

中国投資

バリュー株とグロース株を組み合わせる

2021年6月17日

Chief Investment Office GWM

Adrian Zuercher, Head CIO Global Asset Allocation, UBS AG Hong Kong Branch; Chun Lai Wu, Head China Asset Allocation, UBS AG Hong Kong Branch; Lucy Qiu, CFA, Strategist, UBS AG; Clarissa Teng, Strategist, UBS AG Hong Kong Branch

- 中国は、経済が堅調なことから、今後も金融政策の正常化が進むだろう。一部の A 株セクターではバリュエーションの伸長が警戒感につながる可能性がある。
- 銀行株(A 株)の 2020 年 11 月中旬以降のリターンは 14%を超えた。銀行株は、バリュエーション上の魅力が高く、また景気回復と政策の正常化を追い風に良好な業績も見込まれることから、短期的にはなお株価に上昇余地があるとみている。
- グロース(成長)セクターの比率が高いオフショア中国株式(中国本土外の取引所に上場している中国株式)や、オンショア社債(中国本土証券取引所に上場している中国社債)を引き続き推奨する。



我々の見解

中国は経済が堅調なことから、金融政策は正常化が引き続き進むものと思われる。昨年 10 月以降、信用の伸びが鈍化していることから、一部の A 株(中国本土の取引所に上場している人民元建て中国株式)セクターでは、バリュエーションの伸長が目先、市場の警戒感につながる可能性もある。しかし、マクロ環境は良好であることから、中期的にはプラスのリターンが確保できるものとみている。

短期的には、A 株の中でも、銀行など、バリュエーション上の魅力が高く、経済および政策の正常化の恩恵が見込まれるセクターを推奨する。銀行株(A 株)の 2020 年 11 月中旬以降のリターンは(2021 年 6 月 11 日時点で)14%を超えたが、短期的にはなお上昇の余地があるとみている。割安なバリュエーションに加えて、銀行セクターの業績は高い経済成長率と金利環境の正常化の恩恵を受けると考える。

表 1: 中国オンショア資産の推奨

	非推奨	中立	推奨
流動性		⊖	
債券合計	⊖		
中国国債	⊖		
中国国債(期間1~3年)		⊖	
中国国債(期間7~10年)		⊖	
中国金融債	⊖		
中国コマーシャルペーパー		⊖	
高格付け社債			⊕
ハイイールド社債			⊕
株式合計			⊕
MSCI中国			
MSCI中国A株		⊖	
MSCI中国A株大型株		⊖	
MSCI中国A株小型株		⊖	
MSCI中国A株銀行			⊕

出所: UBS、2021年6月16日現在

本稿は、UBS AG Hong Kong Branch と UBS AG が作成した "Investing in China (onshore): Capture upside in value and growth with a barbell" (2021 年 6 月 17 日付) を翻訳・編集した日本語版として 2021 年 6 月 29 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。

中国投資

表2: 資産別パフォーマンス

ベンチマーク	デュレーション	利回り	直近	2021年初来	2020年
債券					
中国国債	7.1	3.4	-0.1%	1.8%	2.7%
中国国債(期間1~3年)	1.8	2.7	0.1%	1.4%	2.3%
中国国債(期間7~10年)	7.5	3.2	0.0%	1.7%	2.4%
中国金融債	4.5	3.4	0.2%	1.7%	3.5%
中国コマーシャルペーパー	0.3	3.6	0.2%	1.6%	3.0%
投資適格社債	3.4	5.7	0.3%	2.3%	3.9%
ハイールド社債	2.9	8.8	0.2%	1.5%	5.1%
株式					
MSCI中国			1.3%	-2.1%	19.1%
MSCI中国A株			1.9%	1.9%	29.4%
MSCI中国A株大型株			1.8%	2.1%	30.7%
MSCI中国A株小型株			5.0%	3.7%	15.1%
金融(銀行)株(A株)			0.8%	12.3%	1.5%
コモディティ					
金(上海黄金交易所 Au9999)			-0.1%	-1.3%	13.7%

