

“大”中国の一抔の問題

「社会主義と市場経済の間に根本的矛盾はない。問題は如何にして生産性をより効果的に向上させるかである。計画経済と市場経済を組み合わせれば、生産力を向上し、経済成長の加速が可能になる」

鄧小平（中華人民共和国第2代指導者）1985年10月

中国市場の夏

前回レポートにて、ポートフォリオのリスク調整後リターンの向上の可能性から、弊社は、中国株式に特化した投資配分の設定を推奨した。その後、中国政府は、独占禁止法、データセキュリティ、および、民間教育といった分野において、多くの規制措置を発表した。

- タクシー配車アプリを運営する滴滴出行（DiDi）は、規制当局の承認を得ない海外上場が問題視され、事業活動が大幅に制限されることになった。
- 教育分野の改革では、家庭教師会社を非営利団体に転換させることで、投資家が得られるはずだった将来の利益を奪い、セクター全体を没収するような効果をもたらした。
- 大手ハイテク企業であるテンセントは、音楽配信事業における独占禁止法への抵触、ならびに、国営メディアによる同社のゲーム事業に対する規制措置の可能性を示唆する強い表現の記事の掲載によって、大きな打撃を受けた。
- 電子商取引プラットフォームの美团は、独占禁止法違反の訴訟、および、フード・デリバリー配達員の賃金や福利厚生改善に関する政府ガイドラインの導入による影響を受けた。

2021年7月の中国株式市場は、こうした出来事の影響もあり、大きく混乱した¹。図1に示すように、中国オンショア市場の下落が相対的に小幅にとどまった一方、オフショア株式は大幅に下落した。この結果、中国株全体の7月のパフォーマンスは、前年、新型コロナウイルスの影響が深刻化した以来、最悪のものとなり、ハイテク、民間教育、および、フード・デリバリーといった、規制措置の影響を受けるセクターの企業を中心に大幅な下落となった。一方、図2に示す通り、ハイテク製造業や電気自動車など、中国政府が好意的に見ていると思われるセクターの企業は、堅調な推移となった。

同時に、米国および西側諸国と中国との関係悪化、米国における中国企業のブラックリスト掲載、米国と西側諸国の中国による悪意のあるサイバー活動への非難等が、中国企業の海外上場を制限することになった。また、米国のアフガニスタンか

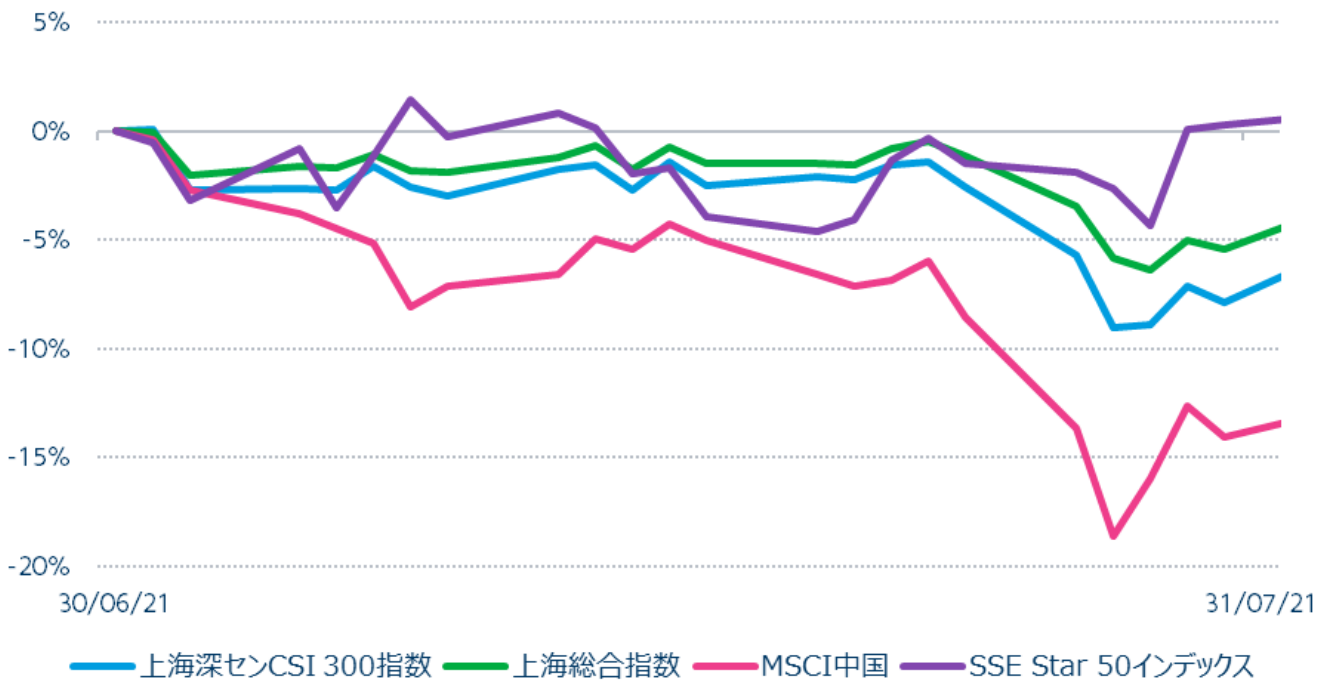
¹スプレッド縮小の継続、および、新型コロナウイルス関連規制の再強化による中国経済の成長鈍化への懸念なども、市場心理を悪化させる要因となった。

