

Pictet Global Market Watch

中国：インフラ関連銘柄投資の魅力

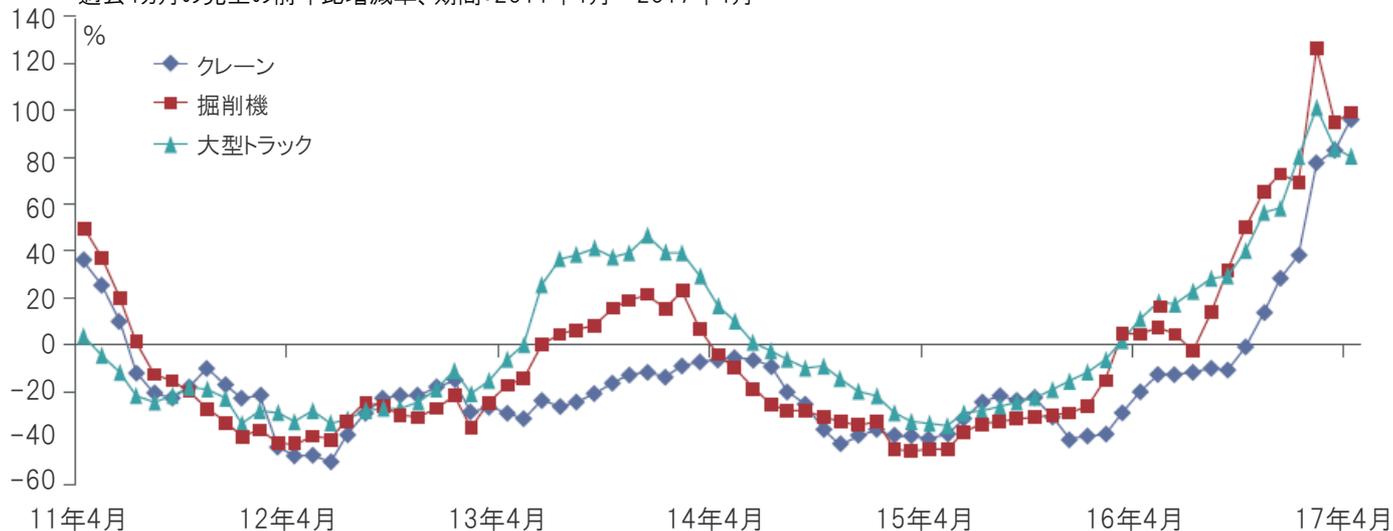
中国のインフラ関連企業は、国内の交通・輸送関連投資、「一帯一路」構想、「雄安新区」建設プロジェクト、各種のPPPプロジェクト等を追い風に、今後数年にわたって、国内外からの新規契約受注獲得の勢いを維持するものと思われれます。また、受注が売上に計上されるまでの回転期間の短縮も予想されます。したがって、中国のインフラ関連セクターの見通しは良好と考えます。もっとも、インフラ投資は、立案期間が長期に渡ることに加え、年間売上の変動が大きいこと等から、中期的なプロジェクトとして捉えることが必要です。また、銘柄選択においては、計画を成功させた実績のある企業を厳選し負債面に留意することも重要です。

ポイント

- ✓ インフラ関連投資の継続**：中国では、高水準のインフラ投資が中期的に継続すると見られます。「第13次5か年計画(2016-2020年)」には、交通・輸送セクター関連投資に15兆元(2.2兆ドル)を投じ、その大半を道路や鉄道の開発・整備に充てると述べられています。また、主要プロジェクトの一つとして注目される「雄安新区」建設計画も、高水準のインフラ投資の継続を示唆しています。
- ✓ 官民連携プロジェクト(PPP)の拡大**：中国政府は2013年以降、PPPプロジェクトが受注だけで終わることなく確実な実施にむけて注力する姿勢を示すなど、PPPを積極的に推進しています。PPPに対する政府の姿勢の転換は、インフラ関連企業が新規受注を増やす後押しとなり、受注から売上計上までの期間の短縮(回転率の改善)につながるものと予想されます。
- ✓ 「一帯一路」構想**：一帯一路構想は、アジアと中東・欧州間の貿易および投資の拡大を目指す重要プロジェクトです。一帯一路構想は潤沢な資金が約束されており、地政学面での中国の領域の拡大と、余剰生産能力の輸出を意図するものと考えられます。
- ✓ 魅力的なバリュエーション**：中国のインフラ関連企業のバリュエーション(投資価値評価)は、妥当な水準にあります。建設セクター構成銘柄(H株)の予想株価収益率(PER)は足元で8.0倍と、過去10年平均に比べて魅力的な水準であり、2009年に付けた直近の最高水準を大きく下回っています。一部の銘柄の負債比率が高いことに留意は必要ですが、今後、高水準の利益成長率が負債比率の改善を促すものと予想されます。

