

中国市場への投資

グローバル投資家への投資機会



2021年3月3日

Chief Investment Office GWM
Investment research

目次

05

なぜ中国か：
無視することのできない大国



09

中国株式：
多面的かつ急速に発展



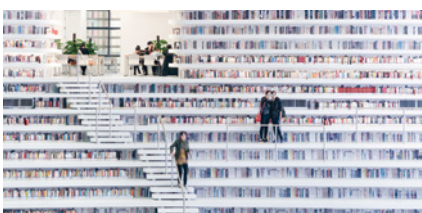
15

中国債券：
成長著しいオンショア市場



20

グローバル・ポートフォリオ：
中国は魅力的な分散投資対象



23

人民元：
短距離走ではなく、マラソンだ



26

様々な大きさの様々なリスク



29

最後に



中国市場への投資

Lead authors

Mark Haefele
Min Lan Tan
Solita Marcelli
Alejo Czerwonko
Jason Draho
Adrian Zuercher

Authors

Brennan Azevedo
Michael Gourd

Laura Kane
Lucy Qiu
Xingchen Yu
Michael Bolliger
Kiran Ganesh
Barbara Grünewald
Yifan Hu
Markus Irngartinger
Tilmann Kolb
Eva Lee
Teck Leng Tan
Chun-Lai Wu

Crystal Zhao
Editor
Abe De Ramos

Design
John Choi

Cover picture
Shutterstock (Pudong, Shanghai, China)

Publishing date
03 March 2021

本稿はUBS Switzerland AG、UBS AG Hong Kong Branch、UBS AG London Branch、UBS AG Singapore BranchおよびUBS Financial Services Inc. (UBS FS) が作成した“Investing in China: Opportunities for global investors” (2021年3月3日付)を翻訳・編集した日本語版として2021年4月8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。

中国市場への投資

中国経済は、この20年間で5倍の規模に成長し、世界第2位の経済大国となりました。中国の金融市場は国内経済の隆盛に長年後れをとってきましたが、今や急速にその差を縮めようとしています。その結果、世界の投資家は、この5年間で中国の金融資産にも資金を分散するようになってきました。しかしながら、世界の株式指数や債券指数に占める中国の割合に比較すると、グローバル投資家が保有する中国資産の割合は依然として非常に低い水準にとどまっています。

その理由の1つは、中国の投資機会が十分に理解されていないからです。本レポートは、中国への投資について分かりやすく説明し、投資家の皆様の不安を解消することを目的としています。まずはじめに株式市場と債券市場の投資機会について、規模や特徴、市場へのアクセス方法などをご紹介します。次に、人民元をはじめとする中国資産をグローバル・ポートフォリオに組み入れる最良の方法について解説します。最後に、中国への投資に当たって、マクロ経済上、規制上、地政学上どのようなリスクがあるかを検討します。

現在の経済環境の中で、中国への投資機会について理解し、ポートフォリオの資産配分を検討することは極めて重要です。アジアには世界で最も高い成長が期待できる市場がいくつもあります。その核となるのが中国であり、世界経済が低成長を続けている中において非常に有望な投資先と言えます。さらに、中国と米国はそれぞれ異なる経済、技術、政治モデルを追求しています。したがって、長期的に見れば、中国への投資はポートフォリオの分散にも寄与できると考えます。



Mark Haefele
Chief Investment Officer
UBS Global Wealth Management



Min Lan Tan
Head Chief Investment Office APAC
UBS Global Wealth Management

中国市場への投資
広州タワー
中国広東省広州市



なぜ中国が： 無視することのできない大国

長期的な成長機会が拡大

競合する2つの大国モデル

中国の経済と社会は、過去20年で目覚ましい発展を遂げてきた。あまりに急速に変化したため、中国に対する多くの投資家の見方は実態より何年分も遅れているかもしれない。中国は今や世界のGDPのおよそ20%、世界のGDP成長率の30%を占め、購買力平価換算では米国の経済規模をすでに上回っている(図表1)。経済の拡大ペースとあわせて生活水準も向上している。1日当たり5.5米ドル未満で生活している人口の割合は2000年には80%を超えていたが、今日では24%を下回っている。中所得者層は現在全人口のおよそ50%を占める。

この間に、中国の資産市場の規模と流動性も拡大してきた。株式市場の時価総額は2002年比で25倍となり、世界の時価総額合計の11%に近づいている(図表2)。中国の債券市場も、2000年の2,000億米ドルから2020年6月の15兆8,000億米ドル規模へと飛躍的な伸びを見せた。しかもその大部分は自国通貨建てで発行されている。中国人民幣元は、かつては

国際市場における認知度が低かったが、2019年には取引量が世界8位の通貨となり、各国中央銀行が保有する外貨準備通貨の一角を占めるまでに存在感が高まっている。

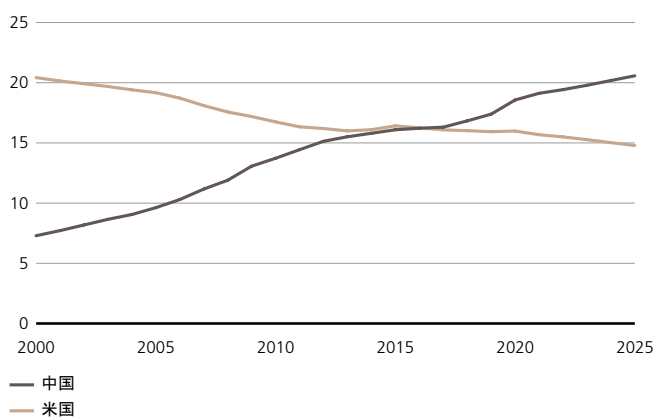
こうした経済、社会、金融市場の変化は、新型コロナウイルス危機によって一段と加速する様相を見せている。中国をはじめとする北アジア諸国は、新型コロナウイルスを比較的早期に封じ込めたため、経済はいち早く正常化し、今後も持続的な成長を達成する見通しが高い。よって、中国の株式と債券のリターンも今後数年間は先進諸国を上回ると我々は考えている。

相対的に高いリターンを見込めるということは、それだけでも中国資産の保有を増やす正当な理由になると考えられるが、この市場の魅力さをさらに高めているのは、経済の発展に伴う成長機会の規模だ。さらに、中国と米国との戦略的競争を背景に、中国に投資することで、単一の(米国の)経済モデルに依存していたポートフォリオの分散効果も期待できる。

図表1

経済的影響力が増大

購買力平価で換算した世界のGDP総額に占める中国の割合(%)、一部予想を含む



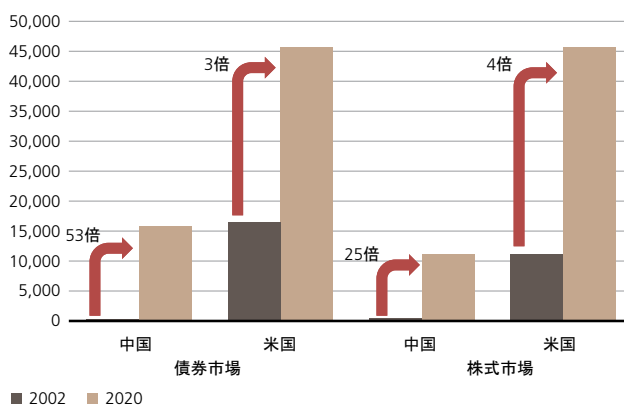
注: GDPは各国の自国通貨で算出されているため、データを比較する際は共通通貨に換算する必要があります。市場実勢レートを使用するか、もしくは購買力平価レート(ある国である価格で買える財・サービスが他国ならいくらで買えるかを示す交換レート)で換算する方法が一般的である。市場実勢レートで換算した場合、米国の経済規模は中国より大きくなるが、購買力平価で換算した場合には、中国の経済規模のほうが米国より大きくなる。

出所: 国際通貨基金 世界経済見通し、UBS、2020年10月現在

図表2

中国の投資機会が拡大

時価総額(株式)と名目発行残高(債券)(単位: 10億米ドル)



■ 2002 ■ 2020

出所: ブルームバーグ、国際決済銀行、UBS、2021年2月現在

長期的な成長機会が拡大

中国は単なる「安価な生産拠点」という位置づけから既に脱却している。中国は近年、イノベーション(技術革新)を国の中核に位置付け、テクノロジーの内製化に取り組んでいる。米国との貿易戦争によりこの野心はさらに強まり、今後長期に亘ってデジタル化、スマート化、グリーン化に一層注力していくだろう。

政府の新5カ年計画(2021~25年)では、テクノロジー面での海外依存度を低減する方針が明確に打ち出されている。研究開発費は米国の2倍のスピードで伸びており、「ユニコーン」(企業評価額が10億米ドルを超える未公開スタートアップ企業)の数では世界第2位を占める。これは2020年の新規株式公開(IPO)活動にも現れており、米中2カ国はIPOの件数と金額で他の地域を大きく引き離している(図表3)。

さらに、中国は今や世界で最も多くのスーパーコンピュータと産業用ロボットを有している。また、5G、人工知能(AI)、クラウド・コンピューティング、ビッグデータのような先進のインテグレーション技術によって、中国全土でインフラのスマート化が進んでいる。

