

# FRB、利下げに踏み切る

## —2つの使命遂行のために—

### UBS House View - CIO Reaction

米連邦準備理事会(FRB)は、およそ10年ぶりに利下げを行った。今回の決定は、経済リスクに備え、低下する期待インフレ率を押し上げるために各中央銀行が行う世界的な取り組みの一環と位置付けられる。米連邦公開市場委員会(FOMC)は、金利の据え置きを主張する2名が反対票を投じたものの、0.25ポイントの利下げを決定した。これにより、フェデラルファンド金利の誘導目標は2-2.25%に引き下げられたが、これは世界金融危機の最中に同目標を0%近くに引き下げた2008年12月以来の引き下げとなる。またFRBは、バランスシートの縮小に向けたオペレーションを、当初の予定よりも2カ月早く終了すると発表した。

パウエルFRB議長は記者会見で次のように述べた。FRBは年間を通じて緩和政策への転換を図り、信頼感の改善と、期待に沿った景気動向へとつなげてきた。今日の利下げは、貿易摩擦と世界成長の減速によるリスクが懸念される中で、良好な見通しを維持するために行った。また、FRBが目標とする2%を割り込んでいるインフレ率に対処する意味もある。

投資家は利下げに備えていた。FOMCの決定が発表される直前には、市場は25ベースポイント(bp)の利下げを織り込み、50bpの利下げの確率を17%としていた。利下げ発表後も相場は数分間ほとんど変化しなかったが、会合後の記者会見でパウエル議長が発したコメントをきっかけに大きく変動した。S&P500種株価指数は一時約2%下落した後、取引終了までに下げ幅は0.7%に縮小した。米2年国債利回りは前日の終値を3bp上回った。米ドルは対ユーロで0.6%上昇した。

#### 次に何が起るのか？

金融市場は引き続き経済成長を支えるためには追加緩和が必要だと考え、パウエル議長発言を受けた相場変動後も依然として2020年末までに25bpの利下げが2回か3回行われることを織り込んでいる。米経済がこれまで示してきた相対的な回復力とインフレ率の底打ちを示唆する最近のデータから、市場が過剰な程に利下げを織りこんでいると我々は考える。今回の政策転換は、米国の失業率が1960年代以降で最も低い水準で推移し、シカゴ連銀の全米金融環境指数が示す緩和的な信用状況の中で起きている。FRBは予想される景気見通しが著しく悪化しない限り、多くてあと1回25bpの利下げを実施し、2020年末までは金利を据え置くことと予想される。

今後数カ月に渡って、米中貿易交渉の進捗状況が経済見通しとFRBの判断に影響を及ぼすだろう。関税引き下げにつながる進展があるとは思わないが、交渉の過程で緊張が著しく高まることはなさそうだ。我々の基本シナリオでは、こうした状況によって景況感が徐々に回復し、FRBの利下げに対する市場の期待が弱まるとみている。

我々はまた、世界の他の中央銀行の反応も注視する。このところ世界的にインフレ率が中銀の目標を下回っていることで、世界の主要経済の間で、日本のように低成長とゼロに近いインフレ率が長期に渡って続くのではないかと懸念が高まっている。FRBの利下げを受け、他の金融当局は緩和を進めて通貨上昇のリスク低減を図るだろう。欧州中央銀行(ECB)のドラギ総裁は、インフレ期待が低下する状況を反転させるために金融当局は「断固として対応」し、「2%に満たないが2%に近い」ECBのインフレ目標を、「インフレ目標における対称性へのコミットメント」(インフレ率が2%目標の上下どちらであっても断固として対応するということ)に変更する可能性があることと示唆した。我々は、ECBが今年9月と10月の会合で、現在は-0.4%の預金金利を10bpずつ引き下げると予想する。スイス国立銀行もスイス・フランの上昇を制限するために、-0.75%の政策金利を引き下げる圧力にさらされるだろう。

中期的には、FRBが法によって定められた「最大限の雇用、物価安定、緩やかな長期金利」という使命についての考えをいかに発展させていかに注目する。金利はこれまでよりも低い水準で推移しているにもかかわらず、インフレ率はFRBが目標とする2%を継続的に割り込んできた。そして市場からは、FRBの物価目標達成に対して懐疑的な見方が示唆される。FRBは最大限の雇用について新たな解釈を採用するかもしれない。もしくは、過去の目標未達分を埋め合わせるために、2%を超える

