

中国投資

サマリー版

共同富裕: 新たな成長軌道

2021年8月30日

Chief Investment Office GWM

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; Wendy Luo, Analyst, UBS Securities Co. Limited; Sundeep Gantori, CFA, CAIA, Equity Strategist, UBS AG Singapore Branch; Stephanie Choi, Sustainable & Impact Investing Strategist, UBS AG Hong Kong Branch; Eve Li, Analyst, UBS AG Hong Kong Branch

- 習近平国家主席が最近強調している格差是正スローガン「共同富裕」と、これに関連する各種の規制強化の影響が、中国の金融市場に及んでいる。この政策シフトにより、短期的にはボラティリティ(変動率)が高止まる可能性があるものの、長期的には、「共同富裕」への取り組みは健全で持続可能な、調和ある経済発展につながるものと考えられる。
- 7月の中国の経済指標は減速感が強まった。政策は成長重視の姿勢に転じており、年後半は預金準備率(RRR)の追加引き下げ、地方政府債の発行加速、財政支出拡大を予想する。
- 耐久消費財・サービスは、「共同富裕」方針の恩恵を受けるとみている。また、政策の一環としてイノベーションの発展に注力していることから、インターネット・プラットフォーム企業の中長期の成長見通しも依然良好とみられる。グリーンテックの魅力度も引き続き高いと考える。
- 中国不動産セクターの債券には全体として慎重姿勢を維持し、「3つのレッドライン」規制で「グリーン」に分類される不動産開発企業の短期債を選別的に推奨する。コモディティは魅力度が高い。また、日本円ベースの投資家には人民元の買いポジションを維持することを勧める。



主なマクロ・メッセージ

- 中国のGDP成長率は、前半の12.7%から後半は5.5%前後に減速すると予想する。
- 経済政策は成長重視にシフトしている。

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

非推奨

不動産
生活必需品

長期投資テーマ

インテリジェント・インフラストラクチャー
EVメーカーおよびサプライチェーン(新)

債券

推奨

「グリーン」不動産開発企業の厳選された短期債
マカオ・カジノ企業の短期ハイイールド債
投資適格の国有企業(SOE)(新)

非推奨

長期投資適格債

通貨

円ベース投資家は人民元の買いポジション維持



共同富裕:新たな成長軌道

Yifan Hu, Regional CIO & Head Macroeconomics APAC
Eva Lee, CFA, Strategist
Wendy Luo, Analyst

1992年、鄧小平氏は「先に豊かになれる者から豊かになればいい」とする方針を唱え、経済発展を優先する路線への転換を進めた。その後30年で、中国の保有資産10億米ドル以上のビリオネア(超富裕層)は約700人、同100万米ドル以上のミリオネア(富裕層)は500万人を超えるまでに急増し、その数は米国に次いで世界第2位となった。

このように、中国では「少数の者」への富の集中が進んだことから、習主席は、次の社会発展目標として「共同富裕(ともに豊かになる)」を前面に打ち出す姿勢をみせている。習氏は2017年の第19回党大会ですでにこの構想を示していたが、今年8月の中国共産党中央財經委員会で「共同富裕」を促進する考えを改めて強調し、拡大する社会的不平等を是正する方針を掲げた。

共同富裕とは「全人民の間で物質的にも精神的にも豊かさが共有されることであり、徐々に実現されるべき」であり、その目指すところは、成長重視から持続可能な経済モデルへの移行を加速させることである。この理念においては「全人民による共有」と「平等な分配」を区別することが重要である。前者は一律的な再分配ではなく、全ての人に豊かになる機会を作ることである。「共同富裕」は、家計所得の引き上げ、社会福祉制度の改善、貧富格差の縮小を意味する。

投資家は地殻変動とも言うべきこの政策シフトの影響をすでに感じ取っている。教育セクターを対象とする規制強化や住宅価格の抑制なども、この基本方針に沿ったものである。しかし、こうした構造変化により、短期的にはボラティリティの高止まりが予想されるが、長期的には、健全で持続可能な、調和ある経済発展が実現し、イノベーションが促進され、富がより平等に分配されるものと考えている。

3つの分配

共同富裕を実現する戦略として、3つの分配の仕組みが挙げられた。第1次分配は、賃金の引き上げと労働条件の改善および労働者保護を中心とする。中国政府は、中間所得層の割合が大きい「オーリーブ型」の分配構造の実現を目指している。具体的には、「農村部低所得者層の30%」、「都市部出稼ぎ農村労働者」、および「高齢者の大部分」の3グループを中間所得層に引き上げる取り組みを進める。

共同富裕は、家計所得の引き上げ、社会福祉制度の改善、貧富格差の縮小を意味するものである。短期的にはボラティリティ(変動率)が高まると思われるが、最終的には健全で持続可能な経済バランスが実現すると考える。