出所: WIND、UBS、2021年6月11日現在。直近の発表は2021年5月19日の取引終了後。

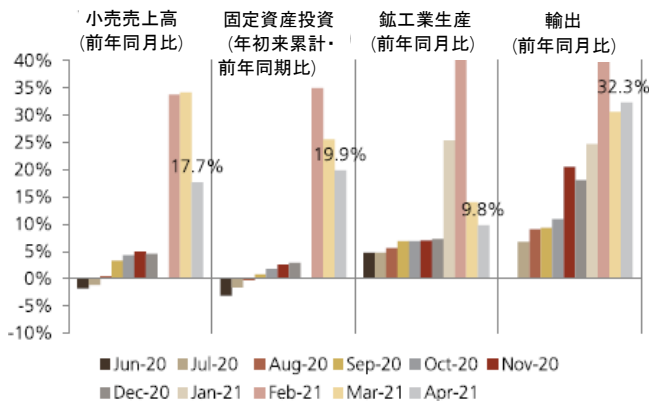
オフショア中国株式は引き続き推奨する資産クラスである。目先、Eコマース(電子商取引)大手に対する規制強化や新規事業投資計画が業績見通しや株価の重石となり、デジタル・エコミー関連銘柄はボラティリティ(価格変動率)の高い展開が予想される。テクノロジー・セクターに対する今後の規制強化の動きについてはなお不透明である。だが、今年4月に独禁法違反で中国Eコマース大手に科された罰金は2019年の同社国内売上高の4%にとどまっており、これを基本シナリオと想定するならば、今後、他の中国テクノロジー企業に罰金処分が下されたとしても、対処可能な範囲だと考える。

オフショア中国株については、上場企業の利益成長率が株価の押し上げ要因となるだろう。我々は2021年の利益成長率を前年比18%(米ドルベース)と予想している。また、オフショア株式は世界の流動性との連動性が高い。よって、国内外の堅調な景気回復、世界的な金融緩和継続、先進国におけるワクチン接種の進展などから恩恵を受けるとみている。

社債は、株式市場のボラティリティが高まる中、魅力的かつ安定した金利収入(イールドキャリア)が引き続き獲得できるだろう。また中国国債に比べると、デュレーション(年限)が短いため、金利正常化の動きに対しても債券価格の値動きが小さい。新型コロナ対応の信用政策が巻き戻されるに依り、全体のデフォルト(債務不履行)率は上昇する可能性がある。しかし、中国は景気回復が堅調なことから、デフォルト率の上昇は金融市場全体のシステム的な混乱に起因するものではなく、企業固有の事由が影響すると考える。信用力の差異に着目することで魅力的な金利収入(イールドキャリア)を享受することができるだろう。

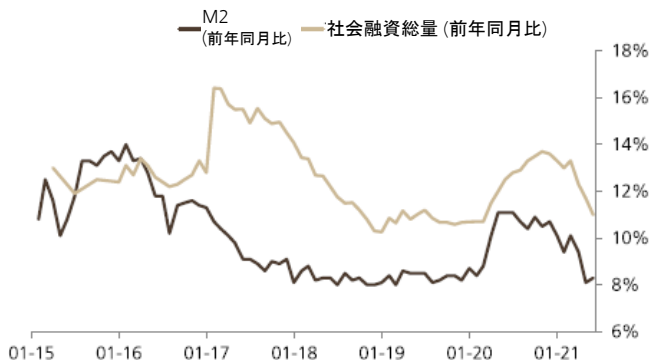
政策正常化がA株に与える影響とIT企業規制が及ぼすH株(香港証券取引所に上場する中国株式)への影響が見通せるようになるまで、株式市場ではボラティリティが高い状況が続くと見込む。足元の不透明な局面を乗り切る上で有効なアプローチはバーベル・アプローチと考える。短中期的に変動の激しい上昇局面を捉えるために、バリュー(割安)株である銀行株(A株)とグロース(成長)株のH株を組み合わせる保有する方法だ。

図表 1: 経済指標は中国の堅調な回復を反映



出所: WIND、UBS、2021年6月11日現在

図表 2: 経済の正常化に伴い社会融資総量の伸びは2021年5月時点で11%へとわずかに減速



出所: WIND、UBS、2021年6月11日現在

図表 3: 銀行セクターのPBRは過去最低水準に近い



出所: WIND、UBS、2021年6月11日現在

中国投資

株式

中国株式は資産クラスとして推奨する。経済および企業業績が正常化に向かう中、債券よりも株式の上昇余地が大きいとみている。株式については、バリュエーション(割安)株としての銀行株(A株)とグロース(成長)株としてのオフショア中国株式を組み合わせる「バーベル戦略」を推奨する。

