

UBS House View

Weekly Global

今週の要点

1. 試練に直面する株式市場のセンチメント

先週、グローバル株式は2日間で2.6%下落し、年初来ピークからの下落率は10%近くに達した。今回の下落はスマートフォンの売り上げの伸びの減速に加え、米国の小売企業の業績不振、米国住宅市場の軟化の兆候に対する長引く懸念を反映したものだ。その結果、株式のバリュエーションは割安水準になっている。新興国市場の現在の予想株価収益率(PER)は11倍前後と、30年平均の13倍に対して割安だ。ユーロ圏のPERは長期平均の14倍に対して12倍となっている。米国では、米中の関税上げ第一弾による企業利益への影響を考慮しても、2019年の利益予想をベースにしたPERは約16倍と長期平均をわずかながら上回る。しかし、今週開催されるG20サミットにおけるトランプ大統領と習近平国家主席の会談で、市場は重大な局面を迎えるだろう。中央銀行からの流動性の供給が減少する中、報復措置の応酬が続いた場合には、世界経済への政治的サポートに対する市場の信頼感が損なわれるおそれがあるからだ。

要点:我々はグローバル株式をオーバーウェイトとしている。しかし、貿易摩擦の激化が市場センチメントを損ねるリスクを引き続き注視していく。

2. クレジット投資の落とし穴を回避

原油価格の下落に続き、株式のリスクオフムードが先週になってクレジット市場に広がった。米国投資適格債のスプレッドは4ベーシスポイント(bp)、ハイイールド債のスプレッドは11bp拡大し、ユーロ圏の投資適格債は6bp、ハイイールド債は14bp拡大した。年末までにパフォーマンスが改善しなければ、2008年以降で初めて当該4資産クラスの年間リターンが全てマイナスになる。我々はこのマイナスリターンを特に警戒する理由はない。今後12カ月間のデフォルト率は低水準にとどまり、米国のハイイールド債については2.5%、ユーロ圏については2%を予想している。しかし、景気サイクルの成熟化に伴い、投資家はボラティリティ(相場変動率)の上昇に備えておいた方がよいだろう。我々はボラティリティを緩和するために、格付の高いクレジットを推奨する。格付が高い米ドル建てBB格債はB格債をアウトパフォームするだろう。さらに、ここ数年でクレジットリスクを高めていた投資家は、米ドルで先週0.1%のリターンをもたらした高格付債へのポジションのシフトを検討できる。

要点:我々は戦術的資産配分において、クレジットをニュートラルとしている。同資産クラスはバランスの良いポートフォリオにとって重要な戦略の一部である。我々は投資家に対し、リスク調整後リターンを最大化する戦略の検討を勧める。

3. どれもうまく行かない時のアドバイス

市場全体が通常以上に落ち込んでおり、株式に加え、ユーロ圏と米ドル建ての債券も急落した。信頼できる安全資産とされる米国債や金でさえ、余り効果を発揮しなかった。さらに、ビットコイン(過去1カ月で-29%)などの難解な投資商品はさらに大幅に下落している。ほとんどの資産クラスが一様に下落する時期は通常短い。不安を煽るものである。このような時には、強固なポートフォリオの構築が最良の防衛策である。我々は分散投資に加え、長期トレンドの恩恵を受ける企業への投資を推奨する。我々の推奨する長期投資には再生ロケット技術と医療機器が含まれる。明確なヘッジも信頼できる防衛策になりうる。費用対効果でみると現在、ハンセン中国企業指数(H株)が比較的割安な防衛策を提供するようだ。ヘッジファンドへの適度なエクスポージャーも有効であり、先進国のマクロファンドなど一部のマーケット・ニュートラル戦略も好調である。

要点:年初来、プラスのリターンを上げている投資は少ない。長期トレンドを重視し、明確にポートフォリオをヘッジし、ヘッジファンドに着目することがポートフォリオの分散投資の強化に役立つ。

今週の動き

ブラックフライデーは小売業の景況感を高めるか?11月11日に中国で開催された「独身の日」のインターネット通販は、中国経済の減速にもかかわらず、過去最高の売上高を更新した。感謝祭に続く米国のブラックフライデーは通常、1年で最も買い物で忙しい日である。先週の米国の小売企業の業績発表は不振に終わったが、ブラックフライデーが好調となれば米国の消費者信頼感を回復させるかもしれない。

株式に「FRBのブット」?米連邦公開市場委員会(FOMC)の11月の議事録が発表され、パウエルFRB議長が演説を行う。我々はFRBが最近の市場の混乱について懸念を表明し、金融引き締めを柔軟性を示唆するかに注視している。