らの撤退とそれに続くアフガニスタン政府の崩壊について、米国が遠く離れた同盟国のために軍隊を派遣する姿勢が弱まっていることの表れであると解釈された場合、中国は台湾の再統合に向けた決意を強めるだろう。

これらの事象を受けて、投資家の間では、中国への投資の危険性が改めて指摘されている。中国の地政学的問題は、依然としてテール・リスクの塊であり、すぐに解決する問題ではない。今回影響を受けたセクターに対する規制強化の動きは、中国政府による最近の公式発表および規制当局の行動から想定できる部分も一部あったものの、メッセージの曖昧さから推測が難しかったと言える。従って、今回の強引な規制強化は、中国のトップダウンの影響力、ならびに、今後の規制強化の影響を受ける可能性のある分野（ヘルスケアなど）における長期的な収益に対するリスクを想定させるものであり、投資する際には、このような複雑な状況に適切に対応できる運用マネージャーを採用する必要があると考える。

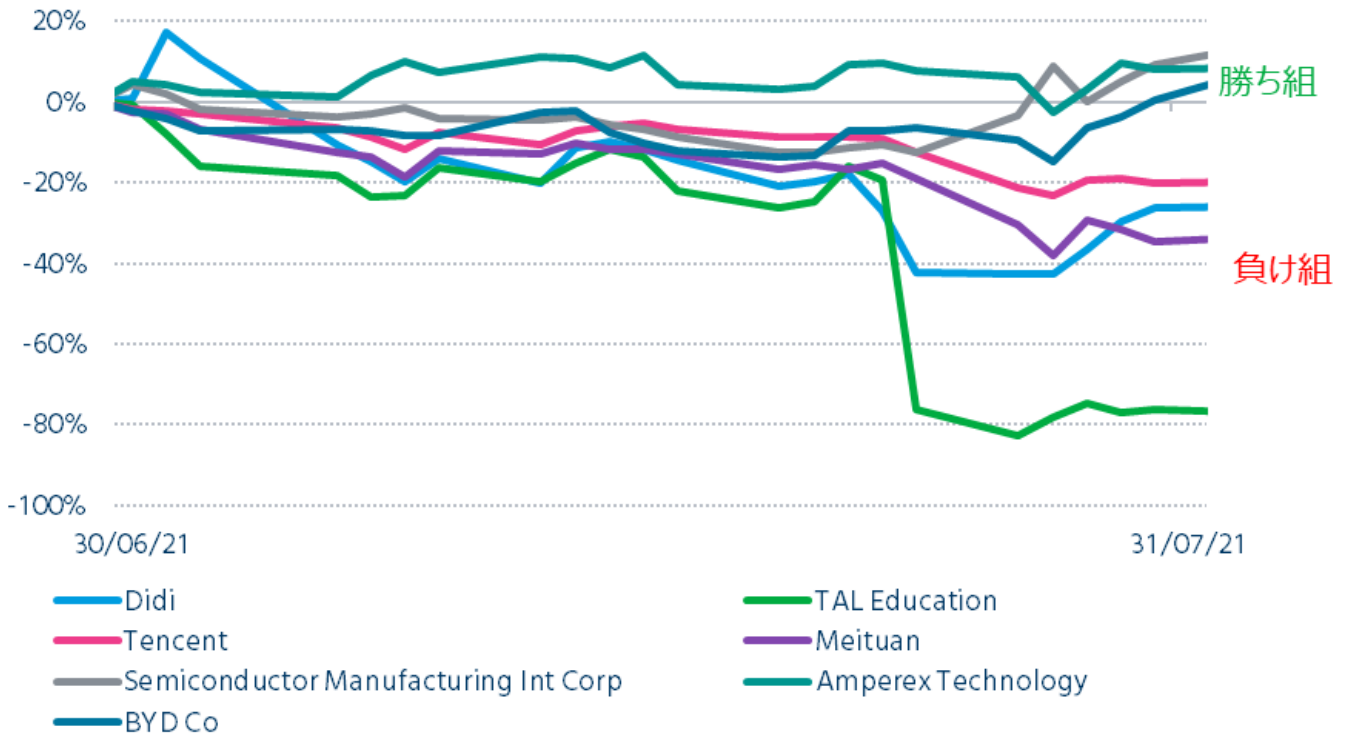
同様に、ハイテクに強いオフショア株式の下落幅が、オンショア株式よりもはるかに大きかったという事実は、中国の株式市場において可能な限り幅広いエクスポージャーを獲得する重要性を示している。

図 1 : 中国株式インデックスのパフォーマンス



出所：ブルームバーグ。2021年7月31日現在

図 2 : 規制の影響を受けた中国企業のパフォーマンス



出所：ブルームバーグ。2021年7月31日現在

個別銘柄選択の重要性

