

中国投資

サマリー版

規制強化が進む中国への投資戦略

2021年7月28日

Chief Investment Office GWM

Yifan Hu, Regional CIO and Head Macroeconomics APAC; Eva Lee, CFA, Strategist; Dominic Schnider, CFA, CAIA, Strategist; Wendy Luo, Analyst; Sundeep Gantori, CFA, CAIA, Equity Strategist; Kathy Li, CFA, Analyst; Kevin Liu, CFA, Analyst; Eve Li, Analyst

- 中国政府による足元の規制強化は、経済全体へのシステムリスクを引き起こすものではないと考える。国内総生産(GDP)成長率への影響は軽微とみられる。年後半に入り成長重視に政策がシフトしたことから、今年のGDP成長率は8.5%と予想する。
- 株式については、政策の逆風を受けにくいセクター(グリーンテック、耐久消費財、エネルギー)の押し目買いを狙い、規制当局の監視の目が厳しいセクター(不動産、ヘルスケア、インターネット)は回避することを勧める。本土外(オフショア)市場よりも中国本土(オンショア)市場の方が魅力が高いと考える。
- 債券については、不動産セクターのハイイールド債に対しては慎重姿勢を維持し、質の高い短期債への選別的な投資を推奨する。米ドル建ての投資家には、中国人民元が上昇した局面で戦術的(短期的)な人民元の買いポジションを縮小するとともに、原油や工業用金属といった景気循環色の強いコモディティセクターは保有を継続することを勧める。



主なマクロ・メッセージ

- 経済指標は、足元の景気回復が部門ごとに強弱まちまちである状況を示している。
- 経済政策は成長重視にシフトしつつあり、实体经济の発展に向けたターゲットを絞った支援策が取られている。

株式

推奨

耐久消費財・サービス
再生可能エネルギー
素材・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

債券

推奨

一部の中国不動産の短期ハイイールド債
マカオのカジノ企業の短期ハイイールド債

非推奨

長期投資適格債
LGFV(融資平台)

通貨

人民元の買いポジションを縮小



規制強化が進む中国への投資戦略

Yifan Hu, Regional CIO & Head Macroeconomics APAC
Eva Lee, CFA, Strategist
Wendy Luo, Analyst
Teck Leng Tan, CFA, Strategist
Philip Wyatt, Economist

足元で中国当局による規制強化が続いており、規制の対象セクターだけでなく株式市場全体にも売りが広がった。しかし、バリュエーションは低下しているが、企業利益の見通しは依然として底堅く、金融緩和も支援材料となるだろう。投資家は中国に対して、押し目買いで臨むべきなのか、それとも先行き不透明感が払しょくされるまで待つべきなのだろうか？

我々は、その両方を勧める。規制の逆風を受けにくいセクター（グリーンテック、耐久消費財、エネルギー）の押し目買いを狙う一方で、現在規制当局の監視の目が厳しいセクター（不動産、ヘルステック、インターネット）を回避することを勧める。また、足元、本土外（オフショア）市場より中国本土（オンショア）市場の方が魅力が高まっているようだ。

規制圧力の影響がおおむね株価に織り込み済みかどうかを判断するのは時期尚早とみられるため、IT銘柄の押し目買いについてはもうしばらく様子を見たい。株価が底を打つのはまだ数カ月先になるだろう。

ITセクターについては、ビジネスモデルが損なわれる状況には陥っておらず、いずれは回復するとみられる。だが、教育セクターは事業環境ががらりと変わりつつあり、深刻な混乱が長引く恐れがある。従って、当面、教育セクターからは距離を置くべきと考える。

最近の規制動向

7月初旬、中国国家インターネット情報弁公室(CAC)は、配車サービス大手について、個人情報の収集・利用に関して重大な違法行為があったとして、アプリストア運営各社に対し、同社のアプリの配信を停止するよう命じた。さらに、CACは、データの機密保護に関するリスクを回避するため、今後、中国企業が国外で上場する際には、政府による安全審査を受けるよう義務づけると発表した。今回の発表は、データの扱いに関する企業への取り締まり強化を示唆するものであり、中国ITセクターへの新たな圧力となるだろう。

政策の逆風を受けにくいセクターの押し目買いを狙い、規制当局の監視の目が厳しいセクターは回避することを推奨する。

中国当局はすでにサイバーセキュリティに関する関連法規を相次いで公布しており、法的枠組みの整備を進めている。IT企業の多くはデータ収集の収益化をビジネスモデルの軸としているため、こうした法案の影響はITセクター全体に幅広く及ぶ。サイバーセキュリティ領域の統制強化の背景には、ネット業界の個人情報への扱いに関する非倫理的な慣行を罰する必要性もある。

さらに、当局の規制強化は教育産業にも及び始めており、金融市場に波紋を広げている。中国国務院は7月24日、「双减(double-reduction)」と呼ばれる教育改革案を発表した。この政策には、小中学生への過剰な宿題と放課後学習の負担を軽減し、学校や放課後教育の質を高め、教育サービスの標準化を図るため、学習塾に対する包括的な規制措置が盛り込まれた。

特に重要なのは、既存の学習塾を非営利団体化することだ。株式上場による資金調達や外国資本の受け入れも禁じられる。広告も禁止され、週末や祝日の授業も認められない。この政策は、手始めに北京、上海、瀋陽、広州などの数十の都市で試験的に実施され、最終的に全土に拡大される方針である。

