

中国は無視することのできない大国

Weekly Global

Mark Haefele, Chief Investment Officer Global Wealth Management, UBS AG

今週の要点

各国中銀が利回りの抑制に動く中、景気敏感銘柄へのローテーションが続く

米国債利回りの最近の急上昇に伴い、株式市場では再びボラティリティ(相場の変動)が高まり、グロース(成長)銘柄から景気敏感銘柄へのローテーションが生じた。最も打撃を受けたのはテクノロジー銘柄で、5日の米市場ではS&P500種株価指数が1.3%の下落だったのに対し、ハイテク銘柄中心のナスダック総合指数は2.1%の下落となった。1月末以降、米10年債利回りは50ベースポイント(bp)上昇して1.57%に達し、先週は一時、過去1年間で最高となる1.62%を記録した。過去3カ月の間に、市場は初回利上げ時期の見通しを1年前倒しし、2022年後半と織り込んでいる。しかし、各国中央銀行が正当化できない利回り上昇の抑え込みに動く中、利回り上昇は落ち着き、米10年債利回りは1.5%近辺で2021年末を迎えると我々は予想している。フランス銀行(中央銀行)のビルロワドガロー総裁は今週初め、金融引き締めは「正当化できない」と述べ、欧州中央銀行のルイス・デギンドス副総裁は、債券利回りの望ましくない上昇を抑えるために何らかの措置をとる可能性があると言った。米連邦準備理事会(FRB)のパウエル議長も4日、FRBは政策運営には「忍耐強く」あたり、利上げが適切になるには「道のりはまだ長い」と述べた。今後数カ月のインフレ上昇は一時的なものにとどまる可能性が高いと言われ、ハト派の姿勢を保った。

要点: 各国中央銀行は、高官の発言や、債券購入の実施により、利回り安定化の努力を続けると我々は予想している。よって、実質利回りの急上昇により株式の上昇相場が腰折れすることはないと考える。経済成長が加速するにつれ、時折ボラティリティが高まりながらも、景気敏感セクターがアウトパフォームすると予想している。

中国の投資機会を探る

5日に開幕した中国共産党の全国人民代表大会(国会に相当)で、5カ年計画が策定されている。この機会に、中国の足跡を振り返ってみたい。中国経済は過去20年間で5倍の規模に成長し、今や世界の経済生産の約20%、年間GDP成長率の30%を占めている。また、中国の株式市場の時価総額は25倍に増大し、世界全体の11%近くに達している。しかし、中国のこうした成長もかかわらず、グローバルな指数に占める中国の構成比率に比して、グローバル投資家による中国市場への資産配分は非常に少ない。我々は、中国は大きすぎて且つ極めて独自性が高いため、無視できない存在であると考えている。中国の研究開発費は米国の2倍のペースで増加しており、テクノロジー、イノベーション、サステナビリティのリーダーになりつつある。金融市場は成熟し、債券、クレジットの両市場で投資機会へのアクセスが改善されつつある。さらに、中国の国内志向型経済と金融政策の他国からの独立性により、金利サイクルは他の主要国市場と乖離することが多いことから、投資においては分散効果をもたらす。例えば、2018年はFRBが金融引き締めを行った一方で中国人民銀行は利下げを実施したため、米国債は下落したが、中国の債券は上昇した。MSCIチャイナAオンショア指数は、MSCI新興国指数との相関が0.84なのに対し、MSCIオール・カンントリー・ワールド指数(ACWI)との過去の相関は0.5だ。

要点: 世界における中国の台頭は続き、株式、債券、通貨にいたる幅広い市場に投資機会が見出せると考えている。

今週の動き

1. **債券市場は米国のインフレ統計にどう反応するか?** 国債市場はまたも不安定な1週間となり、10日に発表される2月の米国消費者物価指数の発表に注目が集まっている。インフレ率は米国をはじめ主要国で今後数カ月にわたり上昇すると予想され、市場が動揺する可能性がある。しかし、インフレ加速が持続するとは考えていない。
2. **議会は追加経済対策を可決するか?** 先週6日、バイデン大統領が提案した1.9兆米ドルの財政刺激策が連邦議会上院で可決され、今週は下院で最終的な採決が行われる。このところ世界経済に楽観的な見方が広がっているのは、米国の大規模な追加経済対策の成立見通しとその一因である。そのため、法案の迅速な可決が期待されている。
3. **各国の移動制限は緩和に向かうのか?** ドイツのメルケル首相は3日、新型コロナウイルスによる制限措置を段階的に解除することで州首相と合意した。ただし、感染者数が再び急増した場合は、「緊急ブレーキ」をかけると警告している。米国ではテキサス州などが制限の解除を発表している。しかし、バイデン政権は、感染抑制には引き続き制限措置が必要だと指摘している。次の政策措置と、制限が緩和された場合の感染者数の増加スピードに注目が集まるだろう。

