

中国投資

規制はIT市場の成長を阻むか？

2021年4月28日

Chief Investment Office GWM

Authors: Yifan Hu, Regional CIO and Head Macroeconomics APAC, UBS AG Hong Kong Branch; Eva Lee, CFA, Strategist, UBS AG Hong Kong Branch; Dominic Schnider, CFA, CAIA, Strategist, UBS AG Hong Kong Branch; Kelvin Tay, Regional Chief Investment Officer, UBS AG Singapore Branch; Wendy Luo, Analyst, UBS AG Hong Kong Branch; Kathy Li, CFA, Analyst, UBS AG Hong Kong Branch; Eve Li, Analyst, UBS AG Hong Kong Branch

- 中国ニューエコノミー大手への規制リスクに対する懸念の高まりは、次第に和らぐだろう。中長期的に見れば、IT大手は業務効率性、事業規模、巨大なユーザー基盤を背景に引き続き市場シェアを維持するものと考えられる。
- 中国経済は今年、消費を軸に力強いスタートを切った。中国当局も政策支援を性急に打ち切ることはないと表明している。
- 株式については、構造的成長と世界的なリフレ環境および経済再開の両面を捉えてグロース(成長)セクターと景気循環色の強いバリュー(割安)セクターへの分散投資を推奨する。債券については、クレジット・スプレッドが縮小しているため、利回り7~14%が見込める年限1~2年の不動産ハイイールド債の一部が魅力的だと考える。また、世界同時景気回復によってコモディティ(金を除く)と人民元も下支えされるだろう。



主なマクロ・メッセージ

- 中国の2021年第1四半期のGDP成長率は前年同期比+18.3%となった。
- 経済政策の正常化については微調整しながら段階的に進める方針。
- 米中両国は依然対立関係にあるが、気候変動対策で協力する姿勢を示している。

株式

推奨

耐久消費財・サービス
ヘルスケア
素材・エネルギー
金融(銀行)

再生可能エネルギー

長期的な投資テーマ

インテリジェント・インフラストラクチャー

非推奨

不動産

生活必需品(新)

公益事業(クローズ)

債券

推奨

一部の短期中国不動産ハイイールド債

マカオのカジノ企業の短期債

非推奨

長期投資適格債

通貨

米ドル/人民元(CNY)は9月末で6.35を予想

目次

	ページ
フォーカス: 規制はIT市場の成長を阻むか？	2
スポットライト1: 米国版中国インフラ投資	4
スポットライト2: インフレは懸念要因か？	5
バロメーター: 米中関係	6
マクロ: 堅調なスタート	7
株式: 規制の影響は対処可能	8
債券: 短期ハイイールド債への投資	9
通貨: コモディティと人民元のさらなる上昇	10
主要金融指標	11

中国投資



中国ニューエコノミー大手への規制リスクに対する懸念の高まりは、次第に和らぐだろう。中長期的に見れば、IT大手は、その業務効率性、規模、そして巨大なユーザー基盤を背景に、市場シェアを維持する公算が大きい。」

規制はIT市場の成長を阻むか？

Yifan Hu, Regional CIO & Head Macroeconomics APAC
Kathy Li, CFA, Analyst Eva Lee, CFA, Strategist

中国当局は、国内IT大手の巨大化を看過できなくなってきた。規制当局は巨大IT企業を視野に入れた独占禁止法違反の取り締まり強化に乗り出しており、昨年後半からデジタル業界に対する新たな規定やガイドラインを相次いで公表している。

こうした動きはニューエコノミー・セクターに大きな重石となっている。監視の標的とされるネット大手の株価は2月中旬以降15~25%下落しており、MSCI中国指数を13%押し下げた。問題は、次に何が起るのか、そしてこうした環境下でどのようなポジションを取るべきかである。

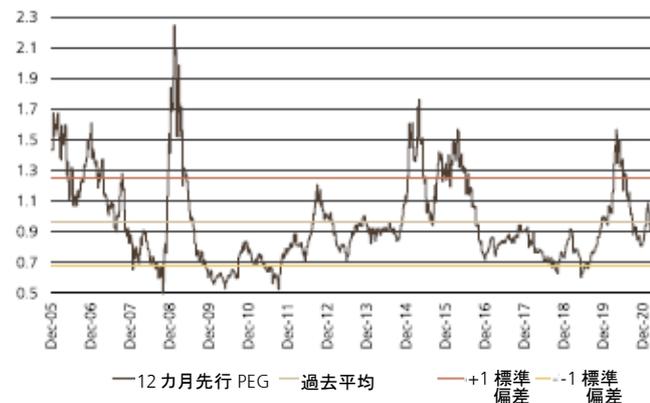
独占禁止法の3つの焦点

独禁法をめぐる中国政府の取り締まりには、大きく3つの目的があると考えられる。

1) 競合他社の参入を阻んだり、プラットフォームの利用顧客を差別的に取り扱うアルゴリズムの取り締まり。政府は、企業の独占的行為を規制するガイドライン草案を昨年11月に公表し、今年2月7日に正式に発表・施行した。規制当局は4月10日、中国Eコマース大手に対し、同社に出店する企業に他の電子商取引業者との取引を禁じる独占契約の締結を強制したとして、182億3,000万人民币(約3,050億円)の罰金を科すと発表した。独禁法違反の罰金としては過去最高額となる。規制当局はまた、電子商取引、フードデリバリー、フィンテック、オンライン旅行業等に従事するその他のネット企業34社に対して、1カ月以内に社内調査を実施し、不適切な行為を是正するよう命じた。

