

UBS House View

Weekly Global

今週の要点

1. ボラティリティにさらされても、株式のエクスポージャーを引き上げる価値あり
10月の急落後、グローバル株式の回復は続いており、下落率9.5%のうち半分以上を取り戻した。市場は不安定な状態が続き、モメンタムは弱くボラティリティ(相場の変動)は高い。米中の貿易摩擦と米国10年国債の実質利回りが40ベースポイント(bp)上昇したことによるファンダメンタルズ(経済の基礎的諸条件)のリスクも尾を引いているが、下落は買いの好機と考えられる。我々の慎重な企業利益予想と米中間の関税の応酬を織り込んでも、バリュエーションは依然として魅力的である。12カ月予想株価収益率(PER)は新興国で11倍、ユーロ圏では12倍と、30年間の平均である13倍と14倍をそれぞれ下回っている。米国株式は長期の予想PERをやや上回っているものの、米国株式のリスクプレミアム(債券を上回る期待リターン)は4.6%と、長期平均の3.2%を上回っており、依然として債券より投資魅力は高い。貿易協定をめぐる米中が合意に達するなど、市場が予想していないプラス材料が出現する可能性もある。

要点:我々は高格付債に対してグローバル株式のオーバーウェイトを引き上げる。景気サイクルの成熟に伴いボラティリティは高まっているが、株式市場は戦術的投資期間である今後6カ月においてさらに上昇すると予想される。

2. 米中間選挙の影響を受けるセクターは金融と資本財のみ

米国の中間選挙の結果、共和党が下院の過半数を民主党に譲って勢力を共有することになった。その翌日に米国株式は2.1%上昇したが、今回の上昇は10月の急落からの反発であり、選挙結果が株式に大きくプラスに働くとは予想していない。むしろ、影響は特定のセクターに限定されるとみている。民主党が下院の多数派を奪還したことで、金融サービス業界の規制緩和は鈍化する可能性がある。だが、金利の上昇に加え、デフォルト(債務不履行)率が低水準なことから、このセクターは依然として魅力的である。資本財セクターの上振れ余地は制限されるだろう。インフラ投資拡大による株価上昇が見込まれていたが、民主党はその財源として国防費の削減を求めると予想されるからだ。

要点:我々は米中間選挙の結果がグローバル株式市場の見通しを左右するとは考えていない。影響は特定のセクターにとどまるだろう。

3. FRBは予定通り12月に利上げの見込み

FRB(米連邦準備理事会)は先週の連邦公開市場委員会で、労働市場は底堅く、消費支出も旺盛だと指摘した。市場は12月に利上げが実施される確率を75%に引き上げ、我々もこの見通しに同意する。しかし、FRBの声明は、10年国債に悪影響が及ぶほど利上げペースを加速させる可能性は示唆していない。今週後半に発表される消費者物価指数は、エネルギーと食料品を除いたコア指数が2.2%と、FRBが目標とする個人消費支出(PCE)物価指数2%に沿って安定推移すると予想される。10年国債の利回りは3.2%と魅力的であり、強気相場の成熟で株式市場のボラティリティが上昇する中で、国債はポートフォリオの重要な安定剤となるだろう。

要点:我々は米国10年国債をオーバーウェイトとする。

今週の動き

イタリアの統計は債券保有者の安心材料となるか?イタリア政府が財政支出計画をめぐって欧州委員会と対立する中、イタリアの財政赤字に関する15日の発表に市場の注目が集まっている。イタリア2年国債の利回りは1カ月で17bp低下した。

米国のインフレ統計を受けて、FRBは予想通り12月の利上げに踏み切るか?先週のFRBの公開市場委員会から1週間後に発表される消費者物価指数で、FRBの利上げペースがさらに明らかになるだろう。消費者物価指数は夏のピークが過ぎ、FRBが重視しているコアPCEは、この4カ月間は目標の2%付近で安定推移している。

ドイツの景気回復に弾み?9月の堅調な鉱工業生産を受けて、ドイツが一時的な鈍化から回復しつつあるとの希望的観測が広がっている。今週はZEW景況感指数の発表が予定されており、国内のアナリストらの見通しが改善しているかが明らかになる(10月は2012年8月以来の最低水準だった)。

投資家の注目点

テクノロジー株の魅力は後退:EPFRのデータによると、この1カ月で31億米ドルが世界のテクノロジーファンドから流出し、2017年1月から2018年9月まで続いた総額431億米ドルの資本流入が反転し始めている。