図表1：建設機械の売上に見る、中国のインフラ関連投資の拡大

過去4か月の売上の前年比増減率、期間：2011年4月～2017年4月



出所：ピクテグループ

インフラ関連投資の継続

中国景気の減速や過剰投資に関する否定的な報道が散見されますが、中国経済は高成長を維持しており、高水準のインフラ投資を中期的に持続させる環境を整えているというのが現状だと考えます。

「第13次5ヵ年計画(2016-2020年)」に盛り込まれた財政支出計画のみならず、「雄安新区」建設プロジェクトや「一帯一路」関連プロジェクト、官民連携プロジェクト(PPP)の増加トレンドを追い風に、インフラ関連投資の一段の拡大が見込まれます。このような状況を勘案し、インフラ関連セクターには強気の姿勢で臨みます。

中国の総固定資本形成は、2016年半ばに底を打った後、堅調なインフラ関連投資を一因に増加に転じています。インフラセクターの2017年1-4月の売上高の伸びを主要製品別に見ると、クレーンが前年同期比+96%、大型トラックが同+80%、掘削機が+99%といずれも好調です(前ページ図表1参照)。中国のインフラ関連企業の先行きは明るく、新規受注および売上の持続的な伸びが見込まれます。

中国は、投資に過度に依存する経済から、投資と消費の均衡の取れた経済への構造転換に取り組みつつありますが、改革の実現には時間を要します。一方、2017、2018両年度のGDP(国内総生産)成長率は高水準を維持するものと見込まれ、総固定資本形成も、緩やかに減速しつつ、中期的には高水準を維持すると思われる。中国政府は経済の急速な減速を不本意と考えていると見られることから、そのような状況には公共投資等の反循環的な財政支出で対応する可能性も考えられます。

第13次5ヵ年計画(2016-2020年)

高水準のインフラ投資支出が中期的に継続するであろうことは、交通・輸送セクター関連投資に15兆元(2.2兆ドル)を計上した「第13次5ヵ年計画(2016-2020年)」からも明らかです。

第13次5ヵ年計画には鉄道投資だけで4.2兆元が計上され、第12次5ヵ年計画の3.55兆元を18.3%上回ります。また、増額の可能性も考えられます。第10次、第11次、第12次5ヵ年計画に盛り込まれた鉄道関連投資の当初の目標額が、それぞれ、66%、84%、26%と、いずれも増額されているからです。

第13次5ヵ年計画では、鉄道網を3万キロメートル延伸し、15.1万キロメートルとする計画を立てており、2020年末には、人口100万人以上の都市の80%以上が高速鉄道で結ばれることとなります。中国鉄路総公司は2017年中に、新規建設(2,100キロメートル)、複線化(2,500キロメートル)、電化(4,000キロメートル)等、35

図表2: 雄安新区の建設予定地



の鉄道建設プロジェクトの着工を計画しています。

地下鉄建設投資も期待されます。第13次5ヵ年計画に盛り込まれた地方政府の地下鉄建設計画は総計8,765キロメートルに及び、第12次5ヵ年計画終了時の4,052キロメートルの2倍を上回ります。この結果、2020年末には、地下鉄網を有する都市の数が現在の21から40に増加することとなります。鉄道建設と同様、地下鉄建設投資の増額の可能性も考えられます。