中国株式は過去平均を下回る水準に下落

過去のPEGレシオの推移



出所: トムソン・ロイター、IBES、UBSによる推計、2021年4月現在

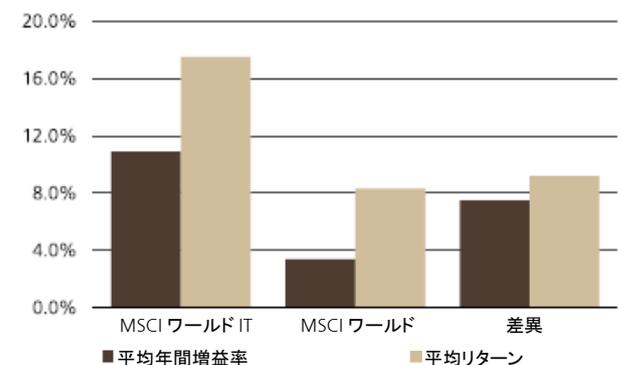
2) IT大手による金融業務に対する規制強化。中国当局は4月12日、中国大手フィンテック企業に対し、親会社のEコマース大手から分離して金融持株会社に再編するよう指導したことを明らかにした。当局は昨年11月初旬に同フィンテック企業の新規株式公開(IPO)を延期している。同社はまた決済業務と貸出業務との不正な接続の解除や、高レバレッジの抑制も求められた。

昨年11月には、オンライン小口融資に関する新規草案が公表され、金融持株会社によるシステミック・リスクの防止を目的とした「金融持株会社監督管理試行弁法」も施行された。1月20日には中国人民銀行がノンバンク決済業界での独占禁止に向けた規制案を公表した。これらの規則は、インターネット企業による金融サービスの提供を制限し、金融機関との共同融資による過度なレバレッジと集中リスクを抑制することを目的としている。

3) 消費者データの収集・利用を監督。昨年12月にモバイルアプリを通じた個人情報収集に関する規制指針案が公表され、今年3月22日に正式に発表、5月1日に施行された。中国政府は、中国人民銀行などの主導でデータバンクを創設し、巨大IT企業が収集した個人情報を監督する可能性がある。これが実行に移されると、政府による個人情報の管理が強化され、個人情報の所有に係る法律の改正が必要になるだろう。

テクノロジー・セクターは利益成長、株価リターンともにグローバル指数を上回る

2007年以降の平均年間増益率と株価リターン



出所: ブルームバーグ、UBS、2021年4月14日現在

中国投資

今後の動向

こうした動きは、世界的に広がる巨大IT規制の流れと呼応する。インターネット大手は、特にコロナ禍以降の経済においてその市場支配力を強めており、各国は企業を規制する新法制定に乗り出している。だが、他国の状況と同様に、中国投資家の視線は、企業業績への短期的な影響よりも、総じて長期的なファンダメンタルズに向けられている。

さらに、こうした規制の目的は、市場の濫用やシステムリスクを防ぐことであり、国内のイノベーションを阻害することではない。中国は米国と技術覇権争いを続けていることから、テクノロジー・セクターの持続的成長を妨げるわけにはいかないだろう。さらにまた、中国のインターネット・プラットフォームの規制をめぐる議論は実は何年も前から行われている。まず初期は成長が優先され、成熟期になって規制というのが中国流のインターネット・プラットフォームに対する発展モデルである。

従って、規制当局による圧力はしばらく続く可能性はあるものの、現在各国で行われている内容を超えるような厳しい規制や、特定の企業や業界の成長を損なうような措置が取られるとは考えにくい。

また、顧客のデータ保護に対する監督強化や顧客獲得アルゴリズムの制限、フィンテックの運用体制の再編などがIT大手の業績見通しを一定程度押し下げる可能性はあるものの、当面は平均を上回る成長を維持するとの我々の見通しに変更はない。

規制強化の中でのポジション構築

たしかに長引く規制リスクは、規制遵守費用の増加や収益化機会の減少につながりうるため、短期的にはIT大手の業績に影を落とす可能性がある。しかし、中長期的に見れば、IT大手は、その業務効率性、規模、そして巨大なユーザー基盤を背景に、市場シェアを維持する公算が大きい。

デジタル・エコノミー・セクターは目先、値動きが大きい展開が予想されるが、規制引き締めリスクはほぼ株価に織り込み済みとみており、一部の銘柄についてはバリュエーションが低下した局面を買いの好機と捉えることができるだろう。デジタル銘柄の中では、バランスシートが強固で、キャッシュ・フローが安定的で、利益が見通しやすい企業を推奨する。

テクノロジー・セクター以外では、景気循環色の強いバリュー株が有望と考える。バリュー銘柄は2020年10-12月期(第4四半期)決算が堅調な結果となり、2021年度見通しについても、中国および世界の経済再開やリフレ環境を踏まえて強気の見通しを示した。特に、建設資材、消費サービス、素材および銀行といった景気循環色の強い一部のバリュー・セクターが、リフレ環境による追い風を引き続き受けるものと見込まれる。

中国市場全体としては、年末までの利益成長率を10%台後半と見込んでおり、中国株式リターンについては10%台半ばを予想する。よって、我々は、中国を引き続きアジア地域で推奨する市場の1つと位置づけている。

中国のインターネット・セクターに対する独占禁止措置

日付	規制当局	規制法案
2021年3月22日 (2021年5月1日施行)	サイバー空間管理局	モバイルアプリを通じた個人情報収集に関する規制指針(2020年12月1日に初稿)
2021年2月7日	国家市場監督管理総局	アルゴリズム及び顧客情報の使用を対象としたプラットフォーム経済に関する独占禁止ガイドライン(2020年11月10日に初稿)
2021年1月20日	中国人民銀行	ノンバンク決済業界での独占禁止に向けた規制(案)
2020年11月2日	中国人民銀行及び 中国銀行保険監督管理 委員会	オンライン小口融資に関する新規制(案)
2020年9月13日 (2020年11月1日施行)	中国人民銀行	金融持株会社監督管理試行弁法(2019年7月26日に初稿)

