

Asia Insights アジア市場を見る眼～現地からの報告

HSBCアセットマネジメント株式会社

2022年12月16日

雨の後に輝く新緑のように

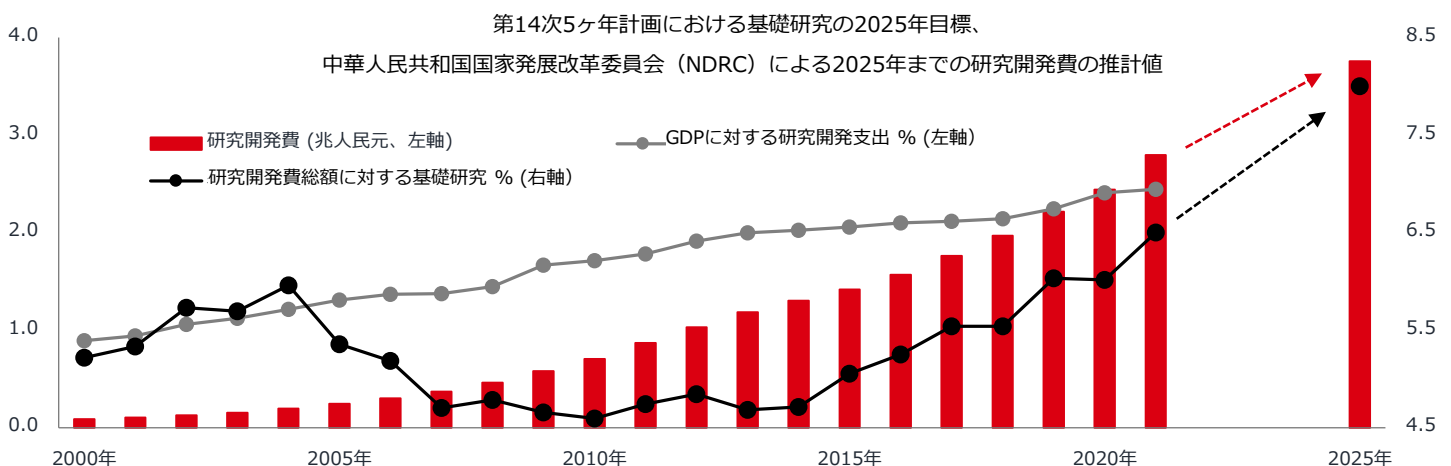
～要旨～

- ◆ 中国経済は、政府の施策を含む様々な要因により、例年になく低迷しているが、最近の指導者の言動は、経済成長へのこだわりが依然として優先事項であることを示している。
- ◆ アジアを広く見渡せば、金融引き締めによる欧米の景気減速とは好対照に、より良好な経済シナリオが見通されており、資産クラス間の相関が高い現在、投資家に一段と有利な分散投資の機会を提供している。
- ◆ アジアの資産は、バリュエーションが比較的低いなか、より好ましいマクロ展望から恩恵を受けられる位置にあると思われる。

第20回中国共産党大会後の中国の展望

- ◆ 中国の第20回共産党大会では「安定」がキーワードとなり、世界的な混乱が深まるなか、見通しの良さを確信することができた。習近平国家主席は、地政学的リスクが強まる中で国家安全保障への関心の高まりを強調する一方、質の高い経済発展が引き続き優先事項であることを示唆した。経済成長は、雇用の創出を通じて、発言の軸である社会の安定を支える重要な構成要素であることに変わりはない。
- ◆ このため、技術革新とテクノロジーへの投資は引き続き重視されると考えている。中国のローカリゼーション戦略には、国産技術や競争力を高めるための政策支援も含まれている。この観点から、中間投入物の国内調達への移行が優先される。米国の主要技術の輸出制限を考慮すると、このアプローチはさらに推進されると考える。中国は、長期的に欧米の技術への依存度を下げるため、今後も研究開発への資源配分を増やしていくものと思われる。

