

アジア太平洋地域への投資

2023年の見通し

日本版

チーフ・インベストメント・オフィスGWM
インベストメント・リサーチ



アジアの転換点

アジア太平洋地域への投資

本稿は UBS Singapore AG Branch、UBS Hong Kong Branch、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社が作成した“Investing in Asia Pacific”(2022年11月17日付)の一部を翻訳・編集した日本語版として2022年12月19日付でリリースしたものです。本レポートの末尾に掲載されている「免責事項と開示事項」は大変重要ですので是非ご覧ください。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市場価格は、各主要取引所の終値に基づいています。これは本レポート中の全ての図表にも適用されます。



アジア太平洋地域への投資

04 概要

主なテーマ

07 中国の景気回復

11 地政学情勢

資産クラス別見通し

14 日本株式

17 アジア不動産

転換点にあるアジア



Min Lan Tan

Head Chief Investment Office APAC
Global Wealth Management

世界の他の地域と同様、アジアも2023年は転換点を探る年となるだろう。アジア株式のドローダウン(下落)期間は過去最長レベルに及んでおり、アジア債券も2022年は過去最悪の年となる見通しだ。さらに、アジア各国の通貨も2022年は米ドル高に伴う下落圧力に晒された。

しかし、転換点を迎えるには、まず様々なハードルが解消される必要がある。足元、インフレ率は依然として高止まりしており、世界的な金利急騰を背景に世界経済は全体的に減速しつつある。加えて、中国は新型コロナウイルスの感染を封じ込めるゼロコロナ政策を固持しており、不動産セクターも今なお安定化の兆しが見えず、経済回復への道のりは険しい。

また、昨今では経済情勢よりも地政学リスクや安全保障リスクの方が強く意識される場面が多く、中国および米中の覇権争いが新たな

安全保障時代の焦点となっている。また、投資家も、近年では初めて金融緩和策による景気の下支えが期待できない年を迎えることになる。

こうした「ニューノーマル(新常态)」の世界において、相場変動の大きい市場環境を切り抜けていくのはたやすいことではない。だが、アジア市場全体でバリュエーションが低下している足元の局面は、主要資産クラスに長期的なポジションを構築する好機と捉えることができる。また、相場の流動性が高く動きが速い状況が続くとみられる。例えば、中国の新型コロナ対策に前向きな展望がみられれば、市場のセンチメントが一気に向上する可能性もある。こうした環境下では、投資家は市場の転換点に備えた機敏な対応が必要になる。

アジアの景気サイクルの転換点

高インフレ、主要中央銀行による金融引き締め、輸出の低迷、地政学的緊張等の中、アジ

アの2023年年初の国内総生産(GDP)成長率は前年比で3~4%程度に留まる可能性が高い。だが、インフレ圧力が後退し、米国の政策金利であるフェデラルファンド金利が2023年第1四半期(1-3月期)にピークに達するのに伴って世界経済情勢が改善すれば、アジアは2023年第2四半期に転換点を迎えると見込まれる。我々は、2023年年央にかけて世界経済成長率が緩やかに回復し、その追い風を受けてアジアのGDP成長率も2023年通年で4.4%増となると予想する。

この見通しの鍵となるのは、中国の2023年第3四半期の本格的な再開、つまり、厳格なロックダウン(都市封鎖)と国内の移動制限が完全に撤廃されることである。最近では隔離期間の短縮や検査義務の一部廃止、接触者の追跡範囲の縮小など、当局は制限措置の緩和に動き始めている。だが、経済活動の再開は緩やかに進んでいくだろう。政府当局が公衆衛生上のリスク懸念を軽減するには時間を要するうえに、ゼロコロナ政策脱却に必要な医療面での条件も充足する必要があり、少なくとも2023年3月の全国人民代表大会(全人代)まではコロナ政策に大きな変更はないとみられる。

一方、2023年には不動産市場の低迷による景気への影響は低下すると見込まれる。中国政府は2022年第4四半期に不動産セクターに対する包括的な金融支援策を打ち出した。こうした政策支援や人流制限の緩和が進めば、市場のセンチメントも徐々に安定に向かうとみられる。ただ、中国政府は中国経済の不動産セクターに対する依存を減らす構造改革に取り組んでいることから、無差別平等な救済策が浮上する可能性は低い。

不動産規制とゼロコロナ政策に対する当局の軌道修正は、国家安全保障と自給自足型経済の重要性が高まる中でも、中国政府にとつ

ては経済成長が引き続き必須の課題であることを示している。中国の投資と消費は今後持ち直すと見込まれることから、中国の2023年GDP成長率は5%程度と予想する。我々の2022年予想成長率である約3%からは大幅な飛躍である。こうした回復見通しに備えるには、中国株式の上昇余地を捉える戦略が有効と考える。

