新たな世界的混乱

リチャード・ハース2023年9月22日

ソ連の古いジョークに、ジャーナリストが共産党書記長に国の経済評価を尋ねるというものがある。「良い」というのが短い答えだった。ジャーナリストは、自分の記事を完成させるために、もっと詳しく説明するよう指導者に懇願する。「その場合、書記長は "良くない "と答える。

同じことが今日の世界情勢についても言える。習近平国家主席、プーチン・ロシア大統領、リシ・スナク英国首相、ナレンドラ・モディ・インド首相、エマニュエル・マクロン仏大統領を除く多くの世界的指導者が第78回国連総会のためにニューヨークに集まる中、懸念すべき理由がある。

この時代で最も重要であると言っても過言ではない米中関係は、最近外交交流のペースが上がっているにもかかわらず、芳しくない状態にある。米国の目標は、2つの大国が2国間関係の土台を築くことである。しかし、せいぜい両国政府が危機を回避できる程度だろう。しかし、中国が軍対軍の通信を再開し、危機管理通信チャンネルを確立することを拒否しているため、それはより難しくなっている。楽観論者でさえ、近い将来、差し迫った地域的あるいは世界的な課題に関して、両者が有意義に協力する道を予見していない。

一方、中国は大きな経済的課題に直面しているが、これは主に中国自身の政策の欠点によるものである。しかし、その問題が自国のものであったとしても、その影響が中国国内にとどまることを意味するわけではない。最低でも、そこで起こることは世界の経済成長を阻害する。最悪の場合、中国指導部は国内経済の苦境から目をそらすために、海外でより積極的な行動をとるように誘惑される可能性がある。

インド太平洋の他の地域では、北朝鮮が核兵器の規模と質を拡大し続けている。平壌政権は高度な弾道ミサイルの発射実験を続けており、核武装した潜水艦を公開した。北朝鮮が核・ミサイル開発について話し合う、ましてや妥協する用意があるとの兆候はない。

もうひとつの懸念は、およそ3カ月半前に開始されたウクライナの反攻が限定的な進展にとどまっていることだ。ウクライナの東部と南部の大部分は、依然として強固なロシア軍が支配している。この現実と、米国主導の制裁にもかかわらず戦時中の兵器生産を増強し、イランや北朝鮮から武器を輸入しているロシアの能力から、2年目に突入したこの戦争はしばらく続くだろう。

ウクライナは当然のことながら、自国の領土を取り戻すという目標に妥協する気はない。ウクライナは、西側諸国からより高度な兵器が届けば、軍事的な流れは自国に有利になると信じ続けている。プーチン側は、戦争のコストを乗り切ることができると考えており、ウクライナに対するアメリカやヨーロッパの支援が弱まるのは「もし」ではなく「いつ」の問題だと考えている。このような事態は、平和を実現しようとする人々にとって、あまり良い結果をもたらさない。

アフガニスタンでは、新タリバンが旧タリバンと似て非なるものであることがますます明らかになっている。本当の問題は、彼らが自国を再びテロの温床にすることをどの程度許すかだ。そして、タリバンがパキスタンの脆弱性を悪化させている不安定化にどれだけ貢献するかという問題もある。貧弱な統治、脆弱な制度、限られた能力に苦しむ弱小国家といえば、アフリカやラテンアメリカでその数を増やしている。

世界的に見れば、世界の状況はあまり良くない。約1,500万人の命を奪った世界的なパンデミックの後、この夏は記録的な暑さとなった。アラブ首長国連邦で開催される国連気候変動会議（COP28）まであと2カ月余りとなったが、各国政府が目先の経済優先事項よりも気候変動問題を優先させる用意があるとは到底思えない。

最後に、人工知能や拡張知能の技術が急速に進化する中、その建設的な側面をどのように活用し、潜在的に破壊的な用途をどのように抑制するかについて、国際的なコンセンサスが形成される兆しはない。

良いニュースもある。ロシアの侵略に対する西側の強力な対応、そしてより広くは、中国の冒険主義を抑止することを目的とした、インド太平洋におけるアメリカ主導のパートナーシップと同盟関係の新たな活力は、その代表例である。

