信しています。

5 World Economic Forum, 2021年3月

図4：ESG情報開示が増加



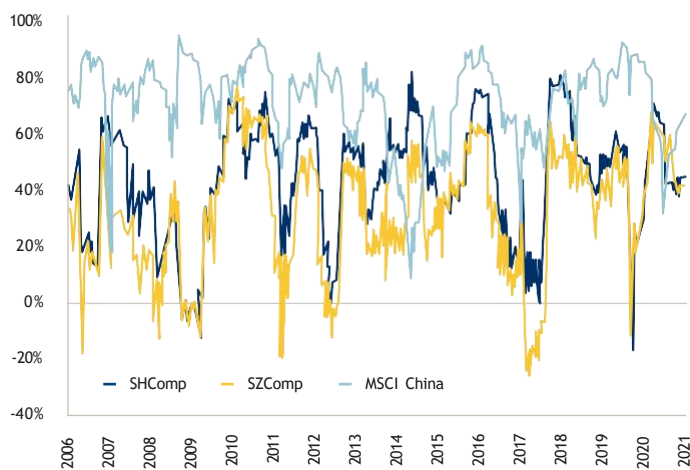
出所：Haymarket Media, 2021年4月

5. 強固な分散投資効果

主要市場の中では、中国のオンショア株式は世界の株式と最も低相関となっています。新型コロナウイルスの感染拡大で市場が大幅に下落した2020年3月でさえ、多くの世界の株式市場の相関が90%を超えて高まった時、中国のA株の相関は56%と大幅に低い状態を維持していました⁶。

グローバルなアセットアロケーターにとって、中国株の他の株式市場との相関の低さは魅力的な分散ツールになると考えています。

図5：中国株 vs. MSCI World (26週ローリング)



出所：Bloomberg, DataStream, Wind, UBS, RBC Global Asset Management, 2021年6月30日

投資を始めるにあたって

中国の将来とその経済がどのような姿になるのかについては活発な議論が続いていますが、中国株の先行きへの前向きな見方を示す兆候を確認できます。外国人投資家は少ないですが、中国経済は大きく、人口も多く、そして他の多くの地域よりも世界経済への依存度が低いという特徴があります。

分散投資と超過収益を求める投資家は、金融市場の規制緩和の進展などを確認しつつ、中国株式のエクスポージャーを増やすことを検討するのが適切と確信しております。

投資のリスクを考えた時、中国市場のボラティリティを見逃してはいませんが、これを管理することは可能です。

その最良の方法は、優れた銘柄選択の実績を持ち、規律あるリスク管理アプローチを備えたアクティブマネージャーを介して投資し、この問題に前もって対処することだと考えています。

超過収益の源泉に長期的な一貫性があるか、上昇相場でも下落相場でも超過収益を獲得できているか、そしてESGに関してインハウスの専門家を擁し、中国株の投資機会を最大化するデューデリジェンスができるか、といった観点を確認する必要があると考えています。

⁶ MSCI.

執筆

Siguo Chen

ポートフォリオ・マネジャー

RBC Asian Equity, RBC Global Asset Management (Asia) Limited



RBCGAMアジア株チームのポートフォリオ・マネジャー

同チームの中国株戦略のリード・マネジャーであり、専門はヘルスケアセクター。2017年にRBCGAMに入社する前は、グローバル投資銀行にて香港・中国の消費関連株のセルサイド・アナリストを担当。2012年より投資業界に従事。

HEC Paris・金融修士(2012)

北京航空航天大学・応用数学学士(2010)

This document is provided by RBC Global Asset Management (RBC GAM) for informational purposes only and may not be reproduced, distributed or published without the written consent of RBC GAM or its affiliated entities listed herein. This document does not constitute an offer or a solicitation to buy or to sell any security, product or service in any jurisdiction; nor is it intended to provide investment, financial, legal, accounting, tax, or other advice and such information should not be relied or acted upon for providing such advice. This document is not available for distribution to investors in jurisdictions where such distribution would be prohibited.

RBC GAM is the asset management division of Royal Bank of Canada (RBC) which includes RBC Global Asset Management Inc., RBC Global Asset Management (U.S.) Inc., RBC Global Asset Management (UK) Limited, RBC Global Asset Management (Asia) Limited, and BlueBay Asset Management LLP, which are separate, but affiliated subsidiaries of RBC.

In Canada, this document is provided by RBC Global Asset Management Inc. (including PH&N Institutional) which is regulated by each provincial and territorial securities commission with which it is registered. In the United States, this document is provided by RBC Global Asset Management (U.S.) Inc., a federally registered investment adviser. In Europe this document is provided by RBC Global Asset Management (UK) Limited, which is authorised and regulated by the UK Financial Conduct Authority. In Asia, this document is provided by RBC Global Asset Management (Asia) Limited, which is registered with the Securities and Futures Commission (SFC) in Hong Kong.

Additional information about RBC GAM, Prospectus and Key Investor Information may be found at www.rbcgam.com.

This document has not been reviewed by, and is not registered with any securities or other regulatory authority, and may, where appropriate and permissible, be distributed to institutional investors by the above-listed entities in their respective jurisdictions.

Any investment and economic outlook information contained in this document has been compiled by RBC GAM from various sources. Information obtained from third parties is believed to be reliable, but no representation or warranty, express or implied, is made by RBC GAM, its affiliates or any other person as to its accuracy, completeness or correctness. RBC GAM and its affiliates assume no responsibility for any errors or omissions.

Opinions contained herein reflect the judgment and thought leadership of RBC GAM and are subject to change at any time. Such opinions are for informational purposes only and are not intended to be investment or financial advice and should not be relied or acted upon for providing such advice. RBC GAM does not undertake any obligation or responsibility to update such opinions.

RBC GAM reserves the right at any time and without notice to change, amend or cease publication of this information.

Past performance is not indicative of future results. With all investments there is a risk of loss of all or a portion of the amount invested. Where return estimates are shown, these are provided for illustrative purposes only and should not be construed as a prediction of returns; actual returns may be higher or lower than those shown and may vary substantially, especially over shorter time periods. It is not possible to invest directly in an index.

Some of the statements contained in this document may be considered forward-looking statements which provide current expectations or forecasts of future results or events. Forward-looking statements are not guarantees of future performance or events and involve risks and uncertainties. Do not place undue reliance on these statements because actual results or events may differ materially from those described in such forward-looking statements as a result of various factors. Before making any investment decisions, we encourage you to consider all relevant factors carefully.

* / TM Trademark(s) of Royal Bank of Canada. Used under licence.

© RBC Global Asset Management Inc., 2022

Publication date: May 2022

GUKM/22/101/MAY23/A

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

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

【ご注意】本資料はRBC Global Asset Management (UK) Limitedが提供する情報を元にその関連会社である当社が編集したものです。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、当社による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。



Global Asset Management
BlueBay Asset Management