第2次分配では、税制、社会保障制度、政府移転支出(社会保障給付など)、その他の政策により社会的平等の推進を図る。所得の不平等を示すジニ係数は、中国の場合、現在0.47と国連が示す国際的警戒水準の0.4を上回っている。

具体策としては、(1)キャピタルゲイン税、相続税、富裕税の普及、(2)不法な海外収入やインターネット収入など隠れた収入を対象とする厳格な徴税、(3)地方の土地収益権の一元管理による中低所得層の収入増加、などが挙げられる。これらの政策はまず模範区で導入され、その後全土で徐々に展開される見通しである。これらの方策を通じて中間所得層を拡大し、低賃金労働者の所得を引き上げ、違法な所得を取り締まることを政治目標とする。

第3次分配では、慈善事業ならびにその他の社会福祉事業を育成し、企業や富裕層からの慈善寄付を奨励する。

中国政府はまた「経済成長と金融リスク防止のバランスを取る」とし、「質の高い成長はシステミック・リスク抑制の鍵になる」との認識を示した。年後半は実体経済を支えるため、一段の緩和政策(預金準備率(RRR)の追加引き下げ、地方政府債の発行加速など)と財政支出の拡大が予想される。

共同富裕模範区として浙江省で先行試験

中央政府は、地域間、都市部・農村部、所得層間の貧富格差の縮小に向けた新たな取り組みを先行試行する模範区として、浙江省を指定した。浙江省政府は6月に詳細な計画を公表し、経済発展、貧富格差縮小、公共サービス、精神文明、生態文明、社会的調和の6つ領域で共同富裕を計測するための30の指標を設定した。

浙江省での計画では以下のような重点要素が掲げられている。これらは今後、全国規模で展開される可能性がある。

- **革新的セクターが主導する質の高い経済発展:** 焦点となるのはハードテック、インターネット、ヘルスケア、新素材、先進的製造、近代的サービスである。また、「隠れたチャンピオン企業」、すなわち特定の分野や業界における小・中規模企業(SMEs)の開発育成にも注力する。
- **環境イノベーション、基準順守監視制度および大気汚染、エネルギー、水資源、炭素排出など環境関連の様々な権**

中国投資

利取引市場の創設: 戦略では、浙江省の排出目標を定めた炭素排出のピークアウトプランの枠組みも盛り込まれている。

- 資産運用などによる収入源の多様化と消費の拡大および家計への費用負担の軽減: 計画では、投資対象の分散と従業員持株制度への参加促進により、家計総所得に占める非賃金所得の比率を高めることが表明されている。また、包括的な医療サービスと高齢者介護サービスの構築を目指す。さらに、都市の戸籍取得制限が緩和され、また地方の土地使用権も取引が進められる予定である。
- 住宅および土地に対する新たな統制: 今後、土地供給は、流入人口が多く、住宅価格が高い都市部で増やす。住宅の所有者と賃借人に対し、学校や病院などの公共サービス利用の平等化を図る。また、現在の慣行では、建設中の事前販売が認められているが、計画では、地方政府は開発プロジェクトの完了後でないと住宅の販売を認めないとしている。但し、具体的な詳細が明らかでないことから、実施されるか否かは不透明であるため、我々は今後の展開を注視していく。浙江省をはじめ他の都市でこうした措置が実行に移された場合、不動産セクターの財務状況は悪化すると考える。
- 規制監督が続く: 独占禁止政策は、「資本の無秩序な拡大」を防ぐために強化されるであろう。プラットフォームのエコシステムに対する監督強化により、規制圧力は少なくとも当面の間、続くものとみられる。

投資へのインプリケーション

可処分所得の引き上げ、中間所得層の拡大、雇用下支えの取り組みは、長期的な消費拡大にプラスに働き、国内循環政策の方針に沿うものである。社会保障制度および公共サービスの整備により、家計所得を貯蓄から裁量支出に振り向ける動きが強まると考える。中国の家計消費率は、先進国に比べてかなり低く(60%を下回る)、上昇余地が大きい。

共同富裕が大規模な富の再分配につながるとは考えにくい。よって、市場は第3次分配(富裕層や大企業による自発的な寄付行為)の影響に過剰に反応したとみている。関連する政策の変更により高級品セクターは売上が落ち込む可能性があるが、全体的な消費は底上げされると考える。耐久消費財・サービスは特に恩恵が見込まれ、魅力度が高いセクターとみている。

可処分所得の引き上げと政府の厳格な不動産価格統制により、多くの富が投資信託や保険など長期の金融資産に徐々にシフトすると考える。また、年金制度改革と年金資産の資本市場への投資が促進され、金融市場の発展に寄与するとみている。これは長期資本市場改革の方針とも合致する。