アジア株式の転換点

アジアの企業業績における転換点も2023年第2四半期に訪れる見通しだ。この時点で在庫調整が一巡する可能性が高く、景気が回復局面に入り、世界貿易が再び上昇基調となれば、アジア企業のさらなる追い風となるだろう。我々は、2023年第2四半期には、韓国および台湾のアーリーシクリカル銘柄(景気拡大局面の初期にアウトパフォームする傾向がある景気循環株)に投資機会が見出せると予想している。韓国と台湾の株式市場はともに過小評価されており、主力産業の半導体セクターはハイテク株の調整局面を一足早く脱する可能性があるからだ。

2023年第2四半期以降は米金利の低下が予想され、これが売られ過ぎたアジアのハイテク・セクターの一定の下支えとなるだろう。同セクターは2022年1月のピークから40%程度下落しており、バリュエーションは世界のハイテク・セクターを30%下回る水準で推移している。ただし、米政策金利の方向性に明確な転換がみられ、景気サイクルが回復局面入りし、米中の緊張が緩和するまでは、株価が持続的に上昇する可能性は低い。それまでは、引き続きディフェンシブ株を推奨し、REIT(不動産投資信託)、銀行、および通信株の割安・高クオリティ銘柄に注目したい。また、大手半導体銘柄や中国プラットフォーム企業へのエクスポージャーを保有している投資家には、それらを持ち続けることを勧める。

長期的には、アジアで進むイノベーションが魅力的な投資機会につながると考える。世界的な所有権機関(WIPO)の発表によると、2021年におけるアジアからの国際特許出願件数は全世界の54%を占めており、10年前の39%から大きく伸びている。米中の緊張が高まり、安全保障(セキュリティ)の時代が進む中、我々は、今後想定される規制措置を回避できる先進基礎技術企業から勝ち組が生まれると考える。また、同様の観点から、技術の分断が進んだ際には、特に影響を受けやすい中国半導体銘柄へのエクスポージャーを減らしていく。

他のアジア資産の転換点

株式以外では、我々の予想通りに米ドル高が第1四半期末ごろにピークに達した場合、アジア通貨は2023年に平均で2~3%程度反発する可能性がある。米ドル高基調が反転した場合、アジア通貨の中で最も上昇する可能性が高いのは日本円とみられる。シンガポール・ドルと豪ドルの買いも勧める。また2023年第2四半期以降は、インド・ルピーやインドネシア・ルピアなどの高金利通貨にもキャリア取引による金利収入の機会が期待できる。

アジアの社債は、ハイイールド債のデフォルト率の高さが懸念されることから、反発が最も出遅れる公算が大きい。だが、利回り5~6%が期待できる短期デュレーション(5年未満)の投資適格社債は推奨する。また、割安で耐性のあるAAA格社債を組み入れることでデュレーションを長期化し、金利の変化に対する価格感応度を高めることもできる。経済成長とインフレ率の見通しが改善すれば、投資家はさらにリスクをとることも検討できる。

銘柄選別、分散、機動的な運用を継続

厳しい年となった2022年に続き、2023年も投資家は慎重な姿勢を継続する必要があるだろう。だが、この先訪れる転換点を捉えるには、投資機会に対し機敏に動くことも重要である。

民間のバランスシートとフリーキャッシュフローは引き続き堅調で、マクロ経済が改善すればこれが支出回復の下支えとなるだろう。経済状況にはすでに好転の兆しが現れ始めている。インフレ率はピークアウトした可能性が高く、金融引き締め政策は終了に近づいており、最近の動きから中国は引き続き経済成長を重要課題に位置付けていることがわかる。ただし、地政学的摩擦は当面解消される見込みがなく、2023年には金利上昇の影響も実感される見通しだ。

こうした状況を総合的に勘案したうえで、リスク資産は2023年には回復の道筋が明確になる可能性が高いと我々は考える。

2023年以降の 中国の景気回復を 牽引するのは何か？

厳格なゼロコロナ政策や不動産市場の混乱の中、中国経済が窮地に立たされている。だが、国内経済活動が再開する兆しも見え始めており、2023年の国内総生産(GDP)成長率は5%近辺まで持ち直す可能性がある。

2023年の中国経済は回復に向けて険しい道を進むことになるだろう。ゼロコロナ政策や不動産市場の混乱により、経済成長率は1桁前半まで低下し、消費も数十年ぶりの低水準に落ち込んでいる。

しかし、国家安全保障や自給自足、サステナビリティの重要性が高まっている昨今においても、中国政府は景気浮揚措置を強化する動きをみせており、経済成長は中国にとってやはり必須であることを示唆している。また、2023年3月に開催予定の全国人民代表大会(全人代)で新たな最高指導部が発足した後、財政・金融両面からの一段の景気刺激策が繰り出されることが予想される。