新興国は人気復活:11月7日までの1週間で新興国の株式ファンドに2月以来最大となる39億米ドルの資金が流入した。

深読み

グローバル株式のオーバーウェイト 拡大の理由

Mark Haefele

グローバル・チーフ・インベストメント・オフィサー

我々は高格付債に対するグローバル株式のオーバーウェイト幅を拡大した。変更を決断するにあたり、強気相場に変わりはないか、バリュエーションは割安か、予想外のプラス材料が現れる可能性があるかなどを検討した。

強気相場は終わっていない：10月の相場の急落は弱気相場の始まりというよりも、現在の強気相場における調整局面と考えている。強気相場は成熟期にあり、通常、相場変動が大きくなり、株価上昇余地も縮小する。しかし、グローバル株式の現在のバリュエーションは、今後の相場変動を考慮しても十分魅力的な水準にあると判断している。

景気サイクルが最も進んでいる米国では賃金とインフレ圧力が高まっており、労働市場も逼迫している。しかしながら、UBSリサーチによる過去40年間における120の景気後退局面の分析結果から、米国、欧州、日本の現在の経済データ動向は過去の景気後退突入前のものとは一致しないことが確認できた。

消費はサイクルのピークに向け減速するのが通例だが、世界の三大先進国・地域では加速している。欧州と日本の投資もそうである。しかも、雇用の伸びは減速する兆しをほとんど見せておらず、米国では先月25万人以上の新規雇用が生まれている。

ユーロ圏では一時的な鈍化から回復し始めていることを示す明るい兆候が見えてきた。9月のドイツの鉱工業生産指数は前年同月比0.8%上昇と、やや持ち直した。中国では、直近の購買担当者景気指数(PMI)が事前予想を若干上回り、固定資産投資の伸

びも安定の兆候を見せ始めている。さしあたり、最近の原油価格の低下を受けて、石油価格が高騰するリスクは後退した。

株式のバリュエーションは魅力的：ここ1カ月の株価急落は行き過ぎと考える。これにより、株式のバリュエーションは高格付債よりも魅力的になったようだ。2019年の企業収益については、米国とアジアにおける関税の影響や経済成長率の緩やかな減速見通しを踏まえ、比較的慎重な見方をしているが、バリュエーションはなお魅力的と考える。

新興国株式は、利益予想ベースでの株価収益率(PER)が現在はおよそ11倍と、30年間の平均である13倍に比べ割安の水準にある。ユーロ圏株式の予想PERはおよそ12倍と、これも長期平均の14倍を下回っている。

一方、米国株式のバリュエーションを見ると、12カ月予想PERは16倍を若干超えており、長期平均の15.6倍に比べると決して割安ではない。しかし、米国株式のリスクプレミアム(債券に対する株式の相対的なバリュエーション指標)は4.8%と、長期平均の3.2%を上回っており、依然として債券より投資魅力は高い。さらに、現在の企業業績も、依然として株価の下支え材料だ。これまでにS&P500種株価指数の構成企業の4分の3が7-9月期(第3四半期)業績の発表を終えているが、一株当たり利益(EPS)は前年同期比27%増益となる見通しだ。アナリストの事前予想を上回っている企業の割合は80%近くと、長期平均の64%を大きく上回る。

市場が予想していないプラス材料が出現する可能性もある：センチメントが不安定な時は予想外のプラス材料が出現する可能性を見逃しがちである。11月末に予定されている20カ国・地域(G20)財務大臣・中央銀行総裁会議で、米中間に何らかの通商上の合意がなされるとの期待は当然低いが、交渉で進展がみられる可能性が全くないとも言い切れない。習近平国家主席とトランプ大統領の最近の発言からは歩み寄りの姿勢も見て取れる。トランプ大統領の場合、当初の厳しい発言が時間とともに和らぐ場合があることは、とりわけ対北朝鮮、北米自由貿易協定(NAFTA)、欧州連合(EU)との自動車関税交渉などで前例がある。また、中国には必要性に応じて柔軟に景気刺激を行うだけの余裕があり、米連邦準備理事会(FRB)は相場変動が続くか景気指標が悪化した場合に利上げペースを緩める可能性もある。

市場モメンタムは弱まり、相場の変動率は高まり、クレジット・スプレッドは拡大している。よって、目先での株式市場の下落リスクは高まっており、しばらくは相場の変動が続くだろう。我々はこうした状況下で株式のオーバーウェイトを拡大することによる潜在的なリスクを認識しているが、今後6カ月間の戦術的な投資期間で株式相場は上昇に向かうと予想している。米10年国債と日本円のオーバーウェイトといったカウンター・シクリカルな(反景気循環的)ポジションも、相場変動時にはポートフォリオの安定に寄与するだろう。