図表1：技術革新を通じた経済成長への取り組み

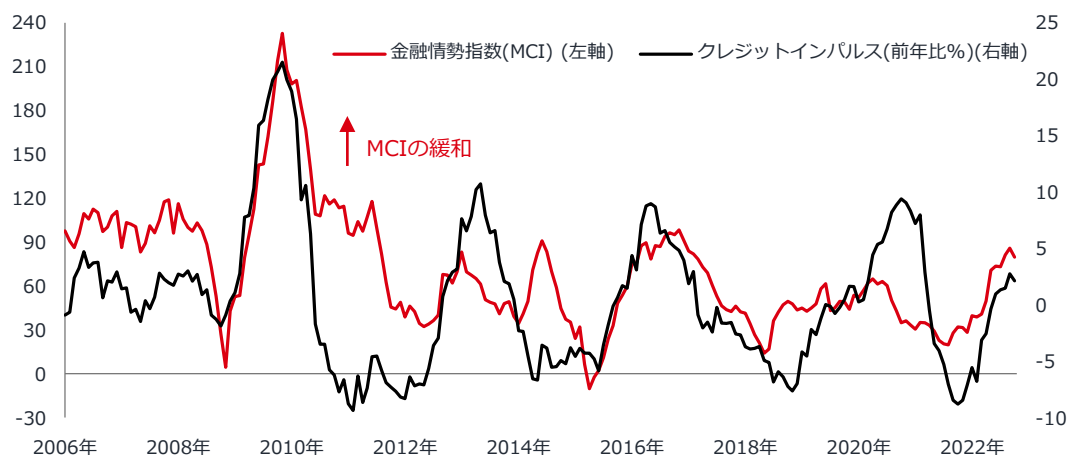


出所：CEIC、HSBCアセットマネジメント、2022年10月

中国の循環的な景気回復

- ◆ 当面の見通しとして、2022年の低成長からの回復は、世界的な景気後退が輸出を停滞させていることから、内需主導に頼るしかないと思われる。すでに緩和的な金融環境の中で、政策の実行と的を絞った経済措置の有効性は、今後の中国の展望にとり特に重要である。

