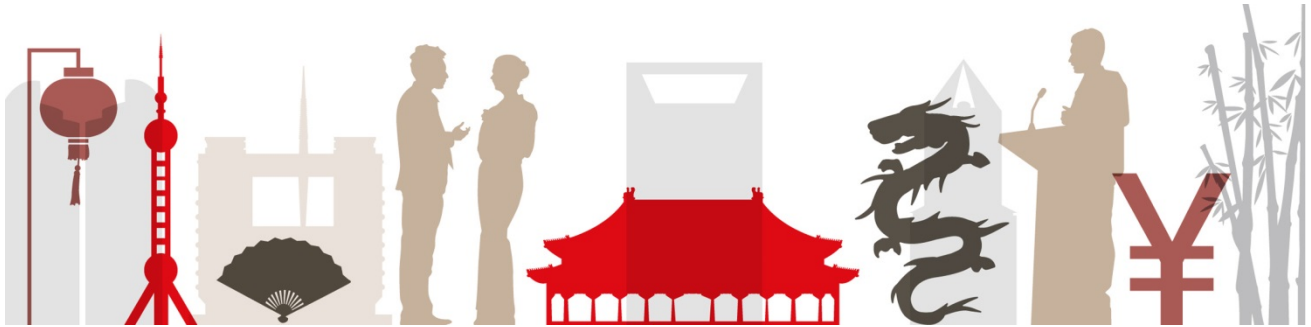


## 中国レポート：感染を封じ込めた中国、株式が回復を牽引へ



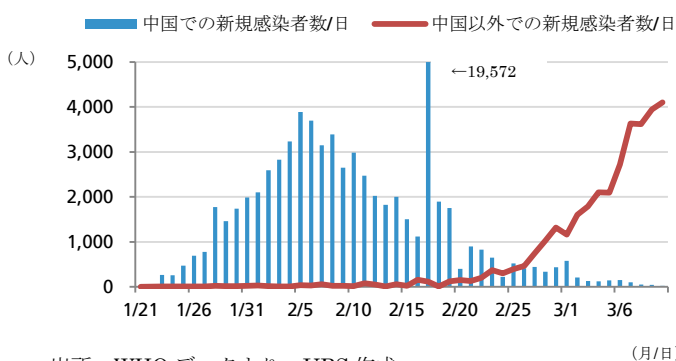
### 中国の習主席、武漢入りの意味

3月10日、中国の習近平国家主席が、新型コロナウイルス感染拡大の中心地、湖北省武漢市を訪問しました。習主席の武漢入りは新型コロナ発生後では初めてです。国内での感染拡大を食い止めることができているとの自信を示す狙いがあると見られています。

ウイルスの流行においては、大衆のパニック後、政策出動を引き金に徐々に封じ込められ、最終的に終息に向かうといった感染サイクルが一般的です。12月に感染拡大が始まった武漢でのパニックを受けて、1月下旬、中国政府は、新型コロナウイルスの感染拡大の深刻さを明らかにし、感染の中心地や人口の多い大都市を封鎖するなどの強硬措置をとりました。

図 1: 中国と中国外で確認された感染者数/日の推移

(2020年1月21日から3月10日まで)



出所：WHO データより、UBS 作成

その結果、中国では、2月中旬頃をピークに新規感染件数がピークを迎え、3月に入ると大幅な減少をみせています。UBSでは、3月中、遅くとも4月までの中国での封じ込めを、基本シナリオとしています。中国では、主要都市の交通量と石炭の消費量が平常時の7割超まで回復、消費においても宅配便の業務量が8割超に回復するなど、中国経済は徐々に戻りつつあります。中国の第1四半期の経済データにおいては、GDP成長率が前年同期比で4%までの下落が見込まれるなど厳しい打撃を受ける可能性がありますが、第2四半期にはV字回復し、6%に回復する見通しです。

