



Future Quality Insights: 中国現地からの考察

中国の政策転換から 1 年が経ちテクノロジー分野は大きく躍進も、景気回復は依然まだら模様

本稿は 2025 年 11 月 5 日発行の英語レポート「Future Quality Insights from China」の日本語訳です。内容については英語による原本が日本語版に優先します。

フィン・スチュワート／グローバル株式ポートフォリオアナリスト

2025 年 11 月 11 日

現地での考察

先日、出張で中国に行き、毎年開催されている投資カンファレンスに出席した。中国政府が政策を転換し、一連の景気対策を打ち出してから 1 年が経つ。筆者は今回が初の中国訪問だったが、カンファレンスには活気があり、投資家たちは慎重ながらも強気な見方を示していた一方、株式市場の復調は中国の状況を部分的にしか映し出していないことも実感した。

消費者ではなく市場主導の回復

中国政府が景気刺激策へと舵を切った後の株式市場の上昇は、テクノロジー・セクターの堅調なパフォーマンスが原動力となってきた。また、市場はさらなる政策支援の可能性も織り込んでいる。しかし、それ以外の分野では懸念が残る。数十年に一度の大規模な不動産バブル崩壊の真只中で、消費者心理は低迷し、貯蓄率は高水準にある。製造業は依然として過剰な生産設備でだぶつており、グローバルに展開する企業はそうした過剰供給分が国内消費者によって徐々に吸収されていくとの見方を明確に示している。深セン、広州、杭州といった一級都市や新一級都市の経済活動は好調と見受けられる。しかし、これらは再び勢いを増している中国テクノロジー・セクターの中核を担う都市群である。下級都市では、需要の低迷や開発された不動産物件の空き家問題など、不動産不況の余波がより鮮明だ。政策当局は金融市場を過度に刺激することを避けながら消費を喚起していくことを目指しており、難しい状況に置かれている。



上海の夜景(写真出所:フィン・スチュワート)



テクノロジー分野の好調が際立つ

アモーヴァ・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 368 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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

三井住友トラストグループ

投資カンファレンスでは人工知能(AI)関連のテーマが大部分を占め、AI サプライチェーンにおける国内生産能力拡大を押し進める中国の動きや、輸出規制により中国企業が直面している多数の制約などが集中的に議論された。米国との関税合戦が続くなか、中国企業はテクノロジー輸入への依存度を減らすため、国産代替品への移行を迫られてきている。米国に比べると比較対象となる前年水準が低いこともあり、中国による投資額は急増しているが、最高水準の演算性能を持つ半導体にアクセスできないことから、ある程度の水準に抑えられている。中国国内の半導体メーカーの中にはバリュエーションが非常に高水準で推移しているものもあるが、希少性や強い関心を反映したものであり、そうした方向に向かっていることは明らかな。AI 投資を拡大した上場企業の多くは、すでにその成果がみられている。

例えば Alibaba のクラウド事業の売上成長率は、クラウド移行の加速と企業による AI 利用拡大に伴い、一桁台から 30%に迫るまでに加速している。Tencent は、ハイエンド半導体へのアクセスが限られているなか、収益性の高いゲーム部門での利活用を優先してきた結果、AI によってゲームデザインの効率や性能を向上させている。このように AI 投資は実際に生産性向上を実現しており、投資がもたらす利益も見通せることから、バブル的な動きというよりも規律ある資本配分であるようにみえる。

フランチャイズの力

企業との面談や現地の生活の観察を通じて特に印象に残ったのは、中国を代表するデジタル・フランチャイズのスケールの大きさだ。Tencent、Alibaba、ByteDance といったプラットフォームは日常生活に深く浸透しており、それらのエコシステム内で人々がコミュニケーション、決済、ショッピング、エンターテインメントなどに費やす時間も桁外れである。

