

# Investing in Asia Pacific

2021年の見通し

Chief Investment Office GWM

Investment Research



アジアの景気回復  
を捉える

本稿は、UBS AG Singapore Branch、UBS AG Hong Kong Branch、UBS Financial Services Inc.、UBS Securities Japan Co., Ltd.が作成した“Investing in Asia Pacific-Positioning for Asia’s revival”（2020年11月17日付）を翻訳・編集した日本語版として2021年1月20日付でリリースしたものです。本稿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。本稿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。これは本稿中の全ての図表にも適用されます。

# 目次

はじめに	
アジアの景気回復を捉える	5
主な投資アイデア	8
<b>2021年の見通し</b>	
アジアの新しい景気サイクルが始動	12
アジア株式市場の次の上昇局面	17
アジアの魅力的な利回り追求資産	20
菅新政権の政策課題、日本経済再生に向けて始動	25
2021年に備えてポートフォリオを構築	28
<b>アジアの「次の10年」</b>	
低利回り環境下で運用目標を見直す	34
アジアのハイテクセクター、さらなる発展へ	39
中国—発展の次なる段階へ	42

## 免責事項について

巻末の免責事項は非常に重要ですので、是非お読みください。本レポート発行後に投資見解および投資戦略が変更される場合があります。最新の見解については、House View Monthly Extendedをご参照頂くか、もしくは担当のクライアント・アドバイザーにお尋ねください。



# はじめに

## アジアの景気回復を捉える



Mark Haefele  
Chief Investment Officer  
Global Wealth Management

2020年は投資における基本の重要性を改めて確認した1年となりました。市場が未曾有のスピードで下落する間、冷静に投資を継続した投資家は、その後の急激な上昇相場のお恵を受ける結果となりました。

滅多には起こらない、いわゆる「ブラックスワン」的な事象を事前に予測することはほとんど不可能です。しかし、分散投資と投資計画により、そうしたリスクに備えることは可能です。

いかなる時も、投資家を待ち伏せている敵は「未知のリスク」です。2020年の経験で言えば、それが新型コロナウイルス危機でした。公衆衛生危機の深刻さ、ロックダウン(都市封鎖)の広がり、株式市場の変動幅、そして未曾有の財政・金融政策支援と、いずれをとっても歴史に刻まれる2020年でしたが、2021年には何が私たちを待ち構えているのでしょうか。



Min Lan Tan  
Head Chief Investment Office APAC  
Global Wealth Management

## アジア市場の上昇に乗る

ひとこと言えば、2021年について我々は楽観的に見えています。ワクチン開発は急ピッチで進められ、政策は超緩和的な状態が続き、地域経済も世界経済も回復に向かっています。課題が山積であった1年を乗り越え、2021年の経済成長率は大きく上向き見通しです。弊社予想では、アジア(日本を除く)の国内総生産(GDP)成長率は、2020年の-2.1%から+7~7.5%\*へと急激に持ち直し、景気回復により個人消費は勢いづき、経済活動も危機前の水準に戻ると見込んでいます。

株式市場については、あらゆる指標が2021年は上昇基調を示唆しています。とりわけ経済の正常化をまだ織り込んでいない市場・セクターの上昇余地は大きいとみられます。東南アジアは景気後退から脱してプラス成長に向かいつつあります。徐々に「正常な」生活に戻るにつれて、2020年に大きく低迷した景気敏感セクター・市場は上向き見通しです。

2021年のアジアの株式市場は、全体としては10%台半ばの力強い上昇を予想しています。実際、2021年は、営業利益率とキャッシュフローが大きく改善して株価が下支えされれば、「2017年」の再来となる可能性もあります。アジアにとっての主要リスクである米中対立も、バイデン政権の誕生により緩和するかもしれません。しかし、2020年で経験したように、確率は低いものの、発生すると重大な影響を及ぼす「テール・リスク」には引き続き備える必要があります。こうしたリスクを軽減するために、金(Gold)などを含む複数の資産クラスに分散投資を行うことを勧めます。

新型コロナワクチンの開発・普及で経済活動の正常化が想定よりも早まるとの見方が高まっていることから、景気の影響を受けやすい半導体やハードウェア・セクターが景気回復の波に乗り、東南アジアの金融株も出遅れから巻き返すものと我々はみています。また、長期トレンドは引き続き5G(第5世代通信)関連企業や中国のデジタル経済、ESGリーダー企業等の追い風になると考えます。2021年半ば頃から海外渡航が徐々に再開されれば、東南アジアと日本でも景気回復が加速するでしょう。短期的には、シンガポール、インド、韓国の株式市場を推奨します。

一方、中国はいち早く経済が正常化に向かっています。中国経済は多くの分野が新型コロナ危機から完全に回復しており、2021年にはさらなる成長が見込まれます。さらに、第14次五カ年計画では、テクノロジーの内製化や、芽生え始めた国内サステナブル投資市場の育成に向けた重点的な支援が打ち出されています。

## アジアの変革の10年

中長期的に見据えると、次の10年に大きな影響を及ぼすとみられるいくつかのトレンドが明確に見て取れます。第1に、次の10年はテクノロジー変革を進めているセクターへの投資が鍵になると考えます。自動化、eコマ

ス、フィンテック、ヘルステック、サイバーセキュリティ、モノのインターネット(IoT)、5Gなどはいずれも、テクノロジーが進化し、ユーザが新技術に慣れるにしたがって、さらに普及していくものと見込まれます。

アジアは多くの分野で世界をけん引しています。5Gの分野では、中国がリードしており、5G普及は予定よりも早く進捗しています。中国政府と国内ハイテク企業は、先発の優位性を獲得しつつあります。日本の菅新政権も5Gの導入と官民双方のデジタル化に向けて意欲的に取り組んでいます。日中両国のハイテクセクターと東南アジア諸国連合(ASEAN)のニューエコノミーは、成長が期待されます。

第2に、金利は当面の間、低水準を維持する見通しです。大半の先進国では政策金利がすでにゼロ水準に達しており、新興国でもこの方向に向かっています。アジア太平洋地域でも伝統的な金融緩和政策が続いています。しかし、欧米に比べると、なお魅力的な金利を提供する国がアジアには存在します。

# 7%–7.5%\*

アジア(除く日本)の  
2021年GDP成長率予想



\*アジア(除く日本)の2021年GDP成長率予想は+8.3%に更新(2021年1月12日時点、Global Forecasts参照)

金利水準が最も低い国が台湾とタイで1~1.5%、中位に位置するのが中国の3.2%、そして最も高い国がインドとインドネシアで6~7%を維持しています。世界的な利回り追求の動きと、アジアの利回りが相対的に高いことを踏まえると、アジアの高配当銘柄やハイイールド債への需要は高まるものと予想されます。この相対的に高い利回りによって、アジア太平洋通貨の魅力度も高まるでしょう。

第3に、アジアでもサステナブル投資が芽生え始め、急速に成長しつつあります。環境問題対策に関する中国の野心的な目標表明は、韓国および日本のカーボン・ニュートラル方針とも合わせて、市場には強力な追い風になると思われます。グリーン経済への移行とともに再生可能エネルギー関連事業者や電気自動車メーカーおよび電池のサプライチェーンなどは恩恵を受けるでしょう。北アジアは世界の車載用電池サプライチェーンの一角を占めていることから、アジアは世界的に弾みがついているスマートモビリティの波に乗る上で、特に有利な立ち位置にいるといえるでしょう。

第4に、新型コロナウイルス危機により私たちの生活や働き方が大きく変化しました。その結

果、不動産業界などの産業にも波及的な影響が及んでいます。在宅勤務が広がると、本社用などのオフィス需要は低下すると見込まれますが、産業向けの資産保管スペース(倉庫など)は恩恵を受けるでしょう。クラウド・コンピューティングの勃興でデータセンターへの需要も高まっている一方、アジアの住宅価格もこれまでのところ非常に底堅く推移しています。

## 今後数年間で最も重要なこと

2020年のコロナ危機が示したように、歴史的な景気後退であっても、市場から完全に撤退することが得策とはならず、むしろ、分散投資と投資の継続がいかに重要であるかを、改めて確認することができました。UBS Wealth Wayのフレームワークは、皆様のポートフォリオがこうしたイベントを乗り切り、投資目標を達成するように設計されています。

2021年は、その名前(丑年)のとおり、強気相場であってほしいと願われますが、運を天に任せることはできません。投資家の皆様には、2021年の投資機会を見極めるだけでなく、今後数年にわたって続くと思われるトレンドにもぜひ注目していただきたいと存じます。



Mark Haefele  
Chief Investment Officer  
Global Wealth Management



Min Lan Tan  
Head Chief Investment Office APAC  
Global Wealth Management

UBS Wealth Wayは、お客様が様々な時間軸で資産管理のニーズや目標を探索・追求できるよう、UBSのアドバイザーが、流動性戦略(Liquidity)、老後戦略(Longevity)、資産承継戦略(Legacy)を組み合わせお客様を支援するアプローチです。このアプローチは、資産構築あるいは何らかの投資利益の達成を約束または保証するものではありません。すべての投資商品は、元本の全額を失うリスクを含む損失リスクを伴います。

# 2021年の見通し

## アジアの新しい景気サイクルが始動

景気回復が北アジアから南アジアと東南アジアへと広がり、勢いを増している。  
どこに投資するか: ASEANとインドは、ワクチンの普及と景気回復の進捗から大きな恩恵を受けるだろう。



## アジア株式市場の次の上昇局面

2021年のアジア経済は、企業の売上高と利益率が回復し、フリーキャッシュフローが改善し、成長のすそ野が広がるものと予想され、その結果、アジア株式(除く日本)は10%台半ばの上昇が期待できる。