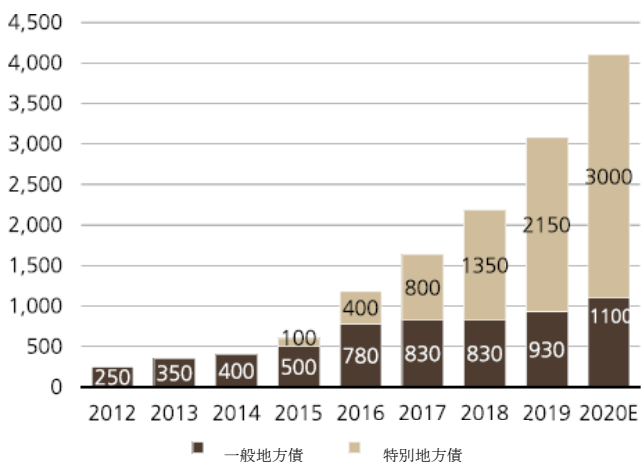
### 中国政府の二つのアプローチ

V字の景気回復見通しを支えているのは、封じ込め策だけでなく、政府の景気刺激策です。中国政府は、経済的影響を緩和するための金融・財政措置を急速に強化してきました。金融政策においては企業の資金調達コスト低減を目的とし、財政政策では需要への刺激が中心となっています。

一つ目の金融政策では、中国人民銀行は、2月上旬に準備率(RRR)を50bp、政策金利を10bp引き下げました。更に2020年末までの期間に、準備率の100~300bp引き下げ、中期融資ファシリティ(MLF)の10~20bpの引き下げを含め、より多くの措置が取られると予想しています。

2つ目の財政政策では、その規模が今年の GDP の少なくとも 2%に達する可能性が高く、これが第 2 四半期の景気回復を支えるとしています。今年の地方債発行額は 4 兆元（昨年は 3 兆元）が見込まれています。従来のインフラ投資に加え、5G やデータセンター、人工知能、超高压グリッド、電気自動車（EV）充電設備などへの新規プロジェクト投資が進められています。18 の地方政府が 2020 年末までの完成を目標とする 7.55 兆人民元の主要投資プロジェクトを発表しています。これは 2019 年の目標から 7%の増加です。また、2 月には 60 以上の都市で不動産規制の緩和が発表されています。

図 2: 中国の地方債発行額（人民元・兆）



出所：WIND、UBS 作成、2020 年 3 月時点。注：2020 年は予測

### 中国の封じ込め策と経済対策に比べ、世界は劣後

このように、中国はすでにウイルス感染サイクルの成熟段階に向かい、景気刺激策が強化される一方で、世界的にはまだ初期段階にあり、政策余力も中国に比べて限定的となると見られています。

確認された感染者数は依然として中国以外で増加しており、世界中の政府の対応も始まったばかりです。先進国市場では、米 FRB（連邦準備制度理事会）が 50bp の緊急利下げで市場を驚かせましたが、欧州と日本で

はマイナス金利の更なる深堀には副作用も懸念され、政策の余地は限られています。財政面では、ユーロ圏ではドイツにおいては財政出動の余地はあるものの、その意欲は低い状況です。その他のユーロ圏の主要国（フランス、イタリア、スペイン）や日本は、GDP の最大 1%程度の財政パッケージを絞り出すことで精いっぱいだと見えています。

中国のような強硬で徹底した封じ込め策と、積極的な金融財政政策が取りにくい先進国においては、感染者数がピークを迎え、政策支援がようやくまとまりつつある段階で、先進国での消費者及び企業マインドが、信頼を取り戻すには中国より長い時間がかかると見られています。

