

マーケット・コメンタリー - 中国
2021年8月

中国 — 規制強化の夏

ジミー・チェン、コムジェスト中国戦略担当アナリスト／ポートフォリオ・マネジャー

中国の中央政府が新たな規制を幾つか発表したことに対し、メディアや株価は強く反応しました。将来的に様々な規制が、中国の幅広い産業に影響を及ぼすとの観測が広がっています。規制強化はニューエコノミーなど特定の産業を標的にしたものと解釈や、極端なケースでは、規制リスクが上昇し、中国は投資に適さなくなるとの見方さえあります。

我々にとって、こうした解釈や投資家心理の突然の変化は驚きでした。不動産や食品配達、インターネット等の分野に関する新たな規制や、導入が噂される規制の多くは、限定的な影響にとどまると考えられるからです。唯一、深刻な影響が及ぶ領域があるとすれば、民間の学習塾運営企業でしょう。いずれにせよ、規制の大半は以前から存在するものの焼き直しで、何年も前から政府や国営メディアが警告してきた「予見可能なリスク」であり、他国で議論になっているのと同じ社会・経済的問題に対応しているに過ぎません。従って中国の規制環境やリスクに大きな変化はなく、一部の人が十分な注意を払ってこなかったが故の市場の反応である、と我々は考えています。

コムジェストでは、中国投資におけるトレードオフ、つまり中国から得られる恩恵とリスクを比較分析する際、規制上のリスクに細心の注意を払うよう努めています。今回の場合、学習塾運営企業や食品配達サービス企業を直接的な投資対象から外し、「過剰宣伝」が行われている一部セクターやブランド企業への投資では選別的な姿勢をとったうえで、より質が高く、優れた事業基盤を持つ堅牢な企業に焦点を当てることを目指しています。以下、本稿では、中国の新たな規制や、導入が噂される規制が一部企業に及ぼす影響と、中国がこうした変革を行う理由について分析します。

学習塾

中国国務院は7月23日（金）、ある「提案」を発表しました（「提案」は言い換えれば各中央省庁や地方政府に対し、立法、規制、執行を命じたもの）¹。これは今年に入り、中央政府が教育費負担の軽減と学習塾運営企業の広告禁止を示唆し始めた頃から、広く予想されていたことではありません。「提案」された規制措置は、学習塾では授業時間の短縮、広告の禁止、教材の利用制限、公立学校では授業時間の増加、課外活動に焦点を置いた休日スクーリングの実施など、その大半が想定内のものでした。一方で国務院は、学習塾運営企業を非営利組織に強制転換させるという予想外の措置も発表しました。これによりどの程度の影響があるかは、措置の執行度合いによっても変わるため、正確に見定めることはできませんが、学習塾産業への影響は極めて甚大です。コムジェストでは、幼児から9年生（日本の中学3年生）向け事業の売上が大きく落ち込む一方、10～12年生（日本の高校1～3年生）向けはそれほど打撃を受けないと予想しています。中国政府は、学習塾費用の高騰が社会・経済的にマイナスに作用しているとの見方を強めています。全般的な教育の質の改善に寄与していないばかりか、親・子ども双方に時間とコストが重くのし掛かり、出生率の低下や、「社会階層間の移動（低所得層の人が中所得層に移行するなど）」を阻む経済障壁にもつながっている、との見方です。従って今回の規制が、日本や韓国と同様、試験至上的な教育システムと教育最優先の文化的風土を背景とする、中国の強い教育需要に対応するためのものでないことは、指摘しておかねばなりません。我々の見るところ、こうした社会・経済的なジレンマは残るかもしれませんが、教育産業は縮小しつつも存続、進化を続けるものと考えられます。一方で政府は監視を継続し、必要とあれば改革に踏み切るでしょう。



¹ ジェームズ・バルマー「中国が民間学習塾の規制強化に動く理由（Why China Is Cracking Down on Private Tutoring）」フォーリン・ポリシー、2021年7月28日