これらの規制措置は、これまでの市場自由化の流れが転換したと解釈することもできる。習近平国家主席は、就任早々、前任者である胡錦濤氏の集団指導体制とは対照的に、自らすべての重要な委員会のトップを務め、国家主席の任期を無期限に延長することで、対抗勢力を粛清し、権力を強化してきた。習近平国家主席によるトップダウンの指導スタイルと自由企業の衝突は時間の問題であり、何らかの対策が必要な状況だった。

しかし、弊社は、これらの規制の主な目的が、中国の次なる経済発展の達成にあると考えている。中国の政策立案者は、2035年までに一人当たりGDPを2倍にするという目標を掲げている。この経済発展において、中国は(1)双循環戦略

(国内循環および国際循環の二つの循環)²、(2)国内イノベーション、(3)生産性の向上、(4)人口増加、という4点の戦略的な優先事項の改善に軸足を置いている。

この目標を達成するために、中国政府は、必要性の低い消費を促す分野から、より自立した国となるために必要な分野へと、資本や労働力を積極的に転換しようとしている。例えば、インターネット関連の銘柄は打撃を受けている一方、先進的な製造業、国内消費者のニーズに応えるブランド、および、革新的なバイオテクノロジー企業など、中国政府の考える優先事項に準じた経営を行う企業は、むしろ規制から恩恵を受けている。

中国では、過去20年間の急速な経済成長により、不均衡が生じている分野があり、政府は経済の変革を促進するべく、そうした不均衡の是正が必要であるとも考えている。今回の政府の規制措置は、(1)住宅価格の高騰、(2)教育費の高騰、(3)反競争的な市場慣行、といった主要な懸念事項への対処を目的としており、対象となったのが不動産、民間教育、ならびに、テクノロジーの分野だった。

