

# 中国経済再開による投資機会

恩恵を受けるグローバル市場

2023年1月27日

Chief Investment Office GWM

Hartmut Issel, CFA, Analyst; Sundeep Gantori, CFA, CAIA, Equity Strategist; Delwin Kurnia Limas, CFA, Equity Strategist; Thomas Parmentier, Analyst; Clarissa Chow, CFA, Analyst; Dominic Schnider, CFA, CAIA, Strategist; Wayne Gordon, Strategist

- 中国の経済再開により、リスク資産の見通しは総じて明るさを増している。だが、具体的な影響は個々の市場によって異なるだろう。
- 経済再開の進展に伴い、中国では国内消費、不動産セクター、そして旅行需要という3つの重要な分野が回復に向かうと我々はみている。回復のスピードはそれぞれ異なるだろう。
- 今回我々は、様々な資産と地域の中から中国経済再開の恩恵を受ける具体的な投資機会を特定した。



中国の経済再開は、大きな停滞もなく着実に進展している。大都市の多くでは移動を示すデータが底打ちして回復に向かっており、当局も新型コロナウイルスの今後の感染動向について楽観的な見方を示している。1月下旬の春節(旧正月)の大移動で中国の新型コロナ感染状況はピーク付近で高止まりする可能性が高く、医療設備が脆弱な農村部まで流行が広がるおそれがある。だが、春節の大移動はクリアすべき数少ない最後のハードルの1つだ。こうした状況は、中国の経済再開は決して平坦な道のりではないものの、今後本格的に動き出すと予想する我々の基本シナリオと一致する。

中国経済再開の進展に伴い、世界経済の追い風となる材料が3つ出現するだろう。1つ目は、中国の国内消費の伸びの回復だ。国内消費は2023年には7%近くまで持ち直すと見込まれる。消費の回復は早ければ2月にも始まると我々は予想しており、第2四半期(4-6月期)以降はさらに勢いが加速する見通しだ。これは、経済再開の恩恵を受ける中国株(消費、インターネット、医療機器、運輸関連)や、中国の消費に大きく依存する米欧の企業(消費、シクリカル(景気敏感株)、コモディティ関連の銘柄)、人民元や豪ドルなどの通貨にとって好材料となるだろう。

2つ目に、不動産セクターの回復である。経済再開は住宅購入者の信頼を取り戻すうえで重要な一歩となる。ただし、住宅販売が安定するには、あと数カ月の時間と追加の需要喚起策が必要となるだろう。建設活動が上向き、中国の経済成長率がト

レンドを上回る水準に戻れば、主に産業用に使用される銅、アルミニウム、亜鉛などの卑金属需要も上昇する見通しだ。

3つ目に、旅行需要の回復である。中国人旅行者が本格的に戻ってくるまでにはあと数四半期はかかる見通しだが、積み上がった貯蓄と旅行需要を背景に、ひとたび再開すれば急回復が見込まれる。旅行再開でジェット燃料需要が上向けば原油の消費も下支えられ、これも勝ち組の1つとなる。また、マカオ・カジノ企業、航空業界、香港の賃貸不動産セクターなどの信用見通しも好転しつつある。他のアジア市場も観光需要の回復による恩恵を受ける可能性が高い。

## グローバル市場における投資機会

中国の経済再開に伴い、主要な資産クラスおよび地域における特定の投資機会にリターン上昇の可能性が見込まれる。

### 株式

株式においては1月、新興国株式の投資判断を推奨に引き上げた。新興国企業の株価純資産倍率(PBR)は先進国企業に対して40%割安な水準で推移しており、業績モメンタムも底入れに近づいている。中国株式についても推奨を維持する。中国株式のバリュエーションは過去平均を下回っており、今年中国株の1株当たり利益(EPS)成長率予想は13.8%と、アジア(除く日本)株式全体の同成長率(6%)をけん引する見通しである。

中国以外にも、中国の経済再開から明らかに恩恵を受ける市場がある。米国には中国の消費やコモディティ需要の影響を強

# 中国経済再開による投資機会

く受ける企業が多数ある。また、欧州企業の中国向け売上比率は8%と、各国・地域の中で第2位の高いシェアを占めている。アジア企業も中国の景気サイクルとの連動性が一層強まっている。我々は、こうした欧米やアジア市場での勝ち組を選定するに当たって、経済再開の直接的および間接的な影響を考慮した定性的アプローチをとっている。また、経済再開で利益の急成長が見込まれ、かつバリュエーションが割安の銘柄に注目することで、足元の対中エクスポージャーが低い銘柄の中からも収益機会を追求している。

## 債券

国境再開や国境をまたぐ人の移動の回復により、複数のセクターの見通しが上向くことが期待される。中国本土の旅行者が戻ってくるにつれ、マカオ・カジノ業界、航空、国内消費セクターや、香港の賃貸不動産、保険、証券といった業界の発行体では信用状態に顕著な改善が見込まれる。

## コモディティ

我々はコモディティを推奨しており、コモディティ全体の今年のトータルリターンを10%台後半と予想する。特に推奨するのはエネルギーで、産業用金属がこれに続く。

**原油:** 原油は、中国の経済再開の恩恵を最も大きく受ける可能性が高い。今年は中国人旅行者が戻るに伴い、あらゆる石油製品の中でジェット燃料への需要が最も速く伸びるとみている。その結果、ブレント原油価格は今後数カ月で1バレル当たり100米ドルを上回るだろう。

**卑金属(ベースメタル):** 金属在庫が低水準で推移する中、2023年第2四半期から、中国の需要と世界の経済成長率が上向き始める。金属の中では構造的な需要増が見込まれる銅、アルミニウム、亜鉛を推奨する。

## 通貨

**豪ドル:** 豪ドルも、中国の経済再開関連で我々が推奨する資産クラスだ。資源国通貨であることに加え、年内は利下げが実施される可能性が低く、しかもスポット価格はコモディティ相場を参考に算出した豪ドル/米ドルの適正水準(0.80~0.85)に対して大幅に割安となっている。我々は豪ドル/米ドルの推奨を維持し、3月末の予想を0.72と従前予想の0.70から引き上げるとともに、6月、9月、12月の予想をそれぞれ0.72、0.74、0.76とする。

**中国人民幣:** 中国と米国との成長軌道の乖離は、今後の米ドル/人民幣の下落を示唆している。市場は中国の足下低調なマクロ経済データを無視して、中長期的な景気回復シナリオを重視するだろう。中国株式に関する楽観シナリオと海外直接投資(FDI)の持ち直しも資本流入の支えとなる。現時点における我々の2023年3月末、6月末、9月末、12月末の米ドル/人民幣予想をそれぞれ6.6、6.6、6.5、6.5とする。

## 主な投資リスク

以上の資産クラスに対する我々の強気見通しは、中国経済の急回復を前提としている。しかし、市場の期待があまりに高まったため、期待外れとなる可能性も生じている。仮に、経済再開が頓挫すると、国内需要の低迷が続き、不動産市場が安定するまでには時間がかかり、旅行需要の回復が遅れる可能性が高い。他のリスクとしては、世界のインフレ率が予想ほど落ち着かなかつた場合の金融引き締めサイクルの再開、各地での経済成長率の減速、業績リセッション(2四半期連続で前年同期比減益)の拡大、各企業個別のリスクなどが考えられる。

# 中国経済再開による投資機会

## 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のですが、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

## 中国経済再開による投資機会

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 2023 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