中東では、イランが最近、5人のアメリカ人捕虜を釈放し、それと引き換えに、ワシントンはテヘランに凍結資産60億ドルへのアクセスを与えた。両国はまた、正式な協定ではないが、制裁緩和の見返りとしてイランが核活動の制限を受け入れるという取り決めも進めているようだ。

同様に、イスラエルとサウジアラビアの関係を正常化するための、米国の仲介による協定についても交渉が進展しているようだ。この協定が締結されれば、イランの侵略に対するサウジアラビアの防衛力が強化され、イスラエルとパレスチナの外交に必要な勢いを与える可能性がある。

悪いニュースが良いニュースを上回っているという現実を避けて通ることはできない。国際的な開発目標は達成されていない。最近インドで開催されたG20サミットはほとんど成果を上げることができず、国連総会もそれに追随しているように見える。国連の最も重要な構成要素である安全保障理事会は、拒否権を持つ理事国のひとつが国連憲章の最も基本的な原則に反する戦争を行っていることから、傍観されており、今後もそうあり続けるだろう。効果的な国際協力の必要性が叫ばれている今、国際協力は極めて不足している。

G20はどこへ行くのか？

伊藤隆敏2023年9月21日

ito31\_EVELYN HOCKSTEINPOOLAFP via Getty Images\_modibidenlulag20 Evelyn Hockstein/Pool/AFP via Getty Images

東京 - 今月初めにニューデリーで開催された最新のG20サミットを受け、世界のパワーポリティクスにおけるインドの中心的な位置づけに疑いの余地はなくなった。しかし、G20そのものに対する疑問の声も高まっている。

今回のG20におけるインドの功績は議論の余地がない。サミットの主催者であるナレンドラ・モディ首相は、多国間サミットにありがちな土壇場ではなく、初日に共同コミュニケの合意を取り付けることに成功した。ウクライナ紛争をめぐるG20メンバー間の深い溝を考えれば、これは特に注目に値する。多くの人々は、最終的なコミュニケはまったくないのではないかと思っていた。

断層は明らかだ。西側諸国はロシアのウクライナ侵攻に対して強硬な態度を取りたいのに対し、中国や他のロシア友好国はクレムリンの行動を直接非難することを避けたいのだ。昨年のG20サミットでは、西側の視点が勝った。最終宣言は「ロシア連邦によるウクライナへの侵略を最も強い言葉で」非難し、ロシアによるウクライナ領土からの「完全かつ無条件の撤退」を要求した。

しかし今年は、ロシアのプーチン大統領と中国の習近平国家主席が欠席したにもかかわらず、最終宣言はより曖昧なものとなった。「国連憲章に基づき、すべての国家は、いかなる国家の領土保全、主権、政治的独立に対しても、領土獲得を目的とした武力による威嚇や行使を慎まなければならない。核兵器の使用または使用の威嚇は許されない。ロシアについては明確に言及されていない。

G7、欧州連合（EU）、そしてその同盟国は、世界的なコンセンサスを得てロシアに国際法を尊重させるという名目で、一部では「妥協」とも評されるこのソフトな表現を受け入れたと主張している。しかし、彼らの本当の動機は、今年の広島でのG7サミット後に岸田文雄首相が行ったように、モディ首相に勝利を手渡し、国内の支持を高めることだったのだろう。欧米の指導者たちは、モディが強化された立場を利用して、世界のパワーバランスを自国に有利に傾けることを望んでいるに違いない。

現状では、インドは欧米のライバルと明白な、そしてある意味では深まりつつある結びつきをもっている。手始めに、インドはBRICS（ブラジル、ロシア、インド、中国、南アフリカ）のメンバーであり、最近新たに6カ国（アルゼンチン、エジプト、エチオピア、イラン、サウジアラビア、アラブ首長国連邦）を加盟させることを決定した。