これらの中国の政策アプローチは、中国の国家主導モデルを反映しているため、欧米の典型的なアプローチとは大きく異なる。中国では、同規模の規制導入によって、過去に何度も民間企業活動の方向性を規定し、国有企業の大規模リストラを断行してきた。最も顕著だったのは、中国株式市場の規模がまだ小さく、国際的な注目度も低かった1990年代初頭に行われた改革であろう。その後、新しい枠組みや変化する規制環境に適応しながら、民間企業は繁栄してきた。弊社は、一定の調整期間の後に、今回も中国の経済変革において民間企業が主導的な役割を果たすと考えている。例えば、民間教育の場合、企業は幼稚園児から高校生までの家庭教師市場に比べて、規模は大きいものの発展が遅れている職業訓練市場での機会に注目する必要がある。時代遅れの暗記学習モデルを定着させるのではなく、より実質的に役に立つスキルを育成することで、長期的な生産性の向上が促されると考えている。³

一方、他の市場でも程度の差こそあれ、政策の優先順位が、短期的に株主の利益と一致するとは限らない点に留意する必要がある。中国政府は、民間企業が何をどのように生産するかまで管理しようとしている。これは、消費者の嗜好が突然変化することと同じような影響をもたらす。企業は、消費者が買いたいものを提供するために適応しなければならず、中国の場合、政府が企業の生産活動に大きく関与している。しかし、これは欧米諸国が、肥満、アルコール依存症、および、ギャンブルといった分野で企業活動を抑制しようとするのと原理的には同じであり、独占禁止法は100年以上も前から存在している。企業がどこで活動しようと、消費者の嗜好の変化や政府の動きから常に影響を受け、それらは時に連動している。将来を

²国内需要を拡大し、革新的な技術の開発を促進し、長期的な経済発展に不可欠な商品(半導体等)やサービスの輸入依存度を下げている。最重要とするセクター以外では、貿易および外国投資に対して開かれた状態を継続している。

³ CNBC. “China’s Education Crackdown Will Be Beneficial in the Long Run, Says Consultancy Oliver Wyman,” August 1, 2021. Available at <https://www.cnbc.com/video/2021/08/02/china-education-crackdown-will-be-beneficial-in-long-run-oliver-wyman.html>.

見据えたリーダーシップを発揮する企業は、新型コロナウイルス関連の規制、デジタル・コマースへの移行、小売製品のサステナビリティ向上に対する消費者の要求、および、新技術への取り組みなど、状況の変化に柔軟に対応できている。

政府による自由市場および個人の選択への干渉には原則的に反対意見があるものの、このように的を絞った規制措置は、必ずしも中国政府が民間企業全体を抑制していることを意味しない、と弊社では考えている。中国の政策立案者は、民間企業が今後数十年にわたって技術革新、生産性、富の創出、および、雇用の創出を推進する重要なエンジンとなることを十分に認識している。民間企業の全面的な取り締まりは、中国の長期的な政策目標とは必ずしも一致しないだろう。

中国証券監督管理委員会は、2021年7月初旬の株式市場の下落を受けて、各国主要銀行と会合を開き、公式に規制措置の目的および対象を発表した⁴。同様のメッセージは、中国の公的機関である新華社通信を通じても発信された。当然、公式発表だけをもって、中国株式市場への懸念を払しょくすることはできないものの、これらの発表は、中国の意図が経済における民間企業の役割を根本的に変えるものではないという、慎重かつ楽観的な見解の裏付けとなる。中国の規制環境は、特に規制の枠組みがまだ形成されていない比較的新しい経済分野を中心に、今後も継続的に変化する一方、中国が依然としてビジネスに開かれた国である、と弊社は考えている。

金融デカップリングの現状

地政学的な状況が悪化する中、米中両国は金融デカップリングを加速させている⁵。米国証券取引委員会は、中国企業が米国で上場する際の情報開示義務を強化し⁶、中国の規制当局は、海外での上場を目指す企業の情報開示基準を引き上げた。米国の開示要求は、企業が必要な情報を共有することを禁止しており、中国の法律と相反する内容となっている。悪質なサイバー活動に関連して米国が中国を非難していることや、緊迫する台湾情勢を鑑みると、両国の和解の可能性は低いと思われる。米国議会は、実際に中国企業の上場廃止の促進を目論んでおり、⁷金融デカップリングが加速する中、海

⁴ブルームバーグ。“China Convenes Banks in Bid to Restal Calm After Stock Rout”, July 28, 2021. Available at <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-07-28/china-convenes-banks-in-bid-to-restore-market-calm-after-rout?sref=69A1tQL7>.