第13次5ヵ年計画の終了以降も、高水準のインフラ投資が継続されると思われます。経済協力開発機構(OECD)の「国際交通フォーラム」が行った研究には、中国の鉄道/道路輸送稼働率が人口密度の高い国の中でもとくに高く、先進国・新興国を併せた世界ランキングで、鉄道が1位、道路が2位と報告されています。このことから、中国のインフラ投資の中期的な先行きが良好であることが示唆されます。

雄安新区

中国のインフラ関連企業は、交通・輸送関連プロジェクト以外からも恩恵を受けることが期待されます。中国政府は、2017年4月1日、北京の南西100キロメートルに位置する地域に、環境に優しいスマートシティ、「雄安新区」を建設することを発表しました(図表2参照)。「雄安新区」は、香港に隣接する深セン経済特区ならびに上海市浦東新区に匹敵する一大経済圏に発展する可能性を秘めています。2022年に北京で開催される冬季オリンピックを控え、雄県と、北京ならびに河北省の張家口市、石家荘市と結ぶ道路の建設が既に始まっています。

官民連携プロジェクト(PPP)の拡大

官民連携プロジェクト(PPP)の拡大トレンドもインフラ投資の追い風になることが予想されます。

中国の最初のPPPは1980年代に遡りますが、政府がPPPを真剣に促進し始めたのは2013年に入ってからのことです。2014年には複数のPPP関連規制の改定が行われましたが、とりわけ注目されたのは、保険会社や資産運用会社等の金融機関や年金基金のPPP参加に係るものです。2015、2016両年に政府が発表したPPPは11,260件、総額13.5兆元にのびます。2016年12月には、最大級の案件の一つである杭州市と台州市間の旅客線(全長269キロメートル)の建設工事が始まりました。これは、民間出資51%、総額449億元、期間30年のBOT(建設・移転・運営)方式のプロジェクトです。

加えて、政府が、入札さえ行えばよいとの姿勢から、監査チームや作業チームを立ち上げる等、プロジェクトの確実な実施に注力する姿勢に転じていることから、PPPの実施状況は改善されつつあります。足元、実施段階にあるPPPは1,351件(総額2.2兆元)と、2016年の298件(総額0.4兆元)から大幅に増加しています。また、資金調達段階にあるPPPも986件(総額1.5兆元)にのびます。

高まる、民間セクターの投資意欲

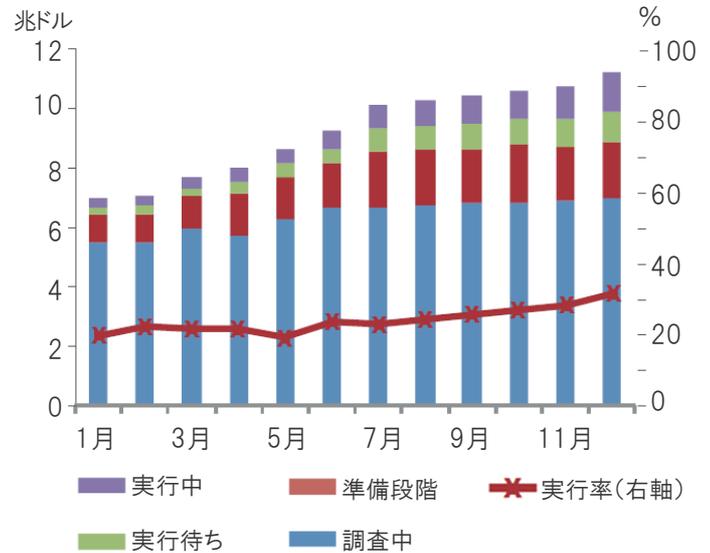
PPPに対する民間セクターの投資意欲も高まっています。保険会社によるインフラ投資は2016年半ばまでに8,940億元に達しており、そのうちの3,990億元が交通・輸送プロジェクトに投じられています。PPPは、相対的に安定した長期リターンを提供する傾向が強いことから、保険会社の長期の資産・負債管理に魅力的な投資対象となっています。また、従来型資産クラスの長期の想定リターンが低位に留まっているため、資産運用会社にとっては、従来型資産クラスの代替資産としてPPPの魅力が高まっているようです。

