

中国： 政策主導型市場 の洞察



中国株式市場へ投資をする上では、中国の政策動向を理解することが鍵となります。中国では2021年3月に第14次5カ年計画（2021～2025年）が発表される予定です。

中国の政策の枠組みの中では、この5カ年計画の目標設定は恒例となっていますが、昨今、内外の課題が山積する中で、より大きな注目を集めています。技術革新、先進的なものづくり、内需の重要性が高まっていることは、投資家が注目すべき重要な変化です。

2021年3月、中国は第14次5カ年計画（2021～2025年）を発表する予定ですが、それより前の2020年10月に開催された中国共産党の重要会議、第19期中央委員会第5回全体会議（5中全会）の声明を読み解くことで、今後重要視される方向性についてのヒントが得られます。

これまでの中全会で取り上げられてきたテーマもありますが、優先順位の変更は明らかです。前回の第13次5カ年計画（2016～2020年）では、「技術革新」や「先進的なものづくり」、が目立っていましたが、これらは今では国の最優先課題へと格上げされています。米国との地政学的緊張が高まる中で開催された2020年10月の5中全会では、「技術分野の自給率の向上」と「内需拡大」が、より強調されたテーマとなっていました。

政策主導型の市場

中国はこれまで頻繁に「政策主導型の市場」といわれてきました。一部の調査によると、中国株式市場の変動のうち、69.5%は政策関連の要因で説明できるとされています*。

これにはいくつかの理由が考えられます。中国の株式市場は、その初期段階において、国有企業を支援することが目的でした。政府当局は、市場を安定させ、投資家を不安にさせないことにも熱心でした。同時に、規制の枠組みはまだ発展途上であり、市場も市場参加者も比較的未熟だったといえます。

しかし、その後、中国の金融市場は発展を遂げました。2020年の第4四半期に中国の債券市場において国有企業（SOE）の債務不履行が相次ぎましたが、市場の規律を高めるためにも、「中国政府が無差別にすべての政府系企業を救済することはない」と考えられます。中国の市場規制の枠組みも長年にわたって強化され、中国の株式・債券市場はグローバルなベンチマークにも組み入れられるようになってきました。市場に参加する機関投資家の数も、過去10年間で増加しています。

* 出所：Wang et al. (2012年)

とはいえ、政府の戦略的優先事項とそれを実行するための戦略が5年ごとに提示される中国独自の政策決定プロセスを考慮すると、「投資家が政策の傾向を理解し、政策に込められた意味合いをベースにポートフォリオを構築していくことが依然として重要である」と言えます。

2020年10月の5中全会での主要テーマ

新型コロナウイルスが発生後の中国の急速な経済回復のあと、2020年10月に開催された5中全会で取り上げられた以下の5つの主要テーマは、中国が新型コロナウイルスを乗り越えた先の将来を占う上で、投資家にとって有用な指針になります。

1. 製造業の高度化

イーストスプリング・インベストメント・マネジメント（上海）カンパニー・リミテッドのリサーチ・チームによると、中国のサプライチェーン（供給網）における競争上の優位性は、その包括的なエコシステム（生態系）にあります。エコシステムの多様性と柔軟性は、物流コストとサプライチェーン上の調整コストを削減し、その生産性の大きな向上につながります。新型コロナウイルス感染拡大をうけ、中国の製造業者が最も早く生産を再開し、世界の競合他社から市場シェアを獲得したことで、信頼できるサプライヤーとして中国の存在感は高まりました。新型コロナウイルス感染拡大による最初のショックの後、2020年10月のEYの調査では、リショアリング（生産拠点を自国に戻すこと）を検討している多国籍企業の経営幹部の比率は2020年4月の83%から37%まで低下していることが明らかになりました。一方、中国は、次世代通信規格「5G」、人工知能、ビッグデータが重要な役割を果たす、よりスマートで環境に優しい製造業への構造転換を目指しています。**イーストスプリング・インベストメント・マネジメント（上海）カンパニー・リミテッドの株式運用部門CIOであるMichelle Qi**は、機械・オートメーション部門の主要な中国企業が、中国の規模の経済と独自のサプライチェーンによって大きく成長することを期待しています。