だが、中国経済と金融市場にとって最も重要なのは、ゼロコロナ政策の行方だ。基本シナリオでは、2023年7-9月期(第3四半期)に経済活動が本格的に再開され、下期の消費回復を促し、2023年のGDP成長率を再び

5%近辺へ押し上げると予想する。中国株式のバリュエーション(株価評価)は5年ぶりの低水準まで下落しているため、具体的な刺激策が打ち出されれば中国株式は反発する可能性が高い。

中国経済活動の再開

中国では、数人のコロナ感染者が確認されただけで直ちに実施される即時ロックダウンや厳格な国内移動制限が、経済や日常生活に甚大な影響を及ぼしてきた。我々は、中国経済活動の本格的な再開とは、こうした規制が恒久的に撤廃されることであると定義づけている。国境をまたぐ全面的な経済活動の再開は、国内の制限が撤廃されてからになるだろう。

結局のところ、中国政府の中長期的(2021~2035年)な経済成長目標である年率4.7%の達成には、ゼロコロナ政策からの脱却が必要になるとみられる。経済成長と、公衆衛生・

図表 1

中国：経済活動の再開に向けたスケジュールと、競合する優先事項

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2024	2025年 以降
総合評価							
経済成長／マクロ経済の安定							
公衆衛生							
世論							
自給自足／国家安全保障							
戦略地政学上の地位							

■：優先度(高) ■：優先度(低)

出所：UBS

安全保障上の目標とのバランスを図るために、政策当局は 2023 年第 3 四半期を経済活動再開に最適な時期と判断するものと考えられる。このタイミングであれば、中国政府はゼロコロナ政策を転換し、新型コロナウイルスが命にかかわる感染症であるとの国内の懸念を和らげる時間的な猶予が得られる。全人代で方向性が大きく転換されれば、正式な経済活動再開へのカウントダウンが始まるだろう。

中国政府はすでに、最終的な経済活動再開に向けた地ならしを始めている。2022 年 11 月にはコロナ対策の大幅な調整が発表され、海外からの入国者や濃厚接触者の隔離期間の短縮といった緩和措置が講じられた。また、各地でゼロコロナ政策を実際に遂行する地方政府に向けた実施規則も緩和された。

だが、こうした対策にもかかわらず、経済活動の全面的な再開が 2024 年以降にずれ込むリスクはなお残る。特に米国との地政学的な

緊張が高まる中で、中国政府が公衆衛生上の目標達成よりも国家安全保障や国内目標を優先すれば、こうした結果を招く可能性が強まる。

不動産市場のテールリスクの抑制

もう 1 つの重要な変動要因は不動産市場だ。今後数カ月以内に住宅市場規制がさらに緩和され、2022 年第 4 四半期に見られた政策の方向性が継続されるとみられる。特に、未完成物件の完工に向けた不動産開発業者への資金提供、住宅ローン金利の引き下げ、住宅購入規制の緩和が近く実施される可能性があり、これが 2023 年上期から不動産販売の減少食い止めに寄与するとみられる。

だが、中国政府は不動産関連に伴うシステム的な金融リスクを軽減しつつ、不動産投資に過度に依存した経済成長(不動産関連融資は中国全体の融資残高の 25% 近くに上る)の是正にも取り組んでいることに留意が必要だ。今のところ、両者のバランスを取った

政策対応が講じられている。

第4四半期に発表された政府指令は、今のところ不動産融資に対する最も包括的な金融支援策だが、こうした対策が全面的な救済策になるとは考えていない。これら対策は、不動産開発業者向け融資や流動性を強化して資金調達の安定化を図り、住戸を確実に引き渡すことを目指したものだが、どの程度効率的に実施されるかはまだ不明である。

だが、こうした支援は正しい方向に向けた重要な動きであり、不動産市場を発端とする危機というテールリスクを抑制するとみている。これはまた、2022年の住宅ローン不払い運動など深刻な状況に対応しようという政策当局の意思の現れでもある。とはいえ、市場のセンチメントはまだ安定しておらず、2022年よりは影響は小さくなるだろうが、2023年も不動産セクターが引き続き経済の下押し圧力となる可能性がある。