この規制は、1,000億米ドル規模に急成長した教育サービス業界にとって大きな打撃となる見通しで、7月23日以降、同セクターの主要銘柄は平均で約70%下落するなど記録的な下げを演じている。

次はどこか？

本土外株式市場(MSCI中国指数)は2月の高値から27%下落、7月19日の週だけでも10%急落し、市場で投資家の信頼が揺らいでいる。MSCI中国指数の足元の予想株価収益率(PER)は13.8倍と、MSCI世界指数の20.2倍より30%以上割安である。

投資家は規制による影響は長引くと見込んでいる模様で、我々も当面、規制の手が緩むことはないと考え。取り締まりは当初、巨大IT企業による独占的行為やオンライン金融、最近ではデータセキュリティ違反などが規制の対象とされてきたが、政府は、業界弁護士や企業からの意見を踏まえ、IT業界に対してさらなるルールを導入する見通しである。例えば、中華人民共和国工業情報化部(MIIT)は、今後半年間、ネット企業を対象に独占禁止法の順守やデータ安全などに関して集中的に取り締まると発表した。だが我々は、新たな規制は今回の教育産業ほど厳しいものとはならないとみている。ネット企業のビジネスモデルは総じて損なわれていない。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とみている。

中国投資

教育産業に対する今回の想定以上に厳格な規制には、出生率の低下や不平等の拡大など社会的な背景がある。これを踏まえると、次なる規制のターゲットは、ヘルスケアや住宅セクターの可能性もある。医療費や住宅費の高騰が出産に踏み切れない理由の1つと考えられるからだ。事実、政府はすでに、市民に手頃な価格の住宅やヘルスケアサービスの提供を拡大するよう両セクターを対象とした改革を実施している。だが、新たな規制の範囲は教育産業に比べればはるかに限定的なものとなるだろう。

政府の規制対象は広がり続けており、上述の業種でも今後さらなる動きがあると想定しておく方がよいだろう。素材(具体的にはコモディティ)および銀行セクターでも近く規制調査が入る可能性がある。ただし、その影響はITや教育セクターほどではないとみられる。グリーンテック、耐久消費財・サービス、エネルギーは政策面の逆風を受けないと考えている。

中国の主な規制政策

独占禁止

競合他社や消費者に不利なプラットフォーム/アルゴリズムの利用制限、独占懸念のあるM&Aの締め付け(国家市場監督管理総局(SAMR)による規制)

フィンテック

インターネット・プラットフォームから金融事業を売却、オンライン融資業務に対する資本規制(中国人民銀行および銀行保険監督管理委員会(CBIRC)による規制)

データセキュリティ

国内外でのデータの収集、利用、処理、送信および取引の監督強化(インターネット情報弁公室(CAC)による規制)

放課後学習サービス(AST)

週末および祝日の学習サービスの提供を禁止、すべてのAST企業の非常利用を要請(国務省および中国教育部による規制)

中国への投資方法

教育がGDPに占める割合は4%ほどであり、その大半は公教育のため、教育制度が経済にシステムリスクを引き起こすことはないと考えられる。さらに、中国政府は成長重視に政策を転換しつつあり、これが当面リスク資産の下支えとなるだろう。数カ月以内に預金準備率(RRR)の追加引き下げや財政刺激策も実施されると予想する。規制強化によるGDP成長率への影響は軽微にとどまるとみており、今年度のGDP成長率は8.5%と予想する。

債券市場については、JACIハイイールド指数の最近の動きが示す通り、反応は依然落ち着いている。不動産セクターのハイイールド債に対しては引き続き慎重姿勢を維持しており、不動産業界への規制強化が続く中、投資家にはより一層選別的な投資を勧める。規制懸念が米ドル/人民元相場に与える影響は今のところ限定的だが、米連邦準備理事会(FRB)と中国人民銀行の政策乖離を背景に、2022年6月には米ドル/人民元は6.65に向けて米ドル高方向に上昇すると予想する。

景気循環セクターやバリュー株を中心とした底堅い利益成長見通しを踏まえ、年内のリターンについては、本土外株式は1桁後半、中国本土株(CSI300指数)については10%台前半を予想する。ボラティリティは高止まりする可能性が高いが、ITセクターを対象とした規制がこのセクターの長期的な成長や技術革新を阻害することはなく、一方、教育セクターの難局も持続的な低迷には発展しないとみられる。我々は今年のMSCI中国企業の利益成長率を16%近辺と予想する。

先行き不透明感から我々は慎重姿勢を維持している。こうした環境では銘柄選別が一層重要となる。

- **IT:** 規制リスクが拭えないため、短期的には中国のITセクターに慎重な見方を継続するが、直近株価が大幅調整したため、インターネット関連銘柄のバリュエーションは長期投資家には妙味がある。主要銘柄の予想PERは、米国の同業他社を大きく下回る水準にある。構造的な成長期待と魅力的なバリュエーションを踏まえ、引き続き中国のデジタル経済関連のテーマに注目する。
- **教育:** 株価は大幅調整したが、規制対象企業への影響が見極められるまで、教育セクターへの投資は控える。
- **ヘルスケア:** 中国における医薬品開発業務受託機関(CRO)セクターの構造的な成長見通しは有望とみる。ただし、バリュエーションが割高なため、短期的な上値余地は乏しい。
- **不動産:** 年後半も不動産セクターのパフォーマンスには慎重な見方を維持しており、短期的には追加の政策リスクも引き続き警戒すべきと考える。

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。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。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。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。

「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。

中国投資

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・アドバイザーズ株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号