ユーロ圏の統計は好転するか?自動車部門が二酸化炭素排出規制強化への対応に取り組んでいる中、最近のユーロ圏の経済統計は自動車セクターの低迷が響いている。今週は消費者信頼感、失業率、インフレ率の統計が発表され、ユーロ圏経済が持ち直しているか改めて確認することができるだろう。

投資家の注目点

バリューを求めて?:EPFRの統計によると、11月20日の週は新興国の株式ファンドに10億米ドルが流入し、6週連続の流入となった。

セクターにより明暗:米国のテクノロジー株からは15億米ドル、金融株からは5億米ドルが流出した反面、ヘルスケア(4億米ドルの流入)、消費財(1億米ドルの流入)は善戦した。

転換点の兆候を探す

Mark Haefele

グローバル・チーフ・インベストメント・オフィサー

10月上旬以降、株式相場は大きく変動している。ここ8週間のボラティリティ(相場変動)に続き、今後、市場が反発するか、それとも一段と下落するかは政治リスク、中央銀行の政策、今後発表される経済統計次第だろう。

我々は基本シナリオとして、今回は強気相場の中の下落局面とみている。典型的な景気後退の注意信号は出ておらず、インフレ率が低いことから段階的な金融引き締めが可能で、多くの資産でより不確実な見通しを織り込んでいる。

しかし、我々は複数の鍵となる指標に注視しており、今後は相場を動かす重要なイベントが控えている。

注目のG20

今週開催されるG20サミットは政治リスクに対する投資家の考え方の重要な転換点になる可能性がある。

トランプ大統領は原油価格が急上昇する懸念を引き合いにイランへの制裁に例外を設けた。トランプ政権の政策の多くは成長重視であり、ツイッターを見てもトランプ大統領が株式市場を注視していることは明らかだ。しかし、米国の通商政策の影響が経済統計に表れる中、トランプ政権は短期の成長を後押しするか、地政学的利益を追求するかを選択を迫られている。

米国がG20サミット後も中国との貿易摩擦を継続すれば、トランプ政権が重要政策課題における経済的側面を軽視していることが

推測できる。こうした環境では、投資家が高いリスクプレミアムを求めるのは当然である。

米国と新興国の株式市場はテクノロジー・セクターの占める比率が高く、G20の行方がとりわけ重要である。ライトハイザー米通商部代表が批判する中国によるサイバー犯罪に続き、人工知能、マイクロプロセッサ、ロボット、監視など数々の重要最新テクノロジーに対し輸出規制が検討されている。

FRBを注視

今後数週間における注視すべきもう1つの転換点は、米連邦準備理事会(FRB)が市場のボラティリティの高まりと経済をめぐる不確実性の拡大にどう対応するかである。

株式市場から見ると、今年就任したFRBのパウエル議長は前任者よりタカ派寄りに見える。しかし、さしあたり市場のインフレ期待は原油価格とともに低下しており、クレジットスプレッドは拡大し、金利の上昇が米国の住宅市場に与える影響の不確実性も増している。米国の雇用市場は依然として好調であるが、FRBは利上げペースに対してより柔軟な姿勢を示すことができる。そうなれば市場にも好感されるだろう。

一方、FRBがタカ派姿勢を示し続けた場合、2019年はFRBが過度の金融引き締めで陥るリスクがある。そうなれば、世界の市場は経済や企業業績の予想外の下振れに敏感になるだろう。

今後発表される経済統計

最後に、我々は今後発表される経済統計を注視し続ける必要がある。主要先進国の現在の消費、投資、雇用の伸び率は、過去のデータと比べても、景気後退局面入りの様相とは異なっている。

しかし、米国の住宅市場の不振、クレジットスプレッドの拡大、ユーロ圏の経済をめぐるセンチメントの悪化、中国の景気刺激策の影響をすべて注視することが必要である。2019年の企業の増益率は1桁台半ばになると仮定すると、現在の株式市場のバリュエーションは妥当である。経済成長の大幅な鈍化見通しは、企業に利益率減少のリスクをもたらす、企業業績がバリュエーションの十分な下支えになっているとの投資家の信頼感を損ねるものだ。

政治、中央銀行、経済のリスクに対する投資家の見方は転換点に来ている。現時点ではリスクバランスはグローバル株式へのオーバーウェイトを後押しすると見ているが、経済統計、中央銀行の政策、政治の相互作用にも注視していく。よって、グローバル株式へのオーバーウェイトに加え、米国債、日本円、S&P500種株価指数のプットオプションなど反景気循環的なポジションを維持する。