さらにインドは昨年、ロシア極東で行われたボストーク軍事演習に参加した。また、ロシアのウクライナ侵攻を非難する国連総会決議に棄権しているが、これはおそらく、過去にソ連型社会主義に傾倒し、現在ロシアの軍備に依存しているためだろう。

しかし、インドは西側の民主主義的価値観も支持している。オーストラリア、日本、米国と並ぶクアッド戦略的安全保障対話のメンバーであり、米国製兵器の購入を徐々に増やしている。今年初めにモディが訪米した際には、ジョー・バイデン米大統領に温かく迎えられた。

今のところ、インドは欧米主導の民主主義同盟と、ロシアや中国が主導する権威主義陣営との間のフェンスに座っているのが得策だ。しかし、遅かれ早かれ、どちらかを選ばなければならなくなるだろう。すでに、拡大するBRICSからインドは脱退すべきだという声も出ている。BRICSは、中国がますます支配的になり、西側諸国を敵視するようになるからだ。

いずれにせよ、インドがG20議長国として成功したからといって、G20そのものがまだ有効だということにはならない。それどころか、G20は迷走しているように見える。

G20は危機管理メカニズムとして登場した。それは、メンバーの影響力が、国際通貨基金（IMF）など他の組織よりもはるかに経済的な重みに比例していることである。IMFのクォータは議決権比率と密接に結びついており、主に加盟国のGDPに基づいているが、ウェイトの修正は常に現実から遅れている。その結果、アジアのような高成長国の代表が不足しがちである。

このことは、G20財務相・中央銀行総裁会議が創設された1997年から98年にかけてのアジア金融危機の後、大きな不満の源となった。また、2008年の世界金融危機への対応を主導する場となったG20首脳会議が、地理的な代表性を向上させるために若干の調整が加えられたものの、GDPに基づいて参加国が選ばれた理由のひとつでもある。

初期の会合では、G20首脳は共通の目標によって結束した。金融協力を強化し、（グローバルな成長のために）保護主義を否定し、IMFの財源を拡大することですぐに合意した。2010年、G20の財務相と中央銀行総裁は、IMFの割り当てを倍増し、新興市場経済により多くの資金を配分することに合意した。これにより、G20は世界経済の「運営委員会」となった。

世界のGDPの85％を占めるG20の規模は、コンセンサスが得られれば、変革を推進するのに十分な力を持つことを意味する。しかし、広範な合意を得ることは難しいため、会議は単なる写真撮影の場となり、ほとんどの行動は個別会談を通じて行われる。

今日、G20は共通のビジョンを欠いているだけでなく、メンバー国間の深い溝、さらには敵対関係によって損なわれている。例えば、中国は2026年に予定されているアメリカのG20議長国に挑戦しようとしているが、失敗に終わっている。さらに、習近平とプーチンが今年のサミットに出席しないことを決めたことで、G20が一部の主要メンバーにとって優先事項ではなくなったことは明らかだ。世界最高の危機対応組織としてのG20は、終焉を迎えようとしているのかもしれない。

今回のG20サミットを受けて、G7はより多くの非同盟諸国との関係を深めることを真剣に考えるべきだ。ウクライナ紛争が長引き、中国が台湾を武力で奪取すると脅し続ければ、G20はBRICSの友人とG7の友人の間で分裂するだろう。最終的に柵を外さざるを得なくなったとき、インドはどこに着地するのだろうか？

JPモルガン、重要な債券インデックスにインドを追加

FT , SEPTEMBER 22 2023

ルピー建て債券への数十億ドルの資金流入が期待される。

JPモルガンは、新興国債券のベンチマークにインドを追加する予定である。

JPモルガンの影響力のあるインデックスへの組み入れは、銀行、投資家、インド政府間の長年の交渉の結論となる。

ウクライナ侵攻をめぐるロシアの排除や中国の成長鈍化を受け、各プロバイダーがインデックスの多様化に取り組む中、投資家は世界第5位の経済大国へのエクスポージャーを高めることになる。

米銀は2024年6月から、3,300億ドル相当のインド国債23銘柄を「Government Bond Index-Emerging Markets」のベンチマークに組み入れる。木曜日にJPモルガンが発表したところによると、インド国債のウェイトは最大で10％である。