図表2：中国の金融面での継続的な政策支援により、信用需要が回復

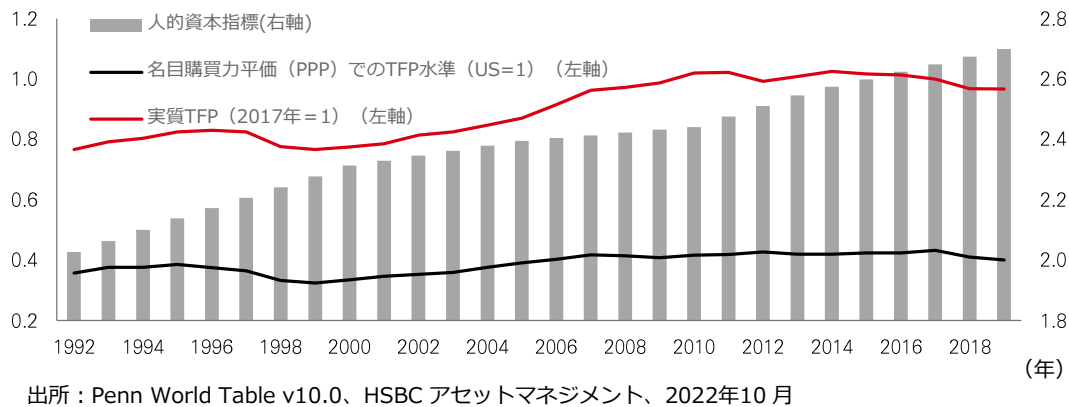


- ◆ しかし、民間部門の景況感の低迷は金融政策の浸透の足かせとなる。中国人民銀行都市部預金者アンケート調査報告による将来の収入への期待は、過去10年以上で最も低い水準に近づいている。経済活動を再開するためには、厳格な新型コロナウイルス感染症規制からの転換が急務だが、中国共産党大会では、ゼロコロナ政策を廃止することを示唆する発言はなかった。
- ◆ 現行の党幹部の任期が切れる2023年3月以降、高齢者のワクチン接種率の向上や治療の充実など新たな政策実施の機会が到来し、徐々に市場が回復していくと予想される。スポーツイベントの再開、政府高官の海外渡航、香港の政策緩和などの動きに続き、渡航や連絡先に関する追跡要件の最近の緩和は、先行きを占う手がかりとなりそうだ。さらに、社会の安定を優先させるため、国民感情も重要となってくる。幅広い規制に対する不満の高まりは、政策の転換を一段と促すだろう。
- ◆ また、不動産市場がある程度安定すれば、消費者心理を押し上げ、長期的な内需下支えにつながると考えられる。一方、手頃な価格の住宅供給を実現することは引き続き優先事項であり、「共同富裕」政策の柱と密接に関連している。現在、1級都市の住宅費は平均収入の30倍にもなる。市場の過熱感を取り除き、金融の脆弱性を軽減するため、レバレッジを引き下げる施策の推進は、今後も確実に継続されるだろう。
- ◆ 重要なことは、不動産の下落スパイラルを防ぎ、金融と社会の安定に向けて、より断固とした金融緩和策をとることを期待したい。11月の中央銀行の動きはその1例と言える。当局は、金融機関に対して不動産担保ローンの残高に上限を設ける期限を延長させることにより、資金不足の不動産開発業者が建物完成に向けての資金難の解消を目指した。
- ◆ 不動産と教育セクターを対象とした厳しい規制は2022年の成長率と信頼感に影響を及ぼしている。習近平主席の中国共産党大会での発言は、市場と政府双方のバランスを重視するものであり、今後、より市場に配慮した政策がとられる可能性がある。一方、医療は依然として経済的負担の軽減が求められる課題として残されており、特に対応が必須な分野ではある。この先、広範な市場改革が推進されていくと見られているが、成長へのインパクトは当面、限定的なものになると思われる。
- ◆ 全体として、2023年の中国は十分な政策的支援が期待され、緩やかな景気循環的回復を遂げることが予想される。

長期的な視点からの考察

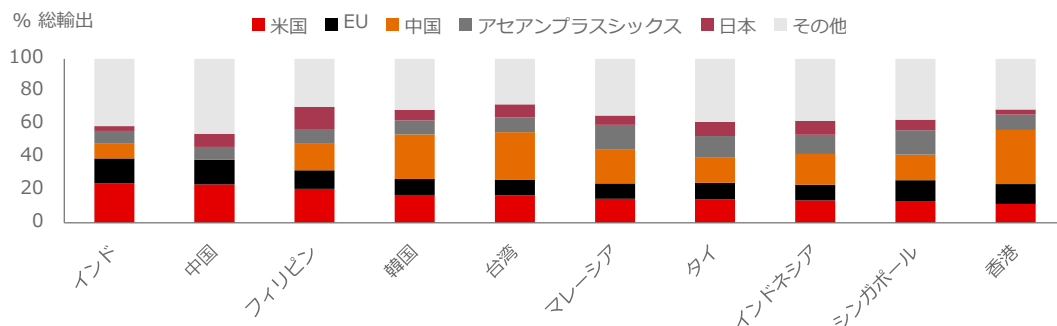
- ◆ 不動産や教育分野への政府の介入は、中国での子育てをより低コストにすることで、出生率を上げたいという思惑から行われてきた。当局は、家計のコストを左右する重要な要素として、特に教育、不動産、医療に着目してきた。不動産市場を抑制するための政策措置は、銀行部門と金融の安定性に対する新たなリスクをあらわにしたが、今回発表された銀行と不動産開発業者双方に対する負担軽減措置は、政府が成長の優先順位のバランスを取ることに意欲的であることを示している。
- ◆ 強引な政策がもたらす短期的な影響を踏まえても、高齢化社会を放置した場合の長期的な影響は見逃せない。現在の予測に基づく、出生率の低下が続くことで、2050年までに中国の生産年齢人口は3分の1近く減少する可能性がある。労働投入量の成長への寄与は、今後10年以内にマイナスに転じる可能性がある。中国がより生産性の高い成長モデルに移行するためには、教育、科学技術、技術革新に重点を置くことが重要な意味を持つ。
- ◆ 中国は他の世界の大国とともに、多くの面で内向き志向にシフトしているが、習近平主席は依然として高いレベルでの開放経済を説いている。こうしたなか、政府は引き続き、特にハイテク製造業、金融サービス、グリーンテクノロジー分野への海外からの投資の誘致に積極的に取り組んでいる。これは、中国における技術革新の進展と生産性の向上を図るために必要なことであると言える。

