

# グローバル・リスク・レーダー

政治的影響が再び高まる

2019年10月2日

Chief Investment Office GWM

Dirk Effenberger, Head Investment Risk, Chief Investment Office GWM; Luca Henzen, Analyst; Clemence Rusek, CFA, Analyst; Brian Rose, Senior Economist Americas; Yifan Hu, Regional CIO and Chief China Economist; Philip Wyatt, Economist; Jérôme Audran, CFA, FRM, Analyst; Ricardo Garcia, CIO Chief Economist Eurozone

- 金融市場で政治的要因による影響が高まっている。のしかかる貿易紛争の影響、中東での緊張再燃、米大統領選挙、トランプ米大統領の弾劾調査など、2020年も状況は変わらないと考える。投資家には、政治動向に対する判断に基づき急いで投資ポジションを固めるのではなく、政治ニュースを消化しながら段階的に投資を進めていくアプローチを勧める。
- 足元の景気サイクルを終わらせる可能性が最も高いイベントは、やはり貿易紛争の悪化であろう。貿易紛争は、米国だけではなく、ユーロ圏や中国の景気下振れリスクも高めた。
- 以上を踏まえ、我々は、株式全体をアンダーウェイトとし、その中でユーロ圏株式に対して米国株式をオーバーウェイトとする。また、緩和的な現在の環境下で魅力的なインカム獲得戦略を重視する。



出所: iStock

金融市場で政治的要因による影響が高まっている。今年後半に株式市場が大きく揺れ動いた局面の大半は、米中貿易紛争関連のニュースがきっかけとなった(図表2)。例えば、米国が3,000億米ドル相当の中国輸入品に10%の追加関税を課すことを発表したことから、S&P500種株価指数はその後の数日で5%近く下落した。

一方、全米経済研究所(NBER)\*の最近の調査報告書では、トランプ大統領の積極的な金融緩和を求めるツイートが、米国の政策金利であるフェデラル・ファンド(FF)金利に対する市場の期待に、統計的に有意な影響(累積約10ベーシスポイント(bp)の押し下げ効果)をもたらしたことが指摘されている。

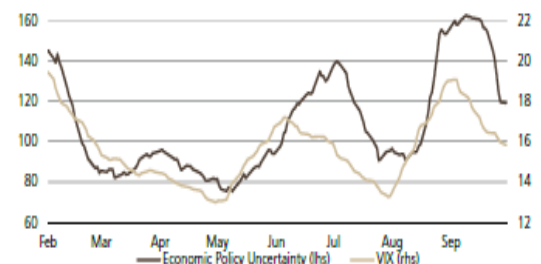
別の例としては、直近のサウジアラビア石油施設への攻撃が挙げられる。原油価格は、攻撃が報じられた直後に20%近く急騰した。政治的な不透明感の高まりにより、短期的に市場ボラティリティ(変動率)が上昇することは、データからも確認されるが(図表1)、市場への長期的な影響は不透明である。政治的要因が市場に長期的な影響をもたらすのは、政治的な動きが経済や企業に対して直接的かつ重大な影響を及ぼす場合に限られる。したがって、いかなる投資判断においても、マクロ経済動向を注視していくことが重要である点には変わりはない。現在、景気サイクルは終盤の局面にあると我々はみており、今後数カ月にかけて世界経済が減速すると予想する。しかし、来年に景気後退入りする可能性は低いと見ており、むしろ来年後半には緩やかに回復すると見込んでいる。

重要なのは、影響力の大きい政治問題とノイズ(雑音)を見極めることである。例えば、貿易紛争に関する発言は、同日中に前言と相反するメッセージが発せられる場合も少なくない。通商協議は一進一退を繰り返していることから、投資家は見通しおよび投資ポジションを性急に変更するのではなく、最終的な結果を待つべきであると考えている。

\*NBER working paper: "Threats to Central Bank Independence: High-Frequency Identification with Twitter," 2019年9月

図表1: 経済の不確実性が株価のボラティリティ(変動率)を高めている

濃茶: 経済政策不確実性指数(左軸)  
薄茶: インプライド・ボラティリティ(予想変動率: VIX 指数、右軸)



出所: UBS、2019年10月現在

# グローバル・リスク・レーダー

重要な市場の変動要因について見通しを持つこと、そして日々のノイズを見極めることは重要だが、資産配分の決定においては不確実性の高さも考慮する必要がある。足元の戦術的資産配分については、株式をアンダーウェイトとし、長期にわたる緩やかな金融環境において良好なパフォーマンスが期待されるインカム獲得戦略(米ドル建ての新興国債など)に重点を置くことを推奨する。

特に政治的要因については、それが市場に及ぼしうる影響を見極めるために、段階的なアプローチを取ることを勧める。政治動向に対する判断に基づき投資ポジションを急いで固めることは、賢明ではない。調査によれば、政治動向に対する失望や熱狂が投資家の経済環境の認識に影響を及ぼし、潜在的なテールリスクの発生確率と影響を過大評価するようになり、堅実な投資判断に支障をきたす可能性があることが指摘されている。