ムンバイを拠点とする金融グループ、エムケイ・グローバルのリード・エコノミストであるマダヴィ・アローラ氏は、このインデックスに連動する投資家がポートフォリオのリバランスを行うことで、インド国債市場への資金流入は250億ドルから260億ドルに達する可能性があると述べた。ゴールドマン・サックスは以前、この数字を300億ドルとしていた。

インド債券とルピーは取引開始時に上昇した。10年債利回りは6ベーシスポイント低下し7.13％、通貨は対ドルで0.2％上昇し82.8％となった。

バンク・オブ・アメリカのインド担当財務責任者ジェイシュ・メータ氏は、「ここ2年間、投資家からインデックス・プロバイダーに対して、インド債券の組み入れを求める声が多かった」と語った。「中国が減速し、ロシアが離脱する中、新興市場の追随投資家は何かを必要としている。

2020年、インドの中央銀行は外国人保有に制限のないルピー建て債券を導入し、JPモルガンがインドをインデックスに加える道を開いた。JPモルガンは木曜日深夜の発表で、インデックスには「完全にアクセス可能なルート」の債券のみを含めると述べた。

JPモルガンはインドを追加する最初の主要新興市場ベンチマーク・プロバイダーである。ブルームバーグとFTSEはインドを組み入れていない。インド経済は多くの新興市場をアウトパフォームしており、南アジアのNifty50ベンチマークは今年史上最高値を記録した。

グローバル市場を活用することは、ニューデリーの借入コストを下げることにつながるはずだ。しかし、下降局面ではパッシブ・トラッカー・ファンドよりも早く売却するアクティブ投資家が現れる可能性がある。「それは痛みを伴うかもしれない」とミータ氏は言う。

一部の銀行家は、S&P、フィッチ、ムーディーズの3社がインドを最低投資適格に格付けしているため、JPモルガンの動きによって格付け会社がインドに対する評価を引き上げることを期待している。

「格付け会社が投資家の視点を尊重してくれることを願っています」と、投資信託コタック・マヒンドラAMCのマネジング・ディレクター、ニレシュ・シャーは語った。

習近平が中国の株式市場を掌握する方法

習近平国家主席は、上場規則や取引規則を利用して、自身の優先事項に合ったセクターに資本を誘導することで、市場を国家に奉仕させようとしている。

9月20日、吉林省ジョイナチャーポリマーが上海証券取引所に上場し、今年中国国内市場に上場した200番目の企業となった。これらの企業は合計で400億ドル以上を調達しており、ウォール街での調達額の2倍以上、世界全体の調達額のほぼ半分を占めている。

しかし、中国のベンチマークであるCSI300指数は1月以来14％下落し、2022年には5分の1にまで落ち込んだ。中国の経済成長の鈍化や不動産セクターの流動性危機に対する懸念が高まる中、日本やアメリカなど他の主要市場を下回っている。

停滞しているように見える市場が何百社もの新規参入企業を迎えるという極めて異例な状況は、この1年で活発化した北京の重要な政策転換の結果である。習近平国家主席は、支配、国家安全保障、技術的自給自足といった優先事項に合致する分野への投資を強化することに熱心で、中国経済の再構築を目的に、株式市場を利用してその資金を誘導している。

「成長の弱さがあれば、不動産市場を刺激したり、インフラを整備したりするという古いやり方は、もはや通用しません」と、ゴールドマン・サックスの中国株チーフ・ストラテジスト、キンガー・ラウは言う。「一方、IPO市場は依然として活況を呈しており、中国にとって戦略的に重要だと思われる分野に資本を誘導する政策的インセンティブがあるのは明らかだ。

投資銀行CLSAでチャイナ・リアリティ・リサーチの責任者を務めるランス・ノーブル氏は、新しいアプローチの中心は、政府、産業界、金融、大学、研究所のリソースをトップダウンで調整し、技術のブレークスルーを加速させ、中国の西側諸国への依存度を下げることにあると言う。