製造業とインフラ投資が依然として下支え

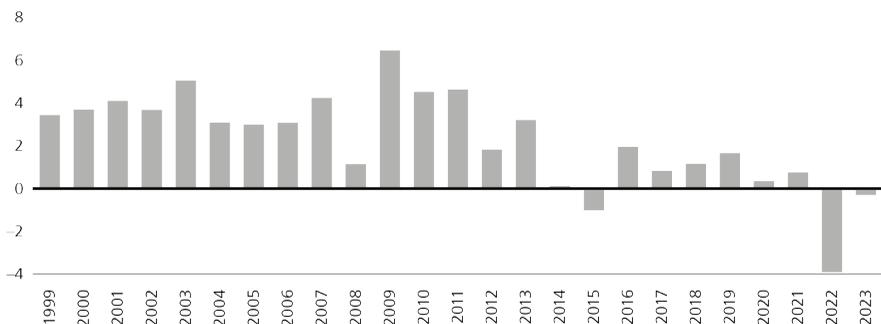
不動産セクターの足かせを相殺できそうな分野もある。製造業は2023年も引き続き1桁半ば~後半の底堅い伸びを示し、2022年の大幅な財政支援を受けてインフラ投資の伸びが上昇すると予想する。また、中国経済が再開し、サービス業主導で経済が回復するに伴い、消費が立ち直ると予想する。一方、2022年に好調だった輸出は、世界需要の減退を受けて、特に2023年上期に鈍化する公算が大きい。

地政学リスクの高まりに伴い、サプライチェーンの強靱化や自給自足といった分野にも政策支援が打ち出される可能性があり、中長期的に持続的な投資の伸びをけん引するだろう。事実、米国による半導体と半導体製造装置の新たな対中輸出規制は、米中間の緊張がもたらす影響の高まりを浮き彫りにしている。

図表 2

2023年は不動産市場の景気に対する下押しが弱まる見込み

経済成長への寄与度（パーセント・ポイント）



出所: CEIC、中国投入産出表、UBS 予想

投資への影響

2023年: 耐久消費財とサービス、インターネット業者、および一部の資本財セクターは、我々が2023年第3四半期に予想する経済活動の再開による恩恵を受ける可能性が高い。

中長期: 西側諸国とのハイテク分野でのデカップリング(分断)圧力や、先端技術利用の制限強化により、研究開発費の積み増しが行われる可能性が高い。事実、GDPに占める研究開発費の割合は、10年前の1.7%から2021年末には2.4%に上昇した。

政策の追い風を受けると見られる電気自動車のOEM(受託製造)業者、電池や電池部品メーカー、再生可能エネルギー業者、エネルギー貯蔵セクターを推奨する。また、電気自動車に対する旺盛な国内需要や、大半の再生可能エネルギーのサプライチェーンはコスト競争力が高いことを考えると、地政学的緊張の高まりがこれら分野の成長率に影響を及ぼす可能性は低い。地政学的な緊張や米国の金利の上昇を受けて株価は足元で調整しており、中長期的なポジションを再び構築する好機であるとみている。

要点

- **2023年の中国経済は回復に向けて険しい道を歩むことになるだろう。**ゼロコロナ政策と不動産市場の混乱が主な逆風だが、中国当局は、経済成長が依然として最優先事項であるとの立場を崩していない。
- **ゼロコロナ政策は、中国の経済回復にとって最も重要な要素である。**我々は、2023年第3四半期に経済活動が全面的に再開され、2023年のGDP成長率を5%近辺に押し上げると予想する。
- 経済活動の再開に向けた準備が進むにつれて、**消費者サービス、インターネット、一部の資本財サブセクター**といった分野に**戦術的な投資機会**が生まれるだろう。

米中関係は市場に どのような影響を 及ぼすか？

米国は中国に対する強硬姿勢を続ける見通しだ。アジアへの影響は一様ではなく、中国本土の企業は最も大きな影響を受けるが、台湾・日本・韓国企業への影響はそれほどではないと思われる。

トランプ前米大統領の下で、米中関係はアジアの市場を左右する大きな要因となった。この傾向はバイデン政権になっても続いている。共和党と民主党は、経済・安全保障上の理由から、米国は中国の製品とサプライチェーンへの依存を低減しなければならないとの考えで一致している。

従って、国家安全保障技術を巡る競争とサプライチェーンへの依存に関する緊張は、当面和らぐ見込みは低い。こうした状況を反映して、フィラデルフィア半導体株指数は年初来34%下落した(2022年11月11日時点)。

半導体が引き続き競争を牽引する

米国は10月に半導体および関連製造装置の広範囲に及ぶ対中輸出規制を発表したが、これにより中国の半導体開発のペースには数年程度の遅れが生じるとされる。今回の輸出規制は、自動運転車や人工知能システム、ロボット、高度軍事機器に使用されるメモリーチップを対象としている。中国は旧世代半導体の一大生産国であるが、先端半導体はほぼすべて輸入に頼っている。対中輸出規制により中国の集積回路サプライヤーは輸入代替の需要が期待できるかもしれないが、これら企業は海外の先端半導体ベンダーと競合する準備はまだ整っていないと思われる。

半導体のサプライチェーンはかなり複雑でグローバル化されている。アジアと欧州の半導体企業の多くは、製造プロセスと製品で米国の技術に依存しており、そのため米国政府による輸出規制の対象になるかもしれない。米国の対半導体輸出規制は中国だけでなく、アジア全域の主要セクターにも影響を及ぼし、しかもその影響度合いは国・地域により異なるだろう。

