



中国 – 中国経済はまだ様子見?

リチャード・ファレル
新興国株式チーム
ポートフォリオ・マネジャー

ジェームズ・ベイトソン
シニア・ポートフォリオ・エンジニア

2026年2月

「米国と同じように、この力強いパフォーマンスは主にテクノロジーセクターとインターネット消費関連株によって牽引されました。」

経験豊富なブローカーの一人がかつて述べていたように、「中国は大きな国」と言えるでしょう。この発言は時の試練に耐えてきましたが、その一方で奥深い二面性を浮き彫りにしつつあります。この国の規模は、長らく構造的なコスト優位性の源泉でしたが、今では過剰投資と供給過多を伴う逆風となりつつあるということです。

この規模は、港珠澳大橋（香港、珠海、マカオを結ぶ橋）が香港国際空港まで伸びていることを見て、すぐに明らかになりました。私たちは何度も、この世界最長の橋トンネル海上横断路には「エッフェル塔60基分の鉄鋼」が使われていると聞きました。これは「一国二制度」の枠組みの下でグレーターベイエリアの統合が進んでいることを示す好例と言えます。これは、相変わらず経済成長が国家主導の投資に依存していることを表しているのかもしれません。また同時に、ここ数年頑固に続いているデフレの根本的な原因にもなっています。

このようなデフレ環境にもかかわらず、株式市場は2025年に非常に好調で、米ドルベースで28%上昇し、2024年1月22日の安値から70%以上上昇しました。米国と同じように、この力強いパフォーマンスは主にテクノロジーセクターとインターネット消費関連株によって牽引されました。2025年1月にDeepSeekのオープンソースAIモデルがリリースされたことが2025年の市場に火をつけ、投資家は、中国がAI能力において米国にそれほど遅れをとっておらず、また、エネルギー価格が低いことで大きなコスト優位性があることに気づきました。

深圳 / 広州

深圳が最初の訪問地です。約1,800万人が暮らす一級都市である深圳は、しばしば中国版シリコンバレーと呼ばれています。この都市のテクノロジーへの注力と起業家精神は複数の面で明らかですが、おそらく最も顕著なのは電気自動車（EV）インフラの規模でしょう。人口100万人当たりの公共充電ステーション密度で深圳が世界最高であると言われた時にも、それほど驚きはありませんでした。

訪問中何度も、この都市が夜間や週末におけるレジャー目的で香港居住者を魅了し続けていると聞きました。商品やサービスがしばしば半額以下で見つかる場所だからです。

ここでの企業訪問は広東省全域にわたり、深圳、仏山、広州といった都市に及び、そして分野としては家電、再生可能エネルギー、ヘルスケアなどのセクターに及びました。ロボティクスというホットな話題が、複数のミーティングで共通のテーマとして急速に浮上しました。

この省の起業家精神は明らかでした。それは、1992年の鄧小平氏の「南巡講話」の後、1990年代初頭に最初に市場ベースの改革を実施した、非常にビジネス寄りで低税率の地方政府によって支えられています。この企業はEV、ロボティクス、バッテリーなどの新産業における中央政府の目標に迅速に対応しており、中国のグローバルチャンピオン企業の多くがこの地域から生まれています。迅速な執行能力により、グローバル企業は関税政策に素早く適応し、生産を海外に移転させ、自社のロボット技術を使って世界各国の生産拠点で自動化を進めることで、上昇する人件費に対応することができました。かつて沿岸の村々を世界の工場に変えたのと同じ起業家精神と適応力が、今日このノウハウを海外に持ち出しています。



中国の色鮮やかな赤い提灯は、何世紀にもわたって、芸術家、歴史家、旅行者、地元の人々にインスピレーションを与えてきました。

北京

次の訪問地は中国の首都、北京です。この都市の外観と雰囲気は深圳とは全く異なり、政治的かつ軍事的な力が明確に示されており、古い中国を彷彿とさせます。都市としての規模は相変わらず巨大ですが、南部のようなガラスと鉄鋼の高層ビルではなく、低層のコンクリート建築が主体です。ここでは4社と面談し、対象は高級品、通信機器、不動産、ITなどの業界に及びました。グローバル市場での成長は、私たちが話を聞いたほとんどの経営陣に共通したテーマであり、その成長への野心は、中国をかつての高い水準へ回復させること、そして世界における歴史的な地位を再び示すという考えを強調したものであると感じました。過去2500年にわたる複数の中国王朝の経済力は、中国本土では忘れられておらず、次の目的地でそのことを思い起こさせられました。