市場動向

| | CIO view | 1w total return | 3m total return | Year to date total return |
|-----------------------------|----------|--------------------|--------------------|------------------------------|
| MSCI All Country World | OW | 1.0% | -3.4% | 0.1% |
| S&P 500 | | 1.6% | -1.4% | 5.7% |
| Euro Stoxx 50 | | 0.1% | -5.7% | -5.1% |
| MSCI EM | | -1.6% | -7.7% | -13.7% |
| FTSE 100 | | 0.4% | -6.4% | -3.9% |
| SMI | | 0.5% | 0.3% | -0.2% |
| NIKKEI 225 | | 1.7% | 0.6% | -0.4% |
| US high grade bonds | UW | 0.0% | -0.8% | -1.6% |
| Euro high grade bonds | UW | 0.0% | -0.9% | 0.4% |
| US investment grade bonds | | 0.3% | -1.5% | -3.5% |
| Euro investment grade bonds | | 0.1% | -0.8% | -0.7% |
| US high yield bonds | | 0.1% | -0.2% | 1.6% |
| European high yield bonds | | 0.1% | -0.8% | -1.1% |
| EM sovereign bonds | OW | -0.2% | -0.4% | -6.4% |
| EM corporate bonds | | 0.1% | -0.2% | -3.2% |

Source: Bloomberg, UBS, as of 12 November 2018

OW = tactical overweight

UW = tactical underweight

景気対策で中国経済の重しを軽減



Yifan Hu
Regional CIO and Chief China Economist

「最終的には、中国の経済規模、そして製造業とテクノロジー分野の高度化を目指す中国政府の確固たる姿勢から、中国経済は中長期的に回復すると我々はみている。」

米国との貿易摩擦は中国の経済成長に重くのしかかっており、主要データにすでにその兆候が現れ始めている。7-9月期(第3四半期)のGDP(国内総生産)は前年同期比6.5%増と、今年上期の平均である6.75%を下回った。減速がいち早く確認されたのは投資と個人消費だが、今後、貿易紛争が悪化するに伴い他の分野でも同様の鈍化が予想される。

良いニュースとしては、中国の金融緩和措置の効果が経済に浸透し始めている。例えば6カ月連続で伸びが鈍化していた固定資産投資は、1~9月の累計で前年同期比+5.4%と、1~8月の同+5.3%から伸び率がやや拡大した。9月単月の伸びも8月からさらに改善した。また、消費者センチメントは悪化しているものの、小売売上高は、生活必需品と通信機器の売り上げ拡大をけん引役に、9月に前年同月比9.2%増加し、8月の同9.0%から伸びが加速した。

ここ数カ月、経済指標の内容はまちまちであったため、中国政府は様々な景気支援措置を打ち出している。金融政策は「安定的」な方向にシフトし、「適度に潤沢な」流動性が維持されている。財政政策はインフラプロジェクトの支援を中心に、より積極的なものとなっている。

実際、中国政府は、中国共産党中央政治局常務委員会の第3四半期会議や11月1日に行われた習近平国家主席と民間企業家の会合など、最近のハイレベル会合において、市場センチメントを押し上げるため一段の金融緩和を実施する姿勢を明確に示した。また、政府は雇用、金融市場、輸出、対外投資、国内投資、そして市場センチメントを安定させることを再確認した。具体的には、環境保護規制、レバレッジ解消、そして米中貿易摩擦から大きな打撃を受けた小規模な民間企業向けの支援を拡充すると約束している。

一方で、投資家は、減税や非国有企業の資金調達円滑化など、さらなる景気支援策を求めている。こうした措置が向こう数カ月間で発表、実施されたならば、市場のセンチメントは大きく改善すると予想される。

中国政府はまた、市場開放をさらに拡大したほか、日本を中心に、米国以外の諸国との戦略的パートナーシップを積極的に推し進めている。10月末の安倍晋三首相の中国訪問に合わせ、両国はインフラ整備、エネルギー、自動車関連のプロジェクトから300億米ドル規模の通貨スワップ協定に至るまで、

幅広い範囲の政府間協力協定に合意した。両政府はまた、日中韓自由貿易協定(FTA)と東アジア地域包括的経済連携(RCEP)の交渉推進を加速することでも合意した。

最終的には、中国の経済規模、そして製造業とテクノロジー分野の高度化を目指す中国政府の確固たる姿勢から、中国経済は中長期的に回復すると我々はみている。日米貿易摩擦からの教訓として、大幅な譲歩、急速な通貨の切り上げ、対外投資の急増、財政・金融面での景気刺激策への過度な依存等は回避すべきであることも学んでいる。

だが、グローバル・サプライチェーンへの二次的な影響は注視する必要があるだろう。貿易紛争によりサプライチェーンが断絶する可能性は高い。

Yifan Hu

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。