

KAMIYAMA Reports vol. 94

中国訪問：変貌する深セン

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹



- ・ 中国の変化は産業政策と起業家精神から
- ・ 地方政府の債券市場の発展にも注目
- ・ 夢とリスク

中国の変化は産業政策と起業家精神から

11月1～3日に中国深セン市と香港を訪れ、当社が出資しているロントン・アセット・マネジメント(融通基金管理有限会社)の中国市場専門家から、経済動向などについてヒアリングする機会を得た。副CEOであるAllen Yan氏によると、深センの街はここ10年ほどで大きく発展し、古い住宅やビルは30年ほど前の特区指定の頃に建てたものがわずかに残っている程度だ。ビッグベイエリアとして、珠江デルタ地域の一体開発計画がある。香港と深セン間の人の出入りはまだ不便(回数制限など)だが、物流などの一体化は進んできた。この3年くらいで公募投信市場はインターネット経由による資金流入もあって著しく伸び、アリババのMMF残高が巨大になっている、という。



深セン証券取引所前にて

中国株式について、株式ストラテジー担当のHe Long氏は、中国上場企業の利益額の半分程度が銀行業に依存していることに注意を促した(A株)。それゆえ、市場の方向性を考える上で金利動向が重要になる。金利上昇は銀行業にとってマイナス要因となり株価指数への影響が大きくなる。一方で、市場参加者はレバレッジを低下させる政策に期待している。2008年以降、銀行の利益率が高いにもかかわらず株価がさえなかったのは、融資先のリスクが質・量ともに高いとみなされていたからだ。このところは、党大会後の金融業の利益低下を恐れて株価は軟調に推移する局面もあったようだが、これは投機家が追加証拠金を恐れて短期的に投げ売りに出やすくなっている事情もあるようだ。長期的に重要な金利について、足元のイールドカーブは4%程度の水準でフラットになっており、適切とみている。当局も、金利上昇は行き過ぎないようにしたいと考えているようだ、とのことだ。

また、He氏は、製造業が長期的な株式投資のテーマとみていた。中国ではエンジニア関連で高学歴の人材が増えており、政策の支持があり、内需が大きく、高い貯蓄率を背景とした資本提供の余地が大きいことなどが理由とのこと。労働集約的な産業は成熟化しつつある一方で、成長産業には、精密やEV(電気自動車)、防衛などが含まれるとしている。既存の大きな産業はキャッチアップ産業(加工業など)だが、今後、世界をリードするのは新ビジネスで急成長を目指すセクターとなろう。He氏が注目するのは、次世代通信網(5G)や人工知能、有機ELディスプレイ(OLED)のテレビ、インターネット(アプリなど)だ。それぞれの分野で応用技術が進んでいるという。現在、製造業は中国GDPの約29%(17年3Q)を占め、製造業における世界シェアも高い。製造業は、資産に対する生産性の上昇が最も期待されるセクターだ。また、製造業は、セクターごとにみて規模が大きい(シェアが高い)ほどROEが高い傾向にある。R&Dに関わる人の数も増えており、いまだ掛かるコストが低いことから伸びしろはある、としていた。総じていえば、中国株式の成長機会は金利などの政策と、新しい産業での起業家精神の発揮にあるといえそうだ。11月8～10日に中国を訪問

したトランプ米大統領が、中国との間の貿易摩擦を強く批判する方向に進まなかったことも、中国の製造業全般にはプラス要因だ。

地方政府の債券市場の発展にも注目

イーロードハンターである日本の金融機関の注目は、中国の地方政府債だろう。08年まで地方債の発行はほとんどなかった。ロンドン・アセット・マネジメントの債券ファンドマネージャーである Deng Mingming 氏は、地方政府債には2種類あることを指摘した。以前に発行した債券は、地方政府の取り分が1/4でインフラ整備などのための借金だった。この根拠である予算法の書き換えに時間を要するため、中央政府は地方財政のために資金を出していたとのこと。これに依拠する債券も残っている。しかし、11年からは地方政府が直接発行するようになり、発行額が倍増したとのこと。当初、財政法で地方政府に対して中央政府が保証する想定が明示されたが、14年以後は地方政府の返済責任も明示された。逆に言えば、現在の地方債の保証構造は発行時期に依存するということだ。日本では過去の中国の地方政府関連金融機関の破綻の記憶を持つ投資家もいるが、90年代とはルールも慣習も変わったことを知っておくべきだ。

政策性金融債は政府系3銀行(開発銀行、農業発展銀行、輸出入銀行)の社債で、格付けは政府と同じだ。ただし、地方の政策プロジェクトは上述のように地方政府の債券発行が増えていくことになるので、こちらは今後減っていく部分もあろう。この点で、中国の政策関連の資金調達に融資から市場調達に変わる大きな動きを象徴している。仕組みとして、まず、財政省が関わる政策があり、銀行が債券を発行して政策プロジェクトに融資を行なうことから、政策的な債券と呼ばれる。国のプロジェクトであり、優良資産が中心とのことだ。規模が大きいので、取引の流動性が高い。

夢とリスク

ビッグベイエリア(珠江デルタ地域)の一体開発計画(7月1日にフレームワーク発表、年内に法案発表予定)について、別に当社から視察に行ったメンバーは広州を訪れ、開発の進む商業ビルやマンションを多く見てきたという。香港、深セン市のみならず、マカオや東莞、広州にいたる、さらに大きな地域の開発の連携が期待されている。この地域に6~7千万人の大きな経済圏(GDP規模で10兆人民元)ができる、という夢だ。トランプ大統領訪問に合わせて中国が発表した金融市場の自由化(金融機関への外資の出資緩和など)も香港を擁するこの地域を後押しする要因の一つかもしれない。



広州市内から広州白雲国際空港に向かう道中にて、当社視察メンバー撮影

一方で、香港で会ったエコノミストによると、習政権はイエスマンが多い印象で、それがリスクだとみていた。また、別のエコノミストも、悪い面があるとすれば、政権のトップダウンが強すぎることで、目的は正しくても手段・方法が疑問である、と指摘した。しかし、習政権が強化されたことはリスクであろうが、構造改革の必要性は自他共に認めざるを得ない。

また、投資家の中には、目先、共産党大会後の景気鈍化を気にする向きもあるが、景気鈍化は構造改革の進展を意味する可能性がある。例えば、金融システム強化は不良債権処理を巡り投資の引き揚げなどを伴うが、長期的には効率性が高まり、国有企業(SOE)改革を経て消費が刺激されるかもしれない。ただし、中国が自国の景気鈍化を避けるためにお金をばらまくばかりでは、世界とのアンバランス(中国の高い貯蓄率による消費の伸び悩み、米国債の買い付けなど)の解消、ひいては世界経済の成長に向かわないことに注意しておきたい。

PDF ファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。

また、facebook やツイッターで発行をお知らせいたします。

<http://www.nikkoam.com/products/column/kamiyama-reports>

facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter https://twitter.com/NikkoAM_official