例えば、米国による先端半導体と製造装置への規制は中国本土の半導体生産受託企業（ファウンドリ）にマイナスの影響を及ぼすが、台湾と日本の企業への影響はそれほど大きくないだろう。一方、韓国のメモリーチップメーカーは、長期的に見れば、再編の進行による恩恵を受けるだろう。

太陽光パネルとバッテリー分野における逆風
米国の規制による影響を受けるハイテク産業

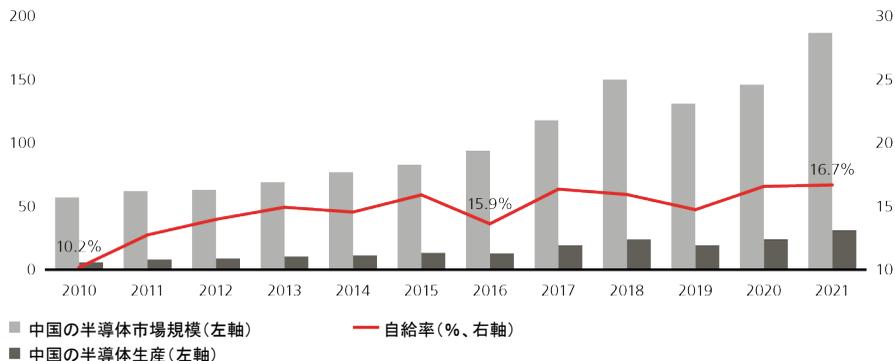
は半導体産業だけではない。中国の太陽光パネル輸出も同様に影響を受けている。米インフレ抑制法（IRA）では、米国産の薄膜太陽光発電技術に対して大胆な税額控除が適用される。これによって米国企業のコスト競争力は向上し、海外勢からの国内市場シェアの奪還が可能になるだろう。

しかしながら、同法でのクリーン燃料および電気自動車（EV）向け予算は360億米ドルと、10年間のEV補助金を賄うには不十分に思われる。IRAでは、EV補助金（税額控除）の条件としてバッテリー鉱物についても一定比率以上を米国か米国とのFTA締結国で調達されたものとする「原産地」規則を設けているが、中国バッテリーメーカーの米国内でのシェアは自国や欧州と比較して低いことから、世界市場での売上に対する長期的な影響は、最悪のシナリオでも10%程度の低下に留まると予想する。

図表 3

中国の半導体セクターへの地政学的逆風は強まる可能性

中国の集積回路（IC）市場・生産規模（10億米ドル）



出所: ICインサイト、UBS、2022年10月

日本と韓国のバッテリーメーカーが中国産の部品や鉱物を使用せずに、どのようにして米国の要件を満たすのかは現時点ではまだ不明だ。現状では、サプライチェーンの6つの主要プロセスにおいて、それぞれ4~7年のリードタイムが必要になる。中国側も、中国市場で販売する米国のEVメーカーや、EU(欧州連合)が同様の原産地規則を採用した場合はEU域内の受託製造(OEM)企業に対して、報復的な保護貿易措置を講じる可能性がある。

米国の政治情勢がデカップリングの重石になる見通し。

一方、ハイテク競争が継続するなかでも、中国と米国が両国の緊張関係を歯止めをかけようと模索している前向きな兆しも見られる。2022年8月、両国政府は米国証券取引所に上場している200余りの中国企業を米国当局が監査することを認めることで合意した。

2022年11月のG20バリ・サミットで米中首脳会談が再び開催されたことも明るい材料だ。この席でバイデン大統領と習近平主席は、超えてはならない互いの「レッドライン」を確認するとともに、関係の安定に努める姿勢を見せた。だが現在の政治力学を考えると、平和的に共存する計画の実現は現実的ではないように思われる。

要点

- **世界の2大国のデカップリング(分断)は進みつつある。**このことは投資家にとって主要なリスクであると同時に、機会にもなりうる。
- **米国による中国への半導体禁輸措置の影響は、中国だけでなくアジア地域全体に及ぶ。**韓国の半導体メーカーは再編の恩恵を受けるだろう。
- **太陽光発電産業とバッテリー産業も注目を集めているが、これによりアジアのグリーンテック企業にとっては逆風が吹きつける。**

日本の未来は どうなるか？

2022年は主に円安が日本株式を動かしてきた。今後は日本経済の再開、金融政策転換の可能性、自社株買いが機会を提供すると考える。

2022年は円安が日本市場の大きな流れを形づけた。円相場は一時対米ドルで年初来32%安の152円をつけ(2022年10月21日)、30年超ぶりの最安値を記録した。