図表3：中国の長期的な成長見通しは、全要素生産性（TFP）の成長トレンドに依存する



- ◆ また、中国やその他のアジア地域では、脱グローバル化とサプライチェーンのローカリゼーションの傾向が強まり、貿易量が減少する可能性があるため、自国の技術革新に焦点を当てることは妥当なことでもある。そのため、成長の糧を低付加価値の欧米向け輸出に依存することは、ますます困難な課題となっている。図表4のように、中国の輸出の約40%は米国とEUに向けられたものである。2021年、中国の経済成長の5分の1を純輸出が占めたが、これは当局が思う以上に、欧米の景気後退に対して脆弱な状態にあることを示している。

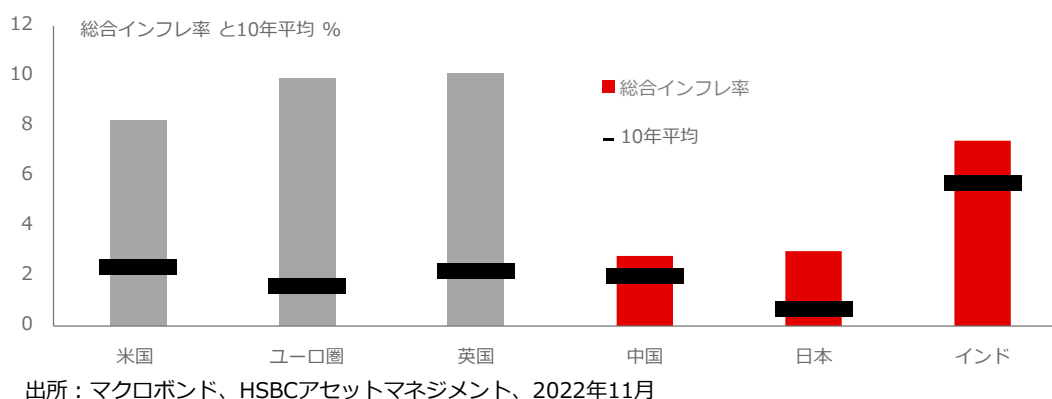
図表4：各国・地域の輸出先



アジアは多様化？

- ◆ 急成長は期待できないものの、アジアの比較的堅調な経済見通しは、欧米とは異なっている。昨今の市場内における高い相関関係の中で、この循環的な乖離は投資家にとり魅力的な分散投資の機会を提供する。
- ◆ 特にインドは、IMF の予測によると、2022年と2023年に6%以上の堅調な成長が見込まれ、アジアで際立った存在となっている。一方、中国は2022年半ばに成長が停滞したが、2023年は地域の全体的傾向を下回るものの、プラス成長に転じると思われる。地域全体としては成長が鈍化する可能性はあるが、欧米の景気後退リスクとは対照的であり、世界的にここ数十年で最も劇的な金融引き締めも、アジアでは欧米と異なる状況が見られる。図表5は、各々の当局が異なる課題に直面していることを示している。

図表5：欧米とアジアでは対照的なインフレの状況



- ◆ 無論、2022年のアジアの市場は、総じて見込まれている景気見通しの良さを享受しているわけではない。また、こうした状況は個々の市場間のばらつきを見逃してしまう可能性がある。一方、アクティブなアプローチによる資産配分の重要性を浮き彫りにしており、例えば、インドと中国の株式には、2021年来、折に触れ真逆の動きが見られる。