もう1つの重要な点は、浙江省の試験計画でも見られたように、イノベーションと先端技術の内製化が引き続き重要な戦略目標であるということだ。最近の独占禁止の取り締まり強化やサイバーセキュリティ政策は、テクノロジー企業のさらなる発展に向けた公平で安全な環境整備が目的であり、政策は引き続きイノベーションを支援していると考えられる。短期的には不透明感が

高まるものの、中国のインターネット・プラットフォーム企業の中長期的な成長見通しは依然良好と考える。

一方、不動産セクターは、不動産開発企業の資金調達条件の厳格化や不動産価格の抑制措置に加え、不動産税が試験的に導入される見通しであることから、当面、株価は下押し圧力を受けるであろう。よって、不動産株式は非推奨を維持する。しかしながら、土地供給の一元化計画および地方レベルでの土地入札規則の変更により地価の上昇が効果的に抑制されれば、長期的には不動産開発企業の収益性にとってプラス材料になると考える。

最後に、長期の成長見通しが良好なグリーンテック・セクターを引き続き推奨する。持続可能な経済発展の実現に向けた、炭素排出のピークアウトプランなどのグリーンテックの取り組みは、今後数十年にわたり重点分野となるとみている。

債券については、新たに提言されている住宅と土地に対する統制措置により不動産セクターには構造的変化がもたらされる可能性がある。このため、中国不動産セクターのハイイールド債のスプレッドは、従来のクレジット・サイクルに比べて拡大しており、BB格債とB格債の利回り格差も広がっている。不動産セクター全体に対して慎重姿勢を維持し、金利収入の獲得のため、「3つのレッドライン*」規制に基づき「グリーン」に分類される不動産開発企業の短期債を選別的に推奨する。

*「3つのレッドライン」は昨年夏に導入された不動産開発企業向けの債務制限政策で、資産負債比率、純負債資本比率、短期債務現金比率の3つのレッドラインに従って不動産企業を4色に分類する。レッドラインの一つも抵触しない企業は「グリーン企業」に分類される。



7月は経済指標が一段と鈍化した。金融政策は成長重視の姿勢に転じており、年後半は預金準備率(RRR)の追加引き下げ、地方政府債の発行加速、財政支出拡大を予想する。

景気回復の鈍化に基づき緩やかな緩和を実施

Yifan Hu, Regional CIO & Head Macroeconomics APAC

主要経済データ

- 7月は経済指標が一段と鈍化した。製造業購買担当者景気指数(PMI)は50.4まで低下し、輸出は前年同月比19.3%増(1-6月期:38.6%)まで減速した。また、1-7月期の固定資産投資(FAI)は前年同期比10.3%増(1-6月期:12.6%)まで鈍化し、社会消費品小売総額(小売売上高)は前年同月比8.5%増(1-6月期:23.0%)と市場予想を下回った。
- 7月の消費者物価指数(CPI)は前年同月比1.0%増にとどまり、年内は低位で推移すると予想される。一方、生産者物価指数(PPI)は前年同月比9.0%増と、前月の8.8%から小幅上昇した。同指数は7-9月期(第3四半期)にピークをつけた後、第4四半期には鈍化するものと見込まれる。
- 7月の社会融資総量残高の伸び率(前年同月比)は6月の11.0%から10.7%に減速した。だが、金融政策が成長重視の姿勢に転じており、2021年の融資残高の伸び率は、下振れリスクはあるものの、前年比約11%に回復すると予想する。
- 年後半のGDP成長率は、5.5%近く(1-6月期:12.7%)まで減速すると見込まれる。尚、小売売上高および輸出の鈍化により下振れリスクがある。年後半はインフラ投資が成長の鍵を握ると考える。

主な政策傾向

- 金融政策は成長重視の姿勢に転じており、年後半は預金準備率(RRR)の追加引き下げ、地方政府債の発行加速、財政支出拡大を予想する。
- 長期国債の発行加速が予想される。7月までのインフラ投資向け債券発行額は、発行枠4.47兆元の42%にとどまっている。

主なポイント

- 中国共産党中央財経委員会第10回会議で共同富裕構想が確認された。質の高い経済成長と3つの分配が強調された。
- 浙江省が新たな取り組みの模範区として指定された。6月に公表された詳細な計画では、6つの領域で共同富裕を計測するための30の指標が特定された(「フォーカス」参照)。

7月の経済指標は一段と鈍化



中国投資



規制の不確実性が高いことから、ニュー・エコノミー・セクターは底値買いを勧めない。また政策リスクが高いセクターについては様子見姿勢を取ることを推奨する。

ボラティリティ(変動率)が高い局面でのポジション

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

パフォーマンス

- MSCI 中国指数は過去 1 カ月で 12% 下落し、過去 2 カ月では 18% 近く下落した。学習塾セクターを対象とする規制の強化により市場センチメントが悪化した。全般的な規制の動向、特にニュー・エコノミーを対象とする規制の不確実性が高まったことから、中国株式市場はアジア太平洋株式市場に対してパフォーマンスが著しく劣後した。