どこに投資するか: アジアの景気に敏感なハイテク・サプライチェーン、ASEANの出遅れ銘柄、長期的な成長が期待できる業種を推奨する。



## アジアの魅力的な利回り追求資産

超低金利環境の中で高利回りを実現するには、企業の「質」をしっかりと見極めて、良好な利回りが見込める銘柄に選別的に投資することが重要になる。

どこに投資するか: 中国の不動産関連ハイイールド債、投資適格債のうちBBB格付債と永久債、および資本財、エネルギー、金融セクターの高配当株に注目したい。



## 菅新政権の政策課題、日本経済再生に向けて始動

2021年の日本経済は、菅政権の政策支援により、個人消費の回復し、堅調な景気回復が見込まれる。

どこに投資するか: 菅首相によるデジタル政策の推進で恩恵を受ける企業、働き方改革に取り組んでいる企業、スマートモビリティをリードする企業等を推奨する。



## 2021年に備えてポートフォリオを構築

景気回復が加速しているが、ここまでは危機からの脱却の最も簡単な部分であり、本格的な回復はまだこれからと言える。ワクチン開発の進展は、2021年に明るい希望を抱かせる。

どこに投資するか: 米ドルからの通貨分散を図り、インドネシア・ルピアやインド・ルピーのような高利回り通貨を買い、中国国債に注目し、アジア株式の次の上昇相場に備える。



# アジアの「次の10年」

## 低利回り環境下で運用目標を見直す

超低金利が期待リターンに大きな重石となっている。投資家は、UBS Wealth Wayに沿った自身のポートフォリオを、コロナ後のニューノーマル(新常態)に合わせて調整する必要がある。

どこに投資するか: アジアのハイイールド債のような高利回り資産を組み入れてリスクを取りながら、グリーンボンドのようなディフェンシブ資産や米国ハイイールド債を加えて分散を図る。



## アジアのハイテクセクター、さらなる発展へ

2021年のアジアのハイテクセクターは、過去平均を上回る利益成長率を達成するものと予想される。長期的には、アジアは5G、フィンテック、スマートモビリティなどの構造的トレンドをけん引するだろう。

どこに投資するか: 景気動向に敏感な半導体やハードウェア銘柄は、需給関係の好転を追い風に上昇が見込まれる。



## 中国—発展の次なる段階へ

中国は、2060年までにカーボンニュートラル(温室効果ガス排出実質ゼロ)を実現するという野心的な目標を宣言し、経済のグリーン化に積極的に取り組んでいる。

どこに投資するか: 再生可能エネルギー(太陽光、風力)事業者は、中国のグリーン・エネルギーへの転換から最大かつ明確な恩恵を受けるだろう。



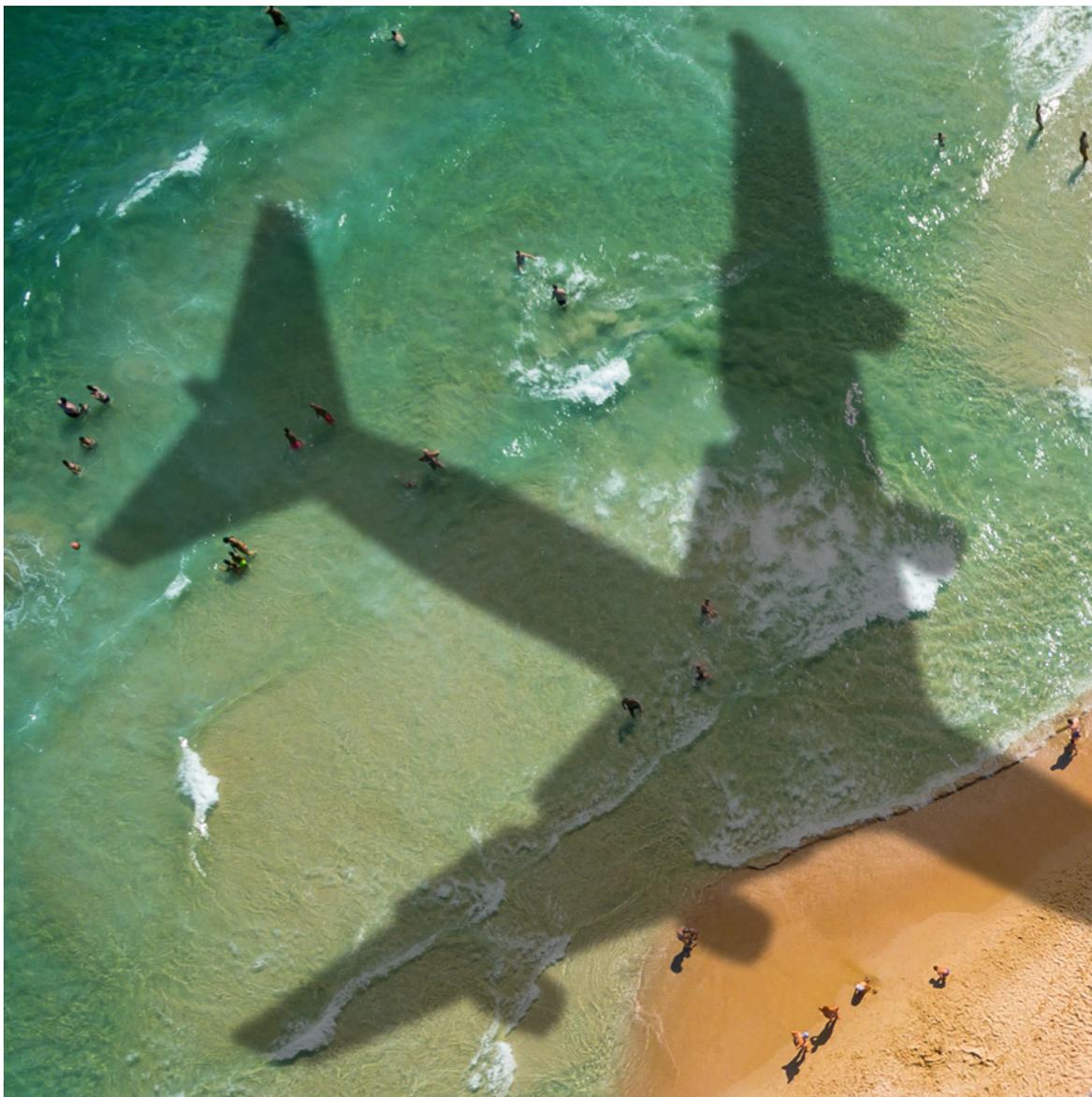
## コロナ危機後のアジア不動産\*

アジアにおける在宅勤務の広がり是不動産業界においてオフィスとリテール部門に打撃を与える一方、倉庫とデータセンターには追い風となるだろう。2021年の香港とシンガポールの住宅価格は底堅く推移するものと見込まれる。

どこに投資するか: データセンターや倉庫など、eコマースとクラウド・コンピューティングの構造的な増加の恩恵を受ける関連企業に投資機会が見出せる。



\*詳しくは「UBSグローバル不動産バブル指数」を参照。



2021年の見通し



アジア経済はパンデミックにより打撃を受けたが、回復軌道に乗り、今後大きく持ち直す見通しである。GDP成長率と同様、企業の利益成長率も2021年には大幅な上昇が見込まれる。企業業績の回復にともない、アジアの株式も、景気に敏感なセクターや市場を中心に、回復の勢いが増すだろう。ただし、超低金利といった厳しい投資環境にも引き続き備える必要がある。

# アジアの新しい 景気サイクルが始動

**Philip Wyatt**, Economist;

**Yifan Hu**, Regional Chief Investment Officer & Chief China Economist;

**Kathy Li**, Analyst;

**Valerie Chan**, Analyst;

**Dominic Schneider**, Head Commodities and APAC FX

- アジア経済は、中国をけん引役として、景気回復が加速している。2021年のアジア地域(除く日本)のGDP成長率は7~7.5%\*程度を予想する。企業収益の伸びが見込まれる一方、実質金利の低下で利回り追求の動きが強まるだろう。
- 2021年の中国のGDP成長率は7%\*を超える見込みである。中国の新たな成長戦略の4つの柱となるテクノロジーの内製化、都市化2.0、グリーン経済、そして「双循環戦略」により、投資拡大と個人消費の伸びが下支えられるだろう。
- 東南アジア諸国連合(ASEAN)とインドについては、ワクチンの普及と渡航制限の緩和・解除が進むに従い、出遅れていた個人消費、観光、そしてサプライチェーン再構築への投資が上向くだろう。



\*本書記載のアジア(除く日本)の2021年GDP成長率予想は+8.3%、中国の同成長率予想は+8.2にそれぞれ更新(2021年1月12日時点、Global Forecasts参照)



アジアの景気回復がスピードを増している。2021年のアジア地域(除く日本)のGDP成長率は7~7.5%\*程度を予想する。とりわけ上期は、世界景気の回復基調と中国経済のけん引力を背景に、アジアの成長モメンタムは加速するだろう。アジア地域のGDPは、年末には新型コロナウイルス危機前の水準を若干下回る水準にまで戻ると予想する。

2021年の中国経済は、2020年が低水準であったことから、7%\*を超える成長率が予想されている。テクノロジー、個人消費、対外開放など、政府が新たに掲げる成長戦略を推進力に、中国経済は好調を維持するだろう。

韓国とシンガポールの景気回復は、2020年は堅調なハイテクおよび医薬品セクター、ならびに大規模な景気刺激策に支えられたが、2021年には回復のすそ野が製造業やサ

### アジアの景気回復は2021年に加速



出所: CEIC、UBS、2020年11月

ービス業全般まで広がると予想される。ハイテクセクターは、今後も北アジアの全産業の成長を支える柱となるだろうが、ハイテク製品は、中国が年後半に在庫補充を終えると、北アジアの在庫が伸び悩む可能性もある。

東南アジア諸国連合(ASEAN)のその他およびインドについては、2021年には出遅れからの力強い回復シナリオが見込まれる。これらの市場は、2020年には旅行と運輸部門で壊滅的な打撃を被ったものの、ワクチンの開発・普及が我々の想定通りに進捗すれば、その恩恵を大きく受ける見通しである。同地域の感染率は高いが、感染拡大はピークを迎えつつある。インドネシアは中国製ワクチンの投与をまもなく始める予定で、2021年には1億7,000万人(人口の60%)への接種を目指す。インドでは、国内で新型コロナワクチンの開発・製造が進み、2021年年初にはワクチン接種開始が見込まれる。