図表6：アジア域内における差異がアクティブ・アプローチを裏付ける

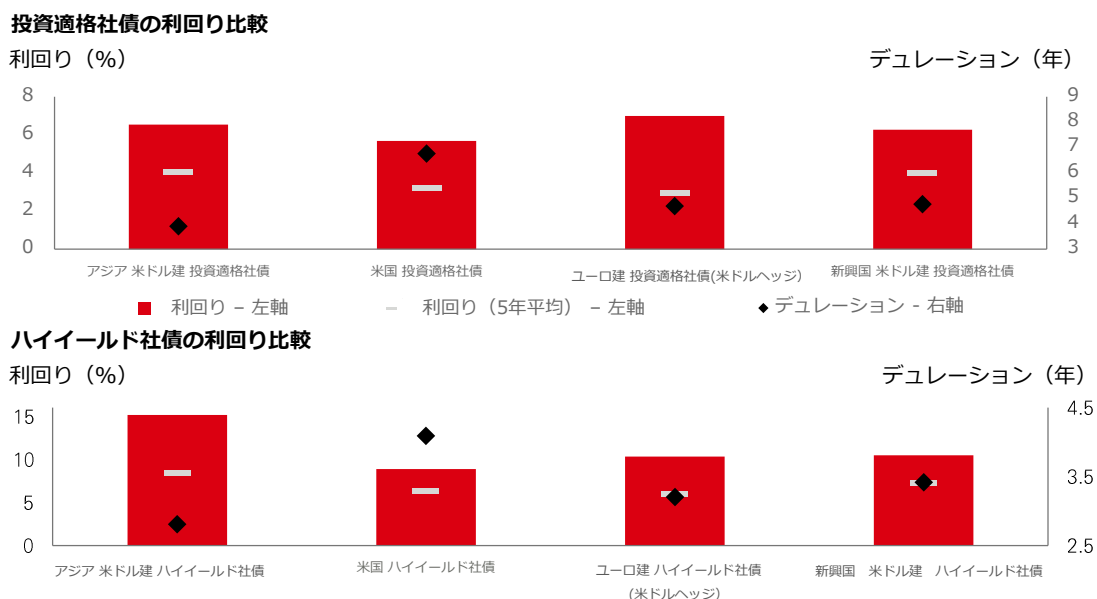


- ◆ 2022年の全般的に低調なパフォーマンスの一方で、長期的なバリュエーションが大きく改善されたことは明らかな兆しでもある。最終的には、欧米に比べて良好なマクロ環境がアジアの資産価値に反映され则认为している。そのため、現時点では、アジアの資産クラス全体で高いリターンが見られると思われる。見込まれるリターンに対して、予想されるボラティリティを加味すると、非常に高いリスク調整後リターンが期待できると見ている。この中には、為替相場から得られる中期的なリターンの良好な下支えも含まれている。先行きの展望としては、米連邦準備制度理事会（FRB）の金利の方向性が変わること、ドル安が進むと思われる。

アジア債券 - 高い魅力度とインフレの落ち着き

- ◆ 世界の大半の国々が高インフレに見舞われるなか、アジアは様々な要因が重なり、より良い方向に進んでいる。アジアの総支出の約半分を占める食料の価格上昇は、堅調な収穫、2019年に中国で流行した豚インフルエンザに伴う豚の個体数の回復、アジアの主食である米価の限定的な上昇などの地域要因により、インフレはそれほど大きなものにはなっていない。
- ◆ また、アジア地域はエネルギーの自給率が高いため、他の地域で見られるエネルギー価格の高騰からある程度逃れることができ、エネルギー構成を調整することで、現地のガスや石炭への依存度を高めている。さらに、液化天然ガス(LNG)の輸入は、主に原油価格に連動する長期契約に基づいている。アジアのガス輸入の約70%は、こうした契約に基づいていると推測される。つまり、アジアの国々は今後も欧州の国々が経験しているようなLNG価格の急激な上昇を回避できることを意味する。
- ◆ 労働市場の逼迫が少ないなどの需要サイドの要因も相まって、アジアの企業において世界の企業が経験しているような利益率の低下と利益の縮小が比較的に見受けられていない。こうしたなか、アジアのクレジット市場は企業の負の影響を受けにくい状況にある。
- ◆ 無論、全ての企業が恵まれているわけではない。例えば、アジアのアルミニウム、鉄鋼、セメントメーカーは、エネルギー投入コストの上昇による利益率圧縮に直面している。アルミニウムは工業用金属の中で最もエネルギー集約的であり、中国では、自社使用の石炭火力発電所を併設する製錬所でも、そのキャッシュフローは損益分岐点にあるか、またはマイナスになっている。固定料金制の水力発電を利用しているところは、より保護されている。
- ◆ それでも、全体的に落ち着いたインフレ見通しのなか、アジアの中央銀行は、新興国および先進国市場の国々の中央銀行と比べて、より小幅な利上げが可能な有利な立場にある。
- ◆ インフレを抑えるためのFRBによる急激な引き締めは、米国経済を短期的に悪化させることになりそうだ。そのため、米国債の利回りは今後数ヶ月でピークを迎え、新たな緩和サイクルが始まるとともに、2024年末までには利回りは大幅に低下する可能性があると考えている。
- ◆ アジア債券はその恩恵に浴するはずである。米ドル建て国債の利回りは非常に高い水準にあり、すでに中期的に良好なリターンが得られると思われるバリュエーションにある。
- ◆ 一方、投資適格社債の信用スプレッドは、中国の投資家が国内で得られる利回りよりも高い利回りを求めていることから、すでに非常にタイトとなっている。ハイイールド社債は、中国の不動産開発企業の資金調達危機の余波を受け、より良好なバリュエーションを示している。ハイイールド社債は、2023年には大幅なスプレッドの縮小が見込まれるが、短期的に見れば、ボラティリティが高い状況が続くと考えている。
- ◆ 当面、金利サイクルのピーク前後までは、高クオリティと短いデュレーションを背景に比較的安定した資産クラスであるアジアの投資適格社債を 선호する。

