

UBS House View

Weekly Global

今週の要点

1. 新興国市場への投資を再開するには時期尚早

新興国株式は1月26日にピークをつけた後19.8%下落し、弱気相場の領域に近づいている。新興国株式のバリュエーションは主要市場の中で最低水準にある。MSCI新興国指数の12カ月実績株価収益率(PER)は12.5倍と、30年間の平均である15.6倍、米国株式の19.6倍、欧州株式の14.3倍をいずれも大幅に下回っている。しかし、新興国市場に対して強気に転じるには時期尚早だろう。米ドル高が継続し、米国金利が上昇する局面では、新興国から海外資金が流出し、金融・経済の悪化につながる懸念がある。また、中国経済には減速の兆しが表れ、今年上期の固定資産投資は18年ぶりの最低水準に落ち込んだ。トルコとアルゼンチンの通貨危機の影響でセンチメント悪化が続く可能性も高い。

要点:新興国株式についてはニュートラルを維持する。トルコとアルゼンチンの通貨危機は通貨に関して過剰なリスクを抑える重要性を浮き彫りにしている。新興国の米ドル建て国債は、新興国債券指数(EMBIGD)の利回りが6.5%と高く、為替リスクも限定されることから、こうした局面では有効な投資機会を提供する。

2. 自国周辺のリスクを過小評価しない

欧州の投資家は新興国からの波及的影響に目を光らせているが、自国周辺にも他のリスクが潜んでいる。ブレグジットをめぐる交渉を受けて、ユーロ/英ポンドの10日間ボラティリティ(変動率)は4カ月ぶりの最高水準に上昇した。イタリアでは予算案のEU規則順守をめぐる懸念が再浮上しており、イタリアとドイツの10年債利回りのスプレッドは今週10日に今年の最高水準に迫る255ベースポイント(bp)を記録した。米国とEUの貿易摩擦も解消されておらず、国や地域、セクター単位で市場の潜在的リスクの影響を受ける恐れがある。ユーロ圏に加え、経済統計が予想を下回るほど軟調ではなかったにもかかわらず、欧州株式は今月に入り1.5%下落している。

要点:分散投資は個別リスクへの過剰なエクスポージャーを防ぐ唯一の方法である。戦術的資産配分をめぐる不確実性から、我々はリスク資産に対しておおむねニュートラルな姿勢を維持する。

3. サステナブル(持続可能な)投資

総額1兆米ドルの政府年金基金を運用するノルウェー銀行インベストメント・マネジメントは今週、持続不可能なビジネスモデルを掲げる企業からの投資撤退は、国連の持続可能な開発目標(SDGs)の達成に貢献する方法の1つだと指摘した。ノイズに惑わされず中長期的な投資スタンスでパフォーマンス目標の達成を目指す投資家にとって、サステナブル投資は今後広く定着していく重要な投資機会と考える。今年に入り世界各地で25億米ドルを超える新たな資金がサステナブル上場投信(ETF)に流れており、同資産クラスの総投資額は190億米ドルに近づいている。欧州で提案されている汎欧州個人年金商品(PEPP)には、複数の持続可能な投資要件が含まれる見通しだ。さらに先週は世界最大のグリーンボンド(環境問題対策になる取り組みに用途を限定して発行される債券)発行体である欧州投資銀行が、同行初のサステナビリティ・ボンド(環境及び社会プロジェクト双方への融資に充てられる債券)を発行した。

要点:我々のマルチアセット・サステナブル投資は、ESG基準に見合わない企業やセクターをポートフォリオから排除するエクスクルーション、ESG情報を投資先判断に加えるインテグレーション、テーマ投資やエンゲージメント戦略など様々なサステナブル投資の手法に加え、伝統的な金融情報と指標を採用し、さらに環境・社会・ガバナンス(ESG)の要素も投資判断に組み入れて、伝統的な投資戦略に匹敵するかそれを上回るリターンを達成を目指す。