図表 2: 2019 年は貿易摩擦が市場の重石となっている

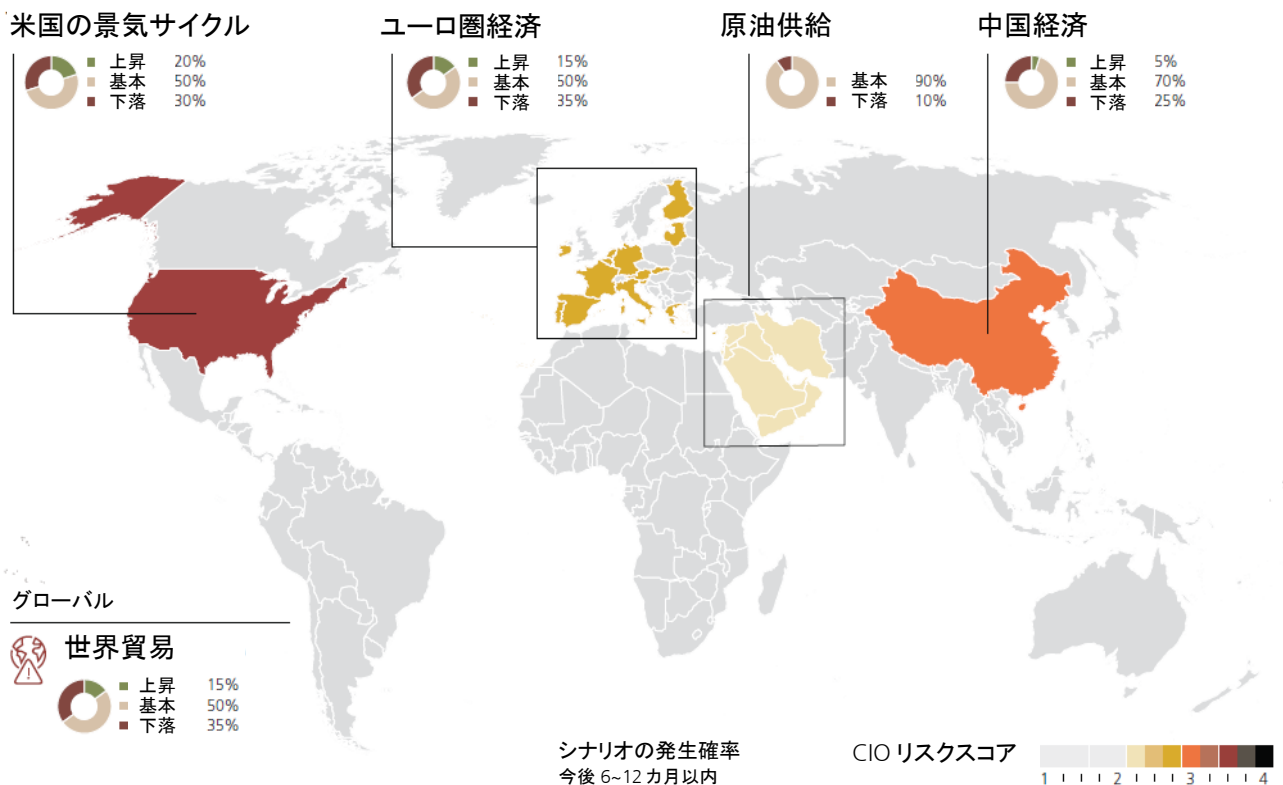
2019 年年初来の S&P500 種株価指数の推移と関連する貿易摩擦



出所: UBS、2019 年 10 月現在

# グローバル・リスク・レーダー

図表 3: グローバル・リスク・マップ



出所: UBS、2019 年 10 月現在

注釈: CIO リスクスコアは次の 4 つのリスク項目で構成されている。下落シナリオの発生確率(向こう 6 カ月~12 カ月以内にリスクが発生する可能性)、緊急度(リスク事象が発生しうる緊急性)、地理的スコア(地域/グローバルでの金融的・経済的波及性の程度)、市場への予想影響度(下落シナリオが現実化した場合に、その影響を受けた資産クラスのリターン、想定される基本シナリオからの乖離幅)。各リスク項目は 1~4 までの 4 段階で評価され、4 がリスクレベルが最も高い。4 項目のスコアの平均を全体のリスクスコアとする。

## 2020 年も政治問題は途絶えない

のしかかる貿易紛争の影響、ブレグジット問題の先行き不透明感、中東での緊張激化など、2020 年も政治問題が市場に対して大きな影響を及ぼすものと予想される。加えて、米国は来年に大統領選挙を控えているが、その前にトランプ大統領に対する弾劾調査が始まったことで、状況は複雑化している。同調査がどのように行われるのか、また市場にどのような影響が及ぶのかは不明確である。過去の事例では、それぞれ固有の要因が経済・金融市場に影響を与えたため、当時の状況を振り返っても有益な情報は得られない。弾劾調査がホワイトハウスによる通商協議に関する決定にどの程度影響を与えるかが、重要な鍵を握ると考える。詳細は、「ElectionWatch 激動の世界の中で」(2019 年 9 月 24 日)を参照されたい。