⁵これは、経済的なデカップリング、つまり貿易や統合されたサプライチェーンとは異なる。経済統合も停滞しているものの、完全なデカップリングには両国の相互依存関係が大きすぎる。両国間の継続的かつ互恵的な経済関係からポートフォリオレベルで利益を得るためには、金融デカップリング下において米中両国に直接的なエクスポージャーが必要になるだろう。

⁶米国証券取引委員会（US Securities and Exchange Commission）。“Statement on Investor Protection Related to Recent Developments in China,” July 30, 2021. Available at <https://www.sec.gov/news/public-statement/gensler-2021-07-30>.

⁷ジョン・ケネディ（米国ルイジアナ州選出上院議員）、プレスリリース。“Senate Passes Kennedy Bill to Strengthen America’s Protection Against Fraudulent Foreign Companies,” June 22, 2021. Available at <https://www.kennedy.senate.gov/public/press-releases?id=0B06BCEF-0558-4092-8837-6BE4D41B2925>.

外上場企業を通じた中国エクスポージャーの獲得機会が失われつつあることから、世界第 2 位の経済大国への直接的な投資配分を確保する重要性はかつてないほど高まっている。

戦略的に問題はなく、バリュエーションはより魅力的に

これまで中国の政策担当者は、医療制度改革、フィンテック産業の規制、過熱する不動産市場の抑制、および、家庭教師の規制についての重要性を強調してきた。しかし、より効果的な伝え方があったのではないだろうか。今回の規制措置の厳しさ、特に民間教育の禁止とまではいかないまでも、強引な規制がやや衝撃的であったため、投資家は、中国の株式市場における規制リスクの重要性を改めて実感したと見受けられる。

直近の動きから、中国政府が長期的に民間セクター全体に何を期待しているのかが懸念される。これまでの自由化政策は、アリババ、テンセント、シャオミ、ならびに、ファーウェイといった、世界で最も成功した大企業の誕生を促したことから、中国の政策立案者が、投資家を犠牲にし、政治的に望ましい結果のみを優先するとは考えにくい。一方、中国の経済基盤は当時とは異なり、1980 年代や 90 年代のような、民間部門が常に右肩上がりの成長を遂げるといった想定はしにくい。今後、中国の政策担当者は、成長を優先した後に規制を強化するのではなく、事前に国の方向性に沿った厳格な管理を実施するだろう。先進国を含む大半の国においては、日常的に規制措置が取られていることから、中国も例外ではなく、同様の措置を取ろうとしている⁸。しかし、イノベーションと生産性の向上を促進する上で、民間企業の役割が引き続き重要であることは明確であり、中国政府との協力の重要性を理解している企業の投資家にとっては、中国で進行中の改革をポートフォリオの収益拡大につなげる好機であるとも考えられる。変化する規制の枠組みへと対応するためには、現地の知識を持ち、絶えず変化する規制環境から生じる潜在的な投資機会およびリスクを適切に判断する能力を有するアクティブな運用マネージャーの採用が重要となる。

このような理由から、弊社は前回レポートにて、**既存の広範な新興国株式市場への配分に加えて、中国専用の投資配分を株式ポートフォリオに組み込む推奨**を行った。この**中国専用の配分は、標準的なグローバル・ベンチマークに対して中国のオンショア株式を戦略的にオーバーウェイト⁹**することで、より魅力的な投資機会への幅広いエクスポージャーを実現し、一般的なベンチマークおよびポートフォリオにおける中国オンショア株式の不足を補うことができる。中国における**最近の出来事**に