しかし、市場を国家の優先事項に奉仕させることは、過去の政権や、習近平が2012年に党首に就任した後、最初に唱えた親市場の立場とは大きく異なる。

上海の復旦大学経済学部の張軍学部長は、「これらの措置や改革は、比較的市場志向の市場メカニズムを構築するというこれまでの考え方に反しており、政策指導と市場の期待との間には大きなギャップがある」と言う。

また、中国のIPO投資家を説得して新規上場を熱狂的に支持させたり、大手資産運用会社や保険会社にチップメーカーや電気自動車メーカーへの長期投資家になってもらったりすることが、以前は不動産投資やインフラ投資がもたらしたような、一般の中国人への雇用や富の創出につながるという保証もない。

大きな構想

およそ1年前、習近平は北京に集まったトップリーダーたちに、中国は「新しい国家全体システム」を動員し、「主要な科学技術革新に関する党と国家の指導力を強化し、市場メカニズムの役割を十分に発揮させる」ことによって、戦略的分野におけるブレークスルーを加速させる必要があると語った。

新しい全体国家体制」の「新しい」と、「市場メカニズム」への言及は、習近平のビジョンを、1949年から1976年まで中国を支配した毛沢東の下で進化したビジョンと区別するものである。毛沢東の当初の「全国家体制」は、ソ連型のトップダウン経済計画を伴うもので、人工衛星や核兵器を含む技術的進化をもたらしたが、大衆の繁栄はもたらされなかった。

習近平政権が政府上層部でイノベーションの協調を求めたのは、地方政府によるベンチャーキャピタル的な地方チップメーカーへの相次ぐ悲惨な投資と、中国の半導体戦略の重要な担い手である国家集積回路産業投資基金（NICIIF）の汚職疑惑の後だった。

NICIIFは一般的に、政策目標と投資リターンのバランスを取るよう努め、利益を業界全体に再投資していた。しかし、低コストで収益性の高いチップ設計会社に頻繁に資金を提供する一方で、中国の高級チップメーカーが韓国や台湾、その他の外国のライバルに追いつくのを支援できていないという批判にさらされていた。

ノーブル氏によれば、習近平の演説や共産党機関誌に掲載された論文の中で、この「新全国システム」についての注目度の高い言及があった。

毛沢東が中国の証券取引所を閉鎖したのに対し、習近平は国内の株式市場を利用し、成長の原動力となる不動産やインフラ開発への依存度を下げたいと考えている。しかし、習近平の "新全国体制 "は利益よりも党の政策を優先する。

このことは、党幹部がIPOを急ピッチで進める一方で、経済成長を再活性化するための大規模な不動産やインフラ刺激策の導入には消極的な理由を説明するのに役立つ。彼らの目には、旧来のやり方に戻ることは、負債を抱えた不動産開発業者にとって避けられない清算を先送りし、新しい中国経済への移行を遅らせるだけだと映っている。

ゴールドマンのラウは、半導体製造、バイオテクノロジー、電気自動車といった分野の企業を上場させることが、この転換の鍵だと言う。株式市場の投資家が支援することで、それらの企業は規模を拡大し、中国の不動産市場の縮小によって残されたギャップを埋めるために必要な個人消費の成長を促進することができる。

赤信号、青信号

習近平政権はすでに、いわゆる政府誘導ファンドから数千億ドルを、国家の優先事項に資するIPO前の企業に注入していた。現在、習政権は上海と深圳でのIPOを加速させる一方、絡み合った2つのシステムを立ち上げることで、優先順位の低いセクターの企業による上場の試みを淘汰しようとしている。

2月に導入された全国的な「登録制」上場システムは、中国の株式市場上場の正式なプロセスをより透明性の高いものにし、IPO申請ごとに中国証券監督管理委員会による公式審査が行われるという、しばしば長期化するプロセスに終止符を打った。