「この企業はEV、ロボティクス、バッテリーなどの新産業における中央政府の目標に迅速に対応しています。」



ロボティクスはミーティングにおける主要なテーマでした。

それは、投資分野においては、高級ジュエリーブランドなどの中国の伝統ブランドの台頭として現れています。裕福な若い世代におけるこうしたブランドの人気の高まりは、国内の高級ブランドが多国籍企業から市場シェアを獲得し続けていることを示しています。高級品の消費は、コロナ禍後の全体的なセンチメント低迷の中においても比較的回復しています。

実際、消費者マインドの弱さはこの観察を通じて一貫したテーマであり、不動産価格の下落がその主な要因とされました。私たちは中国の大手不動産情報掲載プラットフォームおよび不動産仲介会社と面談し、不動産市場に関する最新情報を入手しました。2024年の中央政府の景気刺激策の後、不動産価格と取引量は年末にかけて安定したように見えましたが、2025年には価格も取引量も低下し続けました。中間層の資産の大部分が不動産として蓄えられていることを考えると、消費者マインドが持続的に改善するためには、住宅市場が本当に安定する必要があります。

「2024年の中央政府の景気刺激策の後、不動産価格と取引量は年末にかけて安定したように見えましたが、2025年には価格も取引量も低下し続けました。」

前向きな話題として、エアコン、スマートフォン、そして最近ではEVまでを手がける中国のテクノロジー大手との面談があげられます。今年初めの発売以来、市場を驚かせている同社の新型SUVを試乗することができました。35,000米ドル相当からという価格に対して、この車両の品質、性能、自動運転機能は魅力的であり、EV分野における中国の世界的なリーダーシップを裏付けています。



新しく発売された主力SUVに試乗しました。

西安

北京から西安まで2時間強のフライトでした。西安は中国四大古都の一つで、唐や秦が最も有名ですが、他にも複数の王朝が首都を置いていました。西安空港へのアプローチは秦嶺山脈の上を越える美しいもので、「山高く皇帝は遠し」という諺を思い起こさせます。この諺は、北京から離れるにつれて中央の権力が弱まるることを適切に表現しています。エマージング市場の規律ある投資家にとって、国家介入は抑制すべき主要なリスクであり続けていることから、隠喩的に文字通りにも、私たちとしては遠ざけておきたいリスクです。

中国の太陽光発電産業の多くが本拠地とするこの地域は、政府介入に慣れており、1990年代後半から支援政策と潤沢な補助金を享受してきました。しかし、今日の注目の話題はAIです。いいえ、人工知能のAIではありません。それは、反内巻（Anti-Involution）のAIです。2025年初頭、中央政府は、過度な国内競争と、それによって生じる過剰生産能力や価格競争を対象としたキャンペーンを開始しました。中国の太陽光発電セクターの生産能力は肥大化しており、国内外の需要を大幅に上回り、その結果、このセクターの企業の収益は損なわれています。



中国の多くの寺院は、仏教の重要な遺産と文化となっています。



兵馬俑は、中国初代皇帝である秦の始皇帝の陵墓に副葬するために作されました。

この過剰生産能力の最も顕著な例は、相変わらず不動産市場となっています。住宅用不動産資産の損失額は減少を続けていますが、私たちが話を聞いたほぼすべての現地の人々にとって、この話題は暗いものだったようです。

滞在中、私たちはもう一つの壮大なスケールの観光名所を訪れました。秦の始皇帝時代の広大な兵馬俑は、紀元前200年頃にまで遡りますが、1974年になってようやく農民により発掘されました。ここで、投資とのシンプルな類似性が見つかります。それは、最も偉大な発見は、他の人が掘るのをやめた時に行われる可能性があるということです。今日の中国は、（少なくとも海外投資家によって）ほぼ見捨てられているような状況にありますが、その下には有望な投資機会が眠っていると考えられます。