これらの企業は数十年かけて支配的な地位を築いてきた。現在の課題はリーチ拡大ではなく収益化だ。例えば、Tencent Music はユーザー拡大からプレミアム化へと重点を移しつつある。平均的な会員の月間支出額は 1 ドル程度で、この数値を改善していくには顧客が喜んで対価を支払う付加価値の創出が鍵となる。この点において極めて重要な役割を果たすのが強力なフランチャイズであり、当社グローバル株式チームではフューチャー・クオリティの 4 つの柱のうちの 1 つに位置付けている。

Trip.com も好例だ。中国政府が消費喚起や国内旅行振興に向けた政策を推進するなか、シームレスな旅行・体験プラットフォームを提供する同社は、そうした取り組みにおいて中心的な役割を果たす存在となっており、サービス支出の回復に伴って恩恵を享受できる有利な位置にある。これらの企業はともに世界的な貿易摩擦の影響をほぼ受けておらず、中国政府が注力する内需拡大政策との足並みも揃っている。

バリュエーション規律は引き続き不可欠

市場の一部、特に半導体サプライチェーン関連銘柄は、ファンダメンタルズ面からは正当化し難いバリュエーション水準で推移しており、割高と見受けられる。一方、インターネット・プラットフォーム大手は、利益率の高い AI 事業への移行が続くとすればバリュエーションに割安感がある。いつもながら問題となるのは、規制リスクや地政学的リスクを補うにはどの程度のディスカウントが必要か、である。この点について、足元ではグローバル市場と比較して見直す動きが鮮明になってきている。

数字を超えて

中国に投資する上では、政策と企業の成長がどのように相互に影響し合っているかを理解しておくことが不可欠である。事業拡大には政府の承認が必要な場合が多く、企業は時として政府に目を付けられないように利益を平準化して計上することで知られている。一方、それによって、他国にはみられないある程度の予測可能性ももたらされている。

カンファレンス以外では、中国のインフラとテクノロジーが非常に先進的であることに驚かされた。電車は定時運行され、支払いは完全にデジタル決済化、大都市部は高度に発展している印象を受けた。中国は新興国に分類されているが、多くの都市部の実態とそぐわない。また、自信を持って観光客の誘致拡大に取り組んでいることなどを背景に、訪中旅行客に対する開放性も高まっている感がある。中国によるソフトパワー強化の試みは顕著になってきている。

フューチャー・クオリティ投資プロセスへの示唆

今回の中国出張を通じて、中国には真のフューチャー・クオリティ特性を備え、多くの場合世界の競合他社と比べてバリュエーションが割安な企業が引き続き存在するとの確信が強まった。景気回復はまだら模様かもしれないが、その中には国内事業に注力し、個別要因を追い風とした長期的価値増大の実現が期待される優良企業が存在する。フューチャー・クオリティ企業に投資する当社グローバル株式戦略にとって、これらの銘柄は魅力的な組入候補となっている。

著者の紹介

フィン・スチュワート／グローバル株式ポートフォリオアナリスト

グローバル株式チームをサポートするインターンを経験した後、2022年2月に日興アセットマネジメント(現アモーヴァ・アセットマネジメント株式会社)に入社し、その後ポートフォリオアナリストとなりました。

セント・アンドリュース大学にて理論物理学(優等学位)修士取得、CFA 資格保有者。



当資料は、アモーヴァ・アセットマネジメント(弊社)が市況環境などについてお伝えすること等を目的として作成した資料(英語)をベースに作成した日本語版であり、特定商品の勧誘資料ではなく、推奨等を意図するものではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社のファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。資料中において個別銘柄に言及する場合がありますが、これは当該銘柄の組入れを約束するものでも売買を推奨するものでもありません。当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性・完全性について弊社が保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成日現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り当資料作成日現在の見解を示すものです。当資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。当資料中のいかなる内容も、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。なお、資料中の見解には、弊社のものではなく、著者の個人的なものも含まれていることがあり、予告なしに変更することもあります。