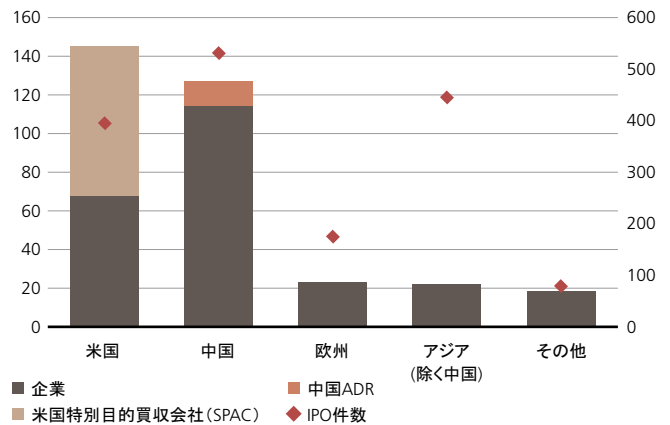
インフラのデジタル化は、2060年までのカーボン・ニュートラル実現という中国の野心的な気候変動目標と密接に結びついている。デジタル化は、エネルギー効率を高め、再生可能エネルギーと電気自動車への移行を促進する。現在、中国では製造強国を目指す一環として様々なグリーンフィールド(新規開発)投資が進行しており、それと並行して、炭素中心の燃料から脱却したエネルギーシステムの変革が一気に進むだろう。環境問題への野心的な取り組みにより、2025年までに太陽光発電施設は倍増、風力発電施設は40%増大し、電気自動車の生産台数は5倍に拡大すると我々は予想する。とりわけ中国は電気自動車用電池技術が進んでおり、しかもこの分野は供給が限られているため、海外市場に進出する道も開かれるだろう。

最後に、中国は小売業と金融業のデジタル・ディスラプション(デジタルテクノロジーによる破壊的イノベーション)でも他国をリードしている。世界のEコマース市場におけるシェアは現在57%で、市場調査会社のeMarketerによると、中国のEC化率は現在の37%から2023年には64%へとさらに上昇する見込みだ。国内の巨大Eコマース企業は、オンライン・マーケットプレイス、オンライン決済、金融サービス、物流、動画およびコンテンツ、クラウド・サービス等、多種多様なサービスを提供している。さらに、中国はキャッシュレス社会への移行でも世界をリードしており、中国の2大モバイル決済サービスのユーザー数はそれぞれ5億人、9億人を超えている。また、中国は間もなく、初めてデジタル通貨を本格導入する主要国となる見通しであり、決済技術のグローバル・リーダーとしての存在感を高めている。デジタル人民元(e-yuan)は、ビットコインなどの分散型暗号資産とは全く異なり、中国人民銀行(中央銀行)が発行する通貨である。こうした展開は、電子決済技術で世界をリードする

図表3

2020年の世界のIPOは米国と中国がけん引

金額(単位:10億米ドル)(棒グラフ、左軸)、IPO件数(赤点、右軸)



出所:ブルームバーグ、UBS、2020年12月31日現在

中国のインターネット・プラットフォーム企業、一部の銀行、世界的なフィンテック大手等に対する我々の強気の見方を裏付けている。

競合する2つの大国モデル

現在の世界秩序は第二次世界大戦後に確立されたもので、国際連合とブレトンウッズ体制の構築のもとに世界銀行や国際通貨基金(IMF)など米国中心の国際機関が創設された。その後数十年にわたって、米国は圧倒的なグローバル・リーダーとしての地位を維持してきた。だが、次ページのデータが示すように、世界の秩序は変化しており、米国は今やスポットライトの一部を中国と分け合わざるを得ない。

こうした国際環境の変化を踏まえると、米中両国が衝突する局面がここ数年増えてきたことも何ら不思議ではない。米政治学者グレーム・アリソン教授が『Destined for War: Can America and China Escape Thucydides's Trap?』(邦訳『米中戦争前夜— 新旧大国を衝突させる歴史の法則と回避のシナリオ』)で指摘した通り、過去を振り返ると経済的、地政学的に地位を確立した大国が新興の競合勢力に直面すると対立が生まれ、それが紛争に発展することもたびたびあった。

米国が今後世界のリーダーとしての地位を堅持できるのか、それとも中国がその座を奪うのかを現段階で予測することは不可能だ。第3の可能性として、米中がそれぞれ異なる経済的、技術的モデルを追求し、時に協力し、時に競合しながら両者が共存する道も考えられる。両国とも今後数年間で自国の力と影響力を試していくことになる。投資家はどのような結果になろうとも、それに耐えられる強固なポートフォリオを構築すべきだろう。急速に変貌する世界における中国の経済、政治、金融市場に占める位置づけを考慮しながら、中国への資産配分を検討していくことが重要になると考える。

米中の比較

米国



名目GDP
20.8兆米ドル



GDPの世界シェア(購買力平価換算)
16%



GDP成長率の世界シェア(購買力平価換算)
14%



人口
3億3,000万人



軍事費(対GDP比、%)
3.4%



研究開発支出の年平均伸び率(2013~2018年)
5%



ユニコーン企業数(時価総額10億米ドル超)
233社



産業用ロボットの保有台数
29万3,000台



スーパーコンピューターの保有台数
113台

中国



名目GDP
14.9兆米ドル



GDPの世界シェア(購買力平価換算)
19%



GDP成長率の世界シェア(購買力平価換算)
30%



人口
14億400万人



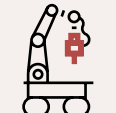
軍事費(対GDP比、%)
1.9%



研究開発支出の年平均伸び率(2013~2018年)
10.6%



ユニコーン企業数(時価総額10億米ドル超)
227社



産業用ロボットの保有台数
78万3,000台



スーパーコンピューターの保有台数
214台

中国市場への投資
コーラルシェルブリッジ
中国山東省青島市



中国株式： 多面的かつ急速に発展

オンショア株式市場：A株市場

オフショア株式市場：
H株とADR(米国預託証券)

特徴が異なるさまざまな株式指数

中国A株の指数への採用

投資家の市場参加：
投資家タイプとその変化

中国株式への投資方法

中国株式市場は潜在的リターンが高く、市場へのアクセスも改善されつつあることから、外国人投資家の関心が高まっている。しかし、中国株式市場の仕組みは複雑で、経験豊富な投資家でさえ十分に理解しているとは言えない。中国の株式は、オンショア株式(中国本土証券取引所に上場している株式)とオフショア株式(香港証券取引所上場株式とADR(米国預託証券))で構成され、全体の時価総額は19兆米ドルを超える。中国本土には特徴が異なる2つの証券取引所があり、いずれかの取引所、または2つの取引所にまたがる株価指数が数多くある。中国株式市場はこのわずか5年の間に急激に変化し、株価指数の銘柄構成も大きく変わっている。

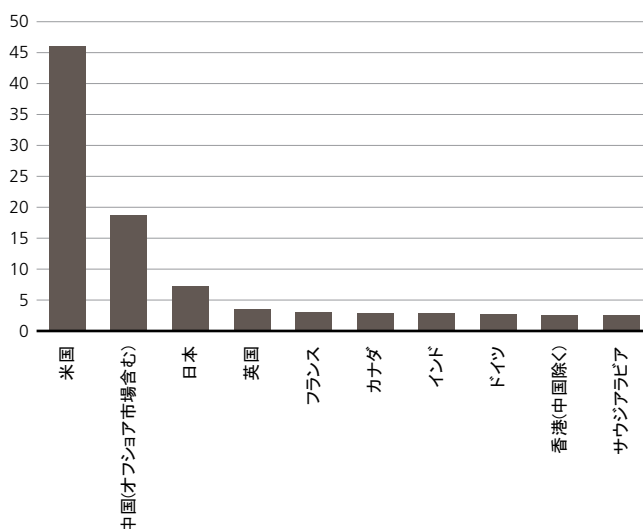
中国株式市場は複雑だが、図表4に示したように、その構成に沿って見てみるとわかりやすい。中国株式市場はまずオンショア市場とオフショア市場に分けられ、さらに複数の証券取引所に分かれている。各市場ごとに代表的な株価指数があり、比重の高いセクターやスタイル、主体となる投資家タイプなどが異なる。

中国市場全体を合わせると、全上場企業の時価総額は米国に次いで世界第2位となり、第3位の日本市場の時価総額の2倍を超える(図表5)。中国には今や世界最大級の企業がいくつも存在し、そのうち9社は時価総額が1,000億米ドルを超えている。

図表5

中国の株式市場は世界第2位

時価総額に基づく世界の上位10市場(単位:1兆米ドル)



出所:ブルームバーグ、UBS、2021年2月現在

図表4

中国株式市場の構成と代表的な株式指数

中国株式市場全体 MSCIオール・チャイナ	構成比率の高いセクター	時価総額 (単位:10億米ドル)	通貨	主たる投資家
オンショア MSCI中国A株/CSI 300 オフショア MSCI中国* (*一部A株を含む)	上海 SHCOMP	金融、国有企業	7,300	人民元
	深圳 SZCOMP	情報技術、ヘルスケア	5,500	人民元
	香港 HSCEI/HSI	金融、国有企業	5,000	香港ドル
	その他(主に米国) MSCIチャイナ・オーバーシーズ	インターネット、消費財	2,000	米ドル
				売買は個人投資家、保有は機関投資家が主 大半が機関投資家

出所:ブルームバーグ、UBS、2021年2月19日現在

オンショア株式市場:A株市場

中国のオンショア株式市場は、一般に「A株市場」と呼ばれている。現在A株は上海証券取引所と深圳証券取引所の2つの市場で取引されており、規模、上場基準、セクターの構成比率に違いがある。上海証券取引所は主板(メインボード)と科創板(スターボード)で構成されている。科創板は2019年に開設されたハイテク新興企業向けの株式取引所で、市場本位の値付けやIPO(新規株式上場)に登録制を採用するなど、国際基準に近い資本市場改革モデルの試験的プラットフォームとしての役割も担う。一方、深圳証券取引所は主板(メインボード)、中小企業板(SME)、創業板(ChiNext)で構成されている。創業板は10年前に設立されたハイテク等ベンチャー企業向け取引所で、中国版ナスダックとも呼ばれている。上海、深圳両市場を合わせるとA株市場の構成銘柄数は約4,100で、「B株市場」(外貨建てで取引される株式で、市場規模はA株より小さい)と合わせると、時価総額約12兆米ドルを有する世界第2位の株式市場となる。