杭州/上海

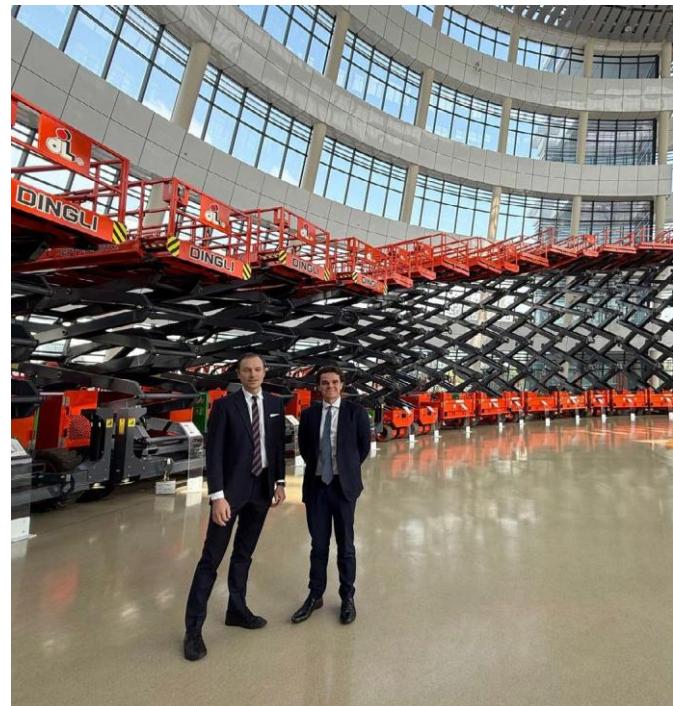
最後から2番目の訪問先に到着すると、不動産の供給過剰を明らかに示す現象を目撃しました。現地時間の午後7時頃に着陸した際、杭州空港周辺の膨大な数のマンション群の照明が驚くほど不足していることに気づきました。このような活気のある都市で早めの就寝が一般的なはずはありません。

長江デルタでの1日では、3つの新たな活動的な企業を目の当たりにしました。それらは全く異なる分野の企業です。きわめて正確に毎日複数の店舗をオープンさせているミルクティー帝国、受注残がかなり伸びている高所作業車のチャンピオン、そして腫瘍への革新的なアプローチによって豊富な新薬開発パイプラインを有する特殊医薬品のリーダーです。業種は異なりますが、同じ地域で、同じような起業家精神の活力を感じました。

香港へのフライト中に全国紙の記事を読むと、反内巣キャンペーンに関する強気な見方が概説されていました。供給過剰という不運から、より強い企業という幸運を生み出すというものです。あるいは諺が示すように、「塞翁が馬」ということです。この記事は、その好例として、教育セクターがかつて規制強化によって壊滅的な打撃を受けたものの、よりスリムになり、成長の加速と収益改善の兆しを見せ始めていることに言及していました。

香港

最終訪問地として香港に戻り、中国で最も縁起の良い数字である8を上手に表すルートマップを完成させました。同国にとって良い縁起となるでしょうか？ただ時間のみが答えをくれるでしょう。香港では、ムードはかなり明るく、IPO予定一覧にそれが反映されています。進行中のIPO申請数は2025年8月末には240件でしたが、10月末時点では320件を超えました。その大半は二重上場を目指す中国本土の企業ですが、ユニコーン企業もあります。

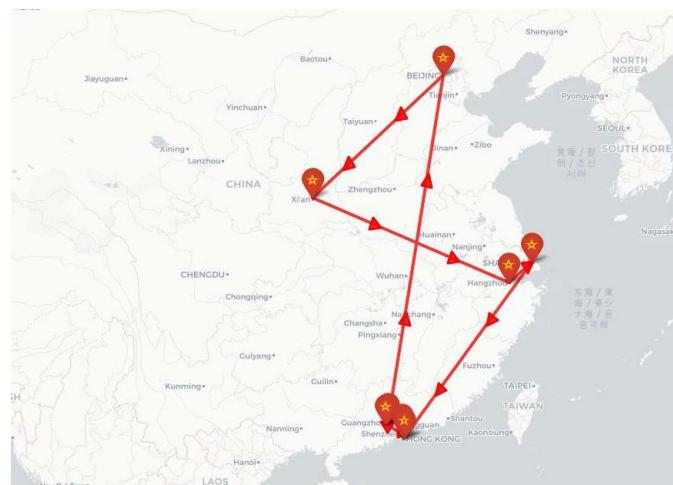


長江デルタ地域では生産性が高いです。

私たちが参加したカンファレンスにおける共通の議題はロボティクスでした。このサプライチェーンに関わる企業は2025年を通じて素晴らしい市場リターンを享受しました。私たちは、320社を超えるIPO申請企業の一つであり、市場からの資金を活用してロボティクスにおける高度な知的判断力の開発に注力しようとしている企業の経営陣と話をしました。ロボットの到来は「もし」ではなく「いつ」という問題のようです。