### 個人消費が広がり、観光業も再開

コロナ危機後の景気回復はすでに始まっており、規制措置がさらに緩和すれば回復の動きはさらに広がるだろう。中国では、2021年には個人消費の伸び(一桁台後半から10%台前半を予想)が再び経済成長をけん引するだろう。足元の感染拡大がピークを過ぎ、ワクチンが実用化されて、移動制限が解除されれば、アジアの個人消費も2021年には加速の勢いを強めるだろう。現在の金融・財政刺激策は2021年も続くだろう。

観光業と旅行業は、事前検査を講じた上で、隔離検疫なしで近隣諸国間での相互の渡航を認め、さらにワクチン接種が始まれば、一定程度の回復が見込まれる。ASEANはこうした移動規制緩和から大きな恩恵を受けるだろう。

### 投資は回復

2020年は各社がキャッシュフローの確保を優先したため投資は急減したが、2021年には投資は持ち直す見込みである。資本財と

製造品の新規発注を見る限り、すでに世界的な投資回復の兆候が見え始めている。投資が本格的に回復するかどうかは、サプライチェーンの再編とテクノロジーの活用強化による、サービスやeコマースのプラットフォームや物流体制の高度化が鍵を握るとみられる。この分野では、特に中国が大きな役割を果たすだろう。

中国の今後の投資は、1)テクノロジーの内製化、2)都市化2.0、3)経済のグリーン化、4)「双循環戦略」の4つの柱が下支えとなる。投資は、インフラ投資と製造用投資の強化にけん引されて、2020年の一桁台前半から2021年には一桁台後半へと伸びが改善するだろう。

2020年に調印された東アジア地域包括的経済連携(RCEP)は、東アジア地域内での貿易を拡大し、アジア内におけるサプライチェーン強化に寄与するだろう。15カ国が参加し、日中韓が初めて揃う世界最大の自由貿易協定となる。RCEPは、海外ビジネスにおける「チャイナプラス1」(企業が生産拠点を中国に集中して置いておくことのリスクを避ける

“中国の今後の投資は、  
1)テクノロジーの内製化、  
2)都市化2.0、3)経済の  
グリーン化、4)「双循環戦  
略」の4つの柱が  
下支えとなる。”



ため、中国以外の国にも工場を設ける動きや、「アジアのためのアジアにおける生産」戦略とも整合する。

各国企業は、関税引き上げ合戦やハイテク企業への取引制限が行われた貿易摩擦時と同様の教訓を、今回のコロナ危機でも学んだ。サプライチェーンを分散して再配置する重要性である。バイデン政権が多国間貿易協定を目指すのであれば、アジアへの海外直接投資(FDI)を通じてサプライチェーンの分散化を行う重要性が再確認されるだろう。主要拠点として現在注目されているのがベトナム、台湾、インド、タイなどだ。ベトナムは中国本土以外の主要な生産拠点として、台湾は中国に代わる研究開発(R&D)拠点(年初来で480社が333億米ドルを投資)として、そしてインドはスマートフォンの最終組み立て等の労働集約生産拠点として(FDIは年初来で15%上昇)、それぞれ存在感を増している。

### インフレーションは、敵ではなく味方

生産者物価指数(PPI)は、コモディティ需給の引き締めりと製造業の出荷と在庫のバランスが取れてくることで、一桁台半ばに加速すると見込まれる。生産者物価が上昇すると、企業の収益が改善し、鉱工業生産が伸びる。コモディティ価格の多くは(原油価格は明らかに例外であるが)、すでにコロナ危機前の水準に戻っており、需要が完全に回復すれば、2021年に入っても価格は上昇を続けるだろう。2021年に原油価格が上昇すればPPIは一段と上昇するだろう。新型コロナウイルスによる社会構造の変化(コロナ・レガシー)の一つが、サービス・セクターのキャパシティの削減だが、2021年に需要が反発すれば、サービス価格も押し上げられる可能性がある。アジア(除く日本)全体の消費者物価指数(CPI)の月間上昇率は、食品(ラニーニャ現象による天候不順)とエネルギー(原油)価格の上昇にけん引されて、2021年下期には2~3%に反発すると予想する。

### 財政・金融政策は継続し、利回り追求は続く

財政刺激策は大半がすでに出動済みとみられるが、時折実施される中央銀行による流動性の注入と財政による支援策が経済成長率の急低下を防ぐ可能性がある。政策金利と各国の国債利回りは底値圏に達しているため、内需とインフレ率が回復すれば、アジアの国内債利回りは50ベースポイント(bp)とわずかながらも上昇すると思われる。インフレ率が上昇すると、2021年には実質金利は下がり、利回り追求の動きは強まり、借入れも増えるものと見込まれる。

債務もすでに大幅に拡大したものとみられ、したがって2021年には債務の増加余地がそれほど残されていないだろう。中国では、2021年の信用の伸び率は約11%またはそれ以下に鈍化する見込みである。その結果、中国の公的債務の対GDP比率は5~8ポイント上昇して300%に達し、うち地方政府債は発行総額約4兆人民元と、大きなシェアを占めるものと我々はみている。それ以外のアジア諸国については、銀行融資の伸び率は2021年末までに一桁台後半まで復活すると予想しているが、公的債務は、2020年に大きく膨らんだ後、2021年にはわずかな伸びにとどまりそうだ。

中国の2021年の  
GDP成長率は

7%\*

を超える  
だろう。

\*中国の2021年GDP成長率予想は+8.2に更新(2021年1月12日時点、Global Forecasts参照)



# アジア株式市場の 次の上昇局面

Sundeep Gantori, Analyst;  
Hartmut Issel, Head APAC Equity;  
Delwin Kurnia Limas, Analyst

- アジア(除く日本)企業の利益成長率見通しは、2020年の-1%に対して、2021年は+20%と予想する。
- 売り上げ・利益率の回復、フリーキャッシュフローの改善、幅広い成長により、アジア(除く日本)株式市場の2021年のリターンは10%台半ばと予想する。
- 短期的には、アジアの景気に敏感なテクノロジー・サプライチェーンと東南アジア(ASEAN)の一部の出遅れセクターを勧める。また、5G(第5世代通信)、フィンテック、教育、ヘルスケアのような長期的に成長性が高い産業も引き続き推奨する。



## 2020年 - アジアのレジリエンス(強靭性)

アジア(除く日本)株式市場は、2020年に驚異的な回復を見せた。同市場は、3月下旬のボトムから50%以上上昇し、年初来でグローバル株式市場を5%ポイントアウトパフォーマンスした。相対的に底堅い企業利益が上昇を後押ししたと考える。2020年の利益成長率は、MSCIオール・カントリー・ワールド指数の約-20%に対して、MSCIアジア(除く日本)指数は約-1%と我々は予想する。

アジア市場の強さは、同地域の「ニュー・エコノミー」セクターの拡大が支えていると考える。同セクターの一部は、ステイ・ホームのトレンドによって促されたデジタル化の進展の恩恵を受けている。株式市場の上昇にもかかわらず、バリュエーションはグローバル株式市場に比べると依然として割安な水準にあると考える。株価純資産倍率(PBR)は約1.6倍と、グローバル株式市場に対するディスカウント幅は長期平均23%に対して32%の水準にある。

## 成長の広がりがさらなる上昇を後押し

アジア(除く日本)株式市場全体は2020年に大きく上昇したが、市場内のパフォーマンス格差は広がった。北アジアはASEANおよびインドを20%ポイント以上アウトパフォーマンスした。また、高クオリティな景気敏感セクター(情報技術、一般消費財・サービス、コミュニケーション・サービス)のリターンは、他セクターのリターンを35%ポイント上回った。2021年はアジアの幅広い地域に成長が広がるのがプラス材料となり、株式市場は2016~2017年の回復局面と同じように上昇局面を迎えると予想する。

2020年の利益成長率は、ASEANおよびインドが北アジアに大きく劣後している。我々の成長率予想は、ASEANおよびインドが前年比-21%の水準にあり、北アジアの約+2%を大きく下回る。しかし、2021年は南アジアが北アジアに追いつき、双方の差が縮小すると予想する。ASEANおよびインドの2021年の

利益成長率は25%と我々は予想しており、アジア地域の回復をけん引するとみている。一方、北アジアの利益成長率は約19%と引き続き高い水準を予想する。

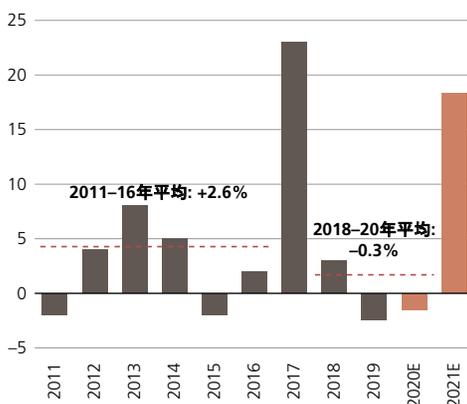
セクターについても、同様に成長の広がりがアジア内で見られると考える。景気敏感セクターの低クオリティ株の利益成長率は2021年に16%まで跳ね上がると見込む。しかし、景気敏感セクターの高クオリティ株の市場けん引役としての位置づけは変わらず、成長率は27%を予想する。

## 2021年 - 「2017年」の再来を予想

過去10年の中で、アジア企業の利益成長率が10%を超えたのは唯一2017年であった。2021年は二桁の利益成長率(2021年:20%、2017年:23%)を我々は予想しており、実現すると過去10年で2度目となる。非常に高い利益成長率(前年比)は、低水準だった前年との比較によるベース効果も大きく影響する。

### 2021年は2017年の再来となるのか?

アジア(除く日本)企業の利益成長率予想(%、前年比)



出所: ファクトセット、ブルームバーグ、UBS、2020年10月

アジア企業の年平均利益成長率は、2011~2016年がわずか2.6%にとどまり、2018~2020年は、2020年が我々の予想通りとなれば、ほぼ横ばいとなる。2021年は、2017年と同じように売上げが大幅に回復し、営業レバレッジにより利益率が拡大すると予想する。2021年の増収率は、2017年の13%よりもやや保守的な水準である10%を予想する。営業利益の改善と規律ある資本的支出によりアジア企業のフリーキャッシュフロー（FCF）は拡大すると考える。2021年は、アジア企業のFCFが2017年と同水準である40~50%拡大し、FCF利回りは2011年のわずか1.5%から約5%まで大きく上昇すると予想する。