2. 技術製品の自給率向上と技術革新の拡大

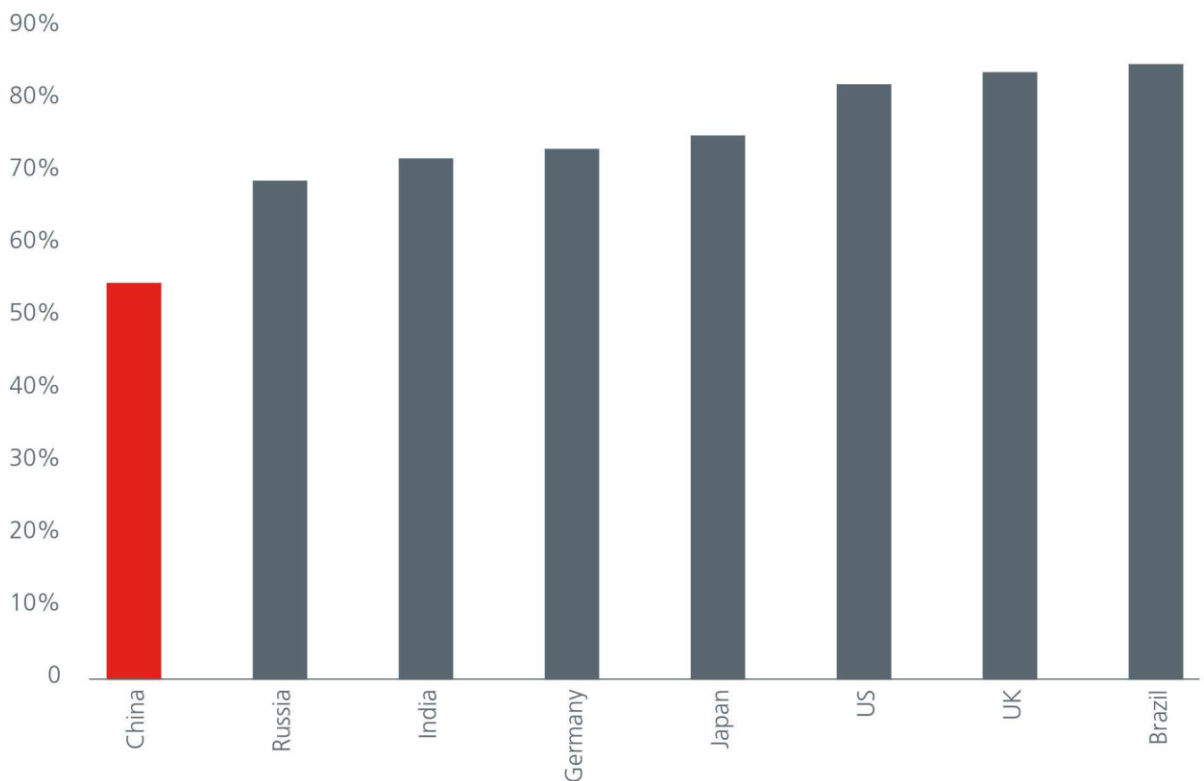
中国は技術製品の自給率を高めてきましたが、この「技術製品の自立」は国家戦略の柱となりました。これは現在、中国が世界の半導体チップの約10%未満を生産している一方で、世界で生産される半導体チップの35%を消費していることから分かる通り、半導体チップの分野で特に重要です。この大きな不均衡は、米国による中国の半導体・半導体装置に対する規制が拡大されていることを考慮すると、中国の経済面および技術面での目標を成し遂げるにあたって、リスクとなります。中国は、先進的な半導体技術を獲得し開発を進めていくことに対し、多大な資金と時間を投資する必要があるとみられます。中国政府は2020年8月に集積回路およびソフトウェア企業に対する法人所得税の減税を発表しましたが、この先の道のりは険しいものとみられます。歴史的に見て、技術開発には知的財産、専門知識、機器、原材料の分野で国際的なパートナーの協力が必要でした。これは、今日の地政学的な背景において、ますます困難になっているようにみえます。

3. 国内消費の拡大

中国の新たな経済成長策として、「双循環」*があげられますが、これは「国内循環」と「国外循環」から成ります。「国内循環」には、内需を拡大するための取り組みが含まれ、「国外循環」には、外国への投資を促進し、輸出を増加させるための取り組みが含まれます。中国国内の消費は伸びしろが大きく、中国の国内総生産（GDP）に占める国内消費の割合は、多くの先進国や新興国の水準を大幅に下回っています。（図表1参照）