オンショア株式市場:H株およびADR(米国預託証券)

A株と対比される「H株」は、中国本土企業が香港証券取引所に上場し発行する銘柄を指す。H株は2020年12月時点で291銘柄あり、時価総額は5兆米ドルに上る。この内176銘柄は、中国政府系資本を主とし、香港など中国本土以外の地で登記されている「レッドチップ」に分類されている。オフショア市場には、ADR(米国預託証券)を中心に、国外の証券取引所に上場し取引される銘柄も含まれる。現在、149銘柄の中国ADRがニューヨーク証券取引所で取引されており、時価総額は約2兆米ドルに上る。

特徴が異なるさまざまな株式指数

A株市場の主要株式指数には、上海総合指数(SHCOMP)、深圳総合指数(SZCOMP)、そして上海・深圳の両市場を対象とするCSI300指数(SHSZ300)の3つがある。上海総合指数は、金融セクターのウェイトが最も高く、約26%を占める(図表6)。一方、深圳総合指数は、消費財、ヘルスケア、教育、

図表6

各種中国株式指数のセクター構成比率

(%)

	オンショア			オフショア		オフショア+オンショア
	上海総合指数	深圳総合指数	CSI300指数	ハンセン中国企業株指数	香港ハンセン株価指数	MSCI中国指数
	中国本土	中国本土	中国本土	中国本土	中国本土+香港	中国本土+香港+その他
一般消費財・サービス	7.7	11.2	10.0	20.3	16.5	36.0
生活必需品	12.7	12.6	16.2	5.0	2.3	4.3
コミュニケーション・サービス	1.4	2.9	1.8	15.8	13.1	20.7
エネルギー	4.6	0.7	1.1	3.7	2.5	1.6
金融	26.0	5.5	25.4	31.4	41.9	12.9
銀行	15.5	2.1	12.2	21.1	20.5	7.3
保険	5.2	0.1	5.6	10.3	16.1	4.0
その他金融	5.4	3.3	7.6	-	5.3	1.6
ヘルスケア	7.0	13.4	9.6	4.3	4.7	6.8
資本財・サービス	15.2	17.4	10.8	1.4	3.8	4.3
情報技術	10.0	20.1	14.0	7.9	5.0	6.0
素材	9.7	11.9	6.9	0.8	-	2.1
不動産	2.6	2.5	2.7	6.2	7.1	3.5
公益事業	3.1	1.2	1.5	3.2	3.1	1.8

出所:ブルームバーグ、JP モルガン、UBS、2021年2月現在

情報技術など「ニューエコノミー」銘柄のウェイトが高く、情報技術セクターは指数の20%超を占める。CSI300指数は、オンショア株式の内、時価総額上位300銘柄(上海証券取引所186銘柄、深圳証券取引所114銘柄)で構成され、セクター別では金融(25%)、生活必需品(16%)、情報技術(14%)のウェイトが高い。A株市場は内需関連セクターのウェイトが高く、国内投資家を中心であることから、国内の景気および金融政策サイクルに対する感応度がADRよりも高い傾向がある。

オフショア株式の主要指数としては、香港証券取引所に上場している本土株のみを対象とするハンセン中国企業株指数(HSCEI)と、本土株と香港株の双方を対象とする香港ハンセン株価指数が挙げられる。また、外国人投資家が参照するMSCI中国指数はオフショア株式(88%)とA株(12%)の双方を対象とする。オフショア株式指数のセクターは、一般消費財・サービス

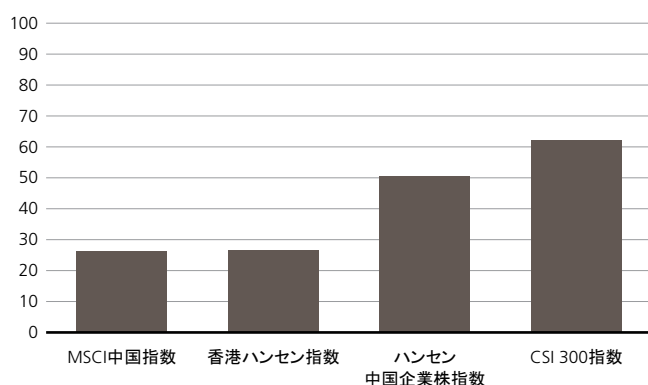
とコミュニケーション・サービスのウェイトが高く、コミュニケーション・サービスには長期的な成長ポテンシャルが高く、コーポレートガバナンス基準が高い超大型インターネット銘柄が含まれる。

オンショア株式指数とオフショア株式指数の2つの大きな違いは、国有企業のウェイトとその株価水準である。国有企業の民間企業に対する相対ウェイトは、オンショア株式指数の方がオフショア株式指数よりもかなり高い(図表7)。例えば、国有企業の時価総額によるウェイトはCSI300指数が62%であるのに対してMSCI中国指数は26%にとどまる。バリュエーションは、オンショア市場とオフショア市場に重複上場する銘柄の場合、主たる投資家の構成が異なるため、A株の株価水準のほうがH株よりも割高になる傾向がある。2014年以降のこのA-H価格差は平均で25%を超えている(図表8)。

図表7

オンショア市場の大半を国有企業が占める

各種オフショアおよびオンショア株式指数に占める国有企業の割合(時価総額ベース、%)



出所:ブルームバーグ、UBS、2021年2月現在

図表8

A株はH株よりも割高な株価水準で取り引きされてきた

ハンセン・ストックコネクト・チャイナA-Hプレミアム指数



注: 基準値=100。数字が高いほどA株のH株に対するバリュエーション・プレミアムが高いことを示す。
出所:ブルームバーグ、UBS、2021年2月17日現在

中国A株の指数への採用

中国株式市場への外国人投資家の参加が容易になったことや、同市場の重要性が高まってきたことから、世界的な指数提供会社の多くが2018年にA株を主要株式指数に採用し始めた。中国が市場開放を続けていることから、世界的な指数提供会社はA株のさらなる組み入れを検討するものと予想される。仮にMSCIが全てのA株を現在の株価でベンチマーク指数に組み入れた場合、中国のウェイトはMSCI新興国指数(図表9)で約50%(現在40%)、MSCIオール・カンントリー・ワールド指数(図表10)で約8%(現在5.5%)となる。

投資家の市場参加:投資家タイプとその変化

オンショア株式市場とオフショア株式市場に参加する投資家のタイプは大きく異なる。上海証券取引所の1日の平均取引高では、80%強を個人投資家が占め、残りを機関投資家が占めている(図表11)。このためオンショア株式市場はボラティリティ(価格変動率)が高くなりやすい。一方、香港証券取引所の総取引高では、機関投資家が50%強を占め、個人投資家は約20%にとどまる。

規制改革により保険会社、資産運用会社、年金基金、ミューチュアルファンド、その他の機関投資家による株式の保有拡大が促されていることから、オンショア株式市場への機関投資家の参加は今後徐々に増えると予想する。市場全体の時価総額に占める機関投資家の保有比率は、2012年の30%から2019年には50%を超える水準まで上昇した(図表12)。

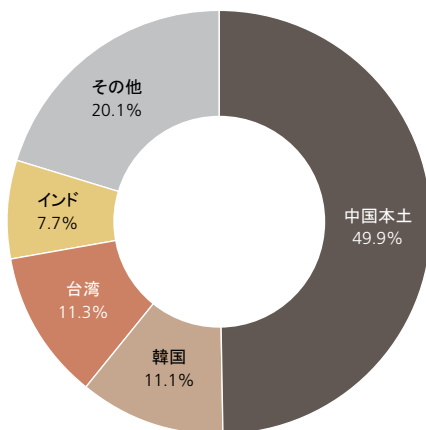


中国には今や世界最大級の企業がいくつも存在する。

図表9

A株を全て組み入れた場合、中国はMSCI新興国指数の約半分を占める

中国A株を100%含めた場合のMSCI新興国指数の国別構成比率(現在の時価総額ベース、推定)

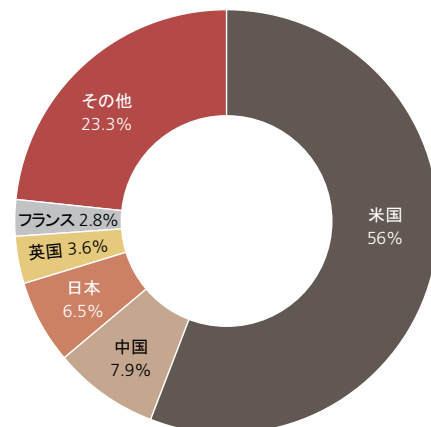


出所: MSCI、UBS、2021年2月4日現在

図表10

A株を全て組み入れた場合、中国の構成比率はMSCIオール・カンントリー・ワールド指数(ACWI)で2番目に高い

中国A株を100%含めた場合のMSCI ACWI指数の国別構成比率(現在の時価総額ベース、推定)