食品配達

中国政府は7月26日、食品配達業界の社会福祉を守る「提案」も発表しました²。提案自体は、1) 配達員の所得水準の保証、2) 社会保障制度への加入実現、3) 作業スピードや納期、ノルマなどの緩和、4) 配送効率向上のための厳しいKPI（重要業績評価指標）やペナルティの制限、を中心とする非常に簡潔な内容で、何ら新しい部分はありません。食品配達業界（とインターネットを通じて単発の仕事（ギグ）を請け負う「ギグエコノミー」全体）は、ここ数年で多数の雇用機会を創出してきました。それ自体は悪いことではありませんが、配達員すなわちギグワーカーは、適切な保護の対象となっていないことが多く、彼らを雇用するプラットフォーム会社は、配達員を過酷な労働環境に置いているとして、しばしば批判されています。食品配達業界に関しては近年、政府の様々なレベルから様々な通達が出されてきました。SNSや公営メディアでは、配達員の勤勉さを称賛し、長時間労働と労働環境の悪さに同情を寄せる論調も少なくありません。今回の措置が短期的にどのような影響を及ぼすかは、規制の詳細や将来の執行状況によって大きく異なるため、現時点では不透明です。長期的な影響についても同様で、コムジエストでは、Meituan（メイトゥアン）など食品配達サービス企業やZTOなど物流企業の「長期的に持続可能な単位当たりの利益水準」について議論を続けています。

不動産

政府は7月23日、「住宅市場の是正策継続」も発表しました³。「継続」とあるように、中国における不動産市場の規制強化の動きは、今に始まったことではありません。住宅の場合、その価格は社会の安定の問題（住宅を取得しやすいか）であると同時に、金融安定の問題（バブルが膨らんでいないか）でもあり、習近平国家主席は就任以来、「住宅は住むためのもので、投機のためのものではない」という独自のモットーを掲げてきました。中国では他にも、不動産ディベロッパーの過剰債務（Evergrandeグループなど⁴）や、賃貸管理会社の破綻も問題となっています。ここ数年では、1) 政府が保障する中低所得者向け低価格住宅の拡充、2) 新規・中古不動産価格、大型銀行の住宅ローン貸出比率（対総貸出残高）、不動産ディベロッパーの負債比率、のそれぞれに上限を設定、3) 賃貸管理会社の規制強化、などの方策・規制が実施されてきました。23日の発表はこれらと重なる点が多いものの、「是正」計画には、裏口上場、誤解を招く販売行為、違法な住宅ローンの禁止など、不動産仲介会社を対象とする規制や、不動産所有者の利益を損なう行為を禁ずる不動産管理会社向けの規制も含まれています。ただ上場済みの不動産仲介会社（KE Holdingsなど）や不動産管理会社が不適切な行為を行っているケースは少ないため、これらの企業にどういった影響が及ぶかは不透明です。

インターネット・サービスの相互開放

ニュース・メディアではここ数ヶ月というもの、ネットサービス最大手Tencentとネット通販最大手のAlibabaがサービスを相互に開放することを検討している、との報道が流れていますが⁵、現時点でどちらの会社からもその旨の確認はとれていません。このような噂が広がった背景には、中国当局がここ数年、両社を対象として、独占禁止法に基づく調査を行ってきたことがありました。TencentとAlibaba共に、互いのアプリ間をユーザーが自由に移動できないようにしたり、互いの決済システムをサポートしないなどの措置を採っていることが理由です。他の企業への影響の問題もあります。例えば動画投稿アプリTiktokを運営するBytedanceは、「Tencentの保有する対話アプリWeChatが、Douyin（中国版Tiktok）およびTiktokへの動画リンクをユーザーに許可していないことは、独占的地位の濫用に当たる」として、以前から抗議を申し立てていました。短期的に状況がどう変化するか見通すことは難しいものの、長期的にこれらのプラットフォームが互いのサービスを相互開放せざるを得なくなるリスクは高そうです。しかしコムジエストでは、実際に開放されたとしても、経済への直接的な影響は限られると見ています。WeChat（Tencent）のトラフィック（ネット上の情報量）は、電子商取引サイトTaobaoとTmall（共にAlibabaの運営）、DouyinとTiktok（共にBytedanceの運営）をいずれも上回っていますが、長期的・相対的な競争力の観点から見れば、AlibabaとBytedanceがTencentのシェアの一部を奪取することは可能と考えます。

² ジョッシュ・エイ「中国、食品配達員をデジタル搾取から保護 メイトゥアン等大手サービス企業の株価急落（China moves to protect food delivery drivers from digital exploitation, knocking stocks such as services giant Meituan）」サウスチャイナ・モーニングポスト、2021年7月26日

³ ルーラー・イーロン・チェンほか「中国の不動産規制強化 習近平氏の新たな優先事項に（China's Escalating Property Curbs Point to Xi's New Priority）」ブルームバーグ、2021年7月27日

