

# 中国債券市場の開放

## Weekly Global

Mark Haefele, Chief Investment Officer Global Wealth Management, UBS AG

### 今週の要点

#### 米追加経済対策の協議膠着でボラティリティ上昇

米国の追加経済対策をめぐる協議が膠着する中、先週は S&P500 種株価指数の 1 日当たりの騰落率が 3 日連続で 1.5% 近くに達した。トランプ大統領は与野党協議の停止を表明したが、その後部分的な対策実施の可能性を開いた。VIX 指数は、S&P500 種の 1 日当たりの値動きが来月には 1.7% に達することを織り込んでいる。追加経済対策、米大統領選、米中の対立、新型コロナウイルスのワクチン開発をめぐる不透明感を背景に、ボラティリティが短期的に高止まりすると我々は予想する。欧州の一部では新型コロナウイルスの感染者が再び増加しており、移動制限についても引き続き注目していく。しかし、我々は、追加経済政策が最終的には成立し、各国中央銀行の金融緩和が続き、ワクチンも開発されることを前提に、中期的には株式相場は上昇すると考えている。よって、ボラティリティが高いこの時期を活かして、規律ある段階的な参入戦略を用いて長期のポジションを構築することを勧める。

**要点:** 追加経済対策の協議の行方、米大統領選、米中対立、その他のリスクによる短期のボラティリティは、ポジション構築の機会をもたらすと考える。

#### 巨大テクノロジー企業の規制よりも、次の相場上昇への備え

独占行為について調べてきた米議会下院は 6 日、調査報告書を発表し、米巨大 IT 4 社は自社が運営するマーケットプレイスで自らも他の事業者と競合してビジネスを行うなど、独占禁止法に違反する行為を行ったと指摘した。これを受けて、4 社の株価は平均で 3.2% 下落した。しかし、適切な是正措置については不透明な部分が残し、これら 4 社の「企業分割」という厳しい措置への弾みが見つかなかったことから、金曜日までに株価は反発した。この調査報告書よりも直接的に関係してくるのは、超大型株が株式市場の次の上昇局面のけん引役となりうるかどうかだと考える。我々は次の上昇に向けて主に 3 つの戦略を提案したい。第一に、5G や中国のデジタル経済関連、さらには「Future of humans(人類の未来)」に関連する銘柄など、テクノロジーセクターの中で分散化を図ることである。第二に、テクノロジー以外では「モアノーマル」への回帰に関連する株式、具体的には米国の中型株や新興国のバリュー銘柄、英国株式、世界の消費財ブランドなどへの分散投資である。第三に、投資を継続することである。過去 5 年間で見てみると、世界のテクノロジー株の調整局面に続くその後の 6 カ月では、平均約 20% の反発が起きている。

**要点:** 新型コロナで加速したテーマに関連する銘柄や、株式の上振れ余地に備えたポジション構築を勧める。

### 今週の動き

1. **経済対策の一部実施は実現するか?** トランプ大統領の追加経済対策に対する姿勢は定まらない。部分的にでも政策が実現すれば株式の支援材料にはなるが、大統領選前に合意に至らなかったとしても、最終的には合意にこぎつける可能性が高いとみている。
2. **移動制限の再導入の可能性?** フランス、スペイン、英国では新型コロナウイルスの新規感染者数が増え続けている。一部の地域ではレジャーやホスピタリティ部門で追加規制が既に導入され、対策強化も検討されている。移動制限の強化は消費者信頼感や企業の景況感、リスクオンセンチメントを押し下げのおそれがある。
3. **バイデン候補への支持が一段と拡大?** 新型コロナウイルスへの感染を受けて、トランプ大統領は激戦州での選挙集会を中断した。世論調査ではトランプ大統領への支持が伸び悩んでいるが、大統領は今週予定されていたバーチャル討論会への参加を拒否した。大統領選に先立ち、ボラティリティに備えてポートフォリオの分散投資を推奨する。

### 世界最大の政府系ファンドがサステナビリティ重視を鮮明に

運用残高約1兆米ドルを誇る産油国ノルウェーの政府系ファンドは、石炭を生産あるいは使用している企業からの投資引き揚げ(ダイベストメント)を実施してきた。同ファンドの新最高経営責任者(CEO)は、この戦略は「高いリターンが得られる」として、リターンを高めリスクを軽減するために、こうした企業の株式売却をさらに進める計画を発表した。この動きは、投資家も政府も持続不可能な事業慣行を容認しなくなり、環境・社会・ガバナンス(ESG)重視の姿勢を強めていることを浮き彫りにしている。投資撤退や投資対象からの除外以外にも選択肢は存在する。調達した資金を環境プロジェクトに充てるグリーンボンドなど特定の資産クラスは伝統的投資戦略に比肩するリスク調整後リターンが期待できるため、世界の投資適格債に代替する投資対象となりうる。国連「持続可能な開発目標(SDGs)」の実現に関連する銘柄に投資する方法もある。例えば、政府の中には「グリーンリカバリー」に取り組む姿勢を改めて表明し、CO2 排出実質ゼロを公約に掲げ、欧州のグリーンテクノロジー、清浄な大気と炭素排出削減、エネルギー効率、再生可能エネルギー等に関連する企業を優遇する政府も現れた。また先週には米国最大手の風力・太陽光発電企業が、時価総額で米石油大手を一時抜き、全米最大のエネルギー企業に躍り出るなど、「ニューエネルギー」へのシフトも鮮明になっている。