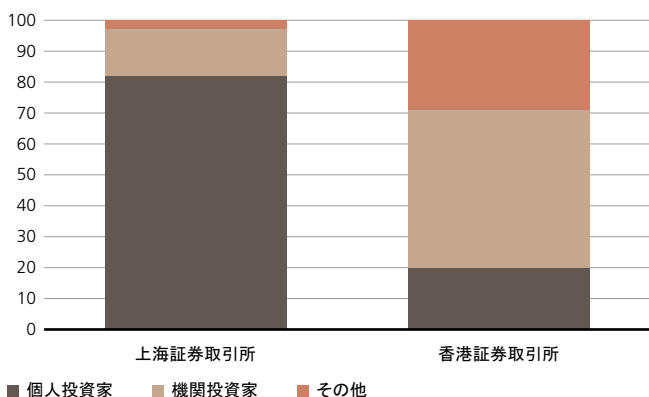


出所: MSCI、UBS、2021年2月4日現在

図表11

オンショア株式の投資主体は依然個人投資家が中心

上海証券取引所と香港証券取引所における投資主体の内訳(取引高に基づく、%)

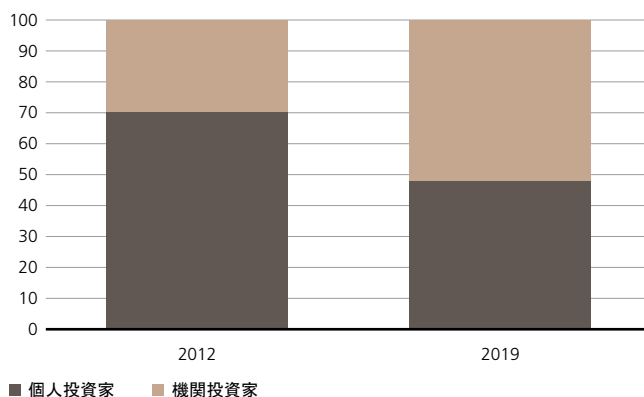


出所: 上海証券取引所、香港証券取引所、UBS、2021年1月現在

図表12

オンショア市場に占める機関投資家の割合は上昇

上海証券取引所の全時価総額に占める投資家タイプの割合(%)



出所: 上海証券取引所、Wind、JPモルガン、UBS、2021年2月現在

中国株式への投資方法

これまで外国人投資家の中国株式の取引はごく一部に制限されてきたが、近年、市場参加が容易になりつつある。外国人投資家は、個別銘柄の購入、あるいは様々なアクティブ・ファンドやパッシブ・ファンドへの投資を通じて、H株およびADRに投資することができる。A株については、世界的な主要株式指数における段階的なウェイトの引き上げが奏功し、足元、外国人投資家はファンドを通じて従来よりも容易にオンショア株式の保有を増やすことができる。

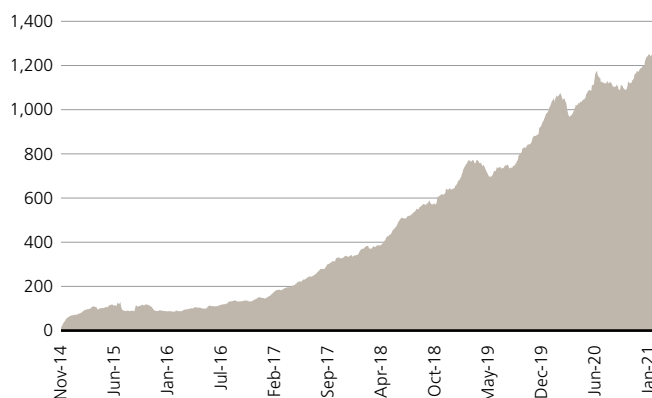
A株に直接アクセスする方法としては、ストックコネクト制度(中国本土・香港間の相互株式取引・決済制度)の「ノースバウンド(本土外投資家による香港からのA株取引)」と、適格外国機関投資家(QFII)／人民元適格外国機関投資家(RQFII)制度が挙げられる。後者は機関投資家を対象とした制度であり、登録が必要である。一方、ストックコネクト制度は機関投資家と個人投資家の双方が参加することができる。

2014年11月に導入されたストックコネクトは、当初、上海証券取引所と香港証券取引所を結ぶ制度として始まり、その後、2016年12月に深圳証券取引所と香港証券取引所が繋がれた。本土外の投資家も、投資可能なオンショア株式の取引を行うにあたって免許や投資枠割当承認の申請を行う必要がない。このため、2014年以降のストックコネクトのノースバウンドによる資金流入額は1兆2,500億元に達した(図表13)。

図表13

オフショア投資家の中でオンショア市場に対する関心が増大

中国ストックコネクトのノースバウンド(香港→上海・深圳取引所)への資金流入額(単位:10億人民元)



出所: ブルームバーグ、Wind、JPモルガン、UBS、2021年1月現在

中国市場への投資
中国の旧正月(春節)



中国債券： 成長著しいオンショア市場

市場構成:政府と企業がオンショア市場の成長をけん引

市場の成熟化を示唆する複数の兆候

グリーンボンド市場における高いシェア

アクセスが少ない市場

中国債券市場もまた、無視することのできない市場となった。中国債券市場は2010年以降、5倍の規模に成長し、発行残高は足元16兆米ドルを超えている。これは米国債券市場の45兆米ドルに次ぐ世界第2位の規模であり、今後さらなる成長の余地もある(図表14)。債券市場は中国株式市場と並行して急速に成長している。双方の市場構造は似ているが、重要な違いもある。中国債券市場にもオンショア市場とオフショア市場があるが、オンショア市場のほうがオフショア市場よりも規模が大きい。発行体は主に政府系、金融会社、企業の3つのタイプに分けられるが、政府と金融会社が過去5年にわたり市場の成長を大きくけん引してきた。また、市場開放、指数への採用、流動性の改善がプラス材料となり、グローバル投資家の中国債券への投資が活発化してきた。一方で、債券市場の拡大により、高水準の債務残高が中国経済のシステムリスク(金融システムの連鎖的崩壊リスク)を招く可能性があるとの懸念も高まった。

市場構成:政府と企業がオンショア市場の成長をけん引

人民元建て債券を発行する中国発行体で構成されるオンショア債券市場は、中国債券の総発行残高約16兆米ドルの95%を占める(図表15)。政府債が最大のセグメントであり、さらに中国国債(CGB)、政策銀行債(チャイナボンド金融債指数を指標とする)、地方政府債(LGB)に細分化される。中国国債は財政部が発行し、年限が3カ月から50年に及ぶなど米国国債に類似する。国家開発銀行、中国輸出入銀行、中国農業発展銀行の政策銀行3行が発行する債券は準国債と見做され、利回りは中国国債の利回りを若干上回る。地方政府債は省政府および市政府によって発行され、一般債(60%)と特別債(40%)がある。一般債は地方政府の一般会計赤字を賄う目的で発行され、特別債はインフラ関連を中心とした特定プロジェクトの資金調達に充当される。地方政府債は中央政府の明示的な保証がついていないが、暗黙の支援が受けられると認識されており、中国国債に対して若干金利が上乘せられている。

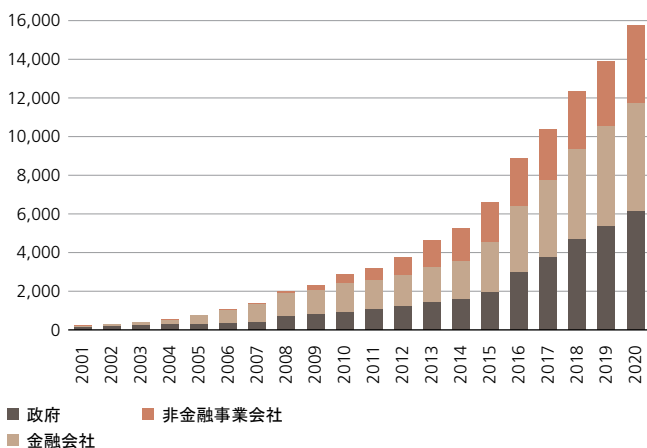
社債は国有企業または民間企業によって発行される。国有企業のカテゴリには、地方政府が資金調達目的で設立した傘下の投資会社である融資平台(LGFV)が発行する債券が含まれる。融資平台の債券は、多くの場合、地方政府による暗黙の保証を受けているものと認識されている。

中国債券市場の残りの5%は、米ドル建てのオフショア債券(6,000億米ドル)が大半を占める。オフショア債券の大部分は国有企業および金融機関によって発行され、そのほとんどが優良発行体が投資家層の分散を目的として発行する投資適格債である。一方、ハイイールド債の発行体は、大半が不動産開発企業である。その他の市場セグメントとして、いわゆる点心債(中国本土外で取引されるオフショア人民元建て債券)、そしてパンダ債が挙げられる。点心債は、本土企業または外国企業によって香港で発行される債券で、大半が投資適格債である。パンダ債は中国本土で外国企業によって発行されるオンショア人民元建て債券で、主に中国で事業を行う外国企業の現地子会社に利用される。オンショア債券市場の対外開放が進み、幅広い投資家層へのアクセスも広がってきたことから、パンダ債市場はここ数年の間に200億米ドルまで拡大しており、オフショア人民元建て債券よりも高い成長が続くと予想される。

図表14

中国債券市場は20年でほぼゼロから16兆米ドルへ

債券発行残高(単位:10億米ドル)



出所:国際決済銀行、ブルームバーグ、UBS、2021年2月現在

図表15

中国債券市場の分類

市場の通称	発行体	通貨*	市場規模	指数	主な市場参加者
中国オンショア債券	中国の政府や金融機関が主	オンショア人民元	16兆米ドル	ChinaBond総合債券指数	中国国内銀行および金融仲介機関
中国オフショア債券	中国の政府、国有企業、投資適格級企業が主	米ドル	6,000億米ドル	Markit iBoxxアジア・ローカル・ボンド指数(ALBI) 中国オフショア指数	世界の投資家
点心債	中国の政府、国有企業、投資適格級企業が主	オフショア人民元	900億米ドル	ICE BofA Dim Sum (中国オフショア) ブロード・マーケット指数	世界の投資家
	外国大企業が主	オフショア人民元			
パンダ債	外国大企業が主	オンショア人民元	200億米ドル	該当なし	中国国内銀行および金融仲介機関

