

UBS House View

Weekly Global

今週の要点

1. 株価の反発はなぜ続きそうなのか

投資家にとって好調だった四半期が幕を閉じた。グローバル株式は現地通貨建てで12%以上のリターンを上げ、1991年以降で最も好調な1-3月期(第1四半期)となり、国債の価格も上昇した。米10年国債の利回りは28ベースポイント(bp)低下して2017年12月以来の低水準となった。ドイツ10年国債の利回りは2016年以来初めてマイナスとなった。しかし、第2四半期に入り、市場には相反するシグナルが発信され始めた。米中貿易交渉の進展を含め株式市場の見通しは明るい模様だが、景気指標の軟化に対する懸念などから債券利回りは低下している。だが、我々は、景気拡大と強気相場は終焉とはならず、むしろ今後も継続すると考えている。経済成長と利益成長は長期的な低迷に突入したのではなく、減速しているだけである。米企業の利益成長率は、第1四半期は鈍化したものの、2019年通年では4-5%の伸びを予想している。

要点:我々はグローバル株式のオーバーウェイトの一部で利益を確定した。しかし、戦術的資産配分では緩やかなリスクオンを維持する。

2. 長短金利逆転でも、投資家への脅威にはならない

米債券市場では3月22日に10年債の利回りが3カ月物財務省証券を下回り、一時はその差が8bpまで開いた。2007年以来となる長短金利逆転(逆イールド)で、歴史的に景気後退の前触れとされる動きだ。しかし、過剰な反応は控えた方がよい。過去の事例では、逆イールドから景気後退入りするまでには、長期にわたる(しかも期間がまちまちの)タイムラグがある。1970年代以降に3カ月物財務省証券と10年債の金利が逆転した4回の局面をみると、逆イールド後も景気の拡大が平均1.75年間続いている。しかも、株価上昇は逆イールド後に1.6年間続き、平均40.5%上昇している。これに加え、今回は、景気後退入りのサインとしてのイールドカーブの信ぴょう性がさらに低下している可能性がある。中央銀行による債券購入が長期ゾーンの利回りを押し下げる傾向にあるからだ。

要点:歴史的に見て、逆イールドは、投資家の売りのシグナルとしての精度が低い。我々が注目する米連邦準備理事会(FRB)のシニア・ローン・オフィサー・サーベイなどの指標では、信用の拡大が続いていることを示している。2019年に米国が景気後退入りする確率は引き続き低いと予想する。

3. プレグジットについてはヘッジが最良の戦略

英ポンドのコール・オプション(買う権利)に対するプット・オプション(売る権利)のプレミアムは、他のG10通貨に比べて最大となっている。G10通貨の中で英ポンドの下落リスクに対するプロテクションの需要が最も強いということである。これは、英国の欧州連合(EU)離脱をめぐる混迷に備えた賢明な対応だと考える。メイ首相は3月29日、離脱協定案について再度議会承認を求めたが、3度目の否決となった。主導権は議会側に移り、議会は今後の道筋について合意成立を目指す。先週の一連の採決では再国民投票案と関税同盟残留案が最も支持されたが、提出された8つの代替案のいずれも過半数の支持は得られなかった。何らかの結論が出るまで英ポンドについて明確な方向性を持って投資することは避け、短期の下振れリスクに対するヘッジを推奨する。

要点:英ポンドを保有している投資家には、短期のヘッジを勧める。中長期的な不透明感から、米ドル建て新興国国債に対して英国株式をアンダーウェイトとする。

今週の動き

1. プレグジットの結論がようやく出るか?メイ首相の離脱協定案は3度否決され、政府に代わり議会が主導権を握ろうとしている。ここ数日の一連の採決によって、今後の道筋について合意に達するかどうかを示されるだろう。

2. 米国の雇用統計はFRBのハト派姿勢を後押しするか?4月5日に3月の米非農業部門雇用者数が発表される。FRBは年内の利上げを見送る方針だが、もし平均時給が急上昇した場合には、FRBのハト派的姿勢にも見直しが必要になるかもしれない。

3. ドイツの製造業は回復基調?世界経済全体の減速要因の1つはドイツ製造業の不振にある。しかし、先週発表されたIfo景況感指数は好調で、ドイツ経済が持ち直している可能性がある。今週はドイツの鉱工業生産と工場受注が発表される。

投資家の注目点

株式から流出: 株価の反発が続く中、投資家は株式保有を一段と減らし、先週は世界全体で125億米ドルが株式から流出した。

債券を後押し: 一方、EPRFのデータによると、債券ファンドには86億米ドルが流入した。

好調な四半期後の相反するシグナル

Mark Haefele

グローバル・チーフ・インベストメント・オフィサー

グローバル株式は1-3月期(第1四半期)に現地通貨建てで12%以上上昇し、1991年以来で最高のスタートを切った。波乱含みだった2018年末が過ぎ市場が落ち着きを取り戻したことから、米国株の期待ボラティリティを示すVIX指数は1990年代以降の平均の19から14程度に低下した。株式同様、債券価格も上昇した。米国10年国債の利回りは28ベーシスポイント(bp)低下して2017年12月以降で最低水準を記録し、ドイツ10年国債の利回りは2016年以来初めてマイナスに落ち込んだ。