中国政府が PPPへの参入および資金回収を容易にしたことも、資金調達を促す一因となっています。2017年1-3月期には、中国財政部政府社会資本合作センターと天津市金融資産取引所が、国内初の資産取引プラットフォームを設立しました。加えて、国家発展改革委員会と中国証券監督管理委員会は、PPPを担保とする複数の資産担保証券(ABS)の設定を認可しました。これにより証券化された最大のプロジェクトは道路トンネル建設プロジェクト(11.58億元)です。

PPPの増加に伴い、インフラ関連企業の新規契約受注も増加すると予想されます。企業がPPPの売上を計上するのは、プロジェクト完了期間を経た2~5年後です。つまり、PPPの受注が増えれば、受注から売上が計上されるまでの期間の短縮が期待できるということです。

図表3: プロジェクト進捗度別のPPP予算総額

月次、期間: 2016年1月~2016年12月



出所:ピクテグループ

「一帯一路」構想

「一帯一路」とは、「シルクロード経済ベルト」・「21世紀海上シルクロード」の略称です。アジアと中東・欧州間の貿易および投資の拡大を目標に、地上・海上の開発と交通インフラを建設するもので、2013年9月に習近平国家主席が提唱しました。

一帯一路関連のプロジェクトですでに開通した鉄道の一つが、上海-昆明高速鉄道です。2016年12月28日に一番列車が発車した上海-昆明高速鉄道は、延伸が計画されています。完成すれば、隣国のラオス、タイ、マレーシアを経由して、中国とシンガポールを結ぶこととなります。ラオス-中国間の投資総額は400億元で、うち70%を中国政府が出資、建設資材と技術は中国企業が提供します。タイ国内の建設は間もなく開始されることとなっており、マレーシアとシンガポールは、2017年10-12月期までに共同入札を行い2018年1-3月期中には建設に着手すると伝えられています。

一帯一路構想は、地政学面での中国の領域の拡大と余剰生産能力の輸出を意図するものと考えられます。中国が、2017年5月14-15の両日、北京で開催した一帯一路国際協力サミット・フォーラムには、29カ国の首脳ならびに政府要人の他、100カ国以上の代表、世界銀行等の国際機関が参加しており、2013年9月以降、64カ国が一帯一路協力契約に調印したこと、また、調印国の人口が総計32億人に達したことが報告されています。中国はこの他、一帯一路沿線諸国との間で、自由貿易協定31件を締結している他、経済協力圏56件ならびに経済回廊6件を設置しています。

一帯一路構想に寄せる沿線諸国の強い関心は、当該各国のインフラ需要を反映しています。アジア開発銀行(ADB)は、2016年から2030年にかけて、アジア域内だけで累計23兆ドル相当の投資が必要となり、その82%がエネルギーならびに交通・輸送関連投資になるだろうと試算しています。中国の一帯一路構想は、中国の資金とインフラ投資のノウハウを武器に、こうしたニーズを最大限に活用するものです。

潤沢な投資資金

一帯一路構想は、アジアインフラ投資銀行(AIIB)ならびにシルクロード基金からの融資と投資に支えられています。2015年、中国が設立したAIIBは、現在77の加盟国を擁しており、中国が議決権付き株式の32.4%を保有しています。一方、シルクロード基金は2014年に設立された国営投資ファンドです。一帯一路関連のプロジェクトは、2016年中に、AIIBから17億ドルの融資を、シルクロード基金から35億ドルの出資を受けていますが、両者は、一帯一路向け融資ならびに投資を、2020年までに現在の10倍の規模に拡大することを計画しています。中国は、前述した一帯一路国際協力サミット・

図表4: 一帯一路構想におけるインフラ投資(イメージ図)