半導体をめぐる覇権争いがテクノロジー銘柄の中長期見通しの追い風に

先週は半導体産業をめぐる米中の覇権争いが激しさを増した。中国は 2021 年から 2025 年までを対象とする 5 カ年計画に国内半導体産業への資金支援強化を盛り込み、一方のバイデン米大統領は国内の半導体生産を加速させるため 370 億米ドルの政府支援を要求した。地政学的対立は投資の足かせとなることが多いが、足元のこうした状況は投資機会をもたらすと我々は考えている。国内企業大手への支援強化は、グローバルプラットフォーム企業や、中国のデジタル経済企業に選別的に恩恵をもたらすだろう。世界の半導体不足は、サプライチェーンの脆弱さと 1 社または少数のサプライヤーに依存するリスクを浮き彫りにした。この結果、国内の半導体受託製造(ファウンドリー)向け投資が加速するだけでなく、次世代インフラやイネープリング技術の国内管理体制の強化も促すと考えている。深刻な車載半導体不足の経験から、世界の自動車メーカーは電気自動車用電池や部品の国内生産の拡大を要求している。米中政府の支援により、両国のフィンテック、オートメーション、ビッグデータ、クラウドプロバイダなど他のイネープリング技術企業にも恩恵が及ぶだろう。

要点: 米中間の半導体摩擦は、投資を増加させる要因でもあり、また地政学的対立がいかんして他の最先端テクノロジーにも影響を及ぼすかを示唆している。イネープリング技術には長期の投資機会が見出せると考える。

深読み

中国は無視することのできない大国

Mark Haefele

グローバル・チーフ・インベストメント・オフィサー

年 1 回開催される中国の全国人民代表大会(「全人代」)が 5 日に開幕し、李克強首相は新型コロナウイルスの感染拡大と世界的な景気後退に見舞われた「異例の」年からの中国経済の回復を強調した。中国は、主要国の中で唯一、2020 年にプラス成長を確保した。

だが、中国の中長期の発展はさらに目を見張るものがある。中国経済は過去 20 年間で 5 倍の規模に成長し、今や世界の経済生産の約 20%、年間 GDP 成長率の 30%を占めている。また、中国の株式市場の時価総額は 25 倍に増大し、世界全体の 11%近くに達している。

しかし、中国がこれだけ急成長を遂げているにもかかわらず、グローバルな指数に占める中国の構成比率に比して、グローバル投資家の中国市場への資産配分は非常に少ない。我々の最新の「中国投資」レポートでは、中国の金融市場について掘り下げ、投資家にとっての機会を明らかにしている。

1. **中国は無視することのできない大国。** 中国は今年の経済成長率目標を「6%以上」としているが、我々は 8%以上に達する可能性が高いと考えている。中国はテクノロジーとイノベーションの分野でも世界を主導する存在になりつつある。研究開発費は米国の 2 倍のペースで増加しており、スーパーコンピュータや産業用ロボットの台数も世界最多である。中国は先進のスマートインフラと電気自動車向けバッテリーセルの技術革新で、2060 年までにカーボンニュートラル(炭素中立)を達成する目標を掲げている。中国は小売や金融業界のデジタル変革もけん引し、世界の eコマース市場の 57%を占めている。

2. **金融市場が成熟し、投資機会へのアクセスが容易になりつつある。** 中国は 2018 年に、スタンダード&プアーズ、フィッチ、ムーディーズなど外国の格付け会社が中国で子会社を設立し、中国債券の格付け業務を実施することを認めた。この結果、グローバル投資家は、国際標準的な格付けに基づき発行体のリスク評価を行うことが可能になった。近年、中国では、中国株式市場への外国人投資家のアクセスが改善されている。投資家は個別株やさまざまなファンドを通じて、オフショア株式(中国国外で発行される中国株式)と ADR(米国預託証券)に投資できる。グローバルなベンチマーク指数におけるオンショア株式(中国国内で発行される中国株式)の構成比率が徐々に高まるにつれ、外国人も投資しやすくなっている。