⁴ トーマス・ヘール、スン・ユウ「エバーグランデ激動の一週間 流動性危機の懸念が再燃（Evergrande's tumultuous week renews fears of liquidity crisis）」フィナンシャル・タイムズ、2021年7月28日

⁵ ジン・ヤン、キース・ジャイ「アリババとテンセント“ウォールド・ガーデン”の相互開放を検討（Alibaba and Tencent Consider Opening Up Their 'Walled Gardens'）」ウォールストリート・ジャーナル、2021年7月14日

Didi の新規株式公開

配車サービス最大手 Didi は 6 月 30 日、米国市場にて新規株式公開 (IPO) を行いましたが、中国のネット規制当局はその翌日、Didi が「サイバーセキュリティ法」に抵触し、特に違法な個人情報の収集を行っているとして、アプリストアでの同社アプリのダウンロード停止を命じました⁶。当局はその後、6 月に米国で IPO を行った他の企業についても調査を行うと発表したため、米国での IPO を予定していた企業はこれを延期せざるを得ない状況となっています。この措置は社会的・経済的に見て根拠がないため、我々は少々驚きを持ってこれを受け止めました。結果論ではありますが、米証券取引委員会 (SEC) が米国に上場する中国企業に対し、詳細な監査情報の提供を求めていることもあって、中国当局は国内の情報が外国の規制当局に流出することへの懸念を強めているものと思われる。中国当局は Didi に対し、米国での IPO を延期するよう求めましたが、Didi は最終的に上場を果たしたことから、機密と見なされる国内情報が流出した恐れがあります。いずれにせよ、以上の経緯が Didi のファンダメンタルズにもたらす影響は限定的でしょう。しかし先行き、中国の IPO 市場全体に影響が生じる可能性はあるかもしれません (香港上場が増え、米国上場が減るなど)。Didi を含め配車サービス企業全体が、乗客の安全、運転手の福利など社会・経済面の問題に直面していることは確かです。しかし今のところ、中国政府にとってこの問題の優先順位は高くないと我々は考えています。

コムジェストの見方／今後の見通し(香港オフィスより)

コムジェストの見る限り、こうした規制強化の動きの大半は、特に驚くべきことではありません。これまで SNS や投資家コミュニティなどで広く議論され、政府系メディアや国営メディアが様々なサインや手掛かりを示してきた問題だからです。規制リスクがいつどのように顕在化するのを実際の導入前に判断することは困難ですが、そもそもどのような投資テーマであれ、中国における規制リスクは考慮すべきであり、アナリストは規制動向を慎重に監視し続ける必要がある、と考えます。

こうした中国規制当局の動きは、特に「変動持分事業体 (VIE: Variable Interest Entities)」スキームを利用して米国に上場している中国企業にとってリスクの増大要因になる、と考える専門家もいます (VIE は特定セクターの海外上場をしやすくするための企業構造で、中国 IT 企業の上場を支える役割を果たしてきた)⁷。米国上場企業のリスクが増大しているとの見方には我々も同意しますが、その原因は VIE 構造ではありません。最近の規制の動きは、上場市場や企業構造とは無関係なものがほとんどであり、今回の規制の対象となった学習塾やインターネット企業が、たまたま米国に上場しているケースが多い、というだけの話です。確かに Didi の IPO を巡る混乱は、特に米国に上場する企業に絡む問題でしたが、その原因は米中間の緊張関係にあります。中国政府が VIE 構造を根拠に何らかの手立てを講じる可能性はあるものの、アプリのダウンロード停止だけで目的を果たした Didi の例からも分かる通り、実のところ、そこまでの必要はありません。

中国の規制環境はそれほど大きく変化したわけではない、というのがコムジェストの見方です。中国の政府・規制当局は通常、すでに認識されている社会・経済問題に対応します。産業が大きく育つと、それに伴って社会・経済的問題も拡大するため、政府は危機感を強め、対応に努めるのです。中国の規制は波状的に打ち出される傾向がありますが、これは政府の中で問題対処の優先順位が変化するためです。過去にも、医薬品、医療機器、二酸化炭素排出量の多い産業、保険、ウェルス・マネジメント、ネットローン、配車サービス、ゲーム、不動産などが、規制変更により影響を受けてきました (ネットローンは、2020 年の規制の波には含まれていませんが、Qudian (消費者金融) などオンライン貸付業者を対象とする 2016~17 年の規制強化の例があります⁸)。今回がこれまでと異なるのは、外国投資家が好んで保有する大型グロース銘柄・セクターの一部が規制対象となった点です。

