

UBS House View

Weekly Global

今週の要点

新型コロナウイルスの感染拡大の陰で明るい兆し

中国湖北省で新型コロナウイルスの感染症例が、それまでの1日3,000人足らずから14,840人に急増したことから、株式市場は先週後半になって下落した。しかし、感染者数の大幅な増加は感染率の上昇ではなく、それまで数日を要した結果の処理がわずかに数分で明らかになる新しい検査方法を湖北省が導入したためである。新たな検査方法は情報開示の透明性向上を示す兆しであり、中国の感染封じ込めに寄与するだろう。病院の新設や仮設病院のほか、何千人もの医療従事者を含め、湖北省には追加のリソースも投入されている。我々の基本シナリオに変更はなく、ウイルスは3月末までには概ね収束して中国経済に及ぼす悪影響はほぼ第1四半期に限定され、第2四半期以降は景気回復とともに需要が一気に顕在化すると予想している。

要点:我々は新興国株式のオーバーウェイトを維持し、アジアには長期的な投資機会があるとみている。短期的には運輸、観光、エンターテインメントなどウイルスの影響を最も受けやすい銘柄を避け、eコマース、テクノロジー、ヘルスケアへの投資を推奨する。

欧州の投資家には米ドル建てからユーロ建て債券へのシフトを推奨

ユーロは先週、対米ドルで2017年以降の最安値水準にまで下落し、年初来の下落率は3%に達している。ドイツの鉱工業生産が世界金融危機以降最も速いペースで縮小するなど、今回の動きはユーロ圏の経済成長減速に対する懸念を反映している。ユーロ圏の金利の低下と長引く通貨安を受けて、ユーロ建ての投資家の多くは近年、米ドル債に高いリターンを求めようになっている。しかし、ユーロとスイス・フラン建ての投資家にとってこのトレードのリスクは高まっている。年末までに米ドルが対ユーロで9%前後、対スイス・フランで6%程度下落し、米ドル債が提供する2%弱の利回りの高さが帳消しになると予想されるからだ。近年、主要国の中では米国経済が最も好調だったが、2020年は成長率格差が縮まると予想している。堅調な国内需要、米中の通商交渉の第1段階合意を受けた世界貿易の回復に加え、ユーロ圏企業の在庫も補充されつつあることから、ユーロ圏経済は再び加速すると予想している。米国による監視対象追加を受けてスイス国立銀行がフラン高是正介入を抑制しており、スイス・フランの上昇も予想される。

要点:ユーロおよびスイス・フラン建て投資家のヘッジなしの米ドル債保有が増えている。為替予想と利回り格差の縮小を踏まえ、ヘッジなしの米ドル債を保有する欧州とスイスの投資家は為替リスクを慎重に考慮することを勧める。スイス・フランの投資家には米ドルよりもユーロ建て債券を推奨する。ユーロの投資家も米ドル債へのエクスポージャーを再検討した方がよいだろう。

今週の動き

新型コロナウイルスの感染は拡大するか？
経済指標よりも新型コロナウイルスの感染者数と致死率の最新情報に引き続き注目が集まるだろう。

新型コロナウイルスの感染拡大はセンチメントに影響しているか？
新型コロナウイルスが経済活動とセンチメントにどの程度の打撃を与えているかにも関心が寄せられている。今週は米国と英国の1月の購買担当者景気指数とドイツのZEW景況感指数が発表される。

決算発表シーズンは有終の美を飾るか？
S&P500種株価指数を構成する500社のうち約400社がすでに業績を発表したが、そのうちの74%は第4四半期の利益が予想を上回った。米国株式は過去最高値を更新しており、投資家はラストスパートに期待している。

CO₂排出削減の動きが投資家に機会をもたらす

先週、大手企業2社が環境に配慮した新しい取り組みを立て続けに発表した。エアバスは現在の中型機に比べて燃料消費を最大20%削減できるとする新型航空機を発表した。BP(ブリティッシュ・ペトロリアム)はすべての業務と自社の石油精製について2050年までに二酸化炭素(CO₂)排出量を正味ゼロにする計画を発表した。今回の発表は、持続可能性に対する上場企業の対応が大きく転換しつつあることを浮き彫りにしている。CO₂排出量が多い企業は政府による規制強化や消費者の意識の変化などの圧力に直面することから、投資家にとっては新たな機会につながるだろう。こうしたトレンドは、スマートモビリティ、再生可能エネルギー、エネルギー効率など、世界のCO₂削減に寄与する分野でディスラプション(創造的破壊)をもたらす企業にも追い風となるだろう。