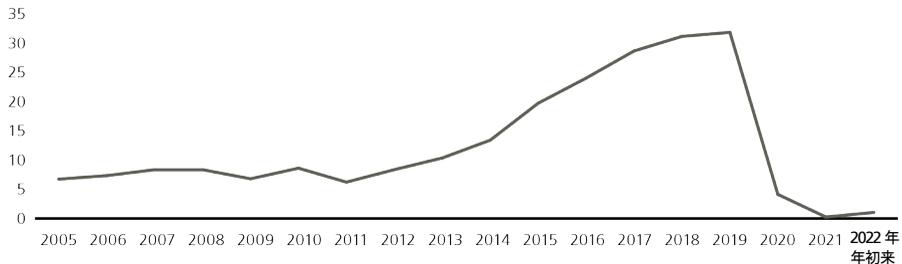
最近はやや円高に振れているが、市場への影響は広範囲に及んだ。第1に、円安によってエネルギーなどの輸入品価格が上昇し、2022年8月に日本の消費者物価指数(CPI)は8年ぶりの高水準である3%に達した。



図表 4

日本の国境再開に伴い、インバウンド観光が回復する見通し

訪日旅行者数(外国人旅行者、100万人)



出所:国土交通省、UBS

第 2 に、外国人投資家が日本株式の保有を抑えた結果、日本の輸出企業のバリュエーションは、競争力の向上にもかかわらず、下押し圧力にさらされた。第 3 に、2022 年 10 月の日本の入国制限緩和を受けて、2023 年には円安を追い風に訪日外国人客が回復する可能性が高い。

利益成長は弱いもののプラス

2023 年度(2024 年 3 月年度末)の日本企業の利益成長率は 3%程度にとどまる可能性がある。世界の経済状況は一段の軟化が予想され、2022 年度の企業利益は円安効果ですでに膨らんでいる。

しかしながら、企業利益は進行中の経済再開からの押し上げ効果が期待できる。また、製造業は中国のサプライチェーン再開と半導体不足の解消から恩恵を受けるだろう。観光などサービス消費の累積需要は大きくなると予

想する。対照的に、新型コロナ流行期にピークに達したハイテク製品需要は減退するだろう。

バリュエーションの低下は限定的と思われる

日本株式のバリュエーションは過去最低水準にあり、これ以上の低下は限定的と思われる。現在、日経平均株価は 12 カ月予想株価収益率(PER)は約 14 倍で、過去の実績で見ると、この水準で底を打っている。さらに、自動車メーカーなど日本の輸出企業は、8~9%で低迷している自己資本利益率(ROE)を上げるよう投資家が圧力をかけているため、積極的に自社株買いを行っている。

多額の手元資金を元手に、日本企業は 2023 年度に増配を行うとも予想される。こうした株主還元によって、厳しい時期にあってさえ、日本株式の下振れは抑制されるだろう。

2023年以降の新たな材料

日本は2022年10月に外国人入国制限の大半を解除しており、経済再開が2023年の明るい材料になるはずだ。外国人旅行者は日本国内の消費と信頼感を押し上げ、航空、国内旅行サービス、ホテルなどのセクター、そして一部の小売企業と化粧品企業を下支えする可能性が高い。

もう1つの重要テーマは、「金融セクターの魅力が高まる」である。日本の金融機関はバランスシートが健全であり、アジア全域での貸出金利上昇と2023年後半に日本銀行が金融政策を転換する可能性から、恩恵を受ける立場にあると考える。2023年4月に任期を終える黒田日銀総裁の後任に誰が就くかが非常に重要だが、インフレが進んでいる状況を考えれば、新総裁就任後にイールドカーブ・コントロールの目標金利水準が引き上げられるシナリオが実現する可能性は高い。

要点

- **経済再開の恩恵を受ける企業**—日本は2022年10月に入国制限を大幅に緩和した。円安と相まって、2023年は観光業が活性化するだろう。
- 2023年に金融政策が転換される可能性があり、**金融機関は有利な状況にある。**
- 企業収益が横ばいで推移するなか、**自社株買いを進めている優良企業を推奨する。**

アジア不動産の市場別 価格動向の違いは 続くのか？

アジアの不動産市場は 2023 年も各国・地域間によって相場の強弱が分かれるとみられる。シンガポールは価格上昇、東京は横ばい、香港と中国本土は価格下落が続くと予想する。

アジアの不動産市場は、この 1 年は国によって異なる方向をたどった。シンガポールと東京では住宅価格が上昇する一方、香港と中国本土では値下がりが続いた。2023 年は、シンガポールでは引き続き価格が上昇、東京は横ばい、香港と中国本土では下落すると我々は予想する。

なぜシンガポールと東京は下落しないのか。シンガポールの場合は、経済再開によりアジアのハブとしての地位が高まり、外国人の関心を引き付け、すでに旺盛だった住宅需要に一層拍車がかかった。東京については、低金利環境と人口増加が価格を下支えしてきた。