これと同様に重要なのは、規制当局が中国の投資銀行に対して、どのような企業が実際に上場すべきかを非公式に指示する舞台裏の「信号機」システムである。飲料メーカーやカフェ・レストランチェーンなどの企業には「赤信号」が灯され、事実上上場が禁止されるが、戦略的に重要な業界の企業には「青信号」が灯される。証監会は、この信号システムに関するコメントの要請には応じなかった。

しかし、上海を拠点とするある大手証券会社のディレクターによると、当局は明らかに「ハイテク製造業、再生可能エネルギー、その他の新経済関連産業のような戦略的セクターが上場し、資本を調達し、繁栄するよう後押ししようとしている」という。こうしたセクターの上場は迅速に進められるが、政策当局の優先事項に沿わない企業は、上場に必要な投資銀行の後ろ盾を得られないことになる、と同ディレクターは付け加える。

このアプローチは、公開される企業の株式が、取引開始後数日間に価格が大幅に上昇した際に、利益を得ようとする投資家によってすぐに売却された場合、困難に陥る可能性がある。規制当局は、IPOに参加する中国の投資銀行や他の機関投資家が株式を売却することを許可されない「ロックアップ」期間を延長することによって、そのリスクから守っている。

「こうした投資家を長く囲い込むことで、株価は安定する」と、パシフィック・セキュリティーズのアナリスト、夏美杏氏は言う。「それは、上場企業が収益性の改善に注力することを後押しし、（IPO）投資家に投資リスクを負担させる一方で、配当リターンを享受させることになる」。

規制当局はまた、とりわけ企業の株価が発行価格を下回ったり、株主への配当が滞ったりした場合に、取締役やIPO前の支援者、いわゆるアンカー投資家など、企業の内部関係者が株式を売却する能力を制限している。

この変更が発表された翌日、上海と深センに上場している少なくとも10社が、インサイダーによる株式売却計画を中止した。テポン証券による新ルールの影響分析によると、中国の全上場企業のほぼ半数が、少なくとも一部の株主が株式売却を行えない状況にあるという。

市場規律

資本市場に対するこの新しい協調的なアプローチは、すでに混乱をもたらしており、当局者はこれを食い止めようと躍起になっている。個人投資家は、新規上場企業の株式入札に必要な資金を調達するために、すでに上場している企業の株式を売却することが多いからだ。

今年の上場過剰による株式市場全体への下落圧力は非常に大きく、中国の証券監督当局は最近、「資本市場の投資家の信頼を高める」ために新規上場のペースを減速させる計画を発表した。

しかし、この取り組みは今のところ目に見える効果はほとんどない。取引手数料を引き下げて売買高を増やすというサプライズ的な動きでさえ、発表当日の市場を2％ほど押し上げただけだった。それに比べ、2008年の取引手数料引き下げは9％の株高をもたらした。

市場がかつてのように反応しないため、当局は幅広い国内機関投資家に対し、価格を下支えするために戦略的セクターの株式を購入・保有するよう促している。そのような最新の動きは今月初め、中国の保険業界規制当局が国内株式の指定リスクレベルを引き下げたことで、通常は慎重な保険会社にもっと株を買うよう促そうとした。

このような措置は、習近平が表明した市場の役割を「フルに発揮」させるという計画には、重要な特約がついていることを示している。

ガベカル・ドラゴノミクスのアナリスト、トーマス・ガトリー氏は、「習近平は企業を上場させ、政府の補助金や低い税金を享受している企業を魅力的にしている」と言う。「この戦略は市場主導型だが、完全な市場主導型ではない。

リスキーなビジネス

中国の株式市場における国家の役割が強化されたことに、誰もが大喜びしているわけではない。外国人投資家など、中国株から自由にキャッシュアウトできる人々にとっては、今年に入り、そうすることにためらいはほとんどない。

フィナンシャル・タイムズ紙の証券取引所データに基づく計算によると、先月、香港と中国本土の取引所間の市場連携を通じて取引していたオフショア投資家は、120億ドルという記録的な中国株を売却した。ファンド・マネジャーによれば、中国は構造的なディレーティングの真っ只中にあり、国際的な投資ファンドは中国株式市場に振り向けるのが賢明と判断した資金の割合を恒久的に減らしている。