第2四半期を迎え、投資家は相反するシグナルに直面している。株式市場は米中貿易交渉の妥結、世界の経済成長の持ち直し、FRBの年内の利上げ見送りを含め、いくつか考えられるポジティブな動きを織り込んでいる。一方、債券市場はポジティブとは大きくかけ離れている。米国10年国債の利回りの低下は、景気とインフレ見通しへの悲観的な見方を反映したものだ。3月には2007年以降で初めて、米3カ月国債利回りが10年国債利回りを上回った。長短金利の逆転が景気後退の前触れではないかとして、ニュースの見出しをにぎわしている。債券市場は実際にあるリスクを浮き彫りにしてはいるが、景気拡大と強気相場は終わるどころか延長すると我々は考える。

1. 債券利回りの低下は株式相場を下支えする可能性がある。
債券利回りの低下により、相対的に株式の魅力が高まる。第1四半期の相場上昇にもかかわらず、株式と債券の相対的な魅力の指標である株式のリスクプレミアムは2019年年初来、0.1ポイントしか縮小していない。30年平均の3.3%に比べて、現在は5.7%である。米国債の3カ月国債と10年国債

の最近の長短金利逆転に対する懸念は行き過ぎと我々は考えている。長短金利逆転が過去に景気後退の前触れとなったことは事実だが、景気後退入りまでのタイムラグは長く、期間も一定でなかった。1970年代以降の4回の長短金利逆転では、景気拡大期は平均でその後1.75年続き、株式の上昇も1.6年続いた。さらに重要なことには、株式が平均で40.5%上昇している。2年国債と10年国債でも金利差は縮小しているが、現在はまだイールドカーブは上向きとなっている。1960年以降、S&P500種株価指数は2年国債と10年国債の金利差がゼロになる前の12カ月間で平均15%上昇し、長短金利逆転から株式のピークまでは29%上昇した。

2. 経済成長は持ち直すだろう。ポートフォリオのリスクを増やす前にさらなる回復の兆しを確認する必要があるが、景気減速が短期間で終わると考える理由がある。失業率は40年間で最低に近い水準にあり、世界的に個人消費は堅調である。このところの景気減速は企業の設備投資の減少によるものであり、これが世界貿易の足かせとなっている。だが、米中貿易交渉が部分的にでも妥結すれば、このトレンドが逆転すると我々は考えている。さらに、最近の先進国の製造業の不振は、自動車の二酸化炭素排出基準の厳格化を含めたドイツの一時的な問題が主な要因となっている。米国における減税と政府支出の増額の恩恵が薄れた結果、米国の経済成長は減速したものの、潜在成長率水準の2-2.5%に戻ったにすぎない。中国は今年の経済成長率をここ数十年で最も低い6-6.5%と予想している。しかし、政府は財政と金融政策で景気を刺激しており、追加の金融緩和策も予想される。最新の3月の中国製造業購買担当者景気指数(PMI)は2012年以降で最大の上昇を記録し、景気拡大と後退の節目である50台に戻った。

3. 米国企業の通年の増益を予想。S&P500種の1株当たり利益(EPS)は2018年が23%増、過去10年間は年率平均で12%増と、投資家は増益に慣れきっている。ところが、コンセンサスは第1四半期のEPSを2%減、第2四半期は1%の微増と予想している。ただし、我々はこれが減益トレンドの始まりとは考えていない。歴史的に見て、ISM製造業景況感指数が50を上回っている限り、6カ月後には増益となっている。2月の数字は54.2で、3月は55.3となった。2019年通年について、我々は4%程度の増益を予想している。米国の税制改革の恩恵が薄れたことと一部のセクター固有の悪材料も業績低下に拍車をかけている。

相場見通しへのリスクを考慮し、我々は先ごろ株式へのエクスポージャーを減らした。しかし、楽観的な見方を裏付ける根拠があることから、戦術的資産配分で緩やかなリスクオンを維持する。

市場動向

	CIO view	1w total return	3m total return	Year to date total return
MSCI All Country World	OW	2.9%	-1.9%	6.0%
S&P 500		3.4%	-3.0%	6.6%
Euro Stoxx 50		2.3%	-2.3%	4.2%
MSCI EM	OW	2.6%	5.0%	5.5%
FTSE 100		1.8%	-0.3%	3.8%
SMI	UW	2.7%	1.5%	6.8%
NIKKEI 225		1.8%	-7.9%	3.5%
US high grade bonds	UW	-0.2%	3.0%	0.1%
Euro high grade bonds	UW	-0.2%	1.6%	0.1%
US investment grade bonds		0.3%	1.7%	0.6%
Euro investment grade bonds		0.3%	-0.4%	0.2%
US high yield bonds		0.9%	0.7%	4.1%
European high yield bonds		0.7%	-1.2%	1.5%
EM sovereign bonds	OW	1.3%	3.4%	2.7%
EM corporate bonds		0.3%	2.9%	2.1%