*要点: 政府による後押しや企業の取り組み強化、消費者の意識の変化などを踏まえて、サステナビリティ関連銘柄を勧める。*

## 地域的な見解

# 中国債券市場の開放

Wendy Luo, Analyst, UBS AG Hong Kong Branch  
Lucy Qiu, CFA, Strategist, UBS AG

英指数算出会社 FTSE ラッセルは 9 月 24 日、その代表的な国債指数、「世界国債インデックス(WGBI)」の中に中国国債を組み入れると発表した。指数への算入は 2021 年 3 月に最終確認が行われた後、同年 10 月から 12 カ月間にわたって段階的に実施される見込みだ。ここ 2 年間では JP モルガンとブルームバーグ・バークレイズがそれぞれのグローバル指数に中国国債を組み入れている。

WGBI への組み入れ比率は 5~6%とみられ、この指数に連動する運用資産を 2 兆 5,000 億米ドルと想定すると、向こう 12~24 カ月間で 1,250~1,500 億米ドルの資金が中国国債市場に流入するものと見込まれる。また、WGBI への組み入れに伴い、外国人投資家による中国国債の保有高は全体の 14~15%(現在は 9%)に増加すると我々は推計している。今回の指数組み入れは、中期的には中国国債と中国人民元のいずれにとっても好材料になると考える。

先進国国債の大半は現在、利回りがゼロ近辺で推移している。とはいえ、安全資産は安定化装置と位置付けられ、分散ポートフォリオで重要な役割を果たす。一方、中国国債の利回りは、低いとはいえ、先進国、特に G3(日米欧)の国債と比較するとかなり高い。格付けでみても中国国債は「A」(日本と同程度)であり、過去の世界的な売り局面では G3 国債に近いディフェンシブ性を発揮している。

グローバル指数への組み入れや市場へのアクセス改善を背景に、中国国債市場では今後も力強いペースでの資金流入が続くものと見込まれる。さらに、中国の証券市場を監督管理する中国証券監督管理委員会(CSRC)はつい先日、適格外国機関投資家(QFII)に関する新たな規則を発表。QFII の申請要件を緩和し、債券先物などにまで投資対象を拡大した。

こうした状況を踏まえ、安全資産の一部として中国国債の検討を勧めたい。米国債に対し長期の中国国債を推奨する。中国 10 年国債利回りの米国 10 年国債利回りに対するプレミアムは足元で 24 ベーシスポイント(bp)と、過去最高に迫る水準にある。

我々は中国 10 年国債の利回りが年末までに 3%程度に達し、2021 年 6 月までに約 3.2%に上昇するとみている。一方で、来年期の米国 10 年国債の利回りは 0.85%と小幅の上昇にとどまると見込む。世界的な景気減速が予想以上に長引いた場合、中国人民銀行にはまだ利下げの余地があるが、米連邦準備理事会(FRB)はすでにゼロ金利下限にある。よって、中国国債は金利収入のみならず、キャピタルゲインでも米国債を上回る可能性があると考えられる。

ここ数年で、中国銀行間債券市場(CIBM)ダイレクトやボンドコネク(債券通)などが開始され、オンショア人民元建て債券市場へのアクセスが改善されてきた。オンショア債券の 2 大ベンチマークである人民元建国債と政策銀行債の 1 日あたりの売買高はそれぞれ 230 億米ドル、530 億米ドルと、流動性も潤沢である。また、アクティブ運用やパッシブ運用のソリューションを用いたエクスポージャーをとることもできる。

オフショア人民元建て債券(いわゆる点心債)市場は、人民元建て債券への直接的なアクセスを提供する。だが、市場の規模はオンショア市場よりはるかに小さく、流動性も相対的に低い。一方、投資家の大半が償還まで債券を保有するため、オンショア人民元建て債券より変動が小さい。我々がカバーしている投資適格債券の利回りは 2~3%、ハイイールド債券は 5~7%であり、金利収入に適している。また、我々がカバーしている投資適格級のオフショア人民元建て債券も、利回りが米ドル建て債券を 150~200bp 上回る魅力的な水準にある。