* オンショア人民元は中国本土で流通する人民元、オフショア人民元は中国本土外で流通する人民元を指す。詳細については本書の通貨セクションを参照のこと。

出所: ブルームバーグ、JP Morgan、UBS、2021年2月現在

市場の成熟化を示唆する複数の兆候

過去5年にわたる急速な拡大に加え、中国債券市場はグローバル投資家にとってより魅力的な市場へと進化し、成長の勢いを加速させた。

信用格付け: 2018年まで、オンショア債券の信用格付けは国内の格付け機関1社が提供していた。その後、規制緩和により市場アクセスが容易になると、スタンダード&プアーズ、フィッチ、ムーディーズなど国際的な格付け機関に中国債券の格付けを行うための中国子会社の設立が認められた。2019年に発行されたフィッチのレポートによると、国内格付け機関と外国格付け機関の格付けには大きな乖離が見られた。しかし、実績あるグローバル格付け機関を受け入れたことは重要な第一歩である。外国人投資家は国際標準的な格付けに基づき発行体のリスク評価を行うことが可能になった。

デフォルト率(債務不履行率): 中国債券市場成熟化のもう一つの兆候は、一見矛盾するように聞こえるかもしれないが、デフォルト率の上昇である。中国のデフォルト率は足元1.3%と他地域に比べると依然として低い水準にある。しかし、これま

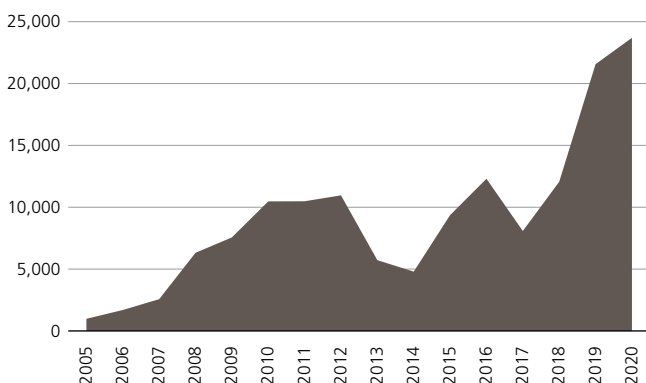
での著しく低いデフォルト率は、政府による破綻企業の救済措置が背景にあった。政府による全面的な支援は効率的な資金配分を歪めるものであり、またクレジット・スプレッドが本来のリスクを示さないことになる。従って、足元のデフォルト率の上昇は、システミックリスク抑制のための政府の過剰債務削減努力と、地方政府のデフォルトに対する許容度の高まりを映したものだと思われる。換言すれば、政府は直接の介入を減らし、市場による自律調節を容認しつつあるといえる。今般の破産法や会社整理手続きの見直し・改正は、中国債券市場のさらなる成熟化を示唆するものと思われる。国内格付け機関による格付けには差がなくても、クレジット・スプレッド(信用力の差に基づく利回り差)を検証することで、市場参加者は、同一格付けを有する発行体の信用力格差を見極めることが可能になる。

市場流動性環境: 取引額の著しい増大からわかるように、流動性も、特に過去4年間で改善した(図表16)。直近の売買回転率(年間取引額÷平均残高)は1.5倍近くに達し、その増大分の大半を中国国債が占めた。中国国債の2020年10月の1日当たりの取引額は200億米ドルを超えている。

図表16

債券取引額は増大

年間取引額(単位:10億米ドル)



出所:チャイナボンド、UBS、2021年2月現在

指数への組み入れ: 大手指数提供会社が中国債券のウェイトを引き上げると、グローバル投資家も中国債券への配分を高めるようになった。中国国債と政策銀行債は多くの世界債券指数にすでに組み入れられており、5兆米ドルを超える資産がそれらの指数をベンチマークとしている(図表17)。来年にはこの組み入れ比率はさらに拡大する見込みである。FTSEは、今年10月から12カ月間で中国国債を世界国債指数(WGBI)に段階的に組み入れる予定である。WGBIに連動する運用資産は2~3兆米ドルと推定され、中国のウェイトを5%程度とすると、中国国債市場には約1,000億~1,500億米ドルの資金流入が見込まれる。

グリーンボンド市場における高いシェア

規模が大きく、取引が活発なグリーンボンド市場も、グローバル投資家にとっていまだ手付かずの投資機会である。中国グリーンボンド市場は2020年12月時点で1,650億米ドルに達し、世界第2位の規模となっている。国際標準に沿った2020年のタクソミー(持続可能な経済活動の分類基準)改定も、投資家が幅広い投資機会と利回り向上のために中国グリーンボンド市場を検討するきっかけとなった。

図表17

各種指数は中国債券をすでに採用

世界の債券指数における中国の構成比率(%)

指数	構成比率
JPモルガン・アジア・クレジット指数 (JACI)	50.8%
ブルームバーグ・バークレイズ世界総合債券指数	7.4%
JPモルガン新興国社債ブロード・ダイバーシファイド指数 (CEMBI)	7.2%
JPモルガン新興国債券ブロード・ダイバーシファイド指数 (EMBI)	4.3%
FTSE 世界国債指数 (WGBI)	未定

出所:JPモルガン、ブルームバーグ、FTSE、UBS、2021年2月現在

アクセスが少ない市場

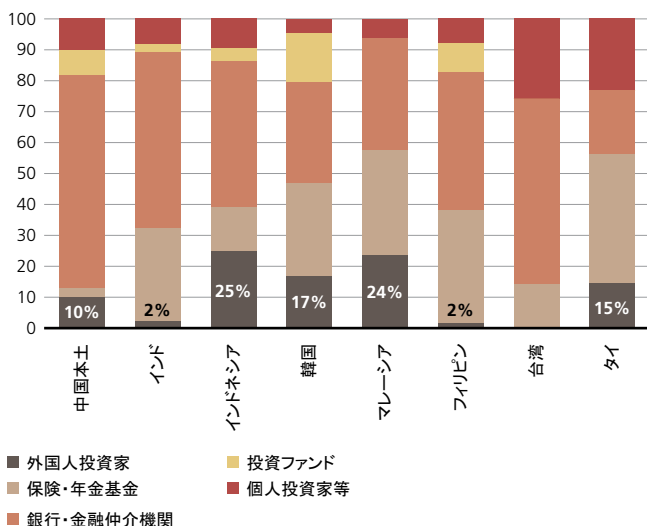
中国債券市場に投資するにあたっては、いくつかの選択肢がある。最も容易な方法は、前述の指数をベンチマークとするパッシブ・ファンドまたはアクティブ・ファンドに投資することである。こうしたファンドはまだ数は少ないものの着実に増えている。例えば、JPモルガン・アジア・クレジット指数(JACI)は約50%が米ドル建て中国債券である。

中国債券市場の中でもとりわけ投資妙味が高いのは、最近まで対外開放が進んでいなかったオンショア市場である。外国人投資家の関心が最も高いのは、流動性があり、信用の質も高いとされる中国国債である。外国人投資家の中国国債の保有比率は、他のアジア(資本市場自体がかなり小さい)の国債に比べると非常に低く(図表18)、中国オンショア市場における外国人投資家の保有率は3%にとどまっている。しかし、比率はなお低いものの、オンショア債券市場には資金が大量に流入している。2020年は1,650億米ドルが流入し、外国人投資家の保有総額は5,000億米ドルに達し、ボンドコネク(中国本土と香港間の債券相互取引)が導入された2017年前半の水準から5倍近く増加した(図表19)。

図表18

外国人投資家による中国国債の保有比率はまだわずか

アジア諸国の国債における投資主体別内訳(%)

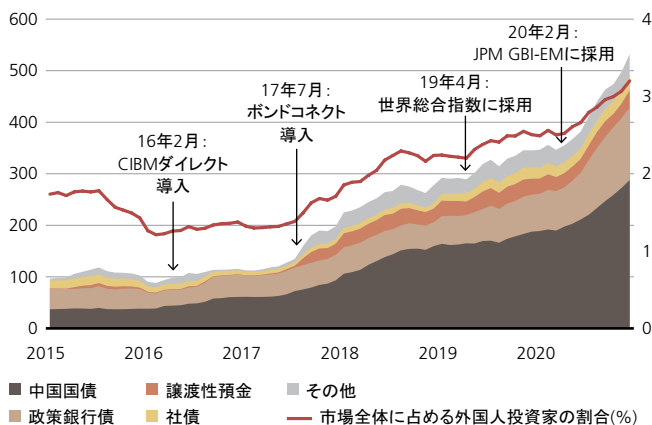


出所:JPモルガン、UBS、2021年1月現在

図表19

外国人投資家による中国債券保有比率が上昇

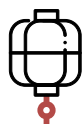
債券種別ごとの外国人投資家比率(単位:10億米ドル、左軸)
中国債券市場全体における外国人投資家比率(%、右軸)



注: CIBM=中国銀行間債券市場
出所:Wind、UBS、2021年1月現在

規制環境の変化も、グローバル投資家が中国債券の保有を増やした理由の1つである。金融規制緩和は適格外国機関投資家(QFII)制度の導入(2002年)から始まった。これは特定の条件の下、海外の機関投資家に中国オンショア市場への投資を認可する制度である。その後2017年にはボンドコネクトが導入され、多様な外国人投資家がアクセスできるようになった。