図表7：相対的なバリュエーション

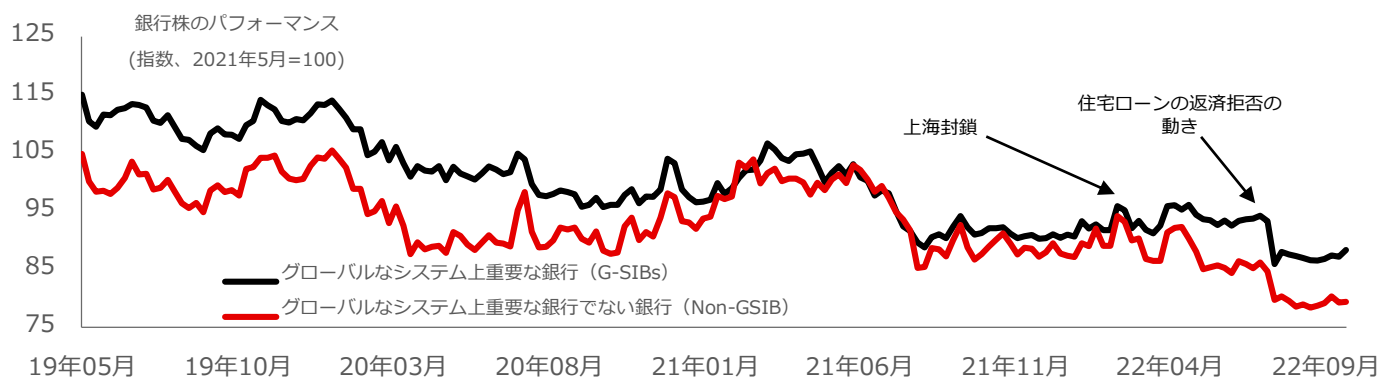


出所：JPモルガン、BAML、2022年11月14日現在

アジア株式 - 中国の出遅れ反転への期待

- ◆ 2023年を展望すると、2022年のアンダーパフォーマンスを受け、中国株には楽観的な見方ができるだろう。まず、ゼロコロナ政策が徐々に緩和されれば、国内の需要とともに投資家の心理も改善するだろう。これとは別に、COP27で発表された米国との気候変動交渉の再開は、関係改善や地政学的リスクの低減の観点から好ましいものである。さらに、前述のアジア債券について言及したメリットに加えて、先進国における利上げサイクルが終了すれば、リスク資産全般に恩恵がもたらされる。
- ◆ 無論、投資家はリスクに留意する必要がある。ゼロコロナ政策による経済的な足かせに加え、不動産セクターの低迷により、2022年4-6月期の中国の経済成長率は縮小した。こうした環境下、若者の失業率は20%近くまで上昇している。また、不動産セクターからの財政的波及の恐れは根拠のないものではない。銀行セクターのエクスポージャーは大きく、総貸出額の8%が不動産開発業者に、さらに20%が住宅ローンに充てられている。事前販売を通じた未完成の住宅の購入者による2022年に見られた住宅ローンの返済拒否の動きは、システミックな金融リスクを増大させ、銀行株をさらに押し下げる要因となっている。