銀行株(A株)を推奨

我々はA株市場全体に対して強気の見方を維持しており、中期的にはプラスリターンを予想する。しかし、短期的には、銀行セクターなど、バリュエーション上の魅力が高く、政策正常化の恩恵を受けることが期待されるセクターを推奨する。

中国は世界に先駆けてパンデミックから経済的な立ち直りを見せている。中国のGDP成長率は2020年が前年比+2.3%、2021年1-3月期(第1四半期)は前年同期比+18.3%となった。2021年4月のマクロ経済指標でも景気回復の進捗が示された。小売売上高(社会消費品小売総額)は前年同月比17.7%増、固定資産投資(1~5月)は前年同期比19.9%増、鉱工業生産は前年同月比9.8%増となった。堅調な伸びは主に前年の低い水準からの反動によるものであるが、2021年後半も個人消費および投資がけん引する形で景気回復が続くと予想する。これにより2021年の企業業績も下支えされると考える。

従って、信用の正常化は続くと思われる。信用の月間の伸び率は昨年10月以降、鈍化が続いている。米国のテクノロジー市場は直近の調整から完全に回復したが、対する中国A株市場は過去数ヶ月にわたり全体的に回復ペースが鈍い。これと整合的に、5月の売買高と株式ファンドの設定は相対的に低水準となった。政策正常化が進む中、一部セクターの高バリュエーションに市場の警戒感が強まった模様である。しかし、この株価調整により、バリュエーションは魅力度が改善してきている(ただし、過去平均は依然上回っている)。信用が目標準まで巻き戻されるまでにはあと数ヶ月を要する見通しであり、その間、業績予想の上方修正ペースは次の決算シーズンまで減速する可能性が高い。

よって、当面は、セクターの選別が株式の上昇局面を捉える上で有効と考える。銀行セクターのバリュエーションは、市場全体および過去の実績に比べても低い。同セクターの株価収益率(PER)は、A株市場全体のPERを約40%下回る水準にある。また同セクターの株価純資産倍率(PBR)は約0.7倍と過去最低に近い水準にある。よって、銀行セクターのバリュエーションは、株価が今年に入り12%上昇してもなお魅力度が高いと考える。

国内商業銀行の2021年第1四半期決算が示唆するように、銀行の2021年の利益成長率は堅調とみられる。昨年の銀行の利益は、貸倒引当金の大幅な積み増しと融資返済猶予により落ち込んだ。だが、最悪期は過ぎたと思われ、中立金利の環境において預貸金利差は安定化する見通しである。また、経済成長が堅調な中、融資の質も改善するとみている。経済が力強く回復すると資金需要が拡大し、一方で政策の正常化が進むと信用

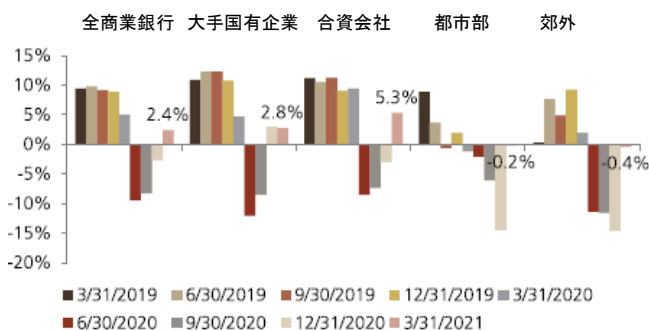
供給が低下することから、銀行は融資条件の設定で優位に立つと考える。

オフショア中国株式を推奨

中国は2020年のパンデミックから力強く復活することができた。さらに、足元ワクチン接種の進展や、米国での追加の財政刺激策導入、世界的な金融緩和と継続などを背景に、世界の株式市場も回復基調にある。世界経済の回復と米ドル安は、オフショア中国株式など新興国株式市場を下支えする材料となる。