### 10%台半ばのリターンを予想

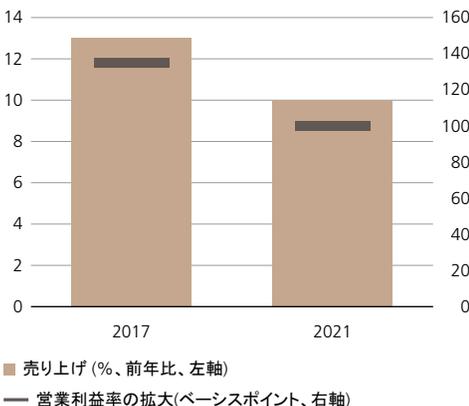
2021年は景気回復の動きが地域全体に広がり、売上げと利益率が回復し、FCFが改善するという我々の見方に基づくと、アジア株式市場は10%台半ばのリターンが期待される。その場合のリターンの主なけん引役は

企業利益であり、アジア地域はアップサイドとダウンサイドのリスクが共存していることから、バリュエーションの上昇は副次的な要因にとどまると考える。2021年は配当が若干拡大する余地があるが、大幅な増加は2022年以降と見込まれる。

結論として、地政学リスク(米中関係の緊張)が引き続き注目され、また2021年後半は前年同期のベース効果が剥落し、さらにワクチン開発・普及が遅れるリスクもあることから、当面はアジア・エクスポージャーの分散化を図ることを勧める。投資家は、予想されるASEANの成長の追い上げの恩恵を受けることに加えて、2021年の景気敏感セクターの強い回復に備えたポジションを組み、アジアの景気に敏感なテクノロジー・サプライチェーンの投資機会を追求することができる。中長期的には、5G、フィンテック、中国のデジタル・エコノミー、教育、ヘルスケア、ESGリーダーのような長期の成長要因を有するセクターを勧める。

### 2021年に予想される売上げの回復と利益率の拡大

CIO予想: アジア(除く日本)企業の増収率(%、前年比)と営業利益率の拡大(ベースポイント、bp)



出所: ファクトセット、ブルームバーグ、UBS、2020年10月

“2021年は景気回復の動きが地域全体に広がり、売上げと利益率が回復し、FCFが改善するという我々の見方に基づくと、アジア株式市場は10%台半ばのリターンが期待される。”



# アジアの魅力的な 利回り追求資産

Timothy Tay, Head APAC Credit;  
Devinda Paranathanthri, Analyst;  
Carl Berrisford, Analyst

---

- 超低金利の環境下、2021年も利回り追求のニーズが引き続き強まると考える。しかし、過度なリスクを回避するため選別色を強めることは重要である。
- 2021年のアジアのクレジット市場は、ハイイールド債の方が投資適格社債よりも魅力度が高まると考える。ハイイールド債は引き続き中国不動産債を、投資適格社債はBBB格債および永久債を推奨する。借り換えリスクが懸念されるB格債およびA格長期債は回避することを勧める。
- 株式については、資本財、エネルギー、銀行セクターを推奨し、配当実績が不振な銘柄は回避したい。高配当および株価上昇が期待される質の高いクオリティ株の配当利回りは5%を予想する。





Sanya, Hainan Island, China

### インカム再考の時

各国中央銀行が超緩和政策を導入した。2021年も、米国、欧州連合(EU)、日本、中国、英国など主要国の政策金利は依然として過去最低水準で推移すると予想する。そのため、2021年も利回りを生む資産クラスに対する需要は引き続き旺盛とみている。債券については、ハイイールド債の方が投資適格社債よりも魅力度がやや高いと考える。しかし、質の低いB格債に対しては慎重な姿勢を維持している。株式については、配当性向がコロナ前の水準まで回帰することは難しいが、2021年には一定の回復を示すと予想する。一部の香港・中国本土不動産開発企業、台湾テクノロジー株、中国本土の一部素材株および銀行株を推奨する。

### 債券

2021年はアジア経済の大半が新型コロナウイルスによる景気の落ち込みから回復すると予想されることから、クレジットのファンダメンタルズは徐々に回復すると考える。足元ハイイールド債の格下げの動きはほぼ終わったとみている。2021年のハイイールド債のデフォルト率は、過去平均(1~2%)を上回る2.5~3.5%(2020年11月時点の年初以降のデフォルト率は3.2%)の水準を予想する。しかし、価格が60を下回るハイイールド債の比率は4.5%に近づいており、下落したハイイールド債の大半はそうしたリスクを概ね織り込んでいると考える。2021年には480億米ドルの債券が償還を迎えるが、ハイイールド債市場全体の借り換えリスクは制御可能と考える。ただし、下落したB格債の一部(わずか約90億米ドルだが)については、リスクがあることから当面は回避したい。投資適格社債市場のファンダメンタルズについては懸念をしていな

い。2020年11月の時点では、投資適格社債市場のわずか1.4%がフォーリン・エンジェル債（投資適格級から投機的格付に引き下げられた債券）となった。同水準は我々の当初の予想2.5%を大きく下回る。これは、アジア国債が投資適格級の格付けを維持できたことが強く影響したと考える。2021年は主要な国債の格付けが引き下げられる可能性が低く、投資適格社債のフォーリン・エンジェル・リスクは限定的とみている。

投資適格社債とハイイールド債のクレジット・スプレッドは過去5年平均をそれぞれ20ベシスポイント(bp)、150bp上回る水準にあり、バリュエーションは引き続き適正なレベルにあると考える。過去最低の政策金利および金融緩和の拡大により、2021年も利回りを追求する動きが続くとみている。そのためハイイールド債の方が投資適格社債よりも魅力が高まると考える。質の高いBB格債を推奨し、B格債については選別色を強めるこ

とを勧める。セクターでは、中国不動産債を引き続き推奨する。スプレッドは適正ながらも、投資適格社債全体の利回り(平均最終利回り:3.0%)は低い印象だが、2021年も金利は横ばい推移が予想されるためリターンは引き続き小幅にとどまるものと見込まれる。投資適格社債の中では、利回り向上のためBBB格債および永久債を引き続き推奨する。

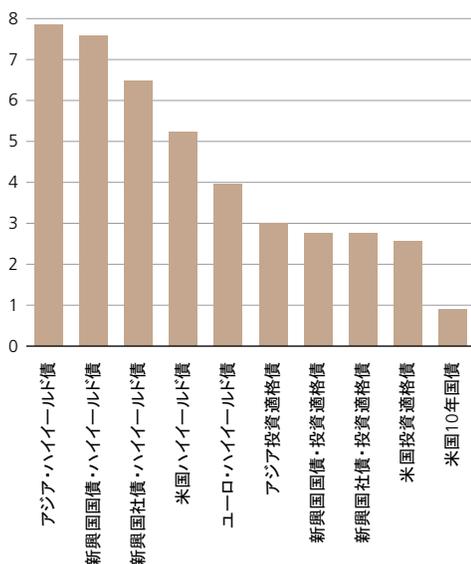
### 株式

アジアの主要中央銀行はいずれも2021年末まで政策金利を据え置きたまは引き下げる(インドとマレーシア)とみており、2021年はイールド・ギャップ(予想配当利回りと国内長期債利回りの差)の魅力が高く維持されよう。現在、12のアジア市場の内、7市場でイールド・ギャップがプラスの領域にある。特に高いのはシンガポール(369bp)、香港(280bp)、日本(233bp)で、いずれも2020年4月の過去最高の水準に近づいている。

アジア(除く日本)の2021年の配当性向は、キャッシュフローの拡大と資本的支出の縮小により支えられると考える。アジア(除く日本)の資本支出の控除前営業フリーキャッシュ

### アジアのハイイールド債は魅力的な利回りを提供

利回り (%)



出所: JP Morgan, UBS, 2020年11月

“2021年も、米国、欧州連合(EU)、日本、中国、英国など主要国の政策金利は依然として過去最低の水準で推移すると予想する。そのため、2021年も利回りを生む資産クラスに対する需要は引き続き旺盛とみている。”

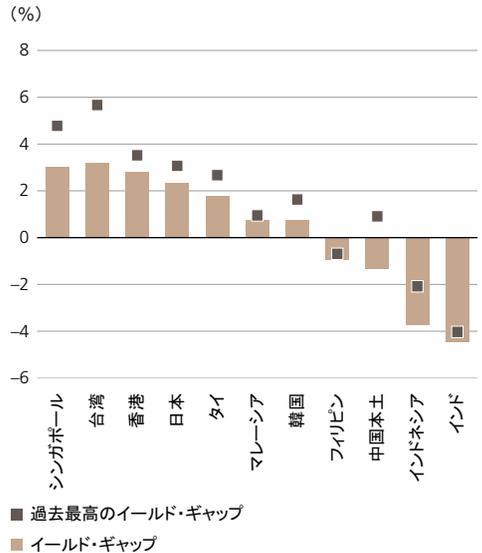


フローは2020年に12%縮小した後、2021年に57%拡大すると予想する。資本的支出は2020年に5%縮小した後、2021年にさらに1%縮小すると見込む。

2020年にキャッシュフローが最も大きく反発すると予想されていたタイ、香港、フィリピンは当然ながら急落した。アジアでは、2020年に配当が15%(予想)縮小した後、キャッシュフローの回復により配当の伸びが支えられると考える。また、2021年は地域の移動が活発化し、資本財とエネルギー・セクターの配当の伸びが緩やかに改善すると予想する。こうした景気敏感セクターへの配当投資は、1年を超える投資期間で利回り獲得と株価上昇の双方が期待できると考える。銀行セクターの配当は、パンデミック前の水準まで回帰するには1年を超える時間が必要となり、2021年に完全に回復するとはみていないが、一定の配当の伸びは予想される。

我々のアジア(除く日本)の配当戦略では、新発債の調達資金を配当の支払いに充当する一部の香港・中国本土不動産株、ならびに台湾テクノロジー株、一部の中国の素材株と銀行株を引き続き推奨する。

