

UBS House View

Weekly Global

今週の要点

1. 米ドル高は続く見通し

主要通貨に対する米ドルの値動きを示すDXY指数は先週、14カ月ぶりの高水準を記録し、2月につけた今年の最低から9%近く上昇した。昨年の急落から一転しての今回の米ドル高は、米国の経常赤字と財政赤字の拡大とは矛盾するよう見える。だが、双子の赤字が最終的には米ドルの押し下げ要因となり、欧州の金融政策の正常化がユーロを下支えするとの我々の見方は変わらないが、短期的には今後3カ月でユーロ/米ドルが1.10までさらに(ユーロ安方向に)下落すると我々は予想している。今年前半は世界経済が足並みを揃えて成長すると予想していた。ところが、景気の面で米国のリードは拡大し、第2四半期のS&P500種株価指数構成銘柄の増益率は25%に達し、欧州の7%を大きく引き離れた。少なくとも11月に行われる米国の中間選挙までは世界の貿易摩擦が続き、安全資産としての米ドルに資金流入が続くと思われる。

要点: 来年の米ドルの予想値を引き上げる。我々は、ユーロ/米ドルは今後3カ月で1.10に下落し、6カ月後については、現在の1.14から1.15(従来予想は1.25)へと小幅の上昇にとどまるとみている。

2. トルコ以外の新興国市場にも不安定な動きが波及

トルコ市場の混乱は、トルコが抱える巨額の経常赤字(対GDP比6.3%)と中央銀行の独立性の懸念を反映した、トルコ固有のものである。ところが、米ドル高と米国金利の上昇に伴い、アルゼンチン、南アフリカ、インドネシアなど巨額の対外赤字を抱える国を筆頭に、他の新興国市場でも混乱が生じている。新興国株は弱気相場の領域に近づき、新興国通貨と現地通貨建ての国債の年初来下落率も10%を超えている。世界の貿易摩擦と経済成長をめぐるリスクが他の新興国資産の見通しにも影を落としているが、我々は米ドル建ての新興国国債を推奨する。この資産クラスの利回りは6.5%と、過去10年間のレンジの上限に近いうえ、発行体数も67を数え、分散投資の面でも優れている。

要点: 我々は米ドル建て新興国国債をオーバーウェイトとする。魅力的な利回りに加え、新興国の政府債務は平均で対GDP比49%と、先進国の82%に比べて相対的に低水準である。

3. 人民元安がリスクだが、悪化することはないだろう

人民元は先週、対米ドルで7.0に下落した後、反発した。4月中旬以降の9%の下落は、主に米ドルの上昇モメンタムによるものだ。中国の経済成長の鈍化も人民元に影響し、固定資産投資の伸び率は1992年の統計開始以来最低を記録した。中国の対外収支の悪化も人民元の支援材料を1つ減らす結果となった。米国が関税拡大による報復措置に乗り出すリスクがある以上、投資家は人民元安を注視する必要がある。我々は、今後も元安基調が続き、12カ月後の対米ドルレートは7.0になると予想している。しかし、米中の通商関係が悪化した場合を中心に、人民元の下振れリスクを想定している。

要点: 今後3、6、12カ月の米ドル/人民元は7.0を予想する。

今週の動き

FRBの利上げは小休止か? 米連邦準備理事会(FRB)は引き続き米国経済の強さを強調している。直近の金融政策決定会合に関する議事録が発表されれば、FRBが貿易摩擦による今年後半の景気鈍化を見込んで、第4四半期の利上げを見送るかどうかの政策指針がより明確になるだろう。

韓国の経済統計は世界の貿易の減速を示唆するか? 世界第5位の輸出大国である韓国が22日に輸出入統計を発表する。この統計は貿易摩擦の影響が顕在化し始めたかどうかを知る手がかりになるだろう。

欧州は経済成長の勢いを取り戻せるか? 期待された欧州の景気回復は、予想以上に時間がかかっている。8月の欧州購買担当者景気指数の速報値が発表されれば、足踏み状態が終わるかどうかを確認できるだろう。

投資家の注目点

さらば米国、さらばハイテク株: 先週は米国の株式ファンドから26億米ドルが流出した。これには、1週間当たりの流出額としては2月以降で最大となる、テクノロジー株からの5億米ドルの流出も含まれている。

低迷する欧州: EPFRデータによると、欧州の株式ファンドから23週連続で資金が流出した。8月15日までの1週間での流出額は29億米ドルにのぼった。

深読み

トルコ危機の新興国市場への影響

Mark Haefele

グローバル・チーフ・インベストメント・オフィサー

トルコ資産に下方圧力がかかり世界の金融市場に悪影響を及ぼしたほか、米国株の上昇に歯止めがかかり、他の新興国市場も低迷している。ただし、MSCI新興国指数に占めるトルコの割合は1%未満、新興国国債の指数であるEMBIデバースファイド指数に占める割合も3.2%に過ぎない。それなのに、なぜトルコは世界の市場にこれ程の影響を与えているのだろうか？