一方、香港では、住宅ローン金利の上昇と景気減速を背景に住宅価格は低迷した。2023 年はさらに 5~7% 程度の下落を我々は見込んでいる。中国本土については、2023 年は

最大 5% 程度の値下がりを予想する。下級都市(都市部以外の地方都市)、とりわけ住宅在庫がだぶついている地域では、市況はさらに悪化しやすい。

シンガポール 旺盛な需要が続く

シンガポールでは、住宅ローン金利の上昇と景気減速の逆風を受けつつも、不動産市場は堅調を維持してきた。シンガポール市場の底堅さは、同国のマクロプルーデンス政策により、住宅価格の上昇が家計収入の伸びとアフターダビリティ(買いやすさ)の改善に支えられていることが要因として挙げられるだろう。

シンガポールの 2022 年の民間住宅価格上昇率は 8~10% となるとみられ、外国人の流入が続けば、2023 年も 2~4% の伸びが予想される。とはいえ、供給混乱が緩和されれば、住宅価格の上昇率は減速すると予想する。

経済再開を背景に、オフィス、リテール(商業施設)、および産業用施設の賃料は回復すると見込む。一方、賃料の上昇で還元利回り(キャップレート)上昇の影響が相殺されることから、資産価値は底堅く推移するだろう。

香港

軟化見通しを受け、慎重姿勢を維持

香港は、住宅ローン金利の上昇や世界的な景気減速等のマクロ経済的な逆風が続き、2023年も5~7%程度の値下がり我々は予想する。明るい兆しとしては、中国本土との国境再開の可能性と、利上げペースの減速時期が近づいていることが挙げられる。これらを実現すれば、2023年後半以降には住宅価格が安定する可能性がある。

香港と中国本土との国境再開観測により、香港のリテールおよびオフィス・セクターの回復期待も高まっている。だが、我々はこうした見直しには慎重である。香港のリテール・セクターはオンライン小売りとの競合といった構造的な問題を抱えている。一方オフィスについても、2023年にはオフィスの供給増が見込まれていることから、賃料は下押しされる可能性がある。

中国本土

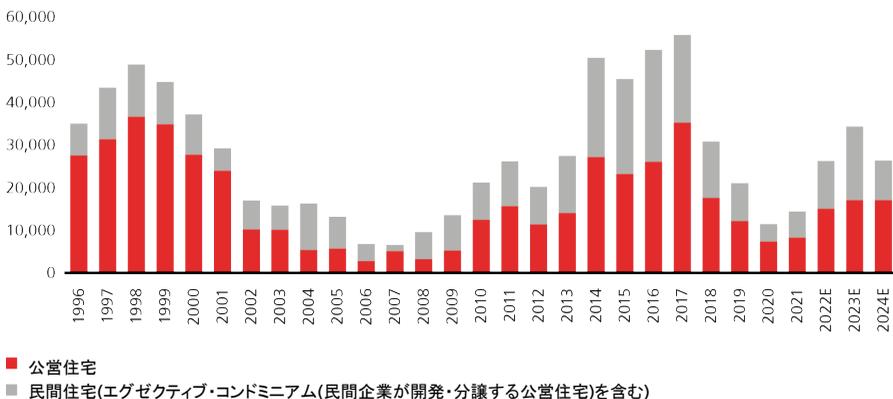
2023年後半には安定化が期待される

中国本土の住宅価格は2022年は5~7%下落、2023年は最大で5%の下落を予想する。大都市の住宅価格は引き続き下支えされる見通しだが、下級都市は強い下落圧力に晒される可能性が高い。

図表 5

シンガポールでは今後数年間で住宅供給が増え、価格上昇は緩和される見通し

新築住宅供給数、1996~2024年(2022年以降は予想値)



E=予想

出所:シンガポール都市再開発庁(URA)、シンガポール住宅開発庁(HDB)、UBS、2022年

中国の不動産販売は2022年に急激に落ち込んだが、金融・財政政策の緩和を受けて落ち込みペースは今後緩やかになると我々は予想する。規制当局が発表した不動産セクターへの資金調達支援により、中国国内のシステミック・リスクは回避されると考えられる。我々は、中国の不動産開発投資は2022年に10%低下した後、2023年後半には安定化に向かう可能性があるとみている。中国が2023年にGDP成長の勢いを取り戻すには、不動産投資の安定化が不可欠である。

東京

価格の伸びは横ばいの見通し

東京の住宅価格は低金利と人口増加を背景に上昇傾向をたどり、不動産バブルに関する我々の最新の調査(「UBS グローバル不動産バブル指数 2022年」)で、東京は調査開始