市場動向

	CIO view	1w total return	3m total return	Year to date total return
MSCI All Country World	OW	-1.5%	-7.7%	-3.7%
S&P 500		-2.1%	-8.0%	0.2%
Euro Stoxx 50		0.7%	-6.9%	-6.2%
MSCI EM		-1.9%	-7.3%	-14.3%
FTSE 100		0.6%	-6.4%	-4.8%
SMI		1.5%	-1.1%	-1.4%
NIKKEI 225		0.0%	-2.8%	-2.5%
US high grade bonds	UW	-0.1%	-0.4%	-1.0%
Euro high grade bonds	UW	0.2%	-0.3%	0.9%
US investment grade bonds		0.0%	-2.0%	-3.7%
Euro investment grade bonds		0.0%	-1.2%	-1.4%
US high yield bonds		-0.2%	-2.2%	0.0%
European high yield bonds		-0.1%	-3.0%	-3.2%
EM sovereign bonds	OW	-0.7%	-2.9%	-7.9%
EM corporate bonds		-0.6%	-1.1%	-3.8%

Source: Bloomberg, UBS, as of 26 November 2018

OW = tactical overweight

UW = tactical underweight

一本釣りの好機到来



青木大樹
日本地域CIO (最高投資責任者)

「だが、日本株式全体への投資は避けるとしても、最近の大幅下落で一部の銘柄、つまり、今年大きく売り込まれた優良株には投資機会が生じていると思われる。」

今年日本株式が苦戦しており、年初来で日経平均株価は4.4%、東証株価指数は10.3%下落した。日本株式の投資家は、予想を下回る企業業績に加え、不透明なグローバル環境を受けたボラティリティ(市場の変動)の高まりにも直面してきた。来年も状況が好転する見込みは薄いため、日本株式については、バリュエーションは低いものの、グローバルな資産配分においてニュートラルに据え置いている。

我々は以下の3つの理由から日本株式を悲観的にみている。まず、日本企業の純利益の伸びが今後減速し、2019年3月期は2%の減益、20年3月期は0%になると予想している。加えて、消費増税の影響懸念から増益見通しも抑制されるとみている。今年米国財政刺激策の追い風や中国メーカーからの日本製機器に対する断続的な需要が企業利益の伸びを下支えたが、来年はそれらが期待できないことから、企業業績は減益と予想している。

2つ目として、来年にはアベノミクスの終焉が意識される可能性があることだ。最後の任期を迎えた安倍晋三首相は、生産性の向上や社会保障制度改革よりも、憲法改正、予定通り2019年10月から10%への消費税引き上げ、そして日銀の異次元緩和の正常化に注力すると考えられる。これらはすべて、アベノミクスが目指す景気拡大と逆行するものだ。

3つ目として、インフレ率が1%を超えているため、日銀が政策の正常化に徐々に着手するに伴い、その株価押し上げ効果が弱まる可能性が高いことだ。具体的には、日銀が計画通りに上場投資信託(ETF)の年間購入額を減額すれば、これまで何年にもわたって株式市場を支えてきた主要な柱が取り除かれることになる。ETF買い入れ額の減額に加え、日銀は国債の購入規模も縮小し、10年債利回りの0.2%~0.3%への小幅上昇を容認すると我々はみている。

だが、日本株式全体への投資は避けるとしても、最近の大幅下落で一部の銘柄、つまり、今年大きく売り込まれた優良株には投資機会が生じていると思われる。

この株価急落は日本株全体の取引高の70%を占める海外投資家が主導したものである。企業利益が予想を下回ったことと米中貿易紛争をめぐる懸念から、海外勢はこの10カ月間で9兆円もの日本株式を売却したのだ。こうした海外投資家は昨年最も上昇した保有銘柄を売却して利益を確定したため、それらのバリュエーションはこの3カ月で急落している。

この結果、一部の優良銘柄については、業績予想がほとんど、あるいはまったく変化していないにもかかわらず、株価収益率(PER)が15%以上低下している。我々

はこのバリュエーションの低下は行き過ぎであるとみている。パフォーマンスの上位銘柄と下位銘柄の今年のバリュエーション格差はここに来て2016年と同程度にまで縮小している。2017年にアウトパフォームした上位銘柄のPERは今年に入り2017年の下位銘柄のPERを下回るまでに低下している。一方、2017年にアンダーパフォームした株式の多くは海外投資家が好む銘柄ではなかったため、最近の売り局面でもさほど大きく下落しなかった。

ひとこと言えば、携帯電話部品メーカーや半導体製造装置メーカーなど、売られ過ぎ感の強い日本のテクノロジー関連銘柄に買いの機会が到来したと我々は考える。また、今週末にブエノスアイレスで予定される20カ国・地域(G20)首脳会議でも、米中関係が好転する可能性は低いとみられているため、もし何らかの好材料が出れば、上振れ要因になりうる。詳細と最新情報については、直近の日本株推奨リストを参照されたい。

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。