# グローバル・リスク・レーダー

下記の表1に、主な上振れシナリオと下振れシナリオの、想定される市場への影響をまとめた。

表 1: 主要投資リスク

想定シナリオ	シナリオの概要	予想される市場パフォーマンス	
基本シナリオ	「予防的な」利下げにより成長鈍化を抑制	世界経済の成長率は3%程度に落ち着く。FRBは景気の下振れリスク緩和のために追加利下げを実施する。世界経済は、少なくとも今後6~12カ月は「景気サイクルの後半」ととどまる。	<ul style="list-style-type: none"> <li>グローバル株式: 今年から来年にかけて世界の企業収益の低下が見込まれ、株価は-5~0%下落する。</li> <li>米国金利: FRBが利下げを続け、低水準が続く。</li> <li>ユーロ/米ドル: 米国の金利低下を受けて、ユーロ/米ドルは1.12に上昇する。</li> </ul>
		消費者向け電子機器に対する関税率の25%(またはそれ以上)への引き上げ、自動車関税、あるいは技術輸出規制強化など、追加的な貿易制裁措置が実施され、米国の景気サイクルが終焉を迎える確率が高まる。	<ul style="list-style-type: none"> <li>グローバル株式: 企業収益が悪化し、利益率への圧力が高まり、株価は15~20%下落する。</li> <li>米国金利: 歴史的な低水準にまで低下し、長期金利がマイナス圏に突入する可能性もある。</li> <li>ユーロ/米ドル: 購買力平価の水準に向けて反転し、ユーロ/米ドルは1.15~1.20まで戻る。</li> </ul>
		イランがサウジアラビアの石油施設を攻撃するかホルムズ海峡を封鎖し、原油輸出が長期的に途絶する。ブレント原油価格が90米ドル/バレルに急騰する。	<ul style="list-style-type: none"> <li>原油: 90米ドル/バレルに急騰する。</li> <li>ユーロ圏株式: 原油供給ショックにより欧州の国内総生産(GDP)成長率と企業の利益率が低下し、株価は10%下落する。</li> <li>米国株式: ガソリン以外の消費者支出への打撃が米国のシェール投資支出の拡大に相殺される可能性が高く、株価の下落は0~5%程度となる。</li> </ul>
欧州景気の減速	米中貿易紛争が公表済みの関税の範囲を超えてさらに悪化するか、米国と欧州連合(EU)の間で関税合戦が激化して、ユーロ圏経済が景気後退に陥る。	<ul style="list-style-type: none"> <li>ユーロ圏株式: 製造業の低迷がサービス部門まで波及し、株価は10~15%下落。</li> <li>欧州ハイイールド債: デフォルト(債務不履行)リスクが高まり、スプレッドが800ベースポイント(bp)に達する。</li> <li>ユーロ/米ドル: 欧州中央銀行(ECB)の追加金融緩和により、ユーロ/米ドルは1.05を下回る。</li> </ul>	
上昇シナリオ	米大統領選を前に、貿易摩擦が緩和する	米中両国が、現行の関税の一部撤廃、および、中国が合意内容を履行することを条件にさらなる段階的な撤廃を盛り込んだ、新たな貿易協定を締結する。	<ul style="list-style-type: none"> <li>グローバル株式: 世界の景気サイクルの影響を受けやすい国が主導して、株価は0~10%上昇する。</li> <li>米国金利: 短期金利は再び上昇するが、長期金利は、構造改革がない場合は低い水準で天井を打つ。</li> <li>ユーロ/米ドル: FRBのハト派姿勢の弱まりで米ドルがレンジ相場を維持し、ユーロ/米ドルは1.10またはそれ以下で推移する。</li> </ul>
	欧州の経済成長が再加速	対外的な逆風が後退し、世界貿易への依存度を考慮すると、欧州経済の成長率が予想以上のスピードで回復する。内需の増加、製造業セクターの見直し回復、欧州中央銀行(ECB)の景気刺激策の継続により、成長が下支えられる。	<ul style="list-style-type: none"> <li>ユーロ圏株式: 2020年に企業の利益成長率がプラスとなり、株価は5~10%上昇する。</li> <li>欧州ハイイールド債: スプレッドが300bpまで縮小し、金融危機後の低水準となる。</li> <li>ユーロ/米ドル: 投資家がECBの金融引き締め策を織り込み始め、ユーロ/米ドルは1.20に上昇する。</li> </ul>

今後6カ月での期待トータルリターン。為替レートおよびスプレッドは2020年4~6月期(第2四半期)末の予想水準。  
注記: 上昇シナリオと下落シナリオは、CIOの基本シナリオを超えて起こり得るシナリオです。



出所: UBS、2019年10月現在

## Appendix

### 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ありますが、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。