### 市場別イールド・ギャップ\*



\* イールド・ギャップ = MSCIカントリー指数の  
 コンセンサス予想配当利回り - 国内10年国債利回り (%)  
 出所: Refinitiv、UBS、2020年10月

## 成長するアジアのグリーンボンド市場

アジア太平洋地域のグリーンボンド市場は、過去数年の間に着実な成長を見せてきた。同地域のグリーンボンドは、2019年に世界全体の総発行額の12%に相当する340億米ドルが発行されたが、2020年は市場ボラティリティ(変動率)の上昇により発行ペースが鈍化した。しかし、同資産クラスはテクニカル面でポジティブな状況にあることと、サステナビリティ重視の投資家による需要の急拡大の恩恵を受けるとみており、2021年は発行ペースが加速すると予想する。2020年前半は伝統的な

債券のリスクプレミアムがグリーンボンドのリスクプレミアム以上に拡大した。そうしたパフォーマンスの乖離は、グリーンボンドのディフェンシブなセクター構成と格付け構成が大きく影響したと考える。しかしながら、サステナブル指数と伝統的指数のリターンは、サイクル全体を通して見ると同水準に並ぶと予想する。同一発行体のグリーンボンドと非グリーンボンドを比較しても、パフォーマンスは同水準に並ぶとみている。



# 菅新政権の政策課題 日本経済再生に向けて 始動

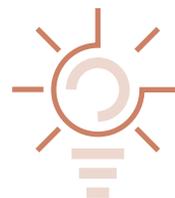
**Toru Ibayashi**, Head Japan Equity;

**Daiju Aoki**, Regional Chief Investment Officer & Chief Japan Economist;

**Chisa Kobayashi**, Analyst;

**Mitsufumi Hosono**, Analyst

- 2021年は日本経済が堅調な回復をみせると考える。GDP成長率は+3.2%\* (2020年予想:-5.2%)、企業の利益成長率は+40%(2020年予想:-7%)を予想する。これにより海外投資家は確信度を高め、日本の株式市場に回帰するとみている。
- 2021年の日本株式市場は景気回復の恩恵を受けることができるとみている。観光の再開および東京オリンピックを前にして観光セクターの魅力が高まると考える。また日本のデジタル化の動きをけん引する企業への投資を推奨する。
- さらに、世界の多くの主要国によってカーボンニュートラルが表明されたことから、サステナビリティの動きにかかわる日本の企業は、スマートモビリティ、再生可能エネルギー、省エネ技術への投資の恩恵を受けるものと考えられる。



## 菅新政権の政策課題

2021年は世界経済が回復し、ワクチンが広く利用可能になると予想されることから、日本経済は段階的な回復傾向を辿ると考える。2021年のGDP成長率は、内需主導の回復により+3.2%\*(2020年のGDP予想:-5.2%)と予想する。しかし、GDPは堅調な伸びを示しながらも、2021年末でもなおコロナ危機前の水準には届かないだろう。2021年の日本経済については、3つのマクロ経済トピックに我々は着目している。

2021年はサービス業を中心に個人消費の回復が経済成長をけん引するとみている(図表参照)。9月末には自民党総裁の任期が満了し、10月までに衆議院総選挙が実施される予定であり、菅首相には特にこの時期までに国内消費を押し上げる強い動機が働くこととなる。財政拡大が見込まれ、菅政権は最低賃金の引き上げ、農業改革、観光業支援により地方経済の活性化に注力すると予想する。新型コロナウイルスの状況次第ではあるが、政府は東京オリンピックに間に合うように、春までに外国人旅行客の入国を再開したい意向である。これは消費者マインドにとってプラス材料となるが、企業が慎重姿勢を強め内部留保の積み上げに努めていることから賃金上昇率は低く抑制され、消費は振るわなくなるとみている。

景気回復と政府支援(税優遇措置、補助金など)も影響して、デジタル化および自動化にかかわる企業による長期投資が加速すると予想する。企業はコロナ・ショックが起きても、引き続き人手不足の影響を感じている。2021年は外国人労働者の就労復帰が遅れ、人手不足は深刻化すると予想する。また、菅政権はデジタル庁を創設し、行政手続きおよび民間企業の活動のデジタル化を積極的に推進していく計画だ。

さらに、日本企業のグリーン投資も2021年に加速すると考える。日本では、多くの企業がサステナビリティへの取り組みとして、グリーン投資への関心を高めている。しかし、そうした企業は潜在的なコストの増加についても懸

念を強めている。直近、政府は温室効果ガスの排出量を2050年までに実質ゼロにする目標を掲げた。優遇税制と補助金制度の導入および公共投資(日本版グリーン・ニューディール)の実施が予想され、企業は2021年に関連領域への投資を強化すると考える。

2021年は賃金の伸びが低迷し、インフレ率が低く抑制されると見込む。2021年のコアCPI(消費者物価指数)上昇率は+0.5%とわずかな伸びにとどまると予想する。そのため、日本の10年国債利回りは0%近辺で安定推移するとみている。新年度予算が承認されると、日銀は日本国債の新規発行分を容易に吸収することができると思う。近い将来、日銀が追加緩和を実施するとは予想していない。日銀が10年国債利回りの誘導目標を引き上げて金融政策の正常化プロセスに着手するのは、早くとも2024年以降と考える。

TOPIX 500指数 (除く金融、ソフトバンク)  
純利益



出所: ブルームバーグ、UBS、2020年11月

## 日本株式市場

2021年の企業利益は40%拡大すると予想するが、3つの領域で投資機会があると我々は考える。第1に、日本では国内外からの旅行の再開が予想され、観光セクターの魅力が高まるとみている。オリンピックを前にして、菅政権は新型コロナウイルス感染症の検査を大幅に拡大するようである。検査の実施が拡大し、ワクチンが広く利用されるようになると、国内旅行がパンデミック前の水準まで戻ると考える。旅行関連セクターは恩恵を受けるであろう。

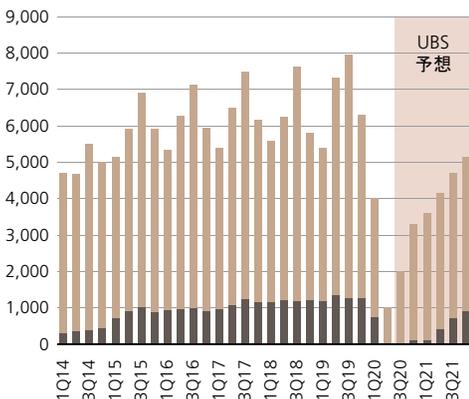
第2に、日本株式市場は2021年の景気回復の恩恵を受けることができると考える。また、国レベルのグリーン政策へのシフトにより、自動車メーカー、電子部品企業、オートメーション・サプライヤーなど省エネ技術を生む企業は恩恵を受けよう。海外投資家は2020年の

日本株式の最大の売り手となり、大きくアンダーウェイトしてきたと考える。そのため、2021年に世界経済がパンデミックによる落ち込みから完全に回復すると、海外投資家はオーバーウェイトとしてきたハイテク株から、日本の産業のように景気感応度が高く、製造部門中心の産業へ資金をシフトさせるとみている。

第3に、日本のデジタル化の動きをけん引する企業を勧める。菅政権はデジタル庁を新設し、公共部門および民間部門のデジタル化を優先して進める方針である。行政手続きのオンライン化を実現するためには長い年数を要するが、パンデミックにより政府および企業は迅速な移行を迫られている。そのため、2021年は日本のデジタル化への移行元年となり、移行にかかわる企業は恩恵を受けると考える。

## 日本の旅行者の消費トレンド

10億円



■ 訪日外国人旅行者の消費  
■ 日本人国内旅行者の消費

出所: 国土交通省、UBS、2020年11月

“2021年のGDP成長率は、  
内需主導の回復  
により+3.2%\*と  
予想する。”



\*日本の2021年GDP成長率予想は+2.7%に更新  
(2021年1月12日時点、Global Forecast参照)

# 2021年に備えて ポートフォリオを構築

**Adrian Zuercher**, Head Global Asset Allocation;

**Crystal Zhao**, Strategist;

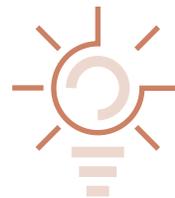
**Dominic Schnider**, Head Commodities and APAC FX;

**Teck Leng Tan**, Analyst;

**Wayne Gordon**, Analyst;

**Lucy-W Qiu**, Analyst

- 
- 景気感応度が高い高利回り通貨が魅力的な投資機会を提供しており、米ドルからの通貨分散を勧める。
  - 中国国債の組み入れを推奨する。同国債の米国国債に対する利回り格差は過去最大の水準に達し、また米ドルがピークを迎えたと考ええる。
  - 株式、特に景気敏感株とバリュー株(割安株)は債券よりも高いリターンを生むと予想する。アジアのクレジットでは、ハイイールド債を勧める。





2020年はいまだかつて経験したことのない年となった。各国政府が新型コロナウイルスの感染拡大を抑え込むために経済活動を停止させると、金融市場は急落し、過去最速で弱気相場入りした。しかし、政策対応を受けて市場はその後急反発し、過去最速で強気相場入りした。中央銀行は記録的な早さで政

策金利をゼロ%まで引き下げ、また数兆米ドルに及ぶ資産を購入した。政府もかつてない規模の財政支援策を打ち出した。こうした強力な財政・金融政策により、金融市場はパンデミックの初期段階で機能を維持し、その後一部の市場は過去最高値まで上昇した。

## 急速な弱気相場後の、最速の強気相場

資産クラス別パフォーマンス比較

	MSCI オールカントリー・ ワールド指数	S&P 500種 株価指数	MSCIアジア (除く日本) 指数	米国 ハイイールド債	JPモルガン・アジア・ クレジット指数(JACI) ハイイールド債	高格付債
2月17日から3月23日 までのパフォーマンス	-33.6%	-33.7%	-27.5%	-21.5%	-16.5%	-0.5%
3月23日から足元まで のパフォーマンス	58.4%	59.9%	57.8%	29.4%	20.1%	7.2%