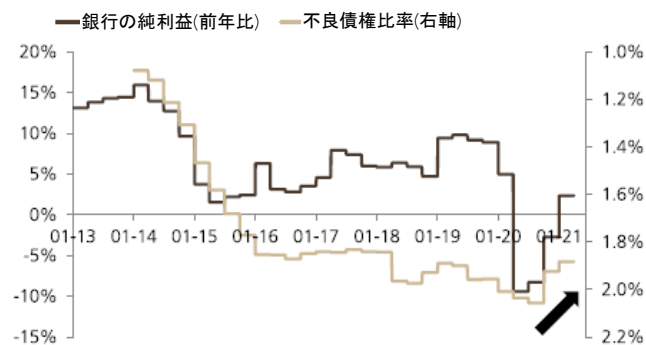
米連邦準備理事会(FRB)の金融緩和姿勢と米国の財政赤字/経常赤字の拡大により、米ドルは当面人民元など多くの通貨に対して下落傾向を辿るとみている。歴史的に、オフショア株式の動きは人民元と連動してきた。そのため、人民元の緩やかな上昇はオフショア株式の支援要因になるであろう。

図表 4: 銀行は2021年第1四半期に純増益を回復



出所: WIND、UBS、2021年6月11日現在

図表 5: 力強い経済成長を背景に、銀行の資産の質は改善の見通し



出所: WIND、UBS、2021年6月11日現在

過去、オフショア株式は世界の流動性との連動性が高かった。先進国の3大中央銀行(米FRB、欧州中央銀行(ECB)、日銀)はバランスシート上で合計23兆米ドル相当の資産を保有するが、同水準はコロナ前の水準を10兆米ドル上回る。世界的に潤沢な流動性は、引き続きオフショア中国株式の支援要因となろう。

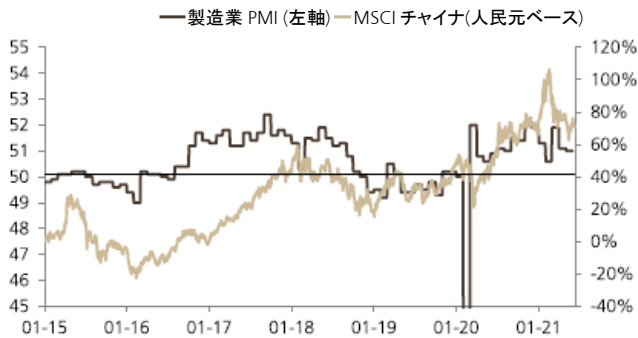
オフショア株式の足元のバリュエーションは、直近のピークから下落したが、なお割安水準には至っていない。しかしながら、オフショア市場は中国「ニューエコノミー」の代表銘柄へのアクセス

中国投資

が可能である。これらの銘柄には、投資家、特に中国本土市場に上場する「オールドエコノミー」銘柄の保有比率が高い本土投資家からの資金流入がさらに高まるだろう。グロース(成長)株の直近の調整相場は、長期ポジションを組み入れる好機であると考えられる。

図表 6: オフショア中国株式は堅調な国内経済の恩恵を享受

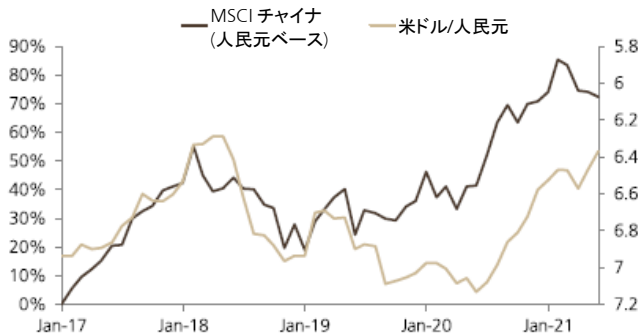
中国 PMI(左軸)と H 株(右軸)



出所: WIND、UBS、2021年6月11日現在

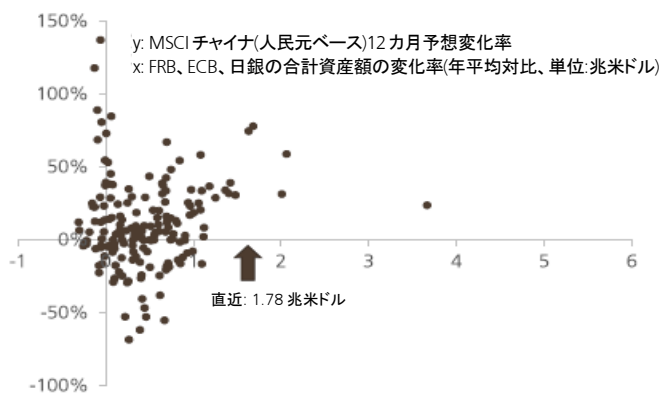
図表 7: オフショア中国株式は人民元の動きと連動

MSCI チャイナ(左軸)と米ドル/人民元レート(右軸、逆目盛)