主な傾向

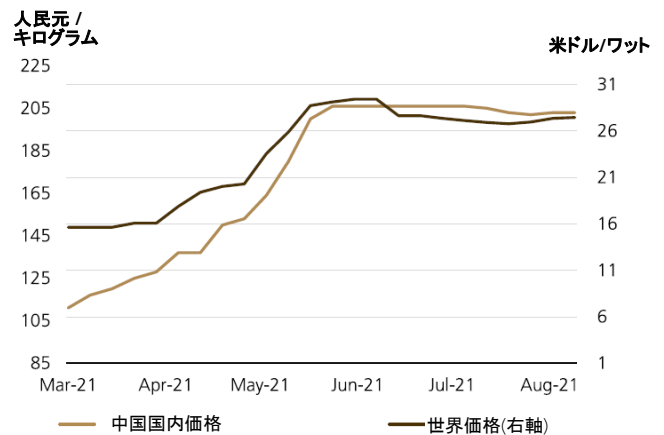
- ニュー・エコノミー企業の経営陣は、2021 年下期の事業見通しについて一段と慎重な見方を示した。経営陣は依然新たな／潜在的な規制方針への対応に追われている。当該セクターでは、2021/2022 年の業績予想の下方修正が行われると予想する。
- 素材セクターでは、決算発表前に企業側からプロフィットウォーニング(利益警告)が出たが、2021 年第 2 四半期決算は市場予想を上回った。経済再開が広がる中、世界的な需要回復がプラス材料となった。
- 大手再生可能エネルギー運営会社は、市場予想を上回る 2021 年上半年期決算を発表した。電力需要の拡大と事業効率性の改善が奏功した。これを踏まえ、我々は、再生可能エネルギー・セクターについて楽観的な見通しを強めている。

投資アイデア

- ニュー・エコノミー銘柄はバリュエーションが魅力的ではあるが、規制上の不確実性が高まっていることから底値買いを勧めない。当該セクターのボラティリティの上昇により、本土外(オフショア)市場はレンジ内取引が続くと考える。
- 不動産、ヘルスケア、インターネットなど政策リスクが高いセクターについては、様子見姿勢を取ることを勧める。エネルギーや一般消費財・サービスなど、リフレ・テーマおよび経済再開テーマによる恩恵が期待されるセクターを推奨する。グリーンテック・セクターは引き続きアウトパフォームすると予想する。

ポリシリコンの価格安定で、太陽光発電サプライチェーンの懸念緩和

中国国内および世界市場におけるポリシリコン価格の推移



出所: PV InfoLink

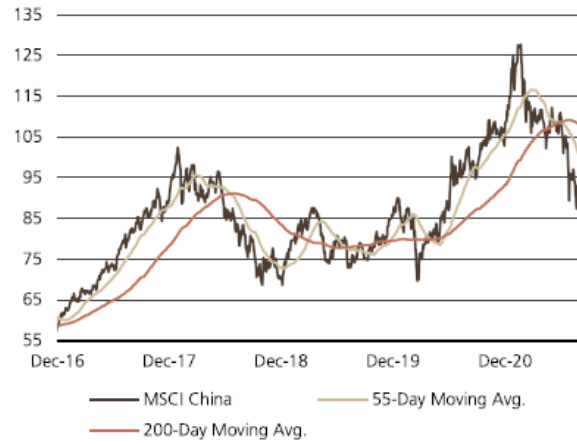
中国投資

主要株式・債券指数

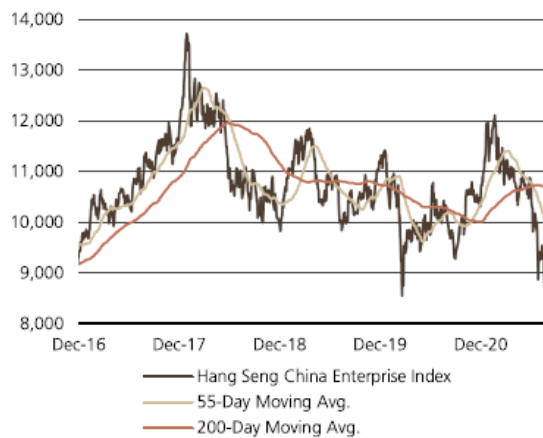
Equities: CSI 300 Index



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8月30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)が作成したりリサーチレポートをもとに、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社(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。また当社では税務、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 SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 3233 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

当社における国内株式等の売買取引には、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社のお客様の場合、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。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。

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 SuMi TRUST ウェルス・マネジメント 2021 無断転載を禁じます。UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社はすべての知的財産権を留保します。事前の許可なく、本資料を転載・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 SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社は、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