出所: ブルームバーグ、UBS、2020年11月13日

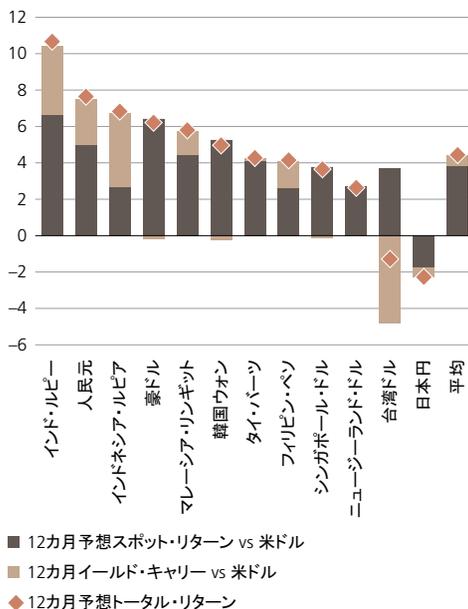
パンデミックははまだ収束していないが、異例の規模の景気対策が奏功し、2020年の景気後退は当初懸念されたほど深刻なものにはならないと考える。実際、世界経済は引き続き正常化に向かっており、ワクチン開発・接種が大きく進展し、消費が改善するようになると、予想以上に景気が拡大する可能性がある。しかし、注意を要するのは、これまでみられた進展は最も回復が容易な部分であるということである。多くの国で、景気回復の勢いが鈍化し始めており、家計を中心に景況感が弱まる兆候がみられる。これは一時的な減速と考えるが、注視が必要である。

### 米ドルからの通貨分散

政策金利は先進国ではゼロ%に達し、新興国でも記録的な水準まで低下したことから、追加緩和の選択余地が一段と狭まった。米連邦準備理事会(FRB)は、物価が目標値を上回ることを許容すると表明した。FRBが市場に対して物価目標2%の達成を長期的に目指すことを他の中央銀行よりも明確に示したことが、直近の米ドル安につながったものとする。追加財政支援策が打ち出される中

### アジア太平洋通貨の2021年の平均リターン(対米ドル)は一桁半ばを予想

2021年12月末の為替予想に基づく予想リターン (%)



出所: ブルームバーグ、UBS、2020年11月13日

## バイデン政権のアジアへの影響

米大統領選でのバイデン氏の勝利により、米中関係が変わり、アジア市場の主たる不確実性要因が弱まる可能性がある。我々の基本シナリオでは、米国の中国封じ込め戦略は両党の支持を幅広く得ており、今後も続くと考え。しかし、米中関係が我々の予想以上に改善する可能性がある。例えば、バイデン政権は国内の政治状況を踏まえながら、競争的共存の

枠組み構築に向けて取り組むと考える。いずれにしても、米国の外交政策は予見性が高まり、実利主義的なものになると予想する。米国に上場する中国企業の株式は、上場廃止リスクの解消、または少なくとも低下の恩恵を受けると考える。また、バイデン政権が政策手段として関税を利用する可能性が低いことは、人民元にとってプラス材料となるであろう。

でも、FRBは米連邦公開市場委員会(FOMC)で、少なくとも2023年末までゼロ金利政策を維持する見通しを示した。そのため、資産配分の観点からは、2021年に向けて米ドルからの通貨分散を勧める。現在最も推奨するアジア通貨は、インドネシア・ルピアやインド・ルピーなど高利回り通貨ならびにシンガポール・ドルなど景気感応度の高い通貨である。さらに世界的な景気回復が追い風となるとみられる豪ドルも組み入れることを勧める。

### 中国国債を組み入れる

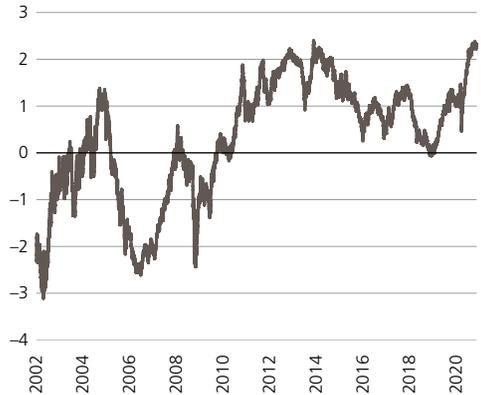
我々は米国の高格付債の配分を削減し、人民元建て中国国債のポジションを組み入れた。中国国債の米国国債に対する利回り格差は約200ベースポイント(bp)の水準にある。中国人民銀行(中央銀行)には依然として利下げ余地があり、中国国債は金利収入が高いことに加えて価格上昇が期待できる。クレジットに対するリスク許容度が高い投資家にとって、アジアの高利回り債は米国の高格付債に比べて利回りが高く魅力的と考える。

### 株式は債券よりも魅力度が高い

株式の観点からは、2021年に向けてファンダメンタルズは引き続き良好と考える。我々の楽観的な見方は、1月までに米国で第4弾の財政支援策が打ち出されるという見通しに基づいている。それ以外については、我々が注視するテクニカル指標、ポジション指標、センチメント指標の大半は良くてでもニュートラルを示している。世界的に利回りが低いことから、株式の方が債券よりも魅力度が高く、特に収益モメンタムが高まる中では、高い株価バリュエーションは正当化されると考える。2021年は主要地域全体のEPS(1株利益)成長率が二桁に達すると予想しており、よって、足元のバリュエーションに割高感はなく、株式相場の上昇が予想される。

### 中国国債は高い利回りを提供

中国国債と米国高格付債の利回り格差の推移



出所: ブルームバーグ、UBS、2020年11月

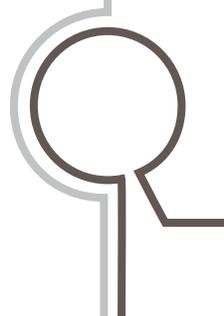
パンデミックの収束が引き続き景気回復および我々の株式に対する楽観的な見方のカギとなっている。我々はアジア社会の大部分は2021年前半にワクチンを接種できるようになる可能性が高いとみている。正常化が進むと、超緩和政策の下での過剰貯蓄の解消が進み、株式市場は2021年に広く上昇すると考える。そのため、シンガポールやインドのように回復が遅れ、景気感応度が高く、バリュエーションのウェイトが高い市場は、テクノロジー株のウェイトが高い北アジア市場に今後追いつくとみている。



アジアの「次の10年」



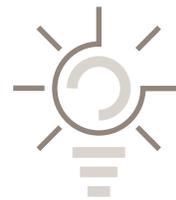
パンデミックによりテクノロジーの創造的破壊が加速しており、また不動産などの業界がその姿を変えつつある。一方、アジア諸国ではグリーン・トランスフォーメーションに向けた準備が整いつつある。長期投資を始めるのに遅すぎることはなく、今後10年においては多くの投資機会が見いだせると考える。



# 低利回り環境下で 運用目標を見直す

Hartmut Issel, Head APAC Equity;  
Daisy Tseng, Analyst

- 世界的な低利回り環境の下、UBS Wealth Wayポートフォリオの調整が必要となっている。流動性戦略では、短期債(CD1年物)と高利回り通貨(インド・ルピー、インドネシア・ルピア)の組み入れを勧める。
- 老後戦略のポートフォリオでは、高利回り債券(中国国債、アジア・ハイイールド債)と株式(新興国バリュー株)、一部の出遅れ銘柄、魅力度の高い地域(アジア(除く日本))を勧める。
- 資産承継戦略では、長期期待リターンの魅力的なプライベート・デットやプライベート・エクイティが有効な選択肢となるだろう。



\*UBS Wealth Wayは、UBSのアドバイザーが、様々な時間軸を通じて、お客様のそれぞれの資産管理のニーズと目標の達成を支援することを目的とし、Liquidity, Longevity, Legacy (流動性戦略、老後戦略、資産承継戦略)戦略を組み入れたアプローチです。このアプローチは、資産構築あるいは何らかの投資利益の達成を約束または保証するものではありません。すべての投資商品は、元本の全額を失うリスクを含む損失リスクを伴います。



### 次の10年の投資

米連邦準備理事会(FRB)は、パンデミックで打撃を受けた経済の回復を強力に支援するため、事実上のゼロ金利政策に踏み切り、当面の間、維持する方針を示した。このため、キャッシュおよび安全性の最も高い債券、さらに米国長期国債でさえ、実質リターンがマイナスとなる可能性が高まった。こうした政策方針による投資への影響は、幅広い資産クラスおよび戦略に及ぶ。UBS Wealth Wayの枠組みにおいて一定の調整を図ることにより、低金利環境に対応することができるだろう。

流動性戦略にとって、短期金利が低い環境は明らかにマイナス材料である。しかし、同戦略は、投資家が冷静を保ち、弱気相場でリスク資産を投げ売りしないようにするために、引き続き重要である。2020年の弱気相

場は幸い短期間で終わったが、弱気相場は長期に及ぶこともある。そのため、年間支出額の2倍相当の資金を最低限保持することが引き続き有効なアプローチと考える。アジアの銀行が発行する最長1年の譲渡性預金(CD)は最大で0.5%の利回りが期待できる。これは高いとはいえないが、ゼロよりは良い水準である。流動性戦略のリターン向上を図るため、投資家は場合によっては2%近いリターンを期待できる短期債に資金を振り向けることも可能である。また、インド・ルピー、インドネシア・ルピアなど高利回り通貨への投資も選択肢になる。

低金利環境の影響は老後戦略にも及ぶ。老後戦略は、通常3つの戦略の中で最も資産規模が大きく、老後資金に充当、補完される。低金利の環境下では、老後の生活水準が当初の想定を下回ることを容認できな