以上は「中国の規制環境は常に投資家にとって好ましい」ことを意味するものではありません。新たな法規制の議会承認が、公に時間をかけて行われる他国と異なり、中国の承認プロセスはいかにも不透明だからです。他の国にも規制に伴って生じるリスクはありますが、中国で投資を行う際には、こ

⁶ 「ディディ IPO の予期せぬ結果 - 投資家は中国の政治リスクを再認識 (Didi IPO Fallout Reminds Wall Street Of China Policy Risk)」日経アジア、2021 年 7 月 14 日

⁷ アン・スティーブンソン=ヤン 「VIE 構造の終焉か 香港とアリババの共通点 (Will The VIE Structure Die? What Hong Kong And Alibaba Have In Common)」フォーブス、2021 年 7 月 27 日

⁸ シェ・ユエ 「中国人民銀行、信用過熱抑制のためオンライン貸付業者の取り締まりを指示 (China's Central Bank Orders Crackdown On Online Lenders To Curb Runaway Credit)」サウスチャイナ・モーニングポスト、2017 年 11 月 22 日

の規制リスク、すなわち ESG（環境・社会・ガバナンス）基準の中の「社会」の要素を理解することが極めて重要となります。コムジエストではまさにこの理由から、中国銘柄については通常、経済指標が示唆するよりも高い割引率を適用していることを強調しておきたいと思えます。民主主義国家は、政権交代に伴い規制が変化することがリスクとなりますが、中国の場合、政府は代わらなくとも、政府の関心の対象が変化することがリスクとなり得ます。

実際のところ、一步下がって大局的な観点から眺めれば、現在、中国で議論の対象となっているトピックの多くは、世界のメディアで議論されてきた問題と軌を一にしています。例えばエコノミストやフィナンシャル・タイムズ、ワシントン・ポスト、ガーディアンなどは、かなり前から「“ギグエコノミー”の一部企業に見られる持続不可能なプラクティス」、具体的には配達員の暮らし向きや福利の問題を取り上げてきました。中国で IT 企業を巡って生じているのと同じような議論は欧州でも見られます。例えば欧州連合（EU）は、消費者情報の保護や、企業が「ウォールド・ガーデン」⁵を維持する権利を巡り、世界的な（すなわち米国の）IT 企業と対立しています（ウォールド・ガーデン（壁に囲われた庭）：Google や Apple などプラットフォーム企業が自社デバイスに事前にアプリをインストールするなどして、顧客やデータを囲い込んでいる状況を指す）。

まとめ

現在、中国で施行されている規制強化策の多くは、コムジエストのリサーチ・ミーティングでもかなり前から取り上げているテーマであり、近年登場した新たなビジネスモデルに対し、当社が慎重なアプローチを採る根拠の一端でもあります。例えば食品配達サービスを手掛ける Meituan の場合、配達員への過度な圧力が収益成長の基盤になっている面があると考えたことが、同社への投資を控える理由の一つとなりました。我々は、Meituan の唯一最大のコストである配達員について、その福利と労働条件の改善を求める社会的圧力があるなか、同社は果たして確実に利益を上げられるのだろうか、と問いました。我々の出した結論は「極めて不透明」でした。特に共産主義国家（少なくとも社会主義国家）の場合、こうしたリスク要因を検討することは、決して唐突な話ではありません（中国はますます市場主導型経済に近づいており、最近ではある意味「資本主義国」ではないかとあえて言いたくなる時もあります）。コムジエストでは ESG を運用アプローチに統合しており、すべての銘柄について、リサーチの初期段階からこの種の社会・経済的リスクや、関連の政策リスクの分析を行っています。リスクを認識しているからといって、これまでそのすべてを回避してきた、というわけではありませんが、株価評価や投資の意思決定を行う際には、できるだけ多くのリスクを考慮に入れるよう努めています。その結果として、我々は近年、中国のインターネット・セクターやニューエコノミー銘柄以外の領域にも注目するようになりました。オーダーメイド家具メーカーや、ヘルスケア銘柄などです。

主なリスク

- 投資は、元本毀損の可能性を含むリスクを伴います。
- すべての投資商品の価値および投資商品から生じる収入は、減少または増加することがあります。
- 為替相場の変動は、投資商品の価値および受取収入の水準にマイナスの影響を及ぼすことがあります。
- エマージング市場は、先進国市場と比較してボラティリティが高まりやすく、流動性に欠けることがあるため、相対的にリスクが高くなる傾向があります。
- 一国のみを投資対象国とするポートフォリオのパフォーマンスは、地理的に分散されたポートフォリオのパフォーマンスと比較して、ボラティリティが高まりやすい傾向があります。
- 限られた数の証券に投資するポートフォリオは、非常に幅広い投資商品を組み入れたポートフォリオと比較して、リスクが高まる傾向があります。