出所: 政府ウェブサイト、メディア報道、UBS、2021年4月現在

中国投資



「世界の2大大国によるインフラ投資の加速が、世界経済とインフラ関連企業の双方の追い風になるとみている。」

米国版中国インフラ投資

Yifan Hu, Regional CIO & Head Macroeconomics APAC

米国のバイデン大統領が最近公表したインフラ投資計画は、今後8年間で2兆2,500億米ドルもの予算を支出するという野心的な内容だ。この計画が可決されれば、米国史上最大のインフラ関連法案になるだろう。オバマ政権時代の2009年に成立し、当時巨額の投資として賞賛された「アメリカ復興・再投資法」の約3倍の規模となる。

このインフラ法案では、電気自動車向け投資など輸送インフラに約6,210億米ドル、半導体の製造強化・研究開発やクリーン・エネルギー製造支援に約5,900億米ドル、医療アクセスの拡大に約4,000億米ドル、既存の施設や住宅の刷新に約3,280億米ドル、高速ブロードバンドや電力網の整備・拡充に約3,110億米ドルを充てる。

こうした従来型インフラと新型インフラとを組み合わせた投資計画は、中国の政策に類似している。事実、バイデン大統領は「アメリカはもはや世界のリーダーではない。なぜならば、投資をしていないからだ」と述べ、このインフラ計画が中国に刺激を受けたものであることを暗に認めている。だが、投資という観点からは見劣りする。

中国は依然としてインフラ大国

中国は何十年にもわたり大規模なインフラ建設を行い、インフラ大国に成長した。2020年だけでも中国がインフラに投じた金額は15兆2,000億人民元と、米国の8年計画の規模(2.3兆米ドル)に匹敵する。2010年~2020年の10年間に中国はインフラにおよそ112兆6,000億人民元(17兆2,000億米ドル)をつぎ込んでおり、年平均成長率は12.6%に上る。中国の高速鉄道は10年で世界最長となり、世界の高層ビルのお大半は中国に集中しており、世界の5大港湾のうち4つを中国が占めている。最近では高速道路網の総延長が米国を抜いて世界最長となった。

中国政府の新たな重点政策は、第5世代移動通信システム(5G)、人工知能(AI)、モノのインターネット(IoT)、ビッグデータ、超高電圧(UHV)送電、新エネルギー、ヘルスケア等に関連した新型インフラの開発・整備である。中国工業情報化部(MIIT)によれば、中国は2025年までにUHVに5,000億人民元、AIチップに1,000億人民元、インダストリアル・インターネットに6,500億人民元を投じる計画である。また、2025年末までに5G基地局を500万カ所設置する目標も定めた。これは5年以内に現在の25倍に拡大する計画であり、中国情報通信研究院(CAICT)によれば、関連投資額は最大3.5兆人民元に達する見通しである。

また中国中央政府は、「都市化2.0」の推進にも力を入れている。中国ではすでに5つの主要都市群が形成されており、これらを農村部からの流出人口を吸収する受け皿とする計画である。さらに次段階として、都市間を結ぶ高速交通網を整備し、特に1時間経済圏の形成を進める。2035年までに中国政府は、鉄道の路線距離を現在の141,400キロメートル(うち高速鉄道:37,900キロメートル)から200,000キロメートル(うち高速鉄道:70,000キロメートル)にまで延長することを目指している。今後5年間に都市部の地下鉄も、現在の7,600キロメートルから3,000キロメートル伸ばし、大幅に拡張する予定である。

バイデン政権がインフラ投資の財源を増税で賄う計画であるのに対して、中国のインフラ投資は債券発行により資金を調達している。政府債務残高の対GDP比率は、米国が129%、ユーロ圏が112%、日本が235%であるのに対して、中国は約80%とまだ抑制水準にあるため、中国は借りに依存することが可能である。よって、増税による設備投資抑制というマイナスの影響を受けることなく、インフラ投資によるプラスの成長効果を楽しむことができる。

投資へのインプリケーション

世界の2大大国によるインフラ投資の加速が、世界経済とインフラ関連企業の双方の追い風になるとみている。恩恵が期待できるセクターとしては、米中のインテリジェント・インフラストラクチャー、再生可能エネルギー、グリーンテックといった分野が挙げられる。

中国投資



「リフレ環境が見込まれる中、建設資材、消費者サービス、素材、銀行セクター内の銘柄を選別的に推奨する。」

インフレは懸念要因か？

Kelvin Tay, Regional Chief Investment Officer

今年に入ってからインフレ加速見通しが市場を揺さぶっている。主要 7 カ国(G7)の政府と中央銀行は新型コロナウイルスによるデフレ(物価下落)圧力を警戒し、景気後退対策としてかつてない規模の財政・金融支援策を打ち出した。これに対し、世界の債券市場は、米国 10 年国債利回りが年初以降 70 ベーシスポイント(bp)急騰するなど、インフレ見通しの高まりに対して神経質な動きを強めた。

米連邦準備理事会(FRB)は昨年、金融政策の枠組みを見直して柔軟な平均インフレ目標を導入し、政策運営の焦点を従来ほど完全雇用水準そのものに当てないよう修正した。こうした背景もあり、インフレ率は、米国や新興国を中心に中期的にはコロナ前の水準を上回るとみている。