こうした市場環境の整備により、中国債券市場はグローバル投資家にとってアクセスが改善しつつあると考える。中国は今後も段階的に債券市場を開放し、一部市場セグメントにみられる流動性の低さ、信用格付けの国際標準との乖離、ヘッジ手段としてのデリバティブの不足、低い透明性、資本規制などを巡る根強い課題に対処していくものとみている。



規模が大きく、取引が活発なグリーンボンド市場は、グローバル投資家にとっていまだ手付かずの投資機会である。中国グリーンボンド市場は2020年12月時点で1,650億米ドルに達し、世界第2位の規模となっている。

中国市場への投資
天津滨海図書館
中国天津市滨海新区



グローバル・ポートフォリオ： 中国は魅力的な分散投資対象

株式：グロース株とディフェンシブ株の
比率が高い分散市場

債券：質が高く、他市場との相関が低い
利回り

グローバル投資家にとって、急速に拡大する中国の株式市場と債券市場へのアクセス改善は、新たな投資機会だけでなく、ポートフォリオにプラスの効果をもたらす可能性もある。内需主導型経済および先進国と協調しない独自路線の金融政策により、多くの場合、中国の景気および金利サイクルは主要先進国との連動性が低い。よって、中国資産をグローバル・ポートフォリオに組み入れることにより、分散効果が期待できる。例えば、米国経済がトレンドを上回って成長したことから、米連邦準備理事会(FRB)は2018年に100ベースポイント(bp)の利上げを行った。一方、中国人民銀行(中央銀行)は、中国経済が鈍化したことから預金準備率を250bp引き下げた。その結果、米国の債券利回りは上昇し、中国の債券利回りは急低下した。

ポートフォリオ構築の視点から中国資産を見る場合、予想されるリスク・リターン特性が焦点となる。その点では、中国株式と中国債券は共にグローバル・ポートフォリオに付加価値をもたらすことができる特性を備えていると考える。

株式：グロース株とディフェンシブ株の比率が高い分散市場
中国株式市場の急速な構造変化は、市場内のセクターおよびスタイルの構成にも顕著に表れ、その結果、リスク・リターン特性も変化した。10年前は、金融、資本財セクターなど景気循環セクターとバリュー(割安)・セクターのウェイトが高かった。これは中国が工業化と輸出主導型成長への投資に重点を置いていたことを反映している。だが、近年、その構成は大きく変わり、一般消費財とコミュニケーション・サービスが最大のセクターとなった。この両セクターには超大型インターネット／テクノロジー企業が含まれる(図表20)。

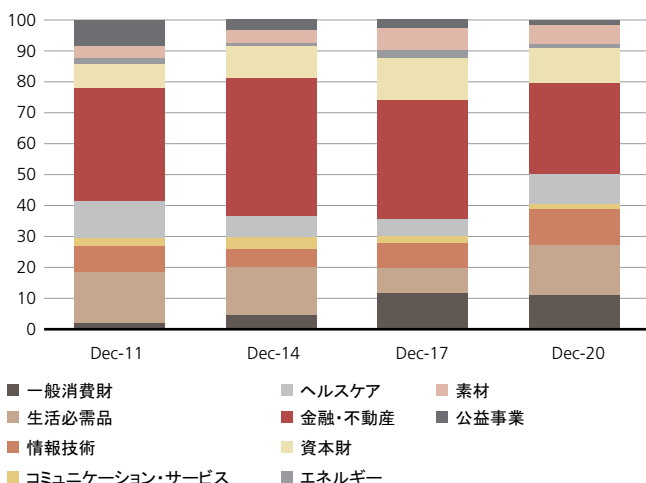
そのため、中国株式、特にMSCI中国指数は、グロース株(成長株)のウェイトが高く、ディフェンシブ株(景気変動の影響を受けにくい株)のウェイトもやや高い(図表21)。また中国上場企業の収益の85%超が国内で、輸出に依存してきた過去とは大きく様変わりしている。

図表20

株式セクター比率はオールドエコノミーからニューエコノミーへシフト

オンショア市場ではいまだ金融セクターが最大

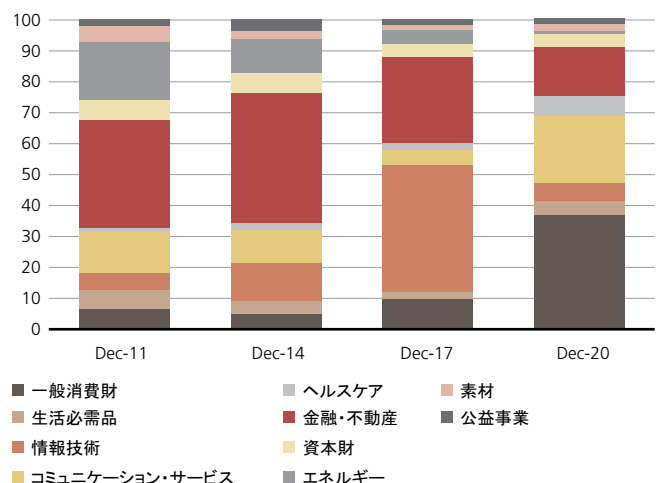
CSI 300指数のセクター比率の推移(%)



出所：ブルームバーグ、UBS、2021年2月現在

MSCI中国指数では一般消費財の構成比率が拡大

MSCI中国指数のセクター比率の推移(%)



出所：ブルームバーグ、UBS、2021年2月現在

中国株式市場のセクターおよびスタイルの比重は米国市場と似ている。米国株式も過去10年の間にグロース株およびグロース・セクターのウェイトが大きく高まった。米国と中国の株式市場は、他国のように2~3のセクターが大きなウェイトを占めるのではなく、セクター比率がかなり分散されているという点でも類似している。

今後数年の中国株式の期待リターンについて、米国や他の先進国株式を大きく上回る年率約10%と我々が予想する理由は、中国株式市場におけるこうしたセクターやスタイルのウェイトの傾斜にある。中国株式の期待リターンが高いのは、中国企業の利益成長率予想が先進国株式の平均より少なくとも2~3%ポイント高いためである。加えて、中国株式は米国株式に比べてバリュエーションが相対的に低いため、中国株式は米国株式に対して年率1~2%ポイント、アウトパフォームすると考える。

高い期待リターンの代償として、中国株式市場はボラティリティ(価格変動率)も高い。しかし、他の株式市場との相関が比較的低く、分散効果を発揮する。MSCIオール・カントリー・ワールド指数(ACWI)は、MSCI中国A株指数との相関(実績)が0.50である一方、MSCI新興国指数との相関は0.84、MSCI米国指数との相関は0.97である(図表22、左)。また、中国株式内の異なるスタイルによってもポートフォリオの分散化が期待できる。例えば、2015年の株式相場的大幅上昇は小型株がけん引し、2017年は小型株が苦戦する中、大型株が市場をリードした。

債券: 質が高く、他資産との相関が低い利回り

中国債券、特に中国国債の魅力な特徴は、利回りが米国国債より高いこと、そして他の先進国国債と比べればさらに高いことだ。例えば、中国10年国債利回りは、米国10年国債

利回りより足元で約185bp高い水準にある。一方、オフショアの米ドル建て中国ハイイールド債の利回りは、平均格付けが同じ米国ハイイールド債の利回りよりも250bp高い水準にある。超低金利の環境下、利回りはグローバル投資家にとって引き続き魅力的な要素だ。

株式と同じく、中国債券も、グローバル債券との低相関という重要な特性を有している(図表22、右)。ブルームバーグ・バークレイズ世界総合債券指数とオンショア中国国債指数との相関は0.35と低い一方で、米国債券(ブルームバーグ・バークレイズ米国総合指数)との相関は0.82、欧州債券(ブルームバーグ・バークレイズ・ユーロ総合指数)との相関は0.88となっている。低相関の主な要因は、中国独自の金融政策と経済サイクルであると考えられる。一方、先進国債券の利回りは、各国中央銀行がいずれも超緩和政策を取っていることから、ますます連動性が高まっている。

図表21

中国市場とグローバル市場のセクターウェイト

MSCIとS&Pにおける構成比率(%)

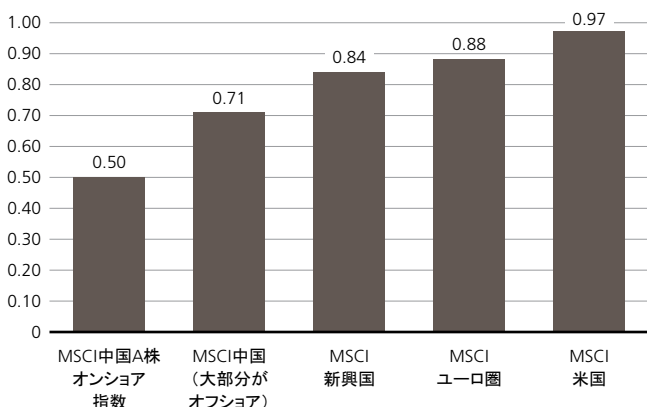
指数名	中国	中国A株	S&P	オール・カントリー・ワールド(ACWI)	新興国
テクノロジー+(情報技術、資本財、コミュニケーション・サービス)	62.0	27.1	51.5	44.9	50.5
国内ディフェンシブ(ヘルスケア、生活必需品、公益事業)	12.7	27.3	21.6	21.1	12.6
金融・不動産	17.2	22.8	13.4	16.3	20.0
ディープシクリカル(資本財、素材、エネルギー)	8.1	22.8	13.6	17.7	16.9