出所: 各種資料を使用しピクテ投信投資顧問作成

フォーラムで、新規の資金調達(総額8,800億元)計画を発表し、1,000億元をシルクロード基金の資本注入に充てること、また、残りは、主要政策銀行ならびに国営商業銀行による融資となることを発表しています。

もっとも、一帯一路構想の下で実施されるプロジェクトがAIIBとシルクロード基金だけに依存しているわけではありません。前述のフォーラムでは、1,892件のプロジェクトに対する投資累計額が189億ドルに達していること、また、18万人前後の雇用が新規に創出され、うち、4分の1が中国人の雇用だったことが発表されています。

一帯一路構想は長期プロジェクトではあるものの、既に成果が出始めています。鉄道関連プロジェクトを例にとると、2017年1-4月期の中国・欧州間ならびに中国・アジア間の鉄道貨物輸送は、それぞれ、前年同期比+163%ならびに同+64%の伸びを示しています。中国・欧州間の鉄道貨物輸送は海上貨物輸送と比べて、所要日数が半分で済むことに加え、コストを30-40%程度抑えることが可能です。

一帯一路の成果は、国営/民間企業双方に及び始めています。中国の2016年の海外からの新規契約受注総額は2,440億ドルと、2013年の1,720億ドルを上回り、うち、52%が一帯一路の案件です。インフラ投資は、タイ、インドネシア、フィリピン等、中国以外のアジア各国でも拡大基調にあり、マレーシアはとりわけ有望です。

リスクの軽減

一帯一路構想に大きな政治リスクが伴うことは明らかです。政情が相対的に不安定な地域が含まれるからです。

とはいえ、経済回廊、経済圏、自由貿易圏の設立等を通じた中国政府の支援を受けて、中国企業は、海外進出に伴って生じるリスクを軽減することが出来るはずです。沿線諸国の一部が、5-7年程前までは、中国からの投資に懸念を示していたことは事実ですが、恐らく、ここ数年の新興国経済の減速や投資獲得競争の激化を背景に、懸念は払拭されつつあります。

魅力的なバリュエーション

インフラ投資ニーズの大半は中国国内に限られているわけですが、そうした中、インフラ関連企業に海外で事業を展開する機会を提供しているのが一帯一路です。

インフラ関連企業のバリュエーションは妥当な水準にあります。(海外投資家にとってアクセスの容易な)香港市場上場(H株)の資本財セクターの予想株価収益率(PER)は足元で11.4倍と、過去10年平均を僅かながら下回っており、過去10年の最高水準を大きく下回ります。また、セクターの内訳を見ると、建設サブセクターの足元の予想PERも8.0倍と、過去10年平均に比べて魅力的な水準にあり、2009年に付けた直近の最高水準を大きく下回っています。

負債比率を巡る懸念

投資家の懸念材料の一つは、一部の中国企業の負債比率が高いことですが、このような状況はインフラ関連セクターの一部の銘柄にも当てはまります。従って、銘柄の厳選は必須です。もともと、高水準の利益成長率が維持されれば、売上げや純利益の伸びにつながり、それが負債の削減を促すこととなるため、高水準の純負債資本比率をさほど懸念する必要がなくなる可能性もあります。利益成長率が低水準で、なおかつ急激に悪化している場合には、高い負債比率が重大な懸念材料となりえますが、中国の現状はこのような状況にはありません。少なくとも、2017年、2018年の実質GDP成長率は高い水準を維持することが見込まれるからです。

インフラ投資は、中期投資として捉えることが重要です。立案期間が長期に渡るため、売上が計上されるまでに12-18ヵ月を要することもあり、多くの投資家にとって、相対的に長期の投資期間が必要となるからです。また、インフラ・プロジェクトには遅れが付きもので、土地の取得や整備等の支障が起こることも考えられるうえに、売上げが計上できる局面に達しても、金額が当初予定から大きく変動する状況もありえます。従って、インフラ・プロジェクトを手掛けた実績があり、プロジェクトに伴う各種の課題に総合的かつ一貫した対策を持って対処することができる企業を厳選することが重要と考えます。

※将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。

当資料をご利用にあたっての注意事項等

●当資料はピクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものではありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。●当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。