Source: Bloomberg, UBS, as of 1 April 2019

OW = tactical overweight

UW = tactical underweight

反転が視野に



Philip Wyatt
Economist

アジアの経済基調はまだまだ低迷状態にあり、インフレ率は低下、各国の政策当局はハト派に転じ金融緩和に舵を切っている。こうしたなか、米中貿易協議やインド、インドネシア、タイで予定される総選挙など、市場を動かす可能性のある主要イベントが今後数多く控えている。しかし、急激な悪化局面を経たアジアの月次経済データは、4-6月期(第2四半期)に転換点を迎えると予想される。

アジア全体を見渡すと、鉱工業生産や貿易収支、価格決定力、利益成長率などでは鈍化傾向が続いている。景況感も引き続き弱みである。また、アジアの輸出の伸びは大幅なマイナスとなっており、昨年10月の前年同月比14%増をピークに今年1月の同3.2%まで減速したあと、2月はマイナス15%に落ち込む見通しだ。こうした低調な輸出の主因は米国とEUの鉱工業生産と輸入の減速だが、2018年の輸出前倒しの反動と季節的要因もそれに追い打ちをかける格好となっている。在庫は増大し、それにともない企業の価格決定力も弱まっている(生産者物価指数の伸び悩みなど)。

中国を除くと、アジアのほぼ全域で機械設備投資が減速したことを背景に(昨年10-12月期は1.8%増。前年同期は7~8%増)、鉱工業生産の伸びは1月に前年同月比1.4%まで鈍化した。インフラ投資も中国を除くアジアで減少傾向にある。原材料輸入とIT関連輸入を示す月次データはともに昨年8月に付けた11~13%をピークに、1月は1%まで落ち込んでいる。投資の全般的な弱さは年内いっぱい継続するだろう。

急激な悪化局面を経たアジアの月次経済データは、4-6月期(第2四半期)に転換点を迎えると予想される。

中国政府の景気対策は、輸入需要の拡大と中国リスクの安定化を通じて地域にプラスの影響をもたらすと予想される。中国の鉱工業生産と貿易統計は年初来弱含んでいるが、国内の緩和政策はかなり進展している。3月の全国人民代表大会(全人代)では、中小企業を中心とした民間部門向けの信用を拡大するため、追加緩和措置を実施する姿勢が示された(我々は預金準備率が今後さらに100~200ベースポイント(bp)引き下げられると予想)。全人代はまた、対GDP比2%相当の増値税(VAT)引き下げや財政赤字の対GDP比目標の引き上げ(2.8%)、地方政府債発行枠の3.1兆元への1兆元拡大など、財政支出拡大も発表している。

中国のインフラ固定資産投資は1-2月に前年同期比4.3%増と、昨年の3.8%を上回る伸びを見せており、向こう数カ月間で10%の伸びを達成する余地は十分にあると考えられる。また、社会融資総量の伸びは1月に加速し始めたが、タームローンと「シャドーバンキング」を通じた融資はいずれもまだ拡大の余地を残している。中国では1-3月期(第1四半期)が軟調な四半期となることが多く、我々は第2四半期以降に経済情勢が安定化して回復に向かうとみている。

中国以外のアジアでは、インフレが低位にあり世界の主要中銀がハト派に転じた今は、緩和政策を実施する余裕が生じていると考える。インドは今年に入ってから1度利下げを行っており、2~3度の追加利下げも見込まれる。また、フィリピンでも政策金利50bp、預金準備率200bpの引き下げが予想される。インドネシアの政

策当局は緩和的なマクロ・プルーデンス政策への方針転換を図っており、政策金利が引き下げられる可能性もある。また、中銀が最近ハト派的発言を行っていたマレーシアでも利下げの可能性もある。

アジア地域では複数の総選挙が予定されており、米中貿易協議も次の段階を控えているため、今後も不透明感の強い状態が続く可能性がある。だが、インドネシア、タイ、インドの総選挙は改革強硬路線ではなく大衆迎合的政策をめぐる戦いとなる公算が大きく、景気が低迷期にあることから、歳出削減という結果に落ち着く可能性は小さい。我々の基本シナリオでは、現行政府が政権の座を維持し、政策の継続性が確保される見通しだ。米中貿易協議も市場に好感される結果となる見込みだが、タイミングが重要になると考えられる。

総じて、経済成長は今年減速するであろうが、年内には転換点の到来を示す兆候も現れるとみている。おそらく第2四半期以降、経済の下方モメンタムが次第に弱まり、今年下期から来年にかけて安定化し、その後回復に向かうと予想される。回復の勢いは、米国の景気減速の継続具合と中国の鉱工業生産の回復時期が大きな影響要因となる。

Philip Wyatt

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

© 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。