出所:ブルームバーグ、UBS、2021年2月19日現在

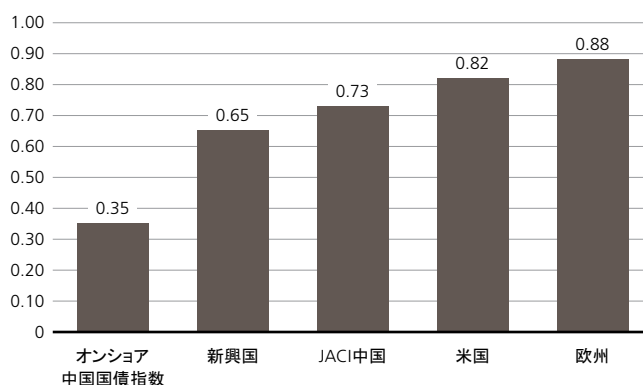
図表22

中国資産は分散効果をもたらす

株価とMSCIオール・カントリー・ワールド指数(ACWI)との相関度



債券価格とブルームバーグ・バークレイズ世界総合指数との相関度



注:債券指数は、ブルームバーグ・バークレイズ米国総合指数、ブルームバーグ・バークレイズ・ユーロ総合債券指数、ブルームバーグ・バークレイズ新興国市場ハードカレンシー総合債券指数。

出所:ブルームバーグ、UBS、2020年11月時点の5年間の週次相関度データに基づく。

中国市場への投資
三峡ダム
中国湖北省宜昌市



人民元： 短距離走ではなく、マラソンだ

準備通貨への仲間入りを図る

中国の通貨も、中国資産への投資に当たっては考慮すべき要素である。人民元の相対パフォーマンス、ボラティリティ(価格変動率)、国際化などの動向は、投資家の自国通貨で換算した中国資産のパフォーマンスに直接的な影響を及ぼすからだ。人民元が準備通貨として広く採用されるようになれば、中国債券市場へのさらなる資金流入の後押しともなりうる。

中国の通貨は人民元である。中国本土で流通する人民元をオンショア人民元、本土外で流通する人民元をオフショア人民元と呼ぶ。オンショア人民元は管理変動相場制が採用されており、外貨に自由に交換することはできない。オフショア人民元は変動相場制が採用され、制約なしに世界の主要通貨と交換することができる。オフショア人民元市場は、オンショア人民元の国際化に向けた中国の幅広い取り組みの一環として、2004年に創設された。

オンショア人民元とオフショア人民元は異なる市場で取引されているため、価格に乖離が生じる場合がある(図表23)。しかし、中国はオフショア人民元市場については引き続き流動性を高め、オンショア人民元については為替レートの決定を概ね市場に任せるようになったことから、双方の乖離は次第に縮小すると考える。中国人民銀行(中央銀行)は、両人民元の大幅な乖離は望ましくないと示唆し、過去にオフショア人民元がオンショア人民元を大幅に下回った局面では、オフショア人民元を支えるために市場介入を行っていた。

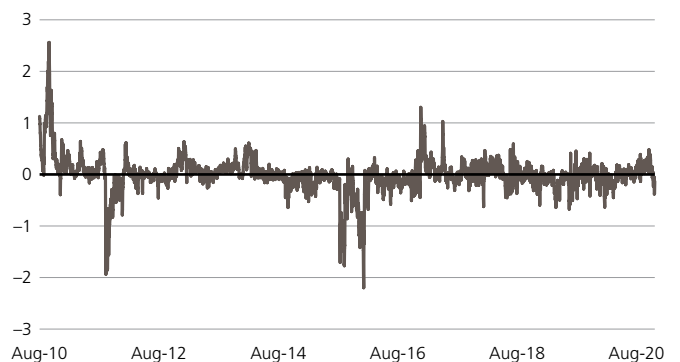
準備通貨への仲間入りを図る

これまでの長い歴史の中で、多くの経済的、地政学的大国が隆盛、成熟、そして衰退を繰り返してきた。貿易および資本フローでトップに立つ国の通貨が、ある時点で世界の流通貨幣、計算単位(価値の尺度)、価値貯蔵手段として選好されるようになり、それが準備通貨となった。世界の支配的通貨が変化するには長い時間がかかる。著名投資家レイ・ダリオ氏は、最近の著書「The Changing World Order(仮訳:変わりゆく

図表23

オフショア人民元とオンショア人民元の乖離は縮小且つ短期化する傾向

両人民元の乖離(オフショア人民元-オンショア人民元、%)、正数はオフショア人民元レートがオンショア人民元レートを上回っていることを示す。



出所:ブルームバーグ、UBS、2021年2月現在

世界秩序)」の中で、教育の質、イノベーションの程度、技術の進歩などの要因が大国の台頭の先行指標である一方、準備通貨の地位は遅行指標であると述べている。

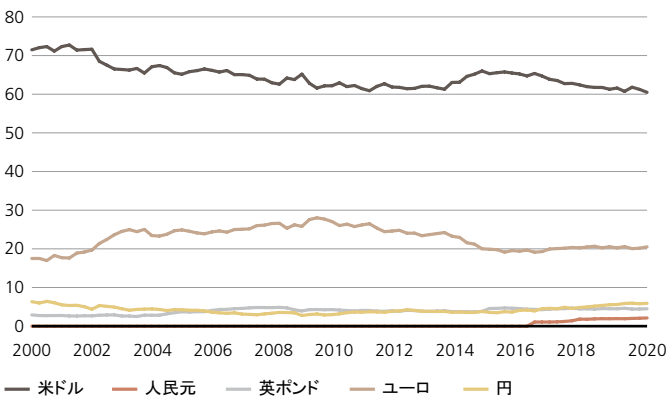
この歴史的視点は、次の10年または20年の準備通貨の変化を見通すための知見となる。米ドルが支配的通貨としての役割を担うようになったのは、1944年に成立したブレトンウッズ体制まで遡る。同体制下では、大半の通貨は金準備に裏打ちされた米ドルとの交換比率が固定化されていた。米ドル以前は、貿易国として主導的な役割を担っていた英国のポンドが支配的通貨であった。その前の時代は、オランダ・ギルダーが同様の役割を担っていた。

米ドルは引き続き金融市場で支配的地位を占めている。国際決済銀行(BIS)によると、2019年の外国為替市場の日次取引のうち、米ドルが関与する取引の割合は88.3%(5.8兆米ドル)、続いてユーロが32.3%、日本円が16.8%、英ポンドが12.8%だった。人民元は8位の4.3%であった。

しかし、中国の経済成長と世界貿易における中心的役割、国内資本市場の開放、人民元の国際化を後押しする政策により、人民元の重要性は今後10年でさらに増すものと考えられる。その兆候は各国中央銀行が保有する外貨準備にすでに表れており、外貨準備高に占める人民元の割合は上昇している(図表24)。UBSアセット・マネジメントが世界の30を超える中央銀行を対象に2020年9月に行った調査によると、回答者の83%が人民元に投資をしているか、または投資を検討していると回答し、2019年の77%から上昇がみられた(図表25)。また人民元への資産配分比率の長期(10年)目標の平均は、2019年の4.2%から2020年は5.0%に上昇した。

図表24
世界の外貨準備における人民元の採用はまだ始まったばかり

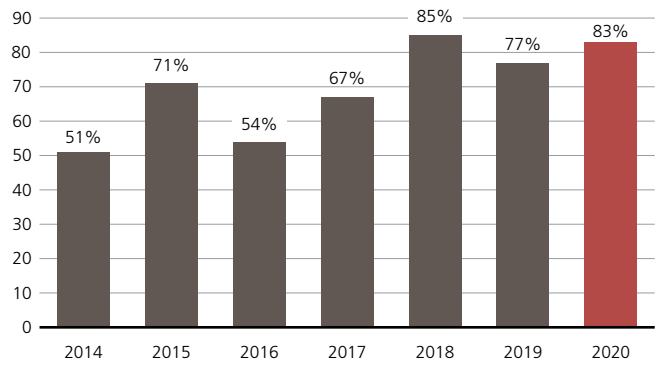
外貨準備における各通貨の割合(%)



出所: 国際通貨基金、UBS、2020年12月時点

図表25

人民元の外貨準備通貨採用への関心は高まっている
オンショア人民元投資を行っている、または検討している回答者の割合



出所: UBS Annual Reserve Manager Survey、2020年9月実施



これまでの長い歴史の中で、多くの経済的、地政学的大国が隆盛、成熟、そして衰退を繰り返してきた。貿易および資本フローでトップに立つ国の通貨が、ある時点で世界の流通貨幣、計算単位、価値貯蔵手段として選好されるようになり、それが準備通貨となった。

中国市場への投資
太陽光発電施設
中国浙江省杭州市



様々な大きさの様々なリスク

規制環境と企業ガバナンス

米国での上場廃止リスク

債券市場と債務削減の動き

人口動態

最後に

中国への投資には、マクロ経済、規制、地政学など数多くのリスクがあるが、リスクの相対的な大きさは誤解されることが多い。以下に紹介するリスク評価では、まずグローバル投資家にとって喫緊のリスクを検討し、次に長期のマクロ経済上のリスクを取り上げる。しかし、それぞれのリスクの発生確率を予想するのは非常に難しい。いずれも政治的要因に大きく左右され、経済的要因よりも予測が難しいからだ。

規制環境と企業ガバナンス

中国市場の規制環境は過去50年間で大きく変化した。この間、中国は国有企業が支配的な経済体制から自由市場経済へと移行を進めてきた。しかし、大きく進展を遂げ国際標準に近づいた分野もある一方で、依然として差異が顕著な領域もある。