インフレ率の上昇の奨励を示唆するかもしれない。また物価目標を達成し、景気低迷時により大きな支援を提供するために、新たな金融政策のツールを導入するかもしれない。

パウエル議長は先日、持続的な成長の重要性を強調した上で、労働市場の回復は「労働力の末端にあるコミュニティにまで到達し始めている」と指摘。今回の記者会見でも同様のコメントを行った。現在の景気拡大局面は戦後最長である一方、GDP成長率の平均は通常の半分程度である。こうした中、低スキル労働者は最近になってようやく雇用機会の拡大と賃金上昇から恩恵を受けるなど、米国の中で景気拡大の利益が不均一に配分されていた。こうした最近の恩恵を維持・拡大する取り組みの中で、FRBは失業率とインフレ率のデータを注視するよりも、緩和的な金融政策スタンスの採用に意欲的になるだろう。

## 投資見解

我々はこうした低金利環境が株式にとってプラスに働くとともに、「キャリー取引」による金利収入を下支えし、投資ポートフォリオの収益を押し上げると予想する。

1. 我々は外貨戦略で、低金利通貨のバスケット(豪ドル、ニュージーランド・ドル、台湾ドル)に対して、高金利の新興国通貨のバスケット(インドネシア・ルピア、インド・ルピー、南アフリカ・ランド)をオーバーウェイトする。我々はこれらの通貨が、世界および新興国の安定的な経済活動だけでなく、有利なキャリー環境からも恩恵を受けると考える。
2. 欧州投資適格債のクレジットスプレッドは、ECBの緩和スタンスによって下支えされるだろう。金融緩和政策が実施される環境では、このポジションは比較的リスクで金利収入を期待できる。ECBのハト派スタンスによって投資家が利回り物色に走ると、投資適格債スプレッドはさらに縮小する可能性がある。負債比率は過去10年の中間値に近く、インタレスト・カバレッジ・レシオ(企業の債務支払い能力を測る一つの指標)は健全だ。欧州の投資適格債発行体の負債水準も米国発行体よりも低い。
3. 我々は、新興国国債に長期的な価値があるとみている。米ドル建て新興国国債は、米国債に対するスプレッドが約330bpで、長期的なリスク調整後リターンの見通しが良好だ。これは低金利の時期において特に魅力的だ。
4. 我々はまた、魅力的な利回りを提供する可能性のある様々な投資テーマを推奨する。例えば配当重視型戦略は、MSCI EMU指数の予想利回り約3.7%を上回るリターンを生む可能性がある。

我々は低金利政策が長期に渡って続く予想するが、米債券市場は短期間に大幅な利下げが行われるリスクを過度に織り込んでいると考える。従って我々は、償還期間の短い米国債よりも、株式とキャッシュの保有を推奨する。

FRBはECBよりも大幅な利下げを実施し、金利差の縮小によって米ドルは対ユーロで下落するだろう。世界的に緩和傾向にある金融政策は、低迷するユーロ圏の製造業活動の安定に寄与するだろう(ドイツでは7月の製造業購買担当者景気指数が、景気拡大と悪化の分かれ目となる50を下回る43.1に落ち込んだ)。これもユーロに恩恵をもたらす。我々はユーロ/米ドルの6カ月と12カ月予想をそれぞれ1.15、1.17としている。さらに広く目を向けると、緩和的な金融状況は投資家のリスク選好のセンチメントを下支えし、米ドルよりも新興国通貨にプラスになるとみている。

Mark Haefele  
Global Chief Investment Officer GWM, UBS AG

## 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(UBS 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 証券株式会社が作成したものです。なお、本レポートは、UBS 証券株式会社(以下、「当社」)のほか、その業務委託先である 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。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。UBS AG(以下、「UBS」)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。当社は、お客様固有の投資目的、財務状況、ニーズを考慮に入れることはできません。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

UBS 証券株式会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 1.00%(税抜)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.25%(税抜)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、直接的にご負担いただく手数料として申込手数料があり、申込代金に対して上限 3.00%(税抜)です。間接的にご負担いただく手数料として運用報酬(信託報酬)があり、各ファンドの平均純資産額の年率 2.34%(上限)(ファンドごとに異なりますので、各ファンドの目論見書または販売用資料をご覧ください。)およびその他費用がある場合があります。その他の費用は、保有期間等によりご負担が異なりますので、表示することができません。投資信託は組み入れた有価証券の価格や為替相場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。

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。

本レポートは、資産クラスや市場に関する参考情報の提供を目的としており、特定の商品の取引を想定したものではありません。本レポートに記載されている資産クラスや商品群には、当社または業務委託先である UBS 銀行東京支店で取り扱っていないものも含まれています。

### 金融商品仲介等業務を行う登録金融機関

商号等: ユービーエス・エイ・ジー(銀行)東京支店 登録金融機関 関東財務局長(登金)第 605 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

© 2019 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。