需要も短期的には強まる見通しだ。国際通貨基金(IMF)によると、財政支援策の対世界 GDP 比率は、世界金融危機時の 2%に対して今回は約 12%に達している。また過去 1 年で各国中央銀行が購入した資産の総額は 4.8 兆米ドル近くまで拡大し、GDP に対する比率は 5%となった。

グローバル・コモディティ市場の動きや税制の改正、為替レートの変動などは、通常、物価の一時的な上昇原因となることが多い。世界経済がパンデミックからの大幅な回復を示していることから、今年はこの要因がさらに顕著になると考えられる。実際、今年の経済成長率は米国が 6.9%、中国は 9.0%の高い伸びとなると我々は予想している。そこにコモディティ価格の上昇が加わると、先行き物価の見通しは不透明感を増すだろう。

中国のインフレ圧力は緩やか

中国は川上部門から川下部門への価格転嫁が限定的なことから、インフレ懸念は他の主要国に比べるとさほど強くない。しかし、コモディティを中心に生産者物価指数(PPI)は上昇している。原油価格は年初来で 25%上昇した。また、銅、鉄鉱石、そしてパーム油でさえ価格水準は過去の高値圏に近づいている。中国は原油を中心にコモディティの輸入依存度が高いため、原油価格の上昇が続けば国内燃料価格や関連生産コストを押し上げ、消費者物価指数(CPI)の上昇を招く可能性がある。

原油とは対照的に、豚肉価格は下落している。中国の養豚産業は、アフリカ豚熱の問題から回復を続けている。豚肉は中国の食肉消費量の 75%を占めており、豚肉価格の下落は食品価格の押し下げ要因となるだろう。

一方、中国では新型コロナ感染拡大が概ね抑え込まれ、ワクチン接種率が加速し、家計所得が回復していることから、今後消費が拡大し、サービス価格の上昇を後押しするとみている。これにより、2020 年初頭に新型コロナ対策規制による需要の低迷で高まったデフレ懸念も解消されるものと予想される。

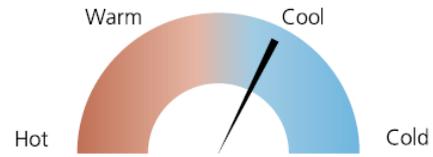
今後 2 年は繰越需要が顕在化し、消費が大きく拡大すると見込まれることから、物価、特にサービス部門の物価が上昇する可能性がある。しかし、中国の消費は依然として総需要より総供給が多く需給ギャップがマイナスの状態にあり、正常化も段階的な道のりになると予想されることから、コア・インフレ率の上昇は緩やかなペースにとどまるものと考えられる。

今年を食品を除く物価上昇率が豚肉主導の食品価格の下落率をやや上回るため、全体的な消費者物価は緩やかに上昇すると予想する。2021 年の平均物価上昇率は約 2%と、政府目標(約 3%)ならびに 2020 年の水準(2.5%)を大きく下回ると見込む。一方、生産者物価指数は、比較する昨年の水準が低いことや、製造業の回復、コモディティ価格の上昇などから、1 桁半ばの伸び率を予想する。

投資へのインプリケーション

リフレ環境が見込まれる中、建設資材、消費者サービス、素材、銀行セクター内の銘柄を選別的に推奨する。

中国投資



米中は、気候変動対策で協力する姿勢を示している一方、依然対立関係にあることから、現在は「冷」の状態。

米中関係

Yifan Hu, Regional CIO & Head Macroeconomics APAC
Kathy Li, CFA, Analyst

バイデン政権の発足により、米中関係はトランプ政権時代よりも実務的で実績重視の色合いが濃くなると考える。例えば、米中両国はすでに気候変動対策で協力する姿勢を示しており、今後、貿易、投資、地球公共財、国際プラットフォームなどの分野にもこの実務的な協力関係は広がる可能性がある。当面は米中関係の緊張状態が続くと見込まれ、根本的な部分で対立を抱えていることから時に緊迫化する可能性もある。しかし、両国ともパンデミック後の景気回復が腰折れしかねないような極端な政策は回避するとみられる。

中国は互いへの敬意と緊密な協力関係を呼びかけている。中国政府は「双循環」戦略の下で、対外開放を堅持しつつ、米国の対中デカップリング（切り離し）圧力に備えて中国経済の自立を進め、グローバル・サプライチェーンでの競争力維持を図る狙いである。これには、地域的な貿易・投資協定締結による海外との連携強化や継続的な金融開放も含まれる。

主要イベント

金融／資本市場

- 米国財務省は 4 月 16 日、イエレン米財務長官の就任後初めて主要貿易相手国の為替政策に関する報告書を公表した。この報告書のなかで中国は為替操作国に認定されなかった。
- 米国証券取引委員会(SEC)は 3 月 24 日、米国で上場する外国企業に対し、3 年連続で米国の監査基準を満たさない場合は上場を廃止する規制の導入を開始した。世界の企業が対象だが、主に中国企業を念頭においている。SEC の規制では、企業は年次監査において、外国政府の事業体による支配の有無や、政府の影響に関して情報開示が義務付けられる。猶予期間は 3 年である。バイデン大統領はトランプ前大統領と同様に中国には強硬姿勢で臨む考えを示していることから、この措置は予想外の出来事ではない。規制強化は、中国企業の本国への回帰や香港証券取引所での重複上場を促し、したがって本土外資本市場に変化をもたらすことになると考えられる。しかし、中国テクノロジー企業は上場市場がどこであろうと高成長が期待されることから、投資家は同セクターへの投資を続けるものと予想される。