中国本土との格差は住宅用不動産市場において最も顕著でした。報道によると、マンション価格は再び上昇しているとされており、地元住民のムードは明るいと言えるでしょう。そして、最も重要なのは、以前は慎重だったデベロッパーが土地の入札に戻ってきていることです。

明るいムードにもかかわらず、グローバルな海外株式投資家はまだ完全に市場には戻っていないようで、今回の上昇相場は、国内投資家が大部分の貢献をしていることを示唆しています。



数字の8は中国では繁栄と幸運のシンボルです。

まとめ

香港を離れるにあたり、今回の訪問の主な成果を振り返りました。中国本土でのミーティング全体を通じて支配的なテーマは、供給過剰、デフレ、消費低迷でした。補助金が過剰生産能力を助長し、過当競争が多く企業の価格決定力を損なってきたことは疑いの余地がほとんどありませんが、現地でのミーティングは、中国の技術的優位性と中長期的な発展に関する私たちのポジティブな見方を裏付けるものでした。国内市場で優位性を築き、国家の関与が限定的なセクターで事業を展開している企業は、製品の品質とサービスに注力することで頭角を現しつつあります。いくつかの分野、特にテクノロジー、資本財、ヘルスケア分野については、投資検討のための材料を得ることができました。

しかしながら、この地域への投資に対するアプローチは、より慎重であることが求められます。私たちは、非効率な資産クラスにおけるアクティブ運用の優位性を一貫して強調してきましたが、新興国市場はその代表的な例です。この地域への訪問は、この見方をさらに強固なものにしました。中国ほど、厳格なボトムアップのアクティブ運用が不可欠な市場はほとんどありません。市場全体に対する疑問が広がっている一方で、投資候補となりうる世界水準の高リターン企業は豊富に存在します。私たちのような銘柄選択を行う投資家にとって、中国は依然として魅力的な市場です。

執筆者

リチャード・ファレル

ポートフォリオ・マネジャー

2012年にCFA取得。2009年に英国Cass Business SchoolにてMSc (インベストメント・マネジメント) 取得。2005年に英国キングス・カレッジ・ロンドンにてBSc (ビジネスおよび金融) 取得。



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以外の事業）の新興国株式チームのポートフォリオ・マネジャーで、現在は中国のリサーチを担当しています。2013年の入社以前、英国の資産運用会社であるAviva Investors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HSBCのM&Aチームでアナリストとして投資業界でのキャリアをスタートさせました。

ジェームズ・ベイトソン

シニア・ポートフォリオ・エンジニア

2017年に英国ブリストル大学にてMsci (地理学、定量的調査手法) 取得。



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以外の事業）の新興国株式チームのシニア・ポートフォリオ・エンジニアで、チームのデータ分析、ポートフォリオ構築、リスク管理能力の強化を担当しています。2017年にグラデュエート・ローテーション・プログラムでRBCに入社し、投資業界でのキャリアをスタートさせました。2年間のプログラムを通じて、RBCウェルス・マネジメント、ブルーベイ債券チーム、RBCグローバル株式チームでのローテーションを経験し、2019年に現在のチームに加わりました。



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 (Royal Bank of Canada (RBC)) の資産運用部門であり、RBC Global Asset Management (U.S.) Inc. (RBC GAM-US)、RBC Global Asset Management Inc. (RBC GAM Inc.)、RBC Global Asset Management (UK) Limited (RBC GAM - UK)、RBC Global Asset Management (Asia) Limited (RBC GAM - Asia)、および RBC Indigo Asset Management Inc.を含みます。これらは、別会社ですがRBCの関連法人です。

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

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



RBC BlueBay
Asset Management

■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のようになります。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になります。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ヘンチマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	フライヘート戦略	
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ございませんのでご注意下さい。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、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