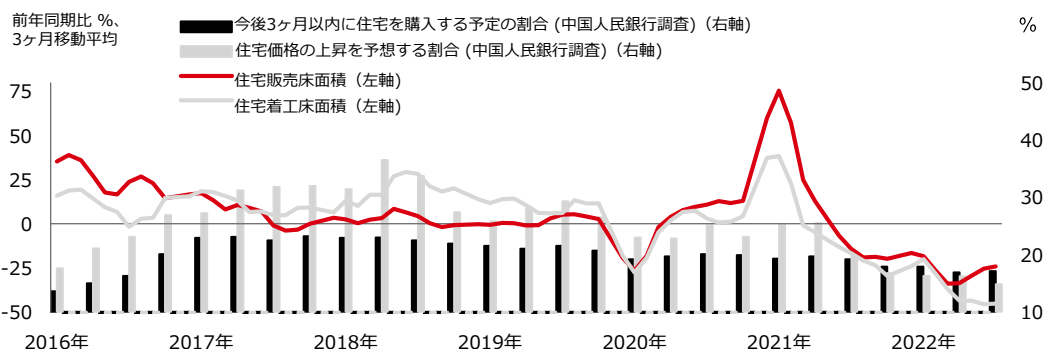
図表 8 : 多額の負債を抱える不動産セクターが銀行株のパフォーマンスを押し下げている



出所：IMF国際金融安定性報告書、2022年10月

- ◆ 内需が弱いため、中国は世界のほとんどの国に比べてインフレ圧力がはるかに弱い。従い、中国は景気刺激策を打ち出すのに都合のよい立場にある。政策金利の引き下げと、すでに発表された総額1兆人民元を超える財政支援を背景に、的を絞った施策が講じられると予想される。
- ◆ このような理由から、多くの株式投資家は概ね投資方針を維持している。中国債券は2022年7-9月期を通じて大幅な資金流出となったが、株式はほぼ横ばいで、ここ数ヶ月ではプラスに転じている。バリュエーションが改善された現在、中国経済の成長見通しが改善されれば、中国株の再評価につながる可能性がある。
- ◆ 現在の予測でさえ、中国の経済見通しは欧米よりも実質的に優れている。民間部門に対してより好ましい政府の政策にシフトすることは、市場にとり今後良い方向に働くだらう。しかし、最も重要なことは、不動産市場のさらなる低迷を避けるため、政策をどのように進めるかということであろう。

図表9：政策効果が現れるには、住宅購入マインドが改善する必要がある



出所：CEIC、ブルームバーグ、HSBCアセットマネジメント、2022年10月

留意点

【当資料に関する留意点】

- ◆ 当資料は、H S B Cアセットマネジメント株式会社（以下、当社）が投資者の皆さまへの情報提供を目的として作成したものであり、特定の金融商品の売買、金融商品取引契約の締結に係わる推奨・勧誘を目的とするものではありません。
- ◆ 当資料は信頼に足ると判断した情報に基づき作成していますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、データ等は過去の実績あるいは予想を示したものであり、将来の成果を示唆するものではありません。
- ◆ 当資料の記載内容等は作成時点のものであり、今後変更されることがあります。
- ◆ 当社は、当資料に含まれている情報について更新する義務を一切負いません。

<個人投資家の皆さま>

投資信託に係わるリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象としており、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し損失が生じる可能性があります。従いまして、投資元本が保証されているものではありません。投資信託は、預金または保険契約ではなく、預金保険機構または保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関でご購入の投資信託は投資者保護基金の保護の対象ではありません。購入の申込みにあたりましては「投資信託説明書（交付目論見書）」および「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」を販売会社からお受け取りの上、十分にその内容をご確認いただきご自身でご判断ください。

投資信託に係わる費用について

購入時に直接ご負担いただく費用	購入時手数料 上限3.85%（税込）
換金時に直接ご負担いただく費用	信託財産留保額 上限0.5%
投資信託の保有期間中に間接的に ご負担いただく費用	運用管理費用（信託報酬） 上限年2.20%（税込）
その他費用	上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。「投資信託説明書（交付目論見書）」、「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」等でご確認ください。

- ◆ 上記に記載のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。
- ◆ 費用の料率につきましては、H S B Cアセットマネジメント株式会社が運用するすべての投資信託のうち、ご負担いただくそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。
- ◆ 投資信託に係るリスクや費用はそれぞれの投資信託により異なりますので、ご投資される際には、かならず「投資信託説明書（交付目論見書）」をご覧ください。

H S B Cアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第308号

加入協会 一般社団法人投資信託協会/一般社団法人日本投資顧問業協会/日本証券業協会



ホームページ

www.assetmanagement.hsbc.co.jp



電話番号 03-3548-5690

（受付時間は営業日の午前9時～午後5時）