テクノロジー

- 中国のスーパーコンピューター企業 7 社が 4 月 9 日に米国輸出禁止対象リストに加えられた。これは予想されていたものであり、影響は限定的と考える。
- 米国は 1 月 14 日に、航空機メーカーや IT 機器大手など 9 社を中国軍と関連がある企業としてブラックリストに追加した。米国の投資家は同リストに掲載されている企業の株式や証券の購入が禁じられ、すでに保有している証券等については 2021 年 11 月 11 日までに売却することが求められている。今後リストの対象がテクノロジー企業から金融サービス企業や中国が高い競争力を持つスマート・インフラストラクチャー企業にまで拡大されることも考えられる。さらにまた、中央銀行発行のデジタル通貨は中国人民銀行(中央銀行)が先行者利益を有しているため、デジタル通貨分野も焦点となる可能性がある。

地政学／外交

- 4 月 22~23 日に米国主催でオンライン形式で開催された気候変動サミットに先立ち、米中両国は 4 月 15~16 日、気候変動対策についての会談を上海で行った。バイデン政権では初の閣僚級の訪中となった。両国は、気候危機に取り組み、協力の共通の土台となるパリ合意の履行を強めるため、連携して対策を進めていくことを約束した。
- 米中両国は 3 月 18~19 日に、バイデン政権としては初めてとなる高官による戦略的対話のための直接会談をアラスカで行った。会議は非難の応酬で始まったが、両国代表は気候変動対策で共同作業グループの設置について合意し、前向きな雰囲気の中で終了した。
- 米国は 3 月 22 日に、EU(欧州連合)、英国、カナダと共に、ウイグル自治区での人権問題をめぐって中国政府当局者らへの制裁を発表した。バイデン政権が発足してから初めての中国に対する協調行動となった。中国は制裁に対して報復措置を取った。西側諸国は、地政学的緊張が高まる地域をめぐり中国に対して引き続き圧力をかけている。EU が関与したことで、昨年 12 月に合意にこぎつけた EU・中国間の包括的投資協定(CAI)の批准プロセスにも影響が及んでいる。

中国投資



「中国の2021年第1四半期のGDP成長率は、消費にけん引されて前年同期比+18.3%の大幅増となった。中国当局は、経済政策の正常化は段階的に進め、急激な政策変更は行わない意向を示した。」

堅調なスタート

Yifan Hu, Regional CIO & Head Macroeconomics APAC
Kathy Li, CFA, Analyst

主要データ

- 中国の2021年第1四半期のGDP成長率は、前年同期が低水準であったこと、また国内景気も回復したことから、前年同期比+18.3%となった。寄与度は、消費が前年同期比+11.6%、投資が同+4.5%、純輸出が同+2.2%となった。上昇率では、小売売上高(+33.9%)、投資(+25.6%)、純輸出(+49.0%)がいずれも大幅な伸びを示した。
- 3月の消費者物価指数(CPI)は、豚肉価格の下落から前年同月比0.4%と引き続き緩やかな伸びにとどまったが、2021年平均では2%近くになると予想する。一方、3月の生産者物価指数(PPI)は前年同月比4.4%の大幅上昇となり、第2四半期もこの上昇傾向が続くものとみている。
- 3月の信用の伸び率は前年同月比12.3%と鈍化した。通年では、2020年の13.3%に対して2021年は11%近くまでペースダウンするであろう。

主な政策トレンド

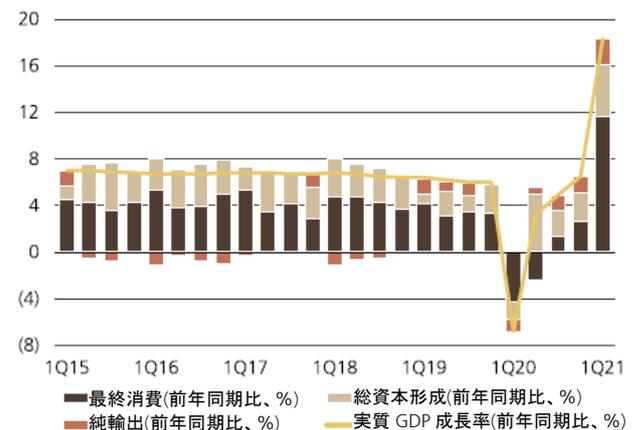
- 中国当局は、経済政策の正常化は微調整を行いながら段階的に進めると述べた。中国の債務総額の対GDP比率は300%を下回る水準で安定するとみている。
- 金融政策は、合理的に十分な流動性を維持しつつ、引き続き慎重かつ柔軟なアプローチをとる見通しである。
- 積極財政政策は継続する見通しである。地方債の新規発行額は、2021年第1四半期に360億人民元まで低下したが、今年度の発行枠は4.47兆人民元であるため、第2四半期以降発行が加速する見通しである。

重要ポイント

- 不動産開発企業の債務規制、金融機関の不動産融資の上限設定、複数都市での土地供給の制限など、住宅規制が再び強化されている。主要70都市の新築/中古住宅価格は、第1四半期に各々前年同期比4.4%/3.3%上昇した。
- 中国人民銀行(中央銀行)の李副総裁は、国際経済会議「ボアオ・フォーラム」での講演で、デジタル人民元の実証実験をさらに多くの都市で実施する考えを示し、暗号資産に対する規制を検討すると述べた。