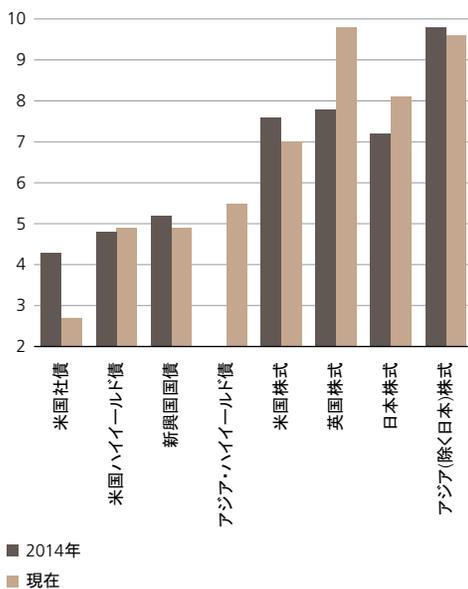
い場合、老後戦略ポートフォリオの積み増し(資産承継戦略からの資金移動)、またはリスクの引き上げが必要となる。下の図表は6年前と現在の長期期待リターンを比較したもので、足元の低金利の影響が見て取れる。

コロナ危機による市場の急落局面では、国債がポートフォリオの安定化に重要な役割を果たすことが示された。しかし、ドイツ10年国債の利回り0.6%はもちろんのこと、米国10年国債の利回り0.8%も魅力度としては低い。よって、利回りが3.2%水準にある中国国債の組み入れを検討することを勧める。同投資は為替リスクを伴うが、人民元はアジア(除く日本)の主要通貨であり、対米ドルの水準は10年前と比べて大きく変わっていない。また、今後15年\*の平均期待リターンが5.5%、4.9%であるアジア・ハイイールド債と新興国債も推奨する。また、グリーンボンドの投資機会にも着目している。グリーンボンドはディフェンシブ性が高いセクターおよびクレジット特性を持つことから、市場でストレスが高まる局面では、非グリーンボンドに比べてボラティリティが低く、ドローダウン(急落)の幅が限定されると考える。最後に、長期期待リターン\*が4.9%の米国ハイイールド債の組み入れを推奨する。

株式の様相はより複雑である。長期にわたり上昇局面を辿ってきた米国株式は15年間の期待リターン\*が7%まで低下し、2014年時点の7年間の期待リターンを下回ることとなった。一方、上昇ペースが加速するポテンシャルがある市場もある。ブレグジットを足かせに数年にわたりパフォーマンスが劣化した英国や日本などである。アジア(除く日本)市場は、概ねそうした株価上昇のポテンシャルを維持すると予想する。アジア株式では、二桁台のリターンが期待されるシンガポールとインドを推奨する。また、新興国のバリュー株

も勧める。景気回復の中、新興国のバリュー株はこれまでの出遅れを取り戻すことが予想され、また低金利下で魅力的な利回りを提供すると考える。バリュー株は、2016年と2018年にみられた巻き返しの動きを踏まえると、今後6~12カ月の間にMSCI新興国株価指数を10~15%アウトパフォームする可能性があると考えている。

2014年当時および現在の長期期待リターン (%)



出所: UBS、2020年11月

結論として、老後戦略では利回りが高い債券と株式、一部の出遅れ銘柄、魅力的なアジア市場に再び注目することを勧める。

### 資産クラス別の長期期待リターン

低利回りの環境下、過去数年と同水準のリターンを達成するためには、さらに高いリスクをとることが必要となる。期待リターンが低下する中、非流動性プレミアムがリターンに上乘せされるプライベート市場は、老後戦略や特に資産承継戦略にとって魅力度が高いと考える。

我々が設定した長期期待リターンは、プライベート・デットが8.0%\*、プライベート・エクイティが10.5%(全資産クラスの中で唯一の二桁台の期待リターン)である。非伝統資産クラスの投資は、低流動性やロックアップ期間など様々なリスクを伴うものの、一方ではプライベート市場への投資により、ヘルステクノロジー、バイオテクノロジー、オンライン教育、フードデリバリーなど、新型コロナをきっかけに拡大した産業へのアクセスが可能となる。また、現在はプライベート市場への投資に非常に適した局面と考える。プライベート・エクイティにおいては、多くの場合、2001年や2008年のような株式市場の混乱局面で組成したファンドが成功を収めている例が散見されるためである。よって、資産承継戦略のポートフォリオにおいては、プライベート市場を引き続き勧める。

\*資産の想定される期待リターンとその算出方法の詳細は、戦略的資産配分のレポートをご参照ください。

最後に、マイナスの実質金利は米国国債および類似の国債を保有する投資家にとってはマイナス材料であるが、その一方で借り手にとってはプラス材料であることを指摘したい。レバレッジは常に極めて慎重に行う必要があるが、借り入れコストが急速に上昇するリスクが当面ないことから、老後戦略および資産承継戦略のポートフォリオでレバレッジの活用も検討することができる。

---

“また、現在はプライベート市場へ投資する上で非常に適した局面と考える。プライベート・エクイティにおいては、多くの場合、2001年や2008年のような株式市場の混乱局面組成したファンドが成功を収めている例が散見されるためである。”

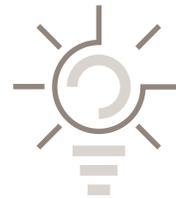




# アジアのハイテクセクター さらなる発展へ

Sundeep Gantori, Analyst;  
Toru Ibayashi, Head Japan Equity;  
Eva Lee, Head Hong Kong Equity;  
Hyde Chen, Analyst;  
Valerie Chan, Analyst

- アジアのハイテク企業は、前年の高水準にもかかわらず、2021年も利益成長率25%超と、過去平均を上回る力強い伸びを予想する。
- 景気動向に敏感な半導体やハードウェア銘柄は、需給関係の好転を追い風に上昇が見込まれる。
- 2021年の先を見据えると、5G、フィンテック、スマートモビリティなどが、アジアのテクノロジー・セクターにおける次の主要テーマ「Next big things (ザ・ネクスト・ビッグ・シング)」になるとみられる。



## ハイテクセクターは過去平均を上回る利益成長が続く見通し

IT(一般消費財)、通信サービス、一般消費財の3つのセクターにまたがるアジアのハイテク銘柄は、2020年には絶対水準でも相対的にも非常に好成績を上げた。経済成長が世界的に鈍化する中で、アジアのハイテク企業は、eコマース、フードデリバリー、クラウド、フィンテック、ゲームなど、新型コロナ危機で加速した多くのデジタル・トレンドを追い風として、堅調に利益を伸ばした。

アジアのハイテク企業については、前年の高水準にもかかわらず、2021年も利益成長率25%超と、過去平均を上回る力強い伸びを予想する。ただし、ハイテクセクターの中でも、景気に敏感な半導体やハードウェア企業は利益成長率25~30%と、構造的な成長要因を有するインターネット企業の同20~25%よりも強気にみている。アジアのテクノロジーセクターは、構造的成長が見込める業種と景気に敏感な業種との成長格差が2021年には縮小すると予想されるため、2021年上期には、製品の売り上げ拡大による景気回復を背景に、戦術的な投資機会を見出すことができるだろう。

## 短期的には景気敏感株の勢いが強まる見通し

我々は次の理由から景気敏感株に注目する。a) 5G対応スマートフォンの売り上げ拡大。5Gスマートフォンの世界の販売台数は2021年には倍増すると予想され、スマートフォン業界の堅調な回復をけん引するだろう。b) 新型コロナ危機でハードウェアの切り替えが数四半期先送りされ、消費者の累積需要も積み上がったことで、ハードウェアの更新が一気に進むとみられる。c) メモリ業界の需要が増え、DRAM価格の回復が見込まれる。アジアのサプライチェーンは全般的に

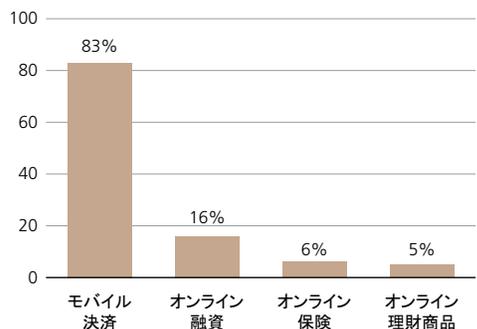
好調に推移する見通しだが、とりわけ韓国のメモリ業界は、5Gのサプライチェーンに加えて、このトレンドから大きく恩恵を受けるものとみている。

## 構造的産業は安定的に成長

我々は景気敏感銘柄に注目しているが、アジアのインターネット業界は2021年も安定成長を続けるとみられ、グロース(成長)株を狙う投資家と長期投資家からは引き続き高い関心が寄せられるだろう。特にアジアのフィンテック産業の見通しは魅力的である。中国のフィンテック浸透率は今後も上昇が見込まれることから(図表参照)、焦点は、ユーザーの獲得から利益の最大化へと移り、力強い利益成長が期待できるだろう。中国においてもう一つの好調なセグメントはクラウド業界である。IT支出全体に占める比率で見たクラウドビジネスの浸透率は、2019年の6%

## 中国におけるインターネット金融の浸透率は全般的にまだ低い

中国におけるセグメント別インターネット金融の浸透率(%)



出所: PBoC、NBS、WIND、J.P. モルガン、UBS、2020年11月

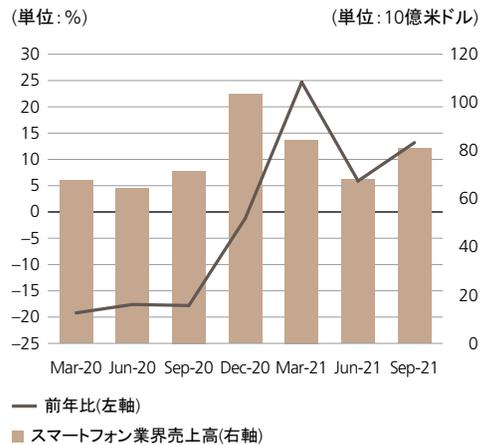
から、2024年には17%に伸びると予想される。中国のデジタル経済に加え、日本のハイテク企業も今後成長が期待できると考える。日本では、政府によるデジタル庁創設と官民のデジタル化推進や、ビジネスのオンライン化が進められており、ハイテク企業はその恩恵を受けるものと考えられる。