要点: クリーンな大気、エネルギー効率、温室効果ガスの排出削減等に注力している企業への投資を中心に、サステナブル投資にシフトすることで投資家は恩恵を得られるだろう。投資家はポートフォリオを見直して、こうしたテーマに重点を置くことが可能である。

コロナウイルスの封じ込めは可能か？

Mark Haefele

グローバル・チーフ・インベストメント・オフィサー

先週に入り中国国内で新型コロナウイルスの感染者数が急増したが、株式市場は一時的な下落に留まり、週の終値は前週を上回った。中国のCSI300指数は2.2%の上昇で週を終え、1月の高値から5%の下落に留まった反面、S&P500種株価指数は1.6%上昇して最高値を更新した。投資家は楽観的過ぎるのか？

我々はウイルスの感染拡大を注視していくが、これまで感染が報告されていない場所での大量の感染の兆しに備えることが特に重要である。しかし、現在の情報を踏まえると、先週市場が落ち着いていたことは経済的に理にかなっている。

- 中国湖北省の新型コロナウイルスの新たな感染者は2月13日にそれまでの1日3,000人足らずから14,840人に急増した。しかし、患者数の急増は、それまで典型的な検査キットを用いて数日かかっていた結果の処理がコンピュータによる断層撮影法の導入によりわずか数分に短縮されたことが原因である。新たな方法によってこれまで検知されなかった感染が突き止められるようになった。こうした透明性の向上は、中国政府のウイルス感染対策にプラス材料だ。
- 2月12日までは、新たな感染者の増加率は減少していた。1月29日時点では湖北省で32%、湖北省を除く中国で34%だったが、2月12日には5%と3%に低下していた。
- 2月14日に湖北省は4,823件の新たな感染を報告したが、そのうち3,095人は新たな診断法によるものだった。他の条件が同じとすると、新たな感染者数が横ばいになっていることに変わりはない。2月17日までに、湖北省の1日当たりの新たな感染者の増加率は3%に低下した。
- 湖北省には病院の新設や仮設病院のほか、何千人もの医療従事者を含め、追加のリソースも投入されている。
- これまでのところ世界的な流行は抑えられており、確認された感染者の99%を中国が占めている。
- 感染拡大に対する一般の人々の不安は薄れつつあるようだ。Googleのデータによると、「コロナウイルス」という用語のインターネット検索は1月末にピークを打ち、以来減少し続けている。

CIOの基本シナリオはこれまで通り、ウイルスが3月末までにはおおむね収束し中国経済に及ぼす悪影響はほぼ第1四半期に限定されると予想している。ウイルスが世界のサプライチェーンに及ぼす影響を引き続き注視していく。中国経済は第2四半期から第4四半期にかけて繰延需要をはじめ、金融政策と財政政策の支援による反発が予想される。中国は利下げを実施したほか、預金準備率(RRR)を引き下げ、流動性を追加している。さらに我々はRRRの100-300ベースポイント(bp)の引き下げと、中期貸出制度で金利の10-20bpの引き下げを予想している。第1四半期のGDP成長率は2019年第4四半期の6%を100-200bp下回ることが予想される。とはいえ、通年の成長率への影響は限られ、昨年の6.1%から5.6%への低下に留まるだろう。

企業利益への影響も比較的小さいことが予想される。今年の中国における米ドル建て企業利益の伸びは10%と、コロナウイルスが発生していなかった場合の水準を200-300bp下回るだろう。CIOの基本シナリオはこれまで通り、アジア(除く日本)と新興国全体について先進国市場を大幅に上回る2桁台の利益の伸びを予想している。

こうした中、我々は新興国株式のオーバーウェイトを維持し、アジアに長期の投資機会をみている。新興国の視点に立ち、ウイルスの影響を最も受けやすい運輸、旅行、エンターテインメントなど銘柄を避け、恩恵を受けることが予想されるEコマース、テクノロジー、ヘルスケアを勧める。