2021年第1四半期 GDP 成長率は消費主導で前年同期比 18.3% の大幅増

四半期 GDP 成長率と項目別寄与度



出所: CEIC、UBS、2021年4月現在

中国投資



「デジタル企業の業績見通しは引き続き良好である。財務体質が健全で、収益見通しが安定しており、投資戦略が慎重な企業を勧める。」

規制の影響は対処可能

Eva Lee, CFA, Strategist
Hyde Chen, CFA, Analyst
Summer Xia, CFA, Analyst

パフォーマンス

- オフショア中国株式は 4 月に 2% 上昇し、3 月の下落から反発した。これは、投資家センチメントが徐々に回復してきたことを反映したものと考える。

主要トレンド

- 規制に対する懸念が徐々に和らぐ: 独禁法違反で中国 E コマース大手に多額の罰金が科せられたが、その後の市場の反応や同社の対応を見る限り、規制強化は影響を受ける企業にとって対処可能であると考えられる。ハイテクセクターは 2 月中旬以降 20% 以上下落したが、規制リスクは今後和らぐとみている。
- オンライン学習(個別指導)産業に対する規制懸念が再び高まった。詳細が明らかになるのを待つが、主要企業のファンダメンタルズへの影響は対応可能で、リスクの大半はすでに織り込まれていると考える。
- 再生可能エネルギー: 積極的な政策措置により再生可能エネルギー・セクターの見通しは明るい。政府当局が意見公募のため公表した規則案は風力/太陽光発電の設置目標を示しており、既存プロジェクトに対する補助金の削減リスクをめぐる市場の懸念が和らいだ。そのため、同セクターに対する投資家センチメントが改善し、2 月以降調整局面に入っていた再生可能エネルギー事業者大手および川上の発電メーカーのバリュエーションは魅力度が高まった。

投資アイデア

- 長期の構造的成長が期待できる再生可能エネルギー・セクターでは、川上の太陽光/風力発電メーカーおよび一部の発電事業者の魅力度が高いと考える。
- 中国ならびに世界的なリフレ環境を勘案し、グロース・セクターとシクリカル(景気循環)セクターへの分散を推奨する。

中国株式のバリュエーションは低下

オフショア中国株式の予想 PER の推移(全体 および 除く ADR)



出所: トムソン・ロイター、ブルームバーグ、UBS、2021 年 4 月 23 日現在

中国投資



「ハイイールド債は投資適格社債よりも魅力度が高いと考える。利回り7~14%が見込まれる残存期間1~2年の中国の不動産短期ハイイールド債、マカオのカジノ企業の短期債(4~5%)を推奨する。」

短期ハイイールド債への投資

Wendy Luo, Analyst

Eve Li, Analyst

パフォーマンス

- 4月26日現在の4月のリターンは、中国投資適格社債が-0.9%、同ハイイールド債が+0.9%となっている。投資適格社債のスプレッドは、中国国有の不良債権受け皿会社大手の業績発表遅延問題により29bp拡大し、ハイイールド債は8bp縮小した。年初来リターンは、投資適格社債が-1.8%、ハイイールド債が+0.1%となった。
- 米国国債の利回りは月初以降(4月26日現在)11~17bp低下し、5年国債利回りは0.83%、10年国債利回りは1.57%となった。

主要トレンド

- 我々は中国の投資適格社債に対して依然慎重である。国有企業債のスプレッドは、上記問題が解決されるまで拡大するであろう。また、規制当局は地方政府の資金調達事業体に対して引き締め姿勢を示した。
- 中国の不動産開発企業は、債券保有者にとって追い風となる良好な2020年度決算を発表した。しかし、2021年のガイダンス(業績見通し)は、増収率5-10%、粗利率率26%など慎重な内容となった。引き締め環境の中、債務解消が最優先の課題となっている。BB格付け指数の利回りは20bp拡大し6.8%に、B格付け指数の利回りは10~11%の水準を推移すると予想する。
- 多くのマカオのカジノ事業者は、EBITDA(利払い前・税引き前・償却前利益)が2020年第4四半期にプラスに転じた。カジノの粗収益(GGR)は、2019年の水準の30%まで回復した。マス(一般客層)市場の回復率は約35%と、VIP層市場の回復率約15%を上回った。今年は粗収益が2019年の水準の60-70%まで回復すると予想する。

投資アイデア

- ハイイールド債は投資適格社債よりも魅力度が高いと考える。中国不動産セクターでは、割高な債券から、利回り7~14%が見込まれる残存期間1~2年の短期ハイイールド債への入れ替えを推奨する。また分散投資対象としてマカオのカジノ企業の短期債(4~5%)も有望とみる。
- 中国10年国債利回りは、2021年末までに若干上昇し3.5%に達すると予想する。先進国市場との相関が相対的に低い同国債の利回りは安定している。

不動産開発企業の信用状況は2020年に改善した



出所: 企業データ

中国投資



「世界景気の同時回復により、コモディティ価格の上昇(コモディティ総合指数は9月末までで10%リターンを予想)と人民元高(9月末の米ドル/人民元は6.35を予想)が見込まれる。」

コモディティと人民元のさらなる上昇

Dominic Schnider, CFA, CAIA, Strategist
Wayne Gordon, Strategist
Teck Leng Tan, CFA, Strategist

パフォーマンス

- 米ドルが幅広い通貨に対して下落する中、4月は本稿執筆時点まで人民元が米ドルに対して1% (年初来では+0.6%)上昇した。
- 北海ブレント原油価格は今年に入り25~30%近く上昇した。一方で、金は約6%下落した。