今年に入ってトルコ・リラが34%下落し、MSCIトルコ指数の年初来のリターンが-23%に落ち込んだ理由はトルコ固有の事情にあると思われる。最近の市場の混乱を招いた理由はトルコによる米国人牧師の拘束に端を発した政治的対立だが、中長期的な経済の脆弱性とあいまって急激に深刻化した。トルコの経常赤字はGDPの6.3%に拡大し、外貨建て債務もGDPの53%に膨れ上がった一方、中央銀行は政治的な足かせを理由に、問題解決に向けた利上げを実施できないでいる。

一方、米ドル高が新興国資産全般に下方圧力をかけると、経常赤字が拡大して外貨建て債務の返済に多額の資金が必要になり、新興国のもろさが露呈しやすい。米ドル指数は2月上旬以降9%近く上昇し、トルコ危機が注目を集める前から新興国資産を圧迫していた。MSCI新興国指数は1月下旬のピークから20%近く低下し、弱気相場突入の瀬戸際にある。

市場動向

	CIO view	1w total return	3m total return	Year to date total return
S&P 500		1.1%	5.6%	7.9%
Euro Stoxx 50		-0.3%	-3.9%	-0.1%
MSCI EM		-1.9%	-8.9%	-10.0%
FTSE 100		-0.3%	-1.0%	2.0%
SMI		0.4%	1.1%	-0.4%
NIKKEI 225		1.6%	-3.1%	-1.5%
US high grade bonds	UW	0.1%	1.8%	-0.8%
Euro high grade bonds	UW	0.2%	2.4%	1.5%
US investment grade bonds		0.2%	2.0%	-2.0%
Euro investment grade bonds		0.0%	0.7%	0.0%
US high yield bonds		0.1%	2.0%	1.8%
European high yield bonds	UW	0.0%	-0.1%	-0.4%
EM sovereign bonds	OW	1.1%	0.4%	-5.5%
EM corporate bonds		1.2%	-0.2%	-3.7%

Source: Bloomberg, UBS as of 20 August 2018

OW = tactical overweight

UW = tactical underweight

JPモルガン新興国通貨指数は年初来11%低下、新興国の現地通貨建て国債は7%下落している。

しかし、問題は米ドルだけではない。米ドルは2016年も上昇していたが、新興国資産に悪影響は及ばなかった。世界の資金調達環境が緩和されていたからである。米連邦準備理事会(FRB)は2016年に金融引き締めに乗り出したが、2008年の世界金融危機後の低水準から25ベーシスポイント(bp)の利上げにとどまり、バランスシートの縮小には着手していなかった。全体としては、主要各国の中央銀行は量的緩和(QE)プログラムを通じて依然として金融システムに流動性を追加していた。現在、世界の流動性は世界金融危機以降初めて純額でマイナスに近づいており、FRBの利上げサイクルも着実に進んでいる。

高リスクの新興国資産に対するセンチメントに、他の懸念も影を落としている。期待された世界同時経済成長は、2018年に入ってまだ実現していない。米国の成長率4.1%に対し、中国は減速の兆しが表れ、新興国では成長のモメンタムが薄れ、欧州の景気回復もこれまでのところ力強さに欠けている。貿易摩擦を受けて、成長見通しをめぐる不確実性は高まっている。

近年、多くの新興国は財政強化に取り組んでいる。例えば、新興国の政府債務は対GDP比で平均49%と先進国の82%に比べて低水準である。しかし、米ドル高、米国金利の上昇、世界の貿易と中国の成長率をめぐる懸念が存在する環境下、一部の新興国市場は下落しやすくなり、少しの衝撃でもそれが深刻化するおそれがある。

こうした中、多額の経常赤字を抱えて海外からの資金調達を必要とする国ほど、資金の流入が枯渇し圧迫される可能性が高い。例えば、アルゼンチンの経常赤字はGDPの5.3%に達し、今年に入ってからのペソの下落率は37%と、新興国通貨の中で最悪を記録している。アルゼンチン中央銀行は先週、通貨への下落圧力を食い止める目的で政策金利を45%に引き上げ、銀行の預金準備率も引き上げた。南アフリカの赤字は対GDP比3.7%であり、通貨ランドも売り圧力にさらされている。

こうした環境では、分散投資を行いリスク中立のアプローチを維持する一方、特定の投資機会を狙うことが重要である。例えば、米ドル建ての新興国国債への戦術的オーバーウェイトを推奨する。他の新興国資産と比べて健闘し、年初来の下落率が3.3%にとどまっているからだ。発行体の総数は67と非常に分散されている同資産クラスの利回りは6.5%と、過去10年間最高に迫る勢いである。