ジミー・チェンは 2017 年コムジエスト入社。香港をベースにグレーター・チャイナ（中国・香港・台湾）株式を担当するアナリスト/ポートフォリオ・マネジャー。以前はベイン&カンパニーのコンサルタントとして5年間勤務し、豪州（2年）と中国（3年）を拠点にして様々な産業（消費財から工業まで）のクライアントを担当。その後、サンフォード C. パーンスタインにてアジア・太平洋地域通信会社担当のシニア・リサーチ・アソシエイトとして勤務。マンダリン語が堪能。豪州シドニーのニューサウス・ウェールズ大学にて商学士号および法学士号取得（優等学位）。CFA®（CFA 協会認定証券アナリスト）資格保有。

IMPORTANT INFORMATION

業務内容: 当社は金融商品取引業者として投資運用業、第二種金融商品取引業及び投資助言・代理業を行っております。

運用報酬(消費税込): 当社の投資運用サービスをご利用になる場合の当社の報酬については、投資運用業において実施される投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等により異なりますので、その上限又は計算方法を表示することが出来ません。また、当社の投資助言サービスをご利用になる場合の当社の報酬は、助言の前提(投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等)により異なりますので、その上限又は計算方法を表示することが出来ません。

ご負担頂く費用等: 当社の投資運用サービスをご利用になる場合、有価証券等の保管に係る費用、売買委託手数料等をお客様にご負担いただくことがあります。これらの費用については、投資運用業において実施される投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等により異なりますので、各費用の上限額又は計算方法並びに運用報酬を含めた合計額又は計算方法を表示することが出来ません。

リスク情報: 投資運用業において行われる運用は、主に国内外の株式や公社債等の債券などの値動きがある有価証券を投資対象としており、投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格や評価価格の変動や為替の変動及び金利水準の変動等により、運用資産の価値が変動します。従って、当社がお客様から受託した資産の当初の元本額を下回ることがあります。投資対象は、個別の投資信託または投資一任契約毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。株式の価格は株式相場の変動等により変動することがあります。この結果、取得・換金のタイミング次第で元本欠損となることがあります。債券の価格は、一般に、金利の変動により上下します。また、市場・経済の状況の変化等によって変動することがあります。この結果、取得・換金のタイミング次第で元本欠損となることがあります。外貨建ての株式、債券、投資信託等は、一般に取得時にその外貨を買付け、換金時などに取得外貨を売却し円貨を取得します。その間、為替相場の変動によっては、外貨額に変動がなかったとしても、取得・換金のタイミング次第で円貨において元本欠損となることがあります。

上記に記載しているリスクや費用項目については、一般的な投資信託または投資一任契約及び投資助言契約を想定しております。投資信託または投資一任契約及び投資助言契約に係るリスクや費用は、個別の投資信託または投資一任契約及び投資助言契約により異なりますので、ご契約にあたっては、契約締結前交付書面及び契約締結時交付書面をよくお読み下さい。

注記: 本資料に記載されている過去の例はあくまでも投資運用業務における運用のご参考として表示したものです。過去の例は将来の運用成果を保証するものではありません。パフォーマンスの数値は特に記載のない限り、すべての手数料(取引費用を除く)が控除された後の数値です。またトータルリターンをもとにした時間加重収益率です。

本資料はコムジエスト・グループの運用方針および運用状況等に関する情報提供を目的に、コムジエスト・エス・エー社が作成した資料等に基づきコムジエスト・アセットマネジメント株式会社が作成したものです。本資料は、当グループのファンドの取引を勧誘又は推奨するものではなく、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。特定の商品や取引、あるいは資料中に個別の銘柄名等が含まれている場合であっても、当該銘柄への金融商品取引を勧誘・推奨するものではありません。

本資料は弊社が信頼できると考える情報等に基づいて作成されておりますが、その正確性・完全性を保証するものではなく、今後予告なく変更されることがあります。投資される際には、投資リスク及びご負担いただく手数料などの諸費用について約款等でご確認の上、ご自身の責任と判断をお願いします。

当社の事前の承諾なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配付等する行為はお断りします。

商号等: コムジエスト・アセットマネジメント株式会社(金融商品取引業者)、登録番号: 関東財務局長(金商)第 1696 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