今週の動き

中国は報復措置を発表するか? トランプ大統領は9月7日、2,000億米ドル相当の中国製品に対して「近々」対策を発表すると発言した。まず行動してから交渉姿勢を示すのがトランプ政権の戦略であることから、関税は実際に導入される可能性が高い。中国が報復措置を決定した場合の貿易摩擦の悪化を注視していく。

米連邦準備理事会(FRB)の反応 求人数は過去最高に迫り、7月のコア消費者物価指数が10年ぶりの高水準になる中で、JOLT求人数、生産者物価指数、消費者物価指数がFRBの今後のスタンスを占う鍵となる。関税の影響次第では、FRBが年内にもう1度利上げに踏み切ると考える。

欧州の統計は欧州中央銀行(ECB)の自信を後押しするか? 最近の欧州の経済統計は、ここ数カ月のように事前予想を下回るほど軟調ではない。今週は鉱工業生産とZEW(欧州経済研究センター)の景況感指数が発表される。ECBが12月の量的緩和終了に向けて動く中、経済統計の好転はECBの決断を後押しするだろう。

投資家の注目点

債券に下落圧力: EPFRの統計によると、投資適格債は先週、週次では2016年12月以降で最大となる31億米ドルの資金流出となった。

欧州の資金の流れは安定化: 資金流出が26週間続いていた欧州の株式ファンドに3億米ドルの資金が流入した。

新興国市場にポジティブになるには時期尚早

Mark Haefele

グローバル・チーフ・インベストメント・オフィサー

新興国市場への圧力が続くなか、MSCI新興国指数は1月のピークから19.8%低下し、弱気相場の領域に近づいている。新興国市場の混乱の元凶であるアルゼンチン・ペソとトルコ・リラは相場の大幅な変動が続き、年初来の下落率はペソが50%、リラは41%にのぼっている。

新興国市場への圧力が先進国市場にも影響を及ぼす兆しが出始めている。ストックス欧州600指数は7月下旬以降、4%超下落している。イタリアの予算をめぐる懸念に加え、トルコの通貨危機、欧州からの輸出品に対する新興国需要の減速が危ぶまれ、センチメントは落ち込んでいる。

我々は7月下旬にグローバル株式のオーバーウェイトを縮小して以来、グローバル株式は概ね横ばいとなり、トルコの通貨危機がもたらしたボラティリティ（相場の大幅変動）を回避することができた。一方、新興国の下落を受けて、2つの疑問が浮上している。第一に、下落局面は成長市場を破格的割安水準で買う魅力的な機会をもたらすか？第二に、新興国の影響が世界中の市場に波及することを懸念すべきか？

どちらの質問も、答えは「まだ」のようである。

新興国株式のバリュエーションは、世界の他の市場に比べて魅力が高まっている。MSCI新興国指数の12カ月実績PER（株価収益率）は12.5倍と、MSCI米国指数の19.6倍、MSCI EMU指数の14.3倍を下回っている。新興国市場の取引は以前ほど活発ではない。CFTC（米商品先物取引委員会）のデータによると、ヘッジファンドが新興国へのロングポジションを純額でゼロ近くに減らし、中国をめぐる懸念が市場を圧迫した2015年8月から2016年初頭以降で最低のエクスポージャーとなっている。今回の下落局面を利用して戦略目標に向けて

市場動向

	CIO view	1w total return	3m total return	Year to date total return
S&P 500		-1.0%	3.8%	8.9%
Euro Stoxx 50		-2.9%	-4.1%	-3.2%
MSCI EM		-2.2%	-8.7%	-9.8%
FTSE 100		-3.0%	-4.3%	-2.3%
SMI		-1.5%	4.2%	-2.3%
NIKKEI 225		-1.5%	-1.2%	-0.7%
US high grade bonds	UW	-0.4%	0.9%	-1.0%
Euro high grade bonds	UW	-0.3%	1.2%	0.8%
US investment grade bonds		-0.5%	0.9%	-2.5%
Euro investment grade bonds		-0.3%	0.3%	-0.7%
US high yield bonds		-0.2%	1.6%	2.1%
European high yield bonds	UW	-0.1%	0.6%	-0.6%
EM sovereign bonds	OW	-0.1%	-0.7%	-6.3%
EM corporate bonds		0.2%	0.0%	-3.4%