出所: WIND、UBS、2021年6月11日現在

図表 8: 世界の流動性がオフショア中国株式を下支え



出所: WIND、UBS、2021年6月11日現在

債券

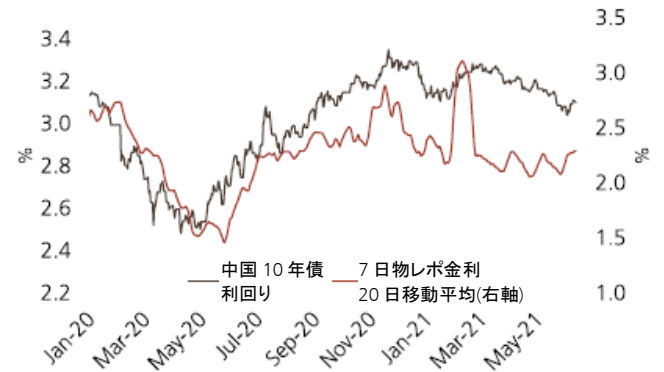
資産クラスとしての債券については、引き続き非推奨としている。着実に回復しつつある経済成長を背景に金利は今年上昇すると予想しており、債券の上昇余地は株式よりも小さいとみている。債券の中では、魅力的なクレジット・スプレッド、短いデュレーション(年限)、ファンダメンタルズ(基礎的諸条件)の改善を踏まえ、国債よりも社債の方が魅力度が高いと考える。注視すべき主なリスクとしては、政策変更と信用引き締めを背景にしたデフォルト率の上昇が挙げられる。

中国国債

中国 10 年国債の利回りは、過去 1 カ月にわたり足元の 3.10% を中心に 5 ベースポイント(bp)のレンジ内で推移した。過去 1 年の中国 10 年国債利回りは、総じて中国本土の流動性(7 日物レポ金利を目安とする)と連動して動いてきた(図表 9)。地方政府債の発行が 5 月末に向けて加速したことから、流動性の若干の引き締めにより金利はわずかに上昇した(図表 10)。

今後の見通しについては、中国 10 年国債利回りは緩やかに上昇を続けると予想する。第 1 に、個人消費の回復が続き、年末まで景気回復の勢いを支えるものと考えられる。第 2 に、需要回復と供給不足が重なりコモディティ価格が大きく上昇していることから、生産者物価指数がけん引するカタチでインフレ率が上昇している。第 3 に、中国の政策スタンスは昨年と比べると依然としてわずかに引き締めに傾いており、クレジット・インパルス(GDP に対する新規与信の伸び)はマイナスに転じている。(図表 11)。

図表 9: 中国国債利回りの最近の動きはレポ金利と連動

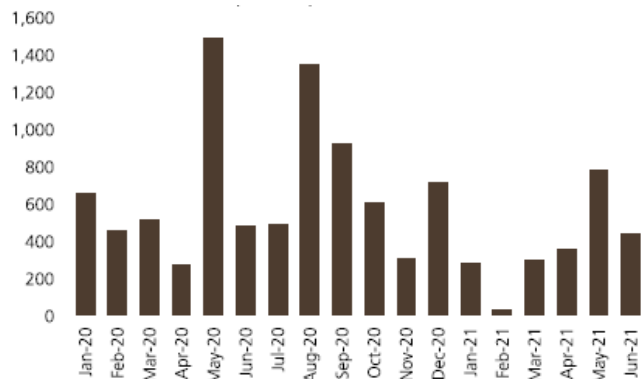


出所: WIND、UBS、2021年6月10日現在

中国投資

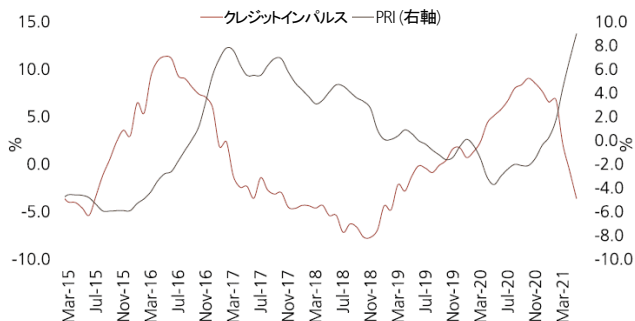
図表 10: 債券の発行が 5 月に増加

中国の国債と地方債の発行額計(単位:10 億人民元)