中国の長期ストーリーを見失うな



Thomas Deng

Regional CIO and Chief China Strategist

「中国に関しては、短期の騒音に惑わされて長期の投資機会を逃すことがないように注意したい。」

ニュースメディアは最近の出来事を細かく分析し、報道する。そのため、見出しを飾る出来事が発生すると、ニュースとしての価値がなくなるまで詳細に報道される。世界の貿易の枠組みを再編しようとする米政権の壮大な計画がまさにそれであり、ここ数カ月にわたり金融ニュースを賑わしてきた。

ソーシャルメディアとスマートフォンが普及したおかげで24時間365日ニュースに触れられるようになったが、反面、最新の話題に惑わされて全体像を見失いがちになる。米国と中国との貿易摩擦が激化した6月中旬以降、投資家は中国の資産に対してリスク回避姿勢を強めたが、これはまさにその典型であり、以来、CSI300種株価指数(上海と深センに上場する代表銘柄で構成される指数)は10%以上も下落している。

中国に関しては、何と言っても全体像が巨大である。すでに世界第2位を誇る中国の金融市場と経済は、世界との関係強化を視野に非常に大規模な体制改革が行われようとしている。オンショア(中国本土)市場の段階的な開放というこの改革が完了するには何年、あるいは何十年もかかるだろうが、その恩恵を受けるべく早期にポジションを構築しておくことが賢明である。構造改革に関する我々の評価を踏まえると、今後数年間は先進国を大きく上回るリターンが見込まれる。

中国の資本市場改革は近年大いに勢いづいており、なかでも「ストックコネクト(上海/深センと香港の株式市場の

相互取引制度)」および「ボンドコネクト(香港と中国本土間の債券相互取引制度)」プログラムの導入、中国本土市場上場株のMSCI指数への組み入れ、中国債のブルームバーグ指数への組み入れ(2019年4月開始)、外国人投資家に対する国内市場と投資チャネルの開放の試みなどが注目を集めている。中国の国内資本市場全体に占める外国人投資家の割合は現時点で2%程度と非常に小さいが、こうした取り組みによりこの比率は今後大幅に上昇するだろう。

外国資本不在にもかかわらず、中国の株式市場は世界第2位、債券市場は第3位を誇っている。オンショア資産に対する海外からの投資と機関投資家による投資を拡大する取り組みが見込まれることから、今後3~5年で中国A株(中国本土市場上場の人民元建て株式)の時価総額に占める海外資金の割合は6~7%に達すると予想される。同期間には外国からの資金流入が株価を下支えし、なかでも消費財とヘルスケア・セクターが恩恵を受けると思われる。

さらに、中国の経済改革の構造的要因である家計消費の拡大、GDP成長率に占めるサービス部門の寄与度増加、技術革新に支えられた製造業の高付加価値化も株式市場での投資機会につながるとみている。これらを総合すると、株主資本利益率と一株当たり利益の伸びは世界平均を上回る見通しであることから、オンショア株のトータルリターンは長期的には2桁台前半に達すると予想する。また、小型株が大型株をアウトパフォームするとみている。

中国のオンショア債券市場でも構造改革が進行している。レバレッジ解消と政府がデフォルトを救済しない最近の取り組みは、国内の債券市場にとって長期的にプラスに作用する。第一に、レバレッジ解消努力と段階的な景気減速により、中国国債の金利は低下が予想される。他国の債券と比べてすでに魅力的な利回りに加えキャピタルゲインも見込まれることから、オンショア国債からは比較的高いリターンが期待できる。第二に、社債間で信用の差別化が進むと予想されることから、事前に慎重に信用分析を行った投資家は、高利回りという正当な報酬が得られるだろう。

ポートフォリオの点で見ると、中国のオンショア資産はグローバル資産との相関が相対的に低く、グローバル投資家にとって分散投資の面でも恩恵をもたらす。例えば、MSCI中国A株指数とMSCIオール・カンントリー・ワールド指数との相関は0.32と、MSCI中国オフショア指数の0.69や米国指数の0.94を下回っている。しかも、今年に入って米10年国債の利回りが50ベースポイント(bp)上昇したのに対し、中国の10年国債の利回りは30bp程度低下している(2018年6月19日現在)。

このように、グローバルに分散投資されたポートフォリオにおいて、中国資産の規模と重要性は今後も引き続き高まると予想する。よって、中国に関しては、短期の騒音に惑わされて長期の投資機会を逃すことがないように注意したい。

Thomas Deng

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS CIOウェルスマネジメントリサーチが作成したり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、各ファンドの目録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

© 2018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。