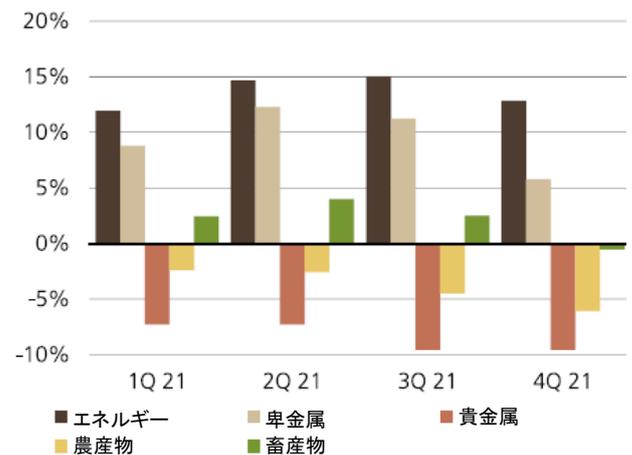
主要トレンド

- 各国で大規模な政策支援が打ち出される中、世界の購買担当者景気指数(PMI)は市場予想を上回って上昇した。これによりコモディティに対する需要拡大と物価上昇が予想される。エネルギーやベースメタル(卑金属)のようなセクターは、年末に向けて在庫の一段の縮小により供給不足に陥るであろう。
- コモディティ全体に対して我々は強気に見ている。しかし、米国の実質利回りの上昇(今後数カ月にわたり続くと予想する)により、金の需要が低下し、資金の流出が加速するとみている。
- 中国の国際収支は良好であり、また金利収入(イールドキャリー)は2021年後半に向けて米国よりも高まるであろう。幅広い通貨に対して米ドル安の展開が予想され、また投資家の注目が相対的な成長率格差よりも世界経済全体の成長率に向けられていることから、人民元は対米ドルで再び上昇傾向を辿ると見込む。

投資アイデア

- コモディティ全体への投資以外では、原油と銅の買い持ちを推奨する(現水準から約15%上昇すると予想)。
- 2022年3月末の金の予想を1,600米ドル/オンスまで引き下げた。そのため、金の買い持ちに対してヘッジをかけることを推奨する。
- 通貨見通しについては、米ドル安/人民元(CNY)高が見込まれる(9月末の米ドル/人民元は6.35を予想)。

コモディティ価格はさらに上昇の見通し
予想スポット・リターン



出所:ブルームバーグ、UBS、2021年4月現在

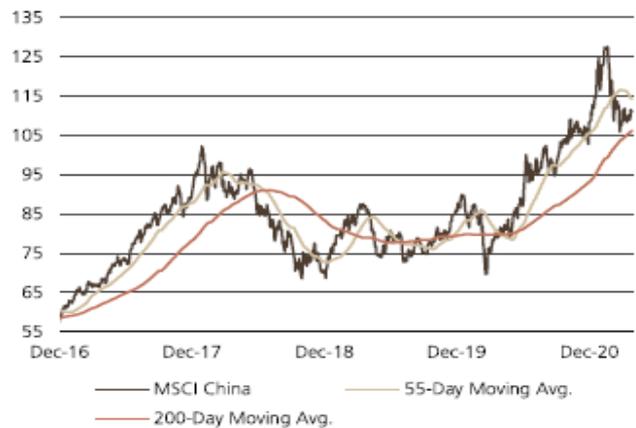
中国投資

主要金融指数

Equities: CSI 300 Index



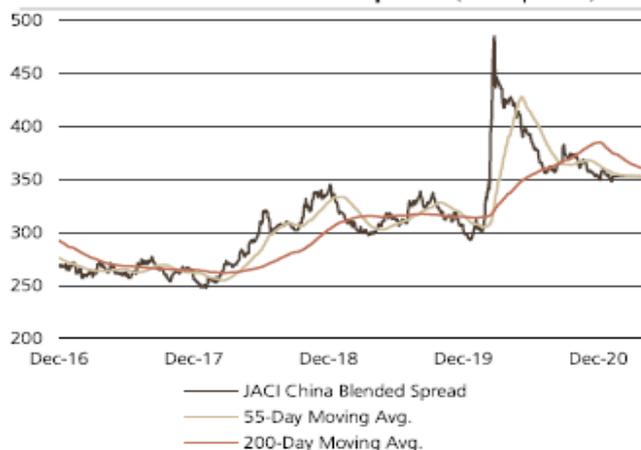
Equities: MSCI China



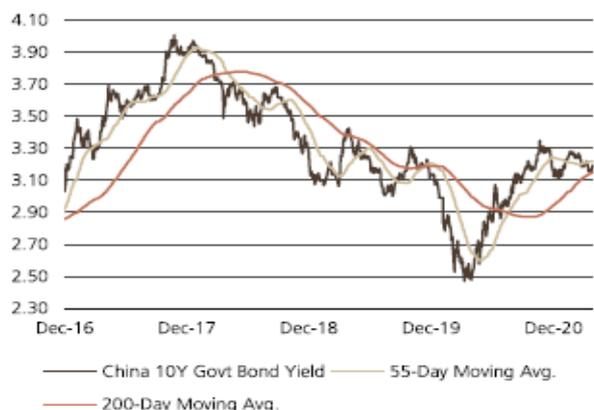
Equities: Hang Seng China Enterprise Index



Bonds: JACI China Blended Spread (basis points)



Bonds: China 10Y Govt Bond Yield (in percentage)