Source: Bloomberg, UBS as of 10 September 2018

OW = tactical overweight

UW = tactical underweight

ポートフォリオをリバランスすることは可能だが、新興国に対して積極的になるには時期尚早だと思われる。

- 短期的には米ドル高が続くと予想される。米連邦準備理事会（FRB）による利上げと米ドル高は、海外からの資金が不足している新興国を中心に厳しい環境といえる。新興国の株式ファンドは過去15週間のうち13週で資金の流出に見舞われており、こうした環境下では資金の流出が続くおそれがある。
- 中国経済は減速している。1月から7月までの固定資産投資の伸びは前年同期比5.5%と、18年間で最低を記録した。8月の財新中国製造業購買担当者指数は50.6と3カ月連続で低下し、2017年7月以降で最低に落ち込んだ。
- トルコとアルゼンチンの経済規模は特に大きくないとはいえ、両国の通貨危機が早期に全面解決する可能性は低く、センチメントに水を差す可能性が高い。

先進国にも幾分の影響がみられ、先進国株式が7月下旬以降3%下落した反面、米国には影響が及んでおらず、米国株式は1月につけた過去最高値を更新した。以下に挙げるシナリオが発生した場合は、影響が拡大する懸念がある。

- 中国経済が一段と減速。中国政府はこれまで景気の減速の手綱をしっかりと締めてきた。しかし、債務水準は高まり、人民元は下落している。米国との貿易摩擦がこれ以上悪化すれば、中国（そして米国の）景気は足踏みし、他の新興国にも影響が出るだろう。
- FRBが予想以上に早いペースで利上げを実施。我々は段階的な利上げを予想しているが、インフレ率の高騰によりFRBが利上げの加速を余儀なくされた場合、新興国市場からの資金流出が加速し、海外からの借入れが必要な新興国に悪影響を及ぼす。
- 新興国の経済データの悪化。経済統計が悪化すれば、先進国の輸出品に対する新興国の需要への懸念が高まる恐れがある。

これまでのところ、こうしたネガティブなシナリオは現実のものとはなっていない。FRBが重視する7月のコア個人消費支出（PCE）価格指数は目標の2%にとどまっており、現時点では大幅に上昇するとは予想していない。中国は景気の減速を抑制するために、景気浮揚型の財政政策と金融政策を打ち出した。さらに、金融市場の大幅な変動にもかかわらず、新興国の経済統計は健闘している。新興国の総合PMI（購買担当者景気指数）は52.4とプラスの領域にある。経済統計は概ね予想通りであり、シティの経済サプライズ指数は-6で横ばいとなっている。

総合的に、グローバルな戦術的資産配分ではリスクに対して概ねニュートラルな配分を維持し、間違った時期に間違った市場で足をすくわれないよう、分散投資をすることが最良の防衛策と考えている。新興国の下落局面で戦術的投資機会を探っている投資家の方は、新興国の米ドル建て国債を検討することができる。JPモルガンEMBIグローバル・ダイバーシファイド指数は利回りが6.5%で株式と比べて為替リスクが限られており、我々はグローバルの戦術的資産配分において同資産クラスをオーバーウェイトにしている。

厳しい決断を迫られる安倍政権



青木大樹
日本地域CIO (最高投資責任者)