3. **中国への投資はグローバル投資家に分散投資効果をもたらす。** 中国は国内志向型経済であり、金融政策は先進国中央銀行と協調せず、独立性が高い。このため、中国の景気と金利のサイクルは世界の主要市場から乖離することが多い。例えば、2018 年は米国経済がトレンド以上に拡大し、FRB が 100 ベースポイント(bp)の利上げを実施した一方で、中国人民銀行は中国経済の減速を受けて預金準備率を 250 bp 引き下げた。その結果、米国では債券利回りが上昇し、中国では低下した。中国の株式市場も分散投資の効果が期待できる。5 年間の週次データに基づくと、MSCI チャイナ A オンショア指数は MSCI 新興国指数との相関が 0.84、MSCI 米国指数とは 0.97 を示しているのに対し、MSCI オール・カントリー・ワールド指数(ACWI)との過去の相関は 0.5 である。

よって、中国の資産をグローバル・ポートフォリオに組み入れることは、分散投資の観点から有効といえる。また、中国市場へのエクスポージャーはリターンの向上にもつながると考えている。例えば、中国のデジタル経済関連セクターは、中期的に年平均成長率が 20~40%に達するとみている。

地域的な見解

セクターローテーションが鍵

居林 通、日本株リサーチヘッド
小林 千紗、アナリスト

日本株式市場は過去 6 カ月で 30% を超える上昇となり、大半のグローバル市場をアウトパフォームした。この力強いパフォーマンスは、昨年 10-12 月期の企業業績が事前予想を上回ったことや、中国の景気回復に対する日本経済の感応度の高さによるものと考えられる。

しかし、こうした好要因の大半はすでにハイテク銘柄と景気敏感株に織り込まれていると我々は考える。日経平均株価の 12 カ月先予想ベースの株価収益率(PER)は 22 倍を超えている。我々の予想によると、2023 年 3 月期の増益率は 3~4% と、2022 年 3 月期の 40% 増益予想に比べるとかなり穏やかな水準に戻りそうだ。2021 年半ば以降は新型コロナワクチン接種が本格化し、日本経済も正常化に向かうと見込まれることから、その恩恵が期待できるサービスセクターなどにシフトすることを勧める。

日本企業の 2020 年 10-12 月期業績は予想を上回った。純利益は前年同期比で 17% 増益と、7-9 月期の同 32% 減益から急回復した。2020 年下期の経費削減努力に加え、自動車、機械、半導体の需要拡大が寄与し、利益は V 字回復を遂げた。

2022 年 3 月期の企業業績については、下期の伸びは上期に比べて鈍化すると我々は予想している。その理由の一つは、2020 年 10-12 月期利益率が新型コロナ前の水準を回復したため、今後 6~10 カ月でさらなる利益率の拡大が見込みにくいことだ。2020 年 10-12 月期業績が好調だったのは、とりわけ政府の資金援助(雇用調整助成金など)、中国の産業需要の急回復、一時的な経費削減策などがあったことも要因となっている。こうした背景から、今年も日本の景気回復は続く見通しの一方、企業の増益ペースは鈍化するだろう。

日本企業の長期的な利益動向と株価との関係をみると、日経平均株価は過去 6 カ月で新型コロナからの回復を急速に織り込んだものの、利益予想はなお 2019 年の水準を下回っている。ハイテク銘柄は、デジタルへの移行(クラウド・サービス、5G、電気自動車)の恩恵を明らかに受けており、これまでの株価反発をけん引してきた。

だが、多くの日本のハイテク企業は、常に高成長を維持している米国のインターネット・プラットフォーム企業とは異なり、そもそも景気変動の影響を受けやすい。我々の最近のレポート「コロナ後の正常化に備える」(2 月 3 日付)で論じたように、2020 年に新型コロナの打撃を被った日本企業の業績が 2021 年には回復に向かうと予想する。したがって、現時点ではこうした銘柄の方がハイテク銘柄よりも投資妙味があると我々はみている。