オフショア投資家が中国の債券に投資する際には、米ドル/人民元の相場が重要になってくる。対米ドルの人民元は、5 月に底を打った後、新型コロナウイルス感染症からの中国の速やかな回復と米ドルの軟化に支えられて 6.6%上昇している(米ドル/人民元は 5 月の 7.17 に対し、足元では 6.72 で推移)。こうした急激な人民元高を背景に、オフショア人民元建て債券の年初来のリターンが米ドル換算で上昇している(+6.6%)。

一方、我々は、米ドル/人民元の 2020 年末と 2021 年末の予想を 6.70 としているため、米ドルベースで投資する投資家にとっては、オンショア、オフショアいずれの人民元建て債券についても、為替によるリターン押し上げ効果は目先であまり見込めないだろう。とはいえ、ここ数年間で米ドル/人民元が平均 4%程度のボラティリティで安定して推移していることを踏まえると、米ドル建て債券と比べた利回りの高さから、中国債券への投資に妙味があると考えられる。

## 深読み

# テクノロジー内での分散投資

Mark Haefele

グローバル・チーフ・インベストメント・オフィサー

米議会下院が 16 カ月にわたり米巨大テクノロジー企業 4 社に対して実施した反トラスト法に関する調査が先週終了したが、調査に当たった議員は 4 社を「石油王や鉄道王の時代の独占」になぞらえた。一方、英フィナンシャルタイムズ紙は、欧州連合(EU)がデータと競争に関するルール強化の対象とする巨大 IT 企業やプラットフォームのリストを作成していると報じている。

規制の強化は、企業にとって逆風になる恐れがある。449 ページに及ぶ下院報告書は、これらの企業が、自社で運営するマーケットプレイスにおいて自らが他の事業者と競合してビジネスを行うなど、競争原理に反した行為を行ってきたと指摘している。報告書は適切な是正措置については不透明な部分が残し、事業「分割」など厳しい措置には弾みが見つかなかった。

それより重要なのは、超大型株が株式の次の上昇のけん引役となるかどうかだと考える。世界の株式の次の上昇局面は、超大型のテクノロジー株に恩恵をもたらした「巣ごもり」需要よりも、「モアノーマル」のテーマにけん引される可能性が高く、次の上昇に備えた分散投資を推奨する。

我々はこうした展開を想定し、主に 3 つの戦略を提案する。

- **テクノロジー内での分散投資:** テクノロジー銘柄はバブルに陥ってはならず、増益見通しを踏まえると適正水準にあると考える。巨大企業の多くは引き続き有望とみている。しかし、グロース株は割高であることから、巨大 IT 企業へのエクスポージャーの一部を、コロナ禍で加速した他の長期テクノロジーのテーマに切り替えることを検討する時期に来ていると考える。我々は 5G イネーブラー企業とプラットフォームから恩恵を受ける企業を推奨する。この中にはスマートモビリティやクラウド、ゲームのリーダー企業、あるいは E コマース、フードデリバリー、旅行、検索、フィンテックサービスといった中国のデジタル経済銘柄が含まれる。

グリーンテクノロジーにも機会が見出せるだろう。EU は今後 7 年間で 1.85 兆ユーロ規模の財政刺激策を実施することに合意したが、この対策には 2050 年までに二酸化炭素(CO2)排出量を実質ゼロにする目標の達成が盛り込まれている。予算の 30% 以上は気候対策関連の投資と「グリーン」な経済成長に配分される。発電、運輸、資本財、建設(冷暖房)を中心にほとんどのセクターに大きな影響が予想される。これらのセクターが欧州の温室効果ガス排出の 80% を占めているからだ。グリーンテクノロジーのリーダー企業は多くの産業において長期的な投資機会を提供するだろう。

- **テクノロジー以外に分散投資:** 次の相場の上昇は、移動制限の段階的解除、ワクチン開発の進展、米国政治の動向に左右されると想定され、英国株式、米国の中型株、新興国のバリュー銘柄、世界の資本財株が有望と考える。教育、医療、消費者の嗜好に関する「Future of humans(人類の未来)」のテーマからも中長期の投資機会が見出せるだろう。
- **投資の継続:** 巨大テクノロジー銘柄のエクスポージャーの調整は、すべてを売却するという意味ではない。世界のテクノロジーセクターは、過去 5 年間に何度も調整局面に見舞われた。一般的には、天井から底まで 10-12% 下落した後、その後の 6 カ月で 20% 以上反発している。最近の相場変動で市場への参入に消極的な投資家もいるだろうが、模様眺めにより参入機会を逃し、相場の上昇を追いかける状況になりかねない。余剰キャッシュを一気に投資するのが通常は最良の戦略とされるが、米大統領選、米中対立、その他のリスクによって引き起こされる短期のボラティリティを利用し、規律ある段階的投資などの戦略によって長期のポジションを構築することも有効と考える。過剰なまでの市場離れで長期リターンを犠牲にすることがないように、自身の投資計画に従い投資を継続することを勧める。

## 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。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・アドバイザー株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号