* 習近平政権の新しい経済発展モデルを示すものとして注目されているキーワードで、内需と外需の双方を好循環させて質の高い新たな成長につなげるとの構想のこと。

図表 1: 国別にみた国内総生産（GDP）に占める国内消費の割合（％）



出所：Wind, Barclays Research.（2019年時点）

GDPに占める国内消費の割合を高めるために、まず、賃金の上昇、社会的セーフティネット（安全網）の強化、労働市場の改革などの供給サイドの変化が必要です。中国が消費主導型経済に移行するにつれて、**イーストスプリング・シンガポールの中国圏株式チームのポートフォリオ・マネジャーのNathan Yu**は、教育、医療、娯楽、旅行などの裁量消費の需要が増加するとみています。同時に、食品・飲料、アパレル、住宅、自動車への需要の高まりにより、商品・サービスのブランドの進化、そして高付加価値化が進むとみられます。

4. 都市化の推進

中国においては、都市に住む人口の割合を示す都市化率は2019年末時点で60.6%でしたが、農村部と都市部の所得格差は年々拡大しています。都市部の「一人当たり可処分所得」は、農村部の「一人当たり可処分所得」と比較して2.5倍（1978年）から2.64倍（2019年）まで上昇しました*。

* 出所：China's National Bureau of Statistics

都市部と農村部の所得格差と都市化の間にはお互いに因果関係があることを示唆する研究結果があることから**、中国が新たな都市化の推進と同時に地域開発の調整を行い、経済発展が進む「沿岸部」と相対的に発展が遅れている「内陸部」の間の所得格差と開発状況の格差を縮小しようとしていることは当然の流れと言えます。

このような都市化の動きは、インフラ、不動産、素材の各セクターにとってプラスとなるでしょう。しかし、この取り組みを成功させるには、戸籍制度改革と土地改革が必要です。2015年には、都市へ移住した労働者のわずか1.3%しか職場のある都市に家を持っていなかったと報告されています。**イーストスプリング・シンガポールの中国圏株式チームのポートフォリオ・マネジャーであるKieron Poon**は、農村部から都市へ移動した労働者が都市住民となり住宅所有者になれば、自動車や家電製品だけでなく、金融、医療、教育のサービスに対する需要を喚起することができるかとみています。

** 出所：Urbanization and the Urban-Rural Income Gap in China: A Continuous Wavelet Coherency Analysis. Yiguo Chen, Peng Luo, and Tsangyao Chang.

5. 環境に優しい開発の加速

中国の経済グリーン化*に向けた政治的意思は固く、2030年までに二酸化炭素（CO2）排出量を減少へと転じさせ、2060年までに温暖化ガスの排出を実質ゼロにする「カーボンニュートラル」になるために、2020年9月の国連総会で習近平国家主席が設定した目標に沿って、環境にやさしくCO2排出量の少ない経済開発のための積極的な計画を実施すると予想されます。

特に、中国は2025年までに販売される新車の20%を新エネルギー自動車（NEV**）にしたいと考えており、これは2019年の5%から増加しています。政府は2022年までNEVの購入補助金と消費税免除を延長しています。政府が2020年に充電インフラに14億2,000万米ドルを投資することを決定したのも、長期的にEV販売を促進するためのものです。

