

米長短金利逆転も、景気後退は差し迫っていない

UBS House View - CIO Alert

Mark Haefele, Global Chief Investment Officer GWM, UBS AG

14 日に発表された中国とドイツの軟調な経済指標と、同日に発生した米国債イールドカーブの一段のフラット化を受けて、S&P500 種株価指数は 2.93%、世界株式は 2.85%、新興国株式は 2.88%、それぞれ下落した。

中国の小売売上高と鉱工業生産高が予想を下回り、ドイツの第 2 四半期国内総生産(GDP)がマイナス成長となったことを受けて、景気への懸念が高まった。製造業を中心に数カ月わたる世界経済減速のトレンドは、なおも継続している。米 10 年国債利回りは約 12 年ぶりに 2 年国債利回りを下回った。長短金利の逆転(逆イールド)は過去 7 回の景気後退の前に起きており、不況入りの前兆ともされている。さらに安全資産への逃避が進む中、米 30 年国債利回りも過去最低を記録した。これは、低金利が長期化することを投資家が予想していることを示唆する。金価格は 14 日に 0.7%上昇し、年初来の上昇率は 18%となった。これも投資家の不安心理の高まりを示している。しかし、市場ではこのように懸念が広がっているものの、我々は 2020 年に米国が景気後退入りする確率は 25%にとどまると見ている。

米中貿易摩擦がさらに悪化し、すべての中国製品に対し関税率が 25%に引き上げられる事態にならない限り、米経済は長引く世界の製造業不振に耐えることができるだろう。強い消費支出が企業投資の減少を補い、第 2 四半期の GDP 成長率は年率換算で 2.1%となった。米連邦準備理事会(FRB)は予防的な利下げを実施したが、今後は景気下支えのために 9 月から来年 3 月までに 3 回の追加利下げを実施すると予想する。これによって貿易摩擦の打撃が部分的に緩和されるだろう。

トランプ米大統領が 13 日に、3,000 億米ドル相当の残りの中国製品に対する 10%制裁関税について、一部品目については 12 月 15 日まで適用を延期すると発表したことは好材料と受け止められたが、下支え効果は市場が当初想定していたほどではなかったようだ。ブルームバーグによると、関税の発動が一部先送りされた一方で、残る約 1,100 億米ドル相当の品目については、依然 9 月 1 日の関税発動リストに残されている。

対中制裁関税の一部が延期されたことは、トランプ政権が米経済への影響を回避する必要があると判断したことを示している。我々は、9 月 1 日に残りの中国製品全てに 10%の追加関税が発動されれば、2020 年の米 GDP 成長率は約 0.25 ポイント押し下げられると予想していた。だが、もし追加関税が 12 月に適用されなければ、最終的な影響は小さくなるだろう。一方で、関税率が一律 25%に引き上げられれば、経済成長率の押し下げ幅は 1 ポイント弱となり、2020 年に景気後退入りする確率は 50%に上昇するとみる。しかし、我々の基本シナリオでは依然、12 月にすべての品目に 10%の追加関税が発動されると想定しており、関税率が引き上げられる確率は 30%とみている。

貿易紛争とは異なり、逆イールドそのものが経済に及ぼす影響は限定的だ。重要なのは、むしろ、逆イールドが発する経済の健全性に関するシグナルであり、それ自体は一部で警戒されるほどネガティブではない。第 1 に、最初に逆イールド現象が起きてから景気後退が発生するまでには長いタイムラグがあり、そのタイムラグの間も毎回同様ではない。過去 5 回の景気後退局面では 10 カ月～36 カ月と幅があり、平均すると 22 カ月となっている。さらに、米国債の利回りは、約 16 兆米ドルにものぼる世界のマイナス利回り債にも押し下げられており、米国景気についてのシグナルにも歪みが生じている。最後に、注目すべきは、逆イールドがどれだけ続いているのか、そして長短金利差がどれだけ大きくなるのかという点である。FRB の利下げで利回り曲線がスティープ(傾斜)化し、順イールドに戻ったならば、この短期的な逆イールドを景気後退のシグナルとして捉えるのは早すぎるだろう。

さらに、逆イールド現象が起きても、それが株式をすぐに売るタイミングを示唆しているわけでない。1975 年以降、2 年債の利回りと 10 年債が逆転してから、S&P500 種株価指数はそれ以後ほぼ 2 年間上昇し続け、強気相場のピークに達するまでに平均 40%上昇している。

米国は来年の景気後退入りを回避できるとの見方を我々は変えていない。しかし、経済成長は今後も減速するとみている。さらに、各国中央銀行が成長の下支えに向け緩和方向にシフトしており、低金利環境が長期化する可能性が高い。以上から、株式市場が貿易と経済成長をめぐる不確実性が晴れるまで様子見のなか、現在の環境下ではキャリー戦略が有望と考える。こうした状況を踏まえ、我々は、低金利通貨バスケット(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)のオーバーウェイト幅を拡大した。また、新興国国債をオーバーウェイトとしており、欧州および米国における様々な配当戦略も推奨する。

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(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ます。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、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。