昨年のハイテク・セクターの反発のほかに、過去 3 カ月でパフォーマンスが好転したセクターもある(エネルギーや資本財など)。景気敏感株に対する投資家の期待感は、新型コロナ危機前よりも今の方がかなり高くなっていると思われ、現在の業績回復予想をさらに上回るのは難しそうだ。次のローテーション先は、航空、ホテル、娯楽などの伝統的なサービス・セクターになりそうだ。2021 年下期から始まるワクチンの集団接種の恩恵を受けやすいとみられるためだ。

世界中の政府によるグリーン・テクノロジーと経済再開への取り組みを背景に、当面は「グリーンテックへの投資機会」と「コロナ後の正常化に備える」という投資テーマを引き続き推奨していきたい。

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS チーフ・インベストメント・オフィス・グローバル・ウェルス・マネジメント(UBS Switzerland AG またはその関連会社)が作成したリサーチレポートをもとに、UBS 証券株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。英文の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には原文が優先します。本レポートが英文で作成されている場合は、英語での内容をお客様ご自身が十分理解した上でご投資についてはご判断していただきますようお願いいたします。なお、本レポートは、当社のほか、UBS 銀行東京支店を通じて配布されることがあります。本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したのではなく、金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、お客様に特有の投資目的、財務状況等を考慮したものではありません。本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。本レポートに記載されている資産クラスや商品には、当社で取り扱っていないものも含まれることがあります。

UBS 各社(またはその従業員)は随時、本レポートで言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人等として取引したりすることがあります。あるいは、本レポートで言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があります。そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、また、過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。

金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等： UBS 証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 2633 号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会
一般社団法人日本投資顧問業協会

当社における国内株式等の売買取引には、ウェルス・マネジメント本部のお客様の場合、約定代金に対して最大 1.10% (税込)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.375% (税込)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらの手数料を超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。インベストメント・バンク部門のお客様については、お客様ごとの個別契約に基づいて手数料をお支払いいただくため、手数料の上限額や計算方法は一律に定められておりません。国内株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されます。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社における投資信託のお取引には、お申込み金額に対して最大3.3% (税込)の購入時手数料がかかります。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、国内投資信託の場合、換金時の基準価額に対して最大0.3%の信託財産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一口当たり純資産価格に対して最大5.0%の買戻手数料をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(国内投資信託の場合、最大2.20% (税込、年率)。外国投資信託の場合、最大2.75% (年率)。)のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。その他費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額等を示すことができません。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。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するため、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、損失が生じるおそれがあります。

「UBS 投資一任運用サービス(以下、当サービス)」のお取引には、投資一任契約の運用報酬として、お客様の契約期間中の時価評価額に応じて年率最大 1.76% (税込) の運用報酬をご負担いただきます。その他、投資対象となる投資信託に係る運用管理費用(信託報酬)や諸費用等を間接的にご負担いただきます。また、外国株式の売買その他の取引については、取引毎に現地取引(委託)手数料、外国現地取引所取引手数料および外国現地取引所取引税などの現地手数料等が発生し、これらの金額は個別の取引の決済金額に含まれます。運用報酬以外のこれらの費用等の合計額は運用状況により異なるため、事前にその料率・上限等を示すことができません。当サービスによる運用は投資一任契約に基づく運用を行いますので、お受取金額が投資元本を下回ることがあります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの 0.5% または 0.5 円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの 1% を上限とします。

UBS 銀行東京支店が提供する金融商品等に関する留意事項

外貨預金契約に手数料はありません。預入時に他通貨から預け入れる場合、あるいはお受取時に他通貨に交換する場合には、本契約とは別に為替取引を行って頂く必要があり、その際には為替手数料を含んだレートが適用されます。外貨預金には、為替変動リスクがあります。為替相場の変動により、お受取時の外貨金額を円換算すると、当初払い込み外貨金額の円換算額を下回る(円ベースで元本割れとなる)リスクがあります。

© UBS 2021 無断転載を禁じます。UBS はすべての知的財産権を留保します。UBS による事前の許可なく、本レポートを転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者

商号等: 三井住友信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長(登金)第 649 号

加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

金融商品仲介業務を行う金融商品仲介業者

商号等: UBS SuMi TRUST ウェルズ・アドバイザー株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号