Forex: USDCNY

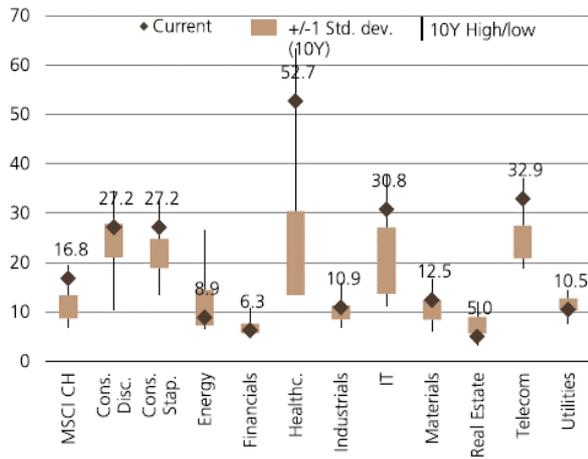


出所: ブルームバーグ、UBS、2021年4月27日現在

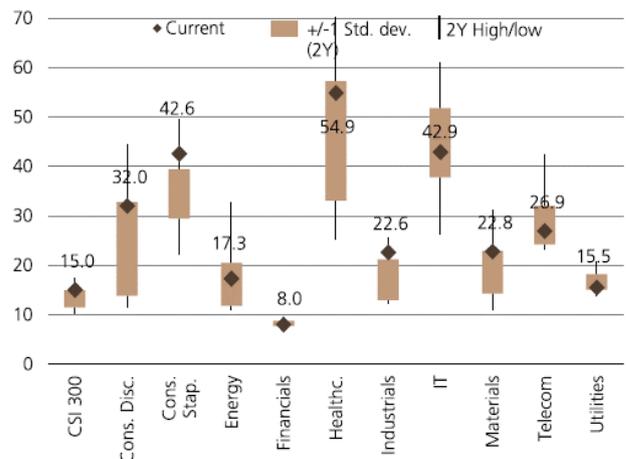
中国投資

セクター別バリュエーション

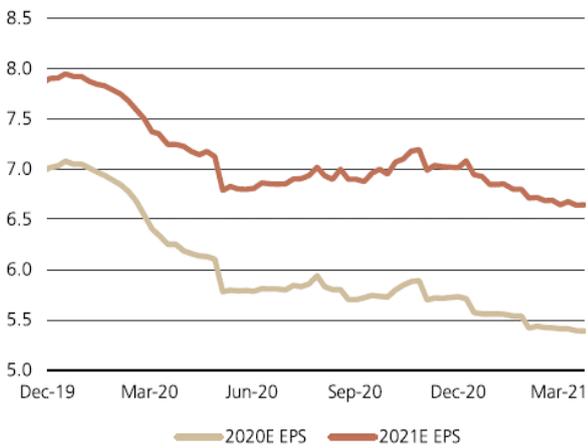
MSCI China 12-month forward P/E (last 10 years)



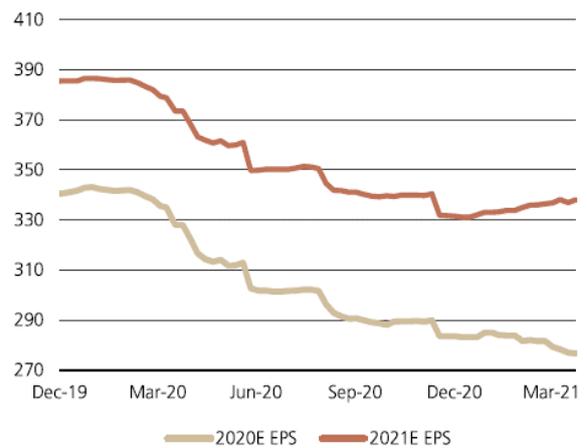
CSI 300 12-month trailing P/E (last 2 years)



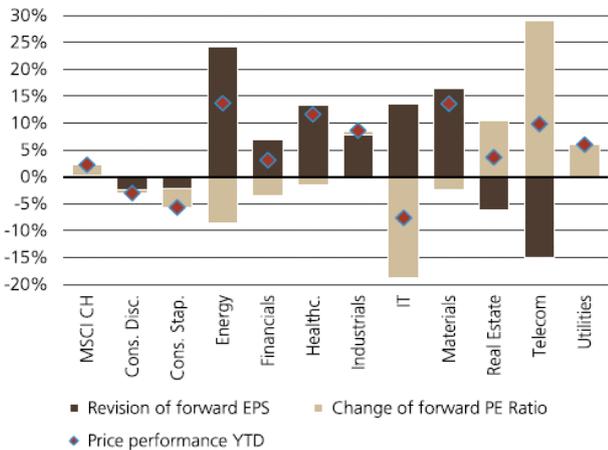
MSCI China Index: EPS (USD)



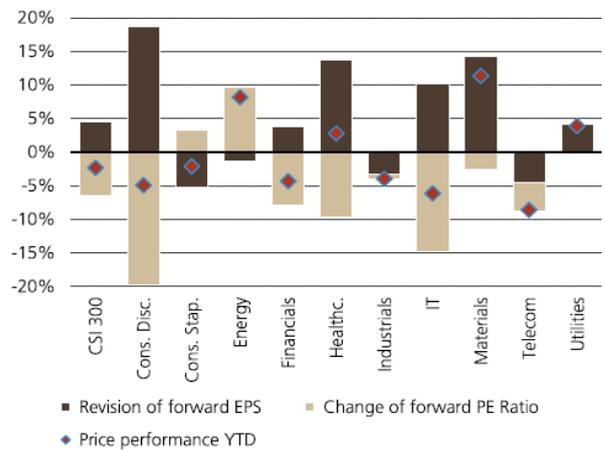
CSI 300 Index: EPS (CNY)



MSCI China YTD performance



CSI 300 YTD performance



出所: ファクトセット、MSCI、IBES、データストリーム、Go-Goal、Wind、UBS、2021年4月27日現在

中国投資

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ものではありません。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。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。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。

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、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、一部の投資はその価値が突如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値、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。また UBS では税務、法務等の助言は行いません。

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。これらの株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されています。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、直接的にご負担いただく手数料として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。

中国投資

「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)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場合があります。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。

その他のご留意事項

当社の関係法人である UBS AG および UBS グループ内の他の企業(またはその従業員)は随時、本資料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、本資料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。

© 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 ウェルス・アドバイザー株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号