中国国有企業で相次ぐデフォルト



Kevin Liu
CFA, Analyst

最近まで、中国国有企業のオフショア社債は安全資産であり、元本は満額償還されるとの理解が一般的だった。

経営難に陥っていた中国国有企業の青海省投資集団(QPIG)は、8.5億米ドルのオフショア社債(2021年7月償還)について、1月10日期限の利払いが不履行となった。これ以前にも、アルミ生産企業のQPIGは2020年償還の社債の利払いを2019年2月に3日間、2019年8月にも5日間遅延していた。

QPIGのデフォルト(債務不履行)以前に、天津市が所有する天津物産集団もオフショア社債で債務不履行に陥り、その債務再編を2019年12月に実施していた。これは、広東国際信託投資公司(GITIC)が破綻した1998年以来となる国有企業による債務不履行だ。天津物産集団は、元本12.5億米ドルの同社社債の投資家に対し、1)33~63%の元本削減を受け入れて現金を受け取るか、2)表面利率を引き下げ、期間も延長した同社の新発債と交換するか、の二択を提示した。いずれの場合でも、初期投資家は巨額の損失を被ったと考えられる。天津物産集団によるデフォルト債のテnder オファー(公開買い付け)同様、QPIGも同社社債の投資家に対し、59~63%の元本削減を受け入れる場合に支払いを行うとのテnder オファー案を2月5日に発表している。

最近まで、中国国有企業のオフショア社債は安全資産であり、元本は満額償還されるとの理解が一般的だった。2016年に経営難に陥った国有企業の天津渤海鉄鋼集団が2017年と2018年に償還期限を迎えた人民元建ておよび米ドル建て社債を全額償還したことで、投資家は若干安心していただかもしれない。同社は今現在も経営再建中だ。だが、天津

物産集団とQPIGのオフショア社債がデフォルトしたことや、それに続く天津物産集団の財政難に伴うテnder オファーや債務交換は明らかに、そうした思い込みを帳消しにするものだ。

投資家は、今後さらに中国国有企業の米ドル建て債が債務不履行になる可能性を排除すべきではない。巨額の元本損失のリスクもある。

オンショア債券市場での国有企業のデフォルトは今に始まったわけではなく、2015年にはすでに発生している。QPIGと天津物産集団のオフショア社債のデフォルトはたしかに不安を招くが、オンショア債券市場での国有企業の債務不履行の発生は非常に抑制されており、その発行体のほとんどは財務基盤の弱い企業である。例えば、国有企業発行の社債で昨年債務不履行となったものは150億人民元相当と、2018年(130億人民元)は上回るものの2016年のピーク(180億人民元)は下回っている。また、天津物産集団とQPIGによる米ドル建て債券市場でのデフォルト額の29億米ドル(200億人民元)にも及ばない。オンショア社債市場(24兆人民元)がオフショア市場の約3倍の規模であることを踏まえると、その小ささが鮮明となる。

今後デフォルト率が上昇する可能性はあるが、我々はその大半が民間企業によるものと考えており、国有企業の債務不履行は、特に信用緩和が続き国有企業の資金調達環境が全般に良好な局面では、急増することはないとみている。また、天津物産集団とQPIGによる債務不

履行については昨年以降メディアで取り上げられているが、国有企業の米ドル建て社債市場では、一部の脆弱な発行体の社債以外は、大きく売り込まれていない。このことから、市場は国有企業のこれまでのデフォルトを銘柄固有のリスクであり、国有企業全般のデフォルトリスクの再評価を迫るものではないと捉えていることがわかる。

それでも、天津物産集団とQPIGによる債務不履行は、国有企業社債を選ぶ際には銘柄の慎重な選別が不可欠であることを示唆している。過去のオンショア債券市場のデフォルトを調査した結果、高リスク銘柄には次の特徴があることがわかった。1)政府による保有形態が不透明もしくは間接的、2)地方政府の企業支援能力が弱い、3)政府にとって戦略的重要性が低い、そして4)景気循環セクターおよび(または)過剰生産能力セクターの企業である。

よって、国有企業の発行体を選ぶ際には、政府保有が明確で、政府にとって戦略的に重要であり、(地方政府保有企業の場合は)財政状態が健全な地方政府の支援を受ける企業を推奨する。国有企業のオフショア債のバリュエーションはかなり割高であるため、我々は投資テーマにおいて、1)質の高い国有企業発行体の資本構成の下位にある永久債と子会社の債券や、2)地方政府保有企業の短期債を通じて、利回りの強化を図る。

Kevin Liu

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 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)(最大 2.34% (税込・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1%または1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2%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 2020 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・アドバイザーズ株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号