これは、習近平政権の初期に始まったイニシアティブを含め、外国人ファンドマネージャーに中国企業のポジションを増やすよう説得するための長年の努力を台無しにするものだ。

当時は、国際資本が株価のボラティリティを抑えるのに役立つという信念が、主にトレンドに敏感なリテールトレーダーによって煽られ、市場改革を後押しした。

外資系ファンドが保有株を投げ売りする中、トレーダーやストラテジストによると、中国の国営投資家からなる「ナショナルチーム」は、より深刻な市場暴落を防ぐための努力の一環として、買い入れに奔走しているという。

「ゴールドマンのラウは言う。「政府関連機関の株式市場への参加は、ここ数ヶ月でかなり増えています。「彼らが買っているのは、長期的な戦略部門に沿ったものだ。

しかし、中国金融のベテランたちは、このアプローチは持続不可能なほどだと言い、バリュエーションを支えるためだけに戦略銘柄に資金を滞留させるのは、もっと別の場所で有効活用できる資金の無駄遣いだと警告する。

「中国最大手の証券会社の投資銀行家は、「（政策当局者は）需給を変化させることで市場の期待を変えるのではなく、バイ・アンド・ホールドの資金を市場に誘導している」と指摘する。

「資金はこのように使われるべきではない。「彼らがそうしているのは、それが最も簡単な選択肢だからだ。

管理のコスト

一部の投資家は、株式投資に対する国家の管理体制が拡大し続けることで、中国株の国内外での魅力に永続的なダメージを与えかねないと警告している。

ロンドンを拠点とするポーラー・キャピタルのファンドマネージャー、ジェリー・ウーは、「投資家は最低限、中国の政策立案者が再び現実主義者に戻り、経済成長と民間企業を重視することを示すような、一貫した持続的な政策決定の流れを見たい」と言う。

しかし、復旦大学の張氏は、「以前の市場重視路線と現在の新しい国家全体のアプローチとの間の緊張は、当面続くかもしれない」と警告する。

中国株式市場の混乱がやがて収束し、習近平の優先政策に資する企業への重点投資によって消費者中心の経済へ移行するという政策立案者の計画が成功したとしても、その結果が習近平のビジョンに沿うものであるかどうか疑問視される理由はある。

エコノミストによれば、北京が上場に好意的なハイテク分野（半導体、EV、バッテリー、その他のハイエンド製造業）は、中国のトップリーダーが期待する規模の雇用機会を提供したり、消費者支出を促進したりすることはできないという。

北京大学の金融学教授でカーネギー・チャイナのシニアフェローであるマイケル・ペティス氏は、「ハイテクに投資することには2つの問題がある」と言う。「1つは、ハイテクは以前のもの（不動産やインフラ）に比べて非常に小さいということ、もう1つは、ハイテクに投資したからといって必ずしも金持ちになれるとは限らないということだ。

株価の上昇は、かつて住宅価格が上昇したのと同じように、中国の中産階級に強力な富の効果をもたらす可能性がある。しかし、政府が今年株式市場の上昇を演出できなかったことで、個人投資家の信頼はさらに損なわれている。中国株が長期的に他市場に遅れをとり続ければ、家計支出の重荷となり、成長をさらに妨げることになりかねない。

中国金融の独立専門家であるフレイザー・ハウイー氏は、人工知能、半導体、電気自動車が投資対象として注目されているのは中国だけではないと指摘する。

「1年前、中国が世界のAIリーダーだと誰もが話していた。その後、ChatGPTが登場し、誰もがこう言った： ああ、市場は私たちが思っているほど愚かではないのかもしれない』と。

彼が指摘するのは、中国企業がほとんど除外されているAI関連株の世界的な上昇と、イギリスのチップ設計会社アームがニューヨークで上場したことだ。このIPOはアームの親会社であるソフトバンクに50億ドルをもたらした。