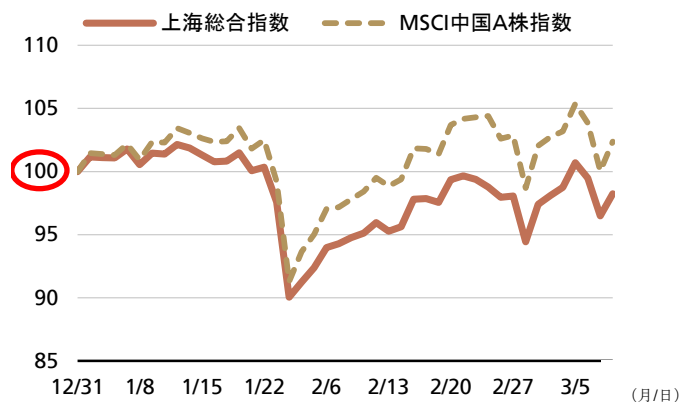
### 相対的に強さを見せる中国株式

新型コロナウイルスに対する懸念が世界中に広がる中、中国株式、特に中国本土 A 株は先進国株式を上回るパフォーマンスを示し始めています。中国のウイルス封じ込めにおける相対的な成功と、経済成長を安定させるための強力な政策支援を考えると、この傾向は今後も続くと思われます。

図 3: 年初来の中国株式指数推移

(2019 年 12 月 31 日から 3 月 10 日まで)

※2019 年 12 月 31 日基点を 100 として指数化



出所：リフィニティブ

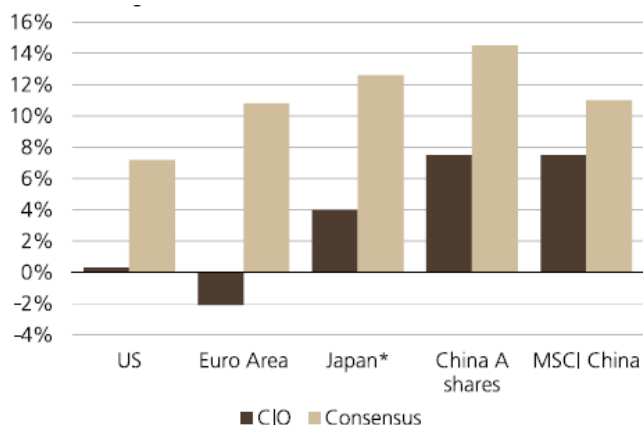
## 今後、中国株式が回復を牽引

今後の利益成長率においても、中国株式は先進国株式を上回る見通しです。UBS の利益成長予測は、市場のコンセンサス予測と比べ、既に下方修正され、2020 年の中国株式の利益成長率は+7.5%となっている一方で、欧州株は-2%、日本株は+4%を予想しています（右図 4 を参照）。

中国企業の 2019 年の第 4 四半期の決算事前発表によれば、中小企業の力強い回復に牽引され、中国 A 株の利益成長は堅調な推移となっています。また大手 E コマース企業の業績も好調に推移しています。当然、2020 年の第 1 四半期は業績の伸びは大きく落ち込むと見られますが、第 2 四半期から回復する可能性が高いと見ています。

このような環境下、UBS では先進国株式から中国株式への分散投資の必要性が高まっていると考えています。特に中国本土 A 株は、国内の政策刺激策に対し、より敏感でポジティブな反応を見せると見ています。また、技術革新や消費など中国の長期的な成長の原動力となる「ニュー・エコノミー」を牽引する銘柄が引き続き注目されます。

図 4: 2020 年度の予想 EPS 成長率、CIO (UBS ウェルスマネジメント予測) 対 市場コンセンサス予測



\* 2020 年度=2021 年 3 月期

出所:UBS、2020 年 3 月 8 日時点

本資料の中での予測値や見通しは、UBS グループのウェルスマネジメント/チーフ・インベストメント・オフィス作成「Chinese equity lead the recovery」(3月9日作成)によるもの。上記のデータは過去のものであり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。

商号： UBS アセット・マネジメント株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 412 号  
加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

本資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、信頼できると判断される情報をもとに、UBS アセット・マネジメント株式会社によって作成されておりますが、その正確性・完全性が保証されているものではありません。本資料に記載されている内容・数値・図表・意見・予測等は、本資料作成時点のものであり、将来の市場動向、運用成果等を示唆・保証するものではなく、また今後予告なく変更されることがあります。

© UBS 2020. キーシンボル及び UBS の各標章は、UBS の登録又は未登録商標です。UBS は全ての権利を留保します。