⁸ 先進国の政治リスクは、時として高くなることもある。例えば、2019 年の英国総選挙において、ジェレミー・コービンが過半数を獲得するリスクが該当する。強硬左派のマニフェストには、主要産業の国有化、および、企業に株式の最大 10%を「労働者基金」に転換させるといった数多くの懲罰的措置が含まれていた。これは当時の英国の株式保有者にとって非常に懸念すべき内容として広く認識されていた。

⁹ MSCI AC ワールド・インデックス 等。

よって、こうした投資配分にアクティブ運用を活用する重要性が更に高まっており、**弊社の戦略的推奨¹⁰は引き続き有効である**と考えている。

戦略的な観点からは、株式市場の下落によりバリュエーションが低下し、割安なタイミングでの投資が可能になった。しかし、現在の規制問題が落ち着くには、まだ時間がかかるため、今は大幅に投資配分を拡大するタイミングではないと思われる。¹¹従って、**中国オンショアおよびオフショア株式については、上述した長期的な戦略配分に沿った戦略的（1～3年）な投資配分を弊社では推奨している。**



Christian von Canstein, MSc, CFA, CAIA
インベストメント・リサーチ・スペシャリスト



Yaying Dong, CFA, CA
マーケット・ストラテジスト、パシフィック

¹⁰マーサー 「新興国の将来を見据えたポートフォリオの構築」:

<https://www.mijl.mercer.co.jp/content/dam/mercerc-sites/mijl-japan/attachments/jp-2021-positioning-your-portfolio-for-the-future-of-emerging-markets-case-for-dedicated-china-equity-allocation-long.pdf>

¹¹その他の新興市場および先進国市場に対する中国の相対的な見方に関して、より詳細なダイナミック・アセット・アロケーションの見解をご希望の方は、お問い合わせいただきたい。

重要事項

商号：マーサー・インベストメンツ株式会社

住所：107-6216 東京都港区赤坂9-7-1 ミッドタウン・タワー

電話：03-6775-6700

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第454号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

ご注意事項

- マーサーとは、当社、Mercer LLC、及び（又は）その関係会社を含むものとします。
- 本資料は、情報提供を目的として作成されたものであり、有価証券や金融商品の売買の申込みもしくは売上の申込みの勧誘を行うものではありません。本資料ではお客様の個別の状況を考慮した投資助言のご提案は記載されておりません。お客様ご自身の投資目的及び財務状況を考慮し、当該投資戦略のリスクや妥当性と十分にご検討ください。
- 本資料にはマーサーの秘密情報及び専有情報が記載されており、マーサーが定めた当事者以外には使用することはできません。本資料の内容の全部又は一部を、マーサーの書面による事前許可を得ることなく修正したり、販売したり、又は他の個人若しくは組織に提供したりすることはできません。
- 本資料で明示される所見、評価、及び（又は）意見は、マーサーの知的財産であり、予告なく変更される場合があります。これらは、検討対象の投資商品、資産クラス、又は資本市場の今後の運用実績に関し、何らかの保証を付与することを意図するものではありません。
- 過去の運用実績は、将来の運用成果を約束するものではありません。
- 本資料は信頼できると判断される情報に基づいて作成されていますが、マーサーがその情報の正確性、信頼性を保証するものではありません。
- 本資料に掲載されている内容は全て資料作成日以前のものであり、今後予告無しに変更される可能性があります。
- マーサーの利益相反に関する開示については、当社担当者にお尋ねいただくか、又は[Report \(Vertical\) \(mercer.com\)](https://www.mercer.com)をご覧ください。
- 本資料に掲載されている情報は法律、会計、税務、経営、投資その他にかかる助言を含むものではありません。
- 弊社はお客様との投資一任契約に基づき、お客様の口座に外国投資証券等を組み入れることにより運用戦略の提供を行います。組入対象となる外国投資証券等は金利、通貨、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動を原因として価値が変動するため、投資一任契約に基づく投資の運用成果も変動します。投資一任契約に基づく
- 投資は投資元本が保証されているものではなく、係る投資において生じた利益及び損失は全てお客様に帰属します。