出所: WIND、UBS、2021 年 6 月 10 日現在

図表 11: インフレ率は加速傾向、クレジットインパルスはさらに縮小



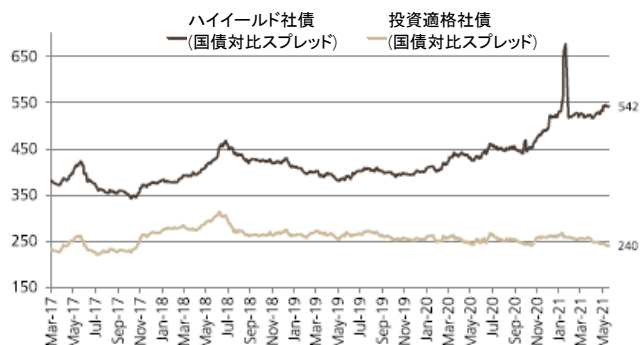
出所: WIND、UBS、2021 年 6 月現在

社債を推奨

投資適格社債およびハイイールド債は中国国債に比べると依然魅力が高いと考える。オンショア・クレジット・スプレッドは、投資適格社債(5 月はスプレッドが約 10bp 縮小)がハイイールド債(約 15bp 拡大)をアウトパフォームするなど、クレジット格差の拡大傾向が直近続いている。これは、マクロプルーデンス政策(金融システム全体のリスクへの対応策)によるものとする。同政策により債券市場や地方政府の資金調達ブーケルを通じた資金調達に対して規制が強化されつつあることから、投資家の低格付け発行体に対する警戒感が高まったと考える。しかしながら、景気回復が続いており、トップダウンの観点からは中国本土のクレジット・ファンダメンタルズ(基礎的諸条件)は依然良好と考える。ハイイールド債および投資適格社債の中国国債に対するスプレッドは各々 542bp、240bp の水準にあり、社債の金利収入

(イールド・キャリー)は引き続き魅力が高いとみている(図表 12)。また、社債のデュレーションは約 3 年と短く、金利上昇に対する感応度が低い。中国のクレジット・インパルスは低下しているが、全体のデフォルト率は 1.4%と昨年のピーク 1.8%に比べると安定している。信用引き締めに伴いデフォルト率は徐々に上昇すると予想される(図表 13)、企業利益が引き続き改善をみせていることから、ただちにシステミック・リスクにつながるとはみていない。

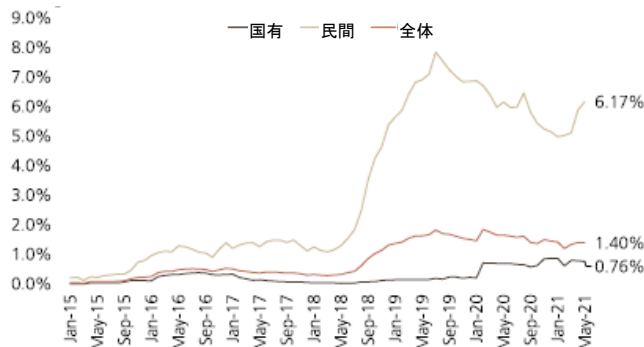
図表 12: クレジット・スプレッドは魅力的 (単位:bp)



出所: WIND、UBS、2021 年 6 月 10 日現在

2021 年 1 月にクレジット・スプレッドが急拡大しているが、これは特定の発行体および関連銘柄の固有リスクに起因したものである。当該銘柄はその後、指数(チャイナボンド・ハイイールド社債指数)から除外された。

図表 13: デフォルト率は緩やかに上昇傾向



出所: バンク・オブ・アメリカ、UBS、2021 年 5 月末現在

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如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。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 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 ウェルズ・アドバイザリー株式会社 関東財務局長(金仲)第898号