「習近平はこれらすべてを望んでいるが、自給自足と政治的コントロールが彼にとって非常に重要であるため、特別な形で望んでいる」とハウイー氏は言う。

「それには限界があります。片手を後ろ手に縛られた状態で、これらすべてを行わなければならない』と言っているようなものです」。

中国投資家が地方債に殺到、北京がデフォルト懸念を緩和

中央政府による地方金融機関への支援により、8月の国債販売は過去最高水準に近づいた。

中国の信用投資家たちは、北京が地方政府による借金の山を一掃する手助けをするという兆しに後押しされ、中国で最も負債を抱えている地方で発行された債券を買い漁っている。

地方政府金融公社（LGFV）（地方政府に代わって債券を調達し、インフラ・プロジェクトを建設する投資会社）は、新たな需要に応えようと躍起になっている。フィナンシャル・タイムズ紙がWindのデータに基づいて計算したところによると、8月の地方債販売額は過去2番目に高い6,400億元（880億ドル）に達した。

中国の省・市が積み上げた膨大な債務は、政策立案者にとって喫緊の問題となっており、北京は最近、地方の帳簿を精査し、肥大化したバランスシートに対処するために専門家を派遣した。IMFは、LGFVが発行する債券の総額を66兆元と見積もっている。

債券売却の急増は、北京の政策立案者が経済成長を牽引するLGFVの新たなモデルに取り組むなか、中国が地方政府の債務を借り換え、削減する方法を見つけるとオンショアの投資家が考えていることを示している。

「ナティクシス香港のシニア・エコノミスト、ゲイリー・ウン氏は、「最近のLGFV債への関心の背景には、金融緩和と積極的な債務処理への期待の高まりがある。「中国への投資には常に政府の政策が欠かせない。政府の政策は、中国への投資にとって常に極めて重要だが、今はこれまで以上に重要だ。

北京近郊の天津市や、最北の黒竜江省を含む重債務省では、LGFVが8月と9月に債券を発行している。

「ここ数カ月間、LGFVの債券を買う熱狂的な動きがあったが、9月に入ってさらに熱狂的になっている」と、上海を拠点とするプライベート・エクイティ会社のハイ・イールド債券投資家は名前を伏せた。「この地方政府の債務整理は数カ月、数年続くと誰もが考えており、少なくともこの期間中、LGFV債がデフォルトに陥ることはないだろう。

貴州省など負債を抱える省が発行した債券の多くは昨年デフォルト寸前となり、LGFV債を大量に保有する信用投資家の間で懸念が高まった。

これまでLGFV債が公的市場でデフォルトに陥ったことはなかったが、2023年前半にはリスク回避的な投資家はLGFV債への投資意欲をほとんど示さなかった。3月に8,180億人民元という記録的な販売額に急増したのは、債務が満期を迎えたため、デフォルトを回避するために借り換えが必要になったためである。

財政的に最もリスクの高い地方政府の債券への需要が、クーポン金利を押し下げた。負債を抱える広西チワン族自治区と山東省のLGFV債は、そのリスク・プロファイルからすると通常より低い11％のクーポン率で発行されている。

天津LGFVの平均クーポンレートは、6月の7％から9月には4％に低下した。

ファンドマネージャーであるウェスタン・リードバンクの上海に拠点を置く債券トレーダーは、「現在の市場によるトップピックは、天津と河南省、陝西省の西安のLGFV債券だろう」と述べ、これらの債券が魅力的なのは、債務処理計画を受け取る地域の最初のバッチに含まれると考えられているからだと付け加えた。

北京はLGFVの債務問題に取り組むため、ここ数年で最大規模の取り組みを行っている。金融メディア『Caixin』によると、このイニシアティブの下で、15億元もの簿外債務が、より信用度の高い中央政府または地方政府が引き受ける債務と交換される可能性があるという。中国証券監督管理委員会はここ数カ月、LGFV債のデフォルト防止を何度も宣言している。

短期的なLGFV債に対する投資家の熱意は、短期的には高止まりすると予想される、と中国国際資本公司のアナリスト、ワン・ルオヤンは言う。

「結局のところ、市場には今、LGFV債ほど魅力的な資産はない」と王氏は語った。