このような投資機会が期待される一方で、米中貿易摩擦は、アジアのハイテクセクターに対するリスクとして、引き続き注視が必要である。アジアの半導体と中国のADR(米国預託証券)は、ハイテク企業を狙い撃ちする米政府の規制強化姿勢に大きく影響を受けている。一時的な市場の変動を除けば、地政学的緊張の高まりは、結局のところハイテク業界にとって長期的な重石とはならなかったが、それでもなお、テクノロジーの移転をめぐる新たに課される大幅な規制や、ADRの上場廃止懸念は、大きなマイナス材料となりうる。香港への重複上場や中国の半導体の内製化の動きは、このリスクの軽減にある程度寄与するだろう。テクノロジーの自立には未だかなりの時間がかかるだろうが、中国の国内トップクラスのテクノロジー企業には、内製化に向けた政府からの手厚い支援により、一時的に株価が上昇する可能性もある。とはいえ、こうした企業の株価の本格的な上昇は、完全に内製化が実現できるかどうか鍵となるだろう。

**アジアのハイテクセクターにおける「Next big things (ザ・ネクスト・ビッグ・シング)」**  
2021年の先を見据えると、アジアはテクノロジーの「Next big things」となる5G、フィンテック、スマートモビリティの3分野で、非常に重要な役割を果たすだろう。いずれも数千億米ドル規模の売り上げが見込まれる分野だ。アジアは今後も引き続き5Gの世界的な普及をけん引していこう。アジアは、今後5年にわたっ

て、5G関連の設備投資と5Gスマートフォンの需要の50%以上を占めると予想される。アジアのフィンテックも、先行する中国をけん引役として、その浸透度は世界を大きくリードしている。収益化に軸足が移るに従い、各社の利益率も今後数年で改善に向かうだろう。最後に、アジアのスマートモビリティ・サプライチェーンも、日中韓の車載電池メーカーが高い存在感を示すなど、世界的なスマートモビリティの波に乗る上で有利な位置を占めている。

### 世界のスマートフォン業界の売上高が二桁増となり、サプライチェーンの強力な追い風に



出所: UBS 予想、2020年11月

# 中国—発展の次なる 段階へ

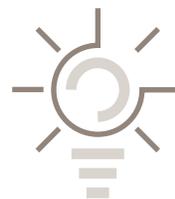
**Yifan Hu**, Regional Chief Investment Officer & Chief China Economist;

**Stephanie Choi**, Analyst;

**Kathy Li**, Analyst;

**Carl Berrisford**, Analyst

- 中国の第14次五カ年計画はイノベーション、市場改革・開放、そして「全面的な」グリーン化を通じた経済・社会発展を重点政策とし、2060年までの「カーボンニュートラル」(温室効果ガス排出実質ゼロ)を目指す目標を掲げている。
- これらの重要政策課題により、再生可能エネルギー、一般消費財、資本財、金融、5Gイネーブラー(5G社会の実現に不可欠なテクノロジー企業)などの業種におけるトップ企業の成長見通しが高まる。
- 中国では都市化が急速に進んでいるが、都市の課題をデジタル技術で解決するスマートシティへの取り組みも、効率的な資源利用と二酸化炭素(CO<sub>2</sub>)排出量削減につながるだろう。





### 長期目標はグリーン経済の実現

中国の人口は構造的な減少局面に入ろうとしている。国際連合によると、中国では、高い経済成長を支えてきた生産年齢人口（16~59歳）の増加が2011年にピークに達し、総人口も2030年にピークを迎えると予測されている。こうした人口減少とともに、中国経済はリバランス(再調整)が進み、安定成長(4.5~5.5%)時代に入るだろう。

人口動態が成長に有利に働く「人口学的配当」が低下し、経済成長率が鈍化する中、中国は次の10年に向けて新たな成長の源を見つけ出す必要がある。経済発展維持のために中国が目指している方向性の一つは、質の高い成長とサステナブルな社会への移行である。中国は間もなく「中等所得国の罫」(中等所得国になった後、成長が鈍化し、高所得国に移行しにくくなる状況)から脱出し、2030年

までに一人当たりのGDPが2万米ドルを上回る見通しである。所得が上昇することで、より質の高い生活と環境改善への需要が高まるだろう。

質の高い発展モデルへの移行を促進するため、政府はサステナブル産業への投資を通じてグリーン経済を強化している。習近平国家主席は2020年9月に、「2030年までに二酸化炭素(CO<sub>2</sub>)排出量をピークアウトさせて、2060年までにカーボンニュートラルを達成する」という目標を表明した。この野心的な環境問題対策は、第14次5カ年計画(2021~2025年)の重要政策にも盛り込まれるだろう。グリーン・エネルギーと、これを支援するインフラ整備(資金調達仕組みや税制を含む)双方への投資拡大は、グローバル経済に長期的な影響を与えることになるだろう。

グリーン経済への野心的な取り組みと同時に、中国は国際的なESG(環境、社会、企業ガバナンス)投資市場としても成長している。債券では、中国は、EUタクソミー(環境面で持続可能な経済活動を定義した分類)に準拠した債券を発行し、FTSE世界国債インデックス(WGBI)への中国国債の組み入れも実現している。株式では、2021年にオンショアとオフショア市場の双方で財務情報開示規定が強化され、データの入手性と質の改善が促される見込みで、運用会社によるESG戦略の採用が広がると思われる。

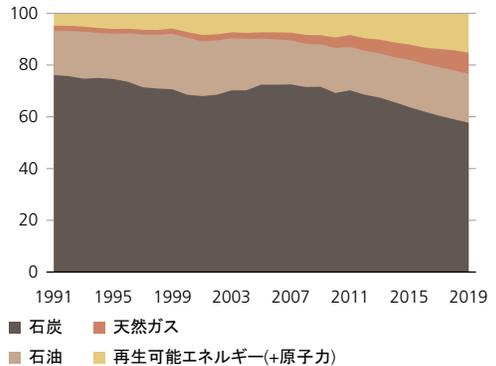
#### エネルギー転換と効率性の改善を加速

中国はクリーン・エネルギーへの転換を進めている。エネルギー消費に占める石炭の比率は、10年前の70%超から2019年には58%近くまで低下した。同期間中に再生可能エネルギーのシェアは15%へと倍増した。中国では、カーボン・ニュートラルの公約達成に向けて、エネルギー転換の動きも加速する見通しである。UBSの試算によると、中国が2060年までにCO2排出量を実質ゼロにするためには、年間の再生可能エネルギーの発電容量は、2021年の75GW(ギガワット=百万キロワット)から、2060年には2.5倍の200GWまで拡大する必要がある。さらに、中国では世界最大規模のCO2排出量取引制度が2021年に全国的に展開される計画で、この取り組みも中国の電力セクターに重要な影響を及ぼすだろう。

輸送セクターでは、政府が打ち出した排ガス規制強化を受けて、自動車メーカーは今後も電気自動車の開発に注力する状況が続くだろう。第14次五カ年計画に基づき、電気バス、大量輸送鉄道、高速鉄道への投資は、GDP成長率を超える伸びを維持し、同時に都市内、都市間双方の輸送時におけるCO2排出量目標の達成に寄与するものと

中国のエネルギー源別消費割合の推移

(単位:%)



出所: WIND、UBS、2020年11月

見込まれている。中国では都市化が急速に進んでいるが、都市の課題をデジタル技術で解決するスマートシティへの取り組みも、効率的な資源利用と二酸化炭素(CO<sub>2</sub>)排出量削減につながるだろう。

### 投資への影響

再生可能エネルギー(太陽光、風力)事業者は、中国のグリーン・エネルギーへの転換から最大かつ明確な恩恵を受けるだろう。また、排出規制強化を受けて、電気自動車メーカーと電池サプライチェーンも推奨する。その一方で、中国による「カーボンニュートラル」宣言は、石油や石炭など大半のコモディティの世界的需要にマイナスの影響を及ぼすと考えられる。しかし、デジタル化や電池事業への投資により、銅、ニッケル、コバルトなどの非鉄金属への需要は下支えされるだろう。

## **Investing in Asia Pacific**

### **Editor-in-chief**

Wayne Gordon

### **Product management**

Sita Chavali

Rajesh Donthula\*

### **Investment writers**

Aaron Kreuscher

### **Editors**

Aaron Kreuscher

Murugesan Suppayyan

### **Desktop publishing**

Pavan Mekala\*

### **Pictures**

Gettyimages

Shutterstock

### **Print**

Xpress Print Pte Ltd, Singapore

### **Editorial deadline**

16 November 2020

### **Languages**

Published in English, Chinese (Traditional and Simplified)

\* An employee of Cognizant Group. Cognizant staff provides support services to UBS.

## ESG/サステナブル投資に関する注意事項

サステナブル投資戦略は、環境、社会、ガバナンス(ESG)の要素を考慮に入れ、場合によっては企業のESGへの取り組みについての分析結果を投資プロセスとポートフォリオに組み入れる投資手法です。様々な地域や投資スタイルにわたる戦略により、多様な方法でESGへの取り組みを分析し、その結果を組み入れます。ESGの要素やサステナブル投資への考慮を投資プロセスに含めることにより、ポートフォリオ・マネジャーは、その投資目的や投資戦略に合致した投資機会を捉えることができない場合があります。ESGやサステナブル投資の理念に沿ったポートフォリオのリターンは、そうした要素を考慮しない場合のポートフォリオのリターンを下回ることも、上回ることもあります。サステナビリティ(持続可能性)の基準により、投資対象から外される投資先もありうるため、投資家は、そのような基準を使用しない投資機会や市場動向を利用できない場合があります。企業は、必ずしもESGやサステナブル投資のすべての項目において、優れたパフォーマンスの基準を満たすとは限りません。また、いずれの企業であっても、企業責任、持続可能性、およびインパクトパフォーマンスに関する期待を満たすとの保証はありません。

## オルタナティブ投資に関する注意事項

本レポートにおけるヘッジファンド、プライベート・マーケットに関する記述は、一般的な情報提供を目的としたものであり金融商品の勧誘等を行うものではありません。また、お客様個人に特有の投資目的、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。なお、日本では一般に証券会社が公開スケジュールの確定していない未公開株の勧誘を行うことは規則上禁じられています。

## 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。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。

UBS各社(またはその従業員)は随時、本レポート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、本レポート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。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、また、過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。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。

#### 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。国内株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されます。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、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)の運用報酬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。

© 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