以来、初めて「バブルのリスク」の領域に入った。だが、価格高騰は落ち着きが見え始めており、2023年には上昇ペースが鈍化すると予想する。日本の住宅価格はこの1年間で約10%上昇したが、2023年は横ばい、ないし1桁前半の微増に留まると予想される。

東京のオフィス空室率は2020年2月以来、上昇基調にあり、賃料は低下している。在宅勤務が今後も定着するとみられるため、空室率は2023年も比較的高い水準が続く公算が大きい。2023~2025年にはオフィスの供給増が見込まれているため、賃貸市場の見通しはさらに押し下げられる可能性がある。我々は、オフィス賃料は2022年、2023年にそれぞれ1~2%ずつ低下すると予想する。

要点

- シンガポールのREIT(不動産投資信託)は賃料上昇の恩恵を受け、健全な財務体質からの高配当を安定的に提供している。REITの中でも、借入れコストが上昇しても分配金を支払う余力のある銘柄を推奨する。
- 香港では、コミュニティ型ショッピングセンターを引き続き推奨サブセクターとしている。景気減速に耐性がある点を評価した。
- 日本の不動産については、引き続き選別的な姿勢を維持する。商業施設は経済再開の恩恵を受けるだろう。住宅セグメントも底堅い需要による下支えが続いている。

アジア太平洋地域への投資

本書は UBS Singapore AG Branch、UBS Hong Kong Branch、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社によって作成されました。本書末尾に掲載されているディスクレーマーは大変重要ですので是非ご覧ください。

Head Chief Investment Office APAC

Min Lan Tan

Editor in Chief

Wayne Gordon

Supervisory analyst

Aaron Kreuscher

Investment writer

Michael Yang
Thompson Wong

Project manager

Sita Chavali

Editorial deadline

15 November 2022

Publishing date

17 November 2022

Design

CIO Design
UBS Switzerland AG

Cover photo

Shutterstock

Languages

English, Chinese (Simplified, Traditional),
Japanese

将来予想に関する記述についての注意事項

本稿には、将来予想に関する記述 (forward-looking statement) が記載されています。これらの記述には、証券市場および資本市場の仮定についての現在および予想される状況に関する記述等が含まれますが、これらに限られません。将来予想に関する記述は、本稿に記載されている事項に関する我々の判断および将来の見通しを反映したものです。様々なリスク、不確定要素、市場の変化、その他の重要な要因により、実際の結果がその記述の内容と大きく異なる場合があります。これらの要因の例としては、次のものが挙げられますが、これらに限られません。(1) 米国市場およびその他の市場セグメントにおける将来の変動の程度およびその性質、(2) その他の市場およびマクロ経済情勢。これには、現時点の市場の混乱に直接・間接的に起因するか否かを問わず、国内外の証券市場、クレジット・スプレッド、為替レート、金利の変動等を含みます。(3) これらの変動がその他の市場ならびに資産クラスに与える影響。UBS は、新たな情報、将来の事象、その他の結果にかかわらず、将来予想に関する記述を更新または変更する義務を負わず、かかる義務を明示的に否認します。

新興国市場への投資

新興国市場の資産は、とりわけ為替レートの変動、資本コストの突然の変更や経済見通しの急変にかかる潜在的なリスク、および規制リスクや社会政治リスク、金利リスク、信用リスクなどを伴います。新興国の資産は流動性が非常に低下し、流動性の状況が急激に悪化する場合があります。CIO GWM は通常、米連邦登録規定 (1934 年証券取引所法セクション 12) および各州の登録規定(いわゆる「ブルースカイ法」)の下に登録されていると判断した証券のみを推奨します。見込み投資家は、CIO GWM が、米国法が認める範囲内で、米国または各州の証券法の下に登録されていない債券を推奨することがあることを認識しておく必要があります。そうした未登録債券は、情報開示の頻度・内容の要件が米国法より低い管轄区域で発行されていることがあります。

債券の長期保有に関心のある投資家には、(投資適格級の中で)信用格付けが最も高い国の国債に投資することを勧めます。これにより、保有する国債がデフォルト(債務不履行)状況に陥るリスクを低減します。投機的格付けの債券は、リスク許容度が高く、高利回り債券を短期に限定して保有することを目指す投資家のみに推奨します。

非伝統的資産

本レポートでは非伝統的資産投資に関する一般的な情報を提供していますが、これらの金融商品の勧誘等を行うものではなく、弊社では取り扱っていない金融商品を勧誘することはありません。また、お客様個人々に特有の投資目的、財務状況、投資経験、等を考慮したものではありませんので、お客様に適合しない投資に関する記述が含まれている可能性があります。

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 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。銘柄の選定はお客様ご自身で行って頂くようお願い致します。

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、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。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 2.20% (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・マネジメント株式会社 2022 すべての権利を留保します。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・アドバイザー株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号