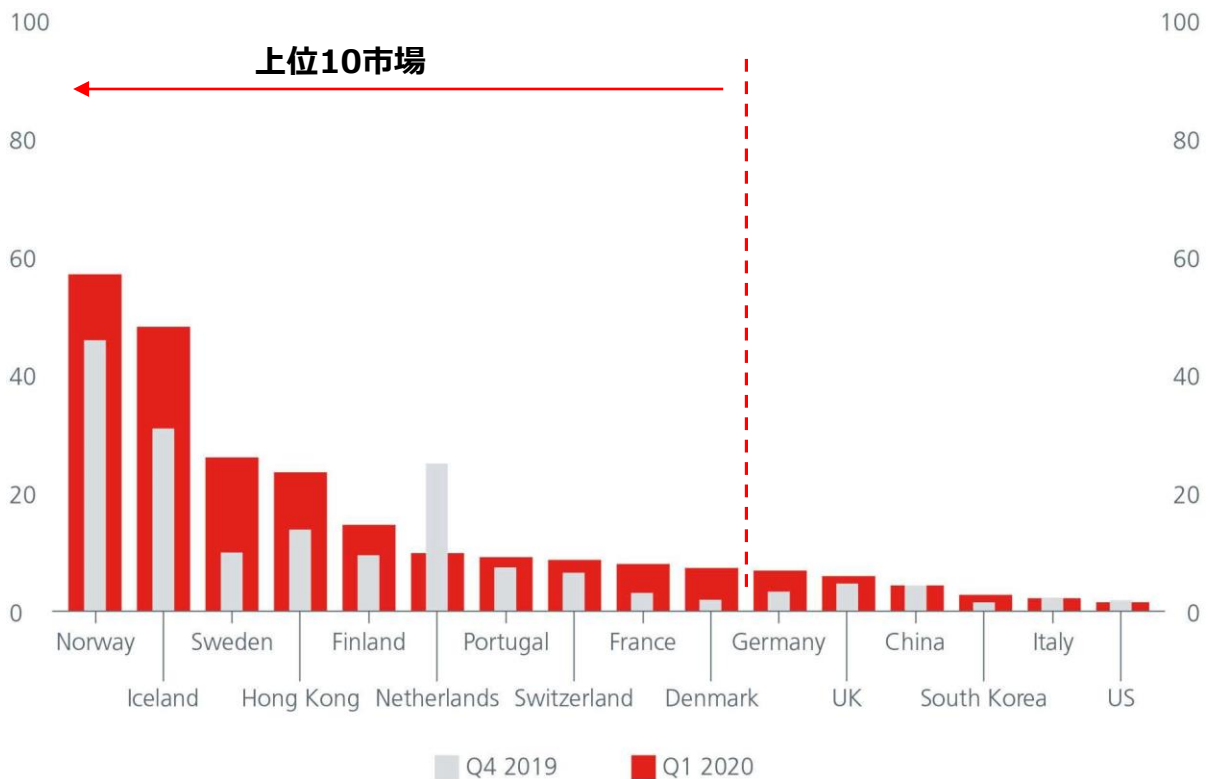
* 経済活動が環境に配慮したものとなり、経済活動により自然資源や生態系などの地球環境が回復不能なほど損なわれることがないようにすること。

** 「New Energy Vehicle」を意味し、具体的には電気自動車、プラグインハイブリッド車、燃料電池車などが該当します。

なお、2020年第1四半期の時点で、EV普及率が最も高かった世界の上位10市場のうち、香港を除いた9市場が欧州でした。（図表2参照）

イーストスプリング・インベストメント・マネジメント（上海）カンパニー・リミテッドの株式運用部門CIOであるMichelle Qiは、よりクリーンなエネルギーへの関心の高まりが「移動の電気化への継続的な移行」をもたらした、と考えています。同リサーチ・チームは、eモビリティ（電気自動車など）のトレンドから生まれる直接および間接的なビジネス機会を調査・評価しています。

図表 2: 国別にみた電気自動車（EV）の普及率（%）



出所：McKinsey Electric Vehicle Index: Europe cushions a global plunge in EV sales. (2020年7月17日)

中国の今後の動向に注目

中国が第14次5カ年計画（2021～2025年）で掲げる目標には懐疑的な見方もあるかもしれませんが、今日、中国の銀行、不動産、金融市場で目にする変化のいくつかは、それ以前の5カ年計画の改革によってもたらされた結果です。

2020年12月に開催された政府の中央経済工作会議において、これらの目標の一部が新たに強調されたことから、これらの優先事項の達成に向けた中国政府のコミットメントの強さがみてとれます。しかし、これらの目標の多くは構造的・制度的な改革を必要とし、世界情勢が大きく変化する中で実施されるため、リスクを伴うことになります。

第13次5カ年計画（2016～2020年）以降、米国は中国企業に対して複数の規制を設け、その技術的優位性を利用して中国のこのような動きを阻んできました。特筆すべきなのは、2020年10月の5中全会の声明で「国際的なパワーバランスの深刻な調整」に言及したことです。内部の課題や外部との対立が増加する中、中国政府の新たな戦略的優先事項によって、中国の次の発展は生み出され、勝者と敗者の明暗が分かれるものとみられます。投資家は2021年に出される重要なメッセージに注意を払うことが肝要です。

本記事は、2021年アジアエキスパート（計6回発行予定）の第1回目の記事になります。

今回は中国に焦点を当て、第14次5カ年計画（2021～2025年）に向けて中国が直面している課題や機会についての洞察を投資家の皆様にご紹介しています。

次号以降も引き続きよろしくお願ひいたします。

<当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。