「経済がまだ回復の途上にある中で消費税の引き上げを目指す理由は、GDPの2倍に膨らんだ巨額な債務残高の削減にほかならないだろう。」

日本経済はかなり好調だ。4-6月期(第2四半期)のGDP(国内総生産)成長率は前期比年率+3.0%と、軟調だった前期(同-0.9%)からの回復を示した。賃金は1990年代初頭以降で最も速いペースで伸びているほか、インフレ率も6月、7月と上昇を続けている。デフレと実質的な停滞が数十年も続いた日本経済において、こうした状況は景気の回復ぶりを鮮明に印象づける。

過去1年間にわたりスキャンダルが絶えなかった安倍首相の支持率は一時30%を切るまでに低下したが、9月20日に行われる自民党総裁選挙では、堅調な経済が首相再選を後押しする実績となるだろう。安倍首相の支持率は40%程度と決して高いとは言えないが、総裁3選を達成するには十分なレベルだろう。我々は安倍首相が再任されない可能性は5%に過ぎないとみている。

3選の場合、現状維持が優勢となる可能性は高く、アベノミクスは存続すると予想される。さらに、政府は市場の不安要因となりうる消費税増税と(戦力の不保持と交戦権の否認を定めた)憲法9条の改正にいよいよ乗り出す見通しだ。だが、これら2つの主要政策の成否は、安倍政権が来年4月の統一地方選挙と7月の参議院選挙に向けて支持基盤を固めることができるか否かにかかっている。

経済がまだ回復の途上にある中で消費税の引き上げを目指す理由は、GDPの2倍に膨らんだ巨額な債務残高の削減にほかならないだろう。消費税増税は

危険な試みだ。2014年にはこれが景気後退の一因となっていた。だからこそ、今回はその発表(2016年後半)と実施(現時点では2019年10月の予定)の間に長い審議期間が設けられている。とはいえ、安倍首相は増税による増収分を教育費負担軽減の財源に充てると公約していることから、安倍政権にとって消費税増税は必ずやり遂げなければならない政策だ。公約違反となれば自民党は支持層を失いかねない。

逆に、おそらく戦後最大の物議を醸す政治問題となる憲法9条の改正を実現するためには、自民党はできる限りの支持を集めなければならない。自民党と安倍首相は憲法に自衛隊を明記することを求めている。明記されていないために、自衛隊の合憲性が現時点では不明確なままとされている。世論調査によると、日本人の大多数は改憲に反対しており、自民党内でも異論が出ている状況だ。それでも、安倍首相は断固として主張を曲げない。

憲法改正は忍耐が必要とされるプロセスだ。この問題の是非を判断するために国民投票を実施しなければならないが、国民投票の実施には、衆参両院で3分の2以上の賛成が必要だ。ここで問題となるのは首相と自民党の支持率の低下であり、来年に予定されている2つの選挙では議席数を減らす公算が大きい。加えて消費税増税も予定されていることから、政府は国民の支持と参議院3分の2議席の維持を狙い、財政支出で消費押し上げを試みる見通しだ。

消費刺激策の1つとして、政府は携帯電話会社に料金の値下げを要求する可能性がある。菅官房長官は最近、日本の携帯電話利用料が他国と比べて4割程度高いと指摘し、政府が来年までに料金引き下げの道筋を記したガイドラインを提示する考えがあることを示唆した。我々の試算では、4割値下げが実施されると消費者物価指数の伸びが1%ポイント程度抑制される。

来年に予定される消費税引き上げと携帯電話料金値下げの可能性(物価の下押し要因となりうる)を勘案すると、日銀が金融緩和政策をさらに長期化させる見込みが強い。我々は円が中長期では対ドルで上昇するとみているが、選挙と消費税増税を見据えた財政・金融緩和により、上昇ペースは緩やかなものとなるかもしれない。期待インフレ率の低下もまた、日本国債をアンダーウェイトとする我々のポジションの下振れリスクとなるが、国債の利回りは向こう数カ月間で上昇する余地を残しており、日本国債をアンダーウェイトに据え置く。

青木大樹

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

© 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。