反トラストは規制が頻繁に変更されてきた主要分野だが、これは世界的なトレンドであって中国独自の動きではない。諸外国に比べると、中国はハイテク・セクターへの規制が緩やかだったため、中国のインターネット企業は世界の競合他社よりもイノベーションとユーザーデータの収益化をいち早く進めることができた。中国における現在の独禁法が施行されたのは2008年だが、規制当局は2020年11月に初めてインターネット企業への市場独占規制のガイドライン草案を発表した。中国政府の狙いは、イノベーションと成長を抑えつけるのではなく、インターネット企業に公平な競争の場を提供し、一部の企業による独占的な行為を抑制することにあると考える。だがこの新しい規則案により、中国のインターネット・プラットフォームの規制環境はこれまでよりも厳しくなる可能性がある。

中国の国内会計基準はIFRS(国際会計基準)にかなり近づいてきた。オフショア上場企業については、大半がすでにIFRSまたは米国GAAP(一般に公正妥当と認められている会計原則)に準拠した財務諸表を作成しており、企業ガバナンスも国際基準を手本にしている。オンショア上場企業については、財務情報の開示とガバナンスの質は企業によって差が大きいため、外国人投資家は企業ガバナンスの質が高い一握りの企業に投資資金の大半を投じている。

米国での上場廃止リスク

トランプ前米大統領が就任以降、米中の戦略的対立は激化し、貿易戦争と幅広い分野での報復合戦に発展した。報復合戦には、2020年11月に発令された「大統領令13959号」や2020年12月に米議会で可決された「外国企業説明責任法」など、中国企業への米国民による投資を規制する措置が含まれている。

大統領令13959号は、米国の財務省外国資産管理室が中国軍に関連すると見なした中国企業の株式(関連派生商品、指数および関連商品、ならびに当該投資対象を保有するファンドを含む)については、米国民による取引や保有を禁じるというものである。現在、35社を超える企業が該当企業に指定されており、対象銘柄はMSCI中国指数の時価総額のおよそ2%に相当する。規制対象企業の株式は、大半が香港および中国本土で取引されている。よって、米国投資家の強制売りが売買高全体に及ぼす影響は軽微にとどまるだろう。

外国企業説明責任法は、公開会社会計監督委員会に認められた独立監査法人が3年連続で外国企業の財務諸表を検査できなかった場合、米国証券取引委員会(SEC)は当該企業の上場を廃止しなければならないと定めている。現在、米国市場に上場している中国企業は222社で、MSCI中国指数の時価総額のおよそ32%を占めている。しかし、時価総額が上位の企業はすでに香港にも重複上場しているため、米国で上場廃止された場合のリスクは小さい。残りの企業(MSCI中国指数の時価総額のおよそ10%)は、3年以内に法の要件を満たすか、別の市場に上場するか、株式を非上場にするようになる。

当面は上場廃止のリスクが焦点となりそうだが、中国企業による香港への重複上場の動きや投資家による中国市場への強い関心は長期にわたる趨勢的なものであり、上場廃止の影響をいずれ軽減するものとする。ただし、米国の投資家は、法令順守のため、改正を含め大統領令13959号に従わざるを得ないだろう。

債券市場と債務削減の動き

ここ数十年の中国経済は、債務残高を増やしながらかつ拡大してきた。過去10年で見ると、GDPに対する債務比率は100%ポイント増加している(図表26)。中国の現在の経常黒字と豊富な外貨準備高、そして高い貯蓄率などを考えると、債務危機が近々起こる可能性は低いと考える。さらに、中国の債務はほぼすべてが国内債務で、国内貯蓄によって賄われている。政策当局は債務の持続可能性を改善するため、国有企業改革やシャドーバンキング(影の銀行)に対する規制、バランスシートの健全化など様々な措置を講じてきた。その結果、非金融事業法人の対GDP債務比率(規模が最大で成長率が最も高いセグメント)は、2016年以来安定している。

新型コロナ対策の景気刺激策により、2020年には対GDP債務比率が10%ポイント増加したが、中国はコロナの抑え込みに成功しているため、世界的な動向に比べればさほど高い水準ではない。クレジットの伸びは今後鈍化し、債務削減の取り組みが再開すると、対GDP債務比率は2021年末までに294%に落ち着くだろう。

中国の債券市場におけるもう1つの懸念は、発行体の信用力の差異が不明瞭で、多くの金融商品において暗黙の元本保証があると認識されてきたことだ。その結果、本来ならば高リスクの債券が実態を下回る利回り水準で取引されてきた。2018年に導入された規制は、こうした暗黙の保証を解消し、資本配分の効率性を高めることを目指してきた。その結果、信用力の差異がこれまでより明確になり、債務不履行(デフォルト)率は上昇した(「中国債券」セクションを参照のこと)。我々は、中国は信用危機や急激な景気の落ち込みを起こさずに債務削減への取り組みを進めていけると考える。しかし、ポートフォリオのクレジット・リスクについては、投資家自身で管理する必要があるだろう。

人口動態

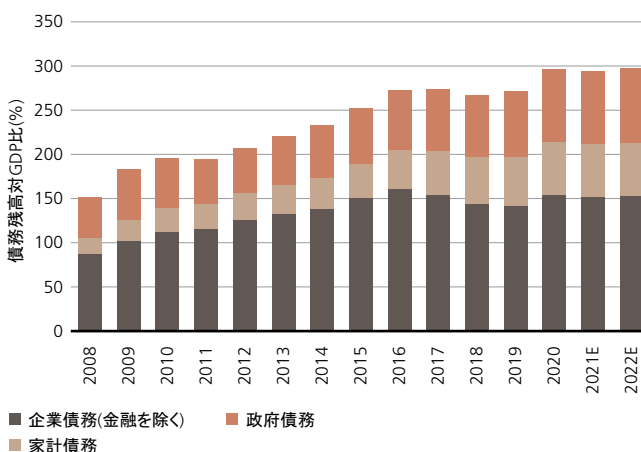
国連の最新の予測によると、中国の人口は2030年までは増加するとみられる。ただし内訳を見てみると、生産年齢(15~64歳)人口は趨勢的に減少する見通しである。2019年の生産年齢人口の割合は70%を若干上回る程度と、2003年以来で最低水準にまで低下した(図表27)。この世界最大の人口大国で高齢化が進めば、引退する高齢者人口が一気に増え、彼らを支える現役世代は一気に減っていくことになり、将来の潜在成長率に黄色信号が灯る。

たしかに中国のこうした人口動態は懸念材料ではあるが、自動化で労働生産性が改善すればリスクはある程度低減できる。また、定年退職年齢の引き上げや出産規制の緩和といった政策転換が実施される可能性もある。中国はすでに産業用ロボットを米国の3倍近く保有する世界最大のロボット大国であり、今後もさらに広範囲にわたり設置が進む見込みだ。また、人口動態という課題は投資機会にもつながる。中国は製造業主体の経済からサービス重視経済へと軸足を移しつつある。ヘルスケア、保険、高齢者介護、娯楽への支出は今後大きく伸びるだろう。

図表26

債務水準の上昇

中国の債務残高対GDP比(%)

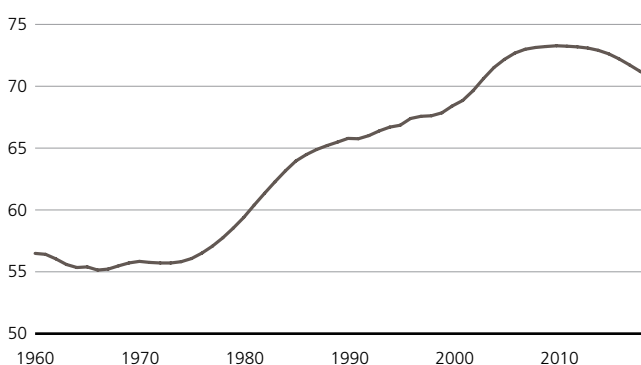


出所:CEIC、UBS、2021年2月現在

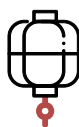
図表27

労働市場トレンドをめぐる懸念

中国の生産年齢人口(15~64歳)の割合(%)



出所:世界銀行、UBS、2020年2月現在



中国の現在の経常黒字と豊富な外貨準備高、そして高い貯蓄率などを考えると、債務危機が近々起こる可能性は低いと考える。さらに、中国の債務はほぼすべてが国内債務で、国内貯蓄によって賄われている。

中国市場への投資
都市の景観
中国上海市浦東新区



最後に

過去10年間で中国の金融市場は急速に発展し、大幅な構造変革を行いグローバル投資家への市場開放を進めてきた。こうした傾向は今後も続くだろう。中国は今なお新興国市場の一部と見なされ、関連するベンチマークや投資商品も同様の扱いを受けているが、その株式市場と債券市場はすでに十分な規模に達し、豊富な投資機会を提供している。こうした状況を踏まえ、グローバル投資家は、中国を新興国とは別のカテゴリーとして考え始めるべきだろう。ここまで紹介したデータと分析は、各資産のリターンの可能性と、それらがグローバルに分散したポートフォリオにどう貢献できるかに主に焦点を当ててきた。

しかし中国での投資機会は複雑でリスクも伴うため、投資家は中国への投資に対する理解を深め、投資対象となる企業の価値やリスクなどを調査し、投資先について継続的に注視していく必要があるだろう。言い換えれば、中国への投資とその潜在的なパフォーマンスについて、グローバル投資家は長期的な視点で捉えることが重要である。現在のように、中国の資産が短期的にも魅力を増す局面はこの先もあるだろうが、中国には戦略的(長期的)な姿勢で資金を配分するアプローチの方が、ポートフォリオに大きな長期的利益をもたらす可能性が高い。

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ものではありません。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。

「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・アドバイザー株式会社 関東財務局長(金仲)第898号

