

UBS House View

Weekly Global

今週の要点

1. トランプ大統領と習国家主席の会談を受けて米中は歩み寄り

トランプ米大統領と中国の習近平国家主席の会談で交渉決裂は回避されたが、関税引き下げには至らなかった。今後の展開として最も可能性が高いのは、追加関税も関税撤廃も行われないうまま、貿易をめぐる休戦状態が長引く状態である。本稿リリース時点で、トランプ大統領は、発動をちらつかせていた約3,250億米ドル相当の中国輸入品に対する追加関税を当面見送る方針を示した。しかし、米中が最終的な合意に至るまでの道のりは平坦ではないことにも留意する必要があるだろう。両国はいずれも合意を急いでおらず、トランプ大統領も習主席も自分には切り札があると考えているようだ。トランプ大統領の支持率は安定している。さらに、米連邦準備理事会(FRB)の最近の声明から、トランプ大統領はFRBが貿易摩擦による影響を軽減する手段を講じるものと期待している。習主席も財政・金融両面で景気浮揚策を実施することができる。このため、戦術的投資期間(6カ月)以内に包括的な合意に達する可能性は低いと我々は考えている。

要点: 会談結果は、我々の投資スタンスに整合する内容であった。我々は戦術的投資期間において、地域を厳選した株式のオーバーウェイトを維持する。ただし、下落リスクに備え、反景気循環的ポジションも保有する。

2. 利下げ期待に水を差すFRBの発言

米連邦公開市場委員会(FOMC)のメンバーであり、ハト派として知られるセントルイス地区連銀のブラード総裁は先月25日、7月のFOMCでの50ベースポイント(bp)の利下げは「行き過ぎ」と感じると発言した。一方、パウエルFRB議長は金融政策の運営について「様子見」姿勢を維持すると述べた。これらの発言を受けて、米国株式は25日に1%下落した。貿易をめぐる不確実性から、FRBが景気減速を回避する予防策として利下げを実施すると我々は予想している。しかし、市場が織り込んでいる今後12カ月での1%の利下げは行き過ぎであると考えている。このところインフレ率は低下しているものの、米国の経済統計はこれほど大幅な利下げを必要とする根拠を示していない。失業率は1960年代以降で最低の水準にあり、金融環境は緩和的、成長率もトレンドに近い状態が続いている。今月5日に発表される6月の雇用統計で今後の手がかりを探っていく。

要点: 市場は大幅な利下げを織り込んでいるが、これは行き過ぎと考える。よって、米国の短期国債よりも株式とキャッシュを推奨する。

今週の動き

米国の雇用統計はFRBの利下げの根拠となるか? 6月の米国の雇用統計が5日に発表される。5月の雇用統計は非農業部門雇用者数が75,000人増にとどまり、平均時給の伸び率も3.1%と不調だった。6月の雇用統計が好調でも、貿易紛争による景気減速リスクに備えて、FRBは7月に「予防的利下げ」に踏み切る可能性がある。しかし、雇用統計が好調なら、来年の追加利下げ観測は後退しそうだ。

豪中銀は金融緩和とバイアスを強めるか? オーストラリア準備銀行(RBA)は6月、景気を下支えするため政策金利を過去最低の1.25%に引き下げた。我々は2日の政策金利決定会合での追加利下げを注視し、さらに今後の利下げの可能性についても探っていく(訳注: RBAは2日、政策金利を25ベースポイント(bp)引き下げた)。

世界の消費財は健闘しているか? ここ数カ月、製造業に圧力がかかっている。貿易をめぐる不透明感がくすぶる中、多くの企業が設備投資を延期している。比較的堅調なのは消費財とサービスである。今週発表予定の中国、欧州、日本を含む一連のサービス業購買担当者景気指数(PMI)から、サービス業の堅調が続くかどうかを示唆されるだろう。

3. サプライチェーンを脅かし続ける米中の対立

米中は関税問題で休戦状態に入ることでは合意したが、テクノロジーをめぐるでは激しい覇権争いが続いている。米国は先週、中国のテクノロジー企業5社を新たに「エンティティリスト(禁輸措置対象のリスト)」に加え、米国企業からの調達を実質的に禁止した。この覇権争いはサプライチェーンに長期的な影響を与え、両国の生産性や生産高、雇用に影を落とすと考えられる。そうした事態がもたらす影響については、主に次の3つの観点から検討できる。第1に、起業家の視点からみると、自動車やテクノロジーなどの分野での投資と資本支出の増加を意味する。第2に、投資の観点からみると、サプライチェーンが混乱することで、(新たなサプライチェーンの開拓に必要な)設備投資の拡大が追い風となる鉱工業セクターのテスト/検査会社などが恩恵を受けるだろう。最後に、投資テーマの観点からみると、イノベーションやバリューチェーンの高度化の必要性から、人工知能(AI)や5Gなど先端技術分野への投資が有望となるだろう。

要点:詳しくは、“*How global supply chains are reacting to trade tensions*”のレポートをご覧ください。サプライチェーン見直しから恩恵を受ける可能性のある投資テーマについては、長期投資テーマレポート “*Enabling technologies*(実現技術:イネーブリング・テクノロジー)” と “*Automation & robotics*(オートメーションとロボット)”をご参照ください。

分岐点

Mark Haefele

グローバル・チーフ・インベストメント・オフィサー

今年上期は全主要資産クラスが高いリターンを上げ、投資家にとっては好調な半年となった。米国株式のトータルリターンは17%、ユーロ圏株式は15%だった。米国の投資適格債のリターンは9%、ハイイールド債は10%、欧州の投資適格債とハイイールド債は1桁台の半ばから後半のリターンを記録した。新興国市場における株式のトータルリターンは10%、米ドル建て新興国国債は9%だった。

こうした好調なパフォーマンスは、米連邦準備理事会（FRB）の政策と米中貿易摩擦における変化が大きく影響していると考えているが、この変化は3つの明確な期間に区分される。

- 第1期は1月から4月末までで、株式市場の回復を受けてグローバル株式は過去最高値を記録した。2018年12月にFRBが利上げを当面見送ることを示唆し、FRBの政策が転換して、株価上昇につながった。米中貿易摩擦が解決間近だという期待も高まった。
- 5月の第2期には関税が引き上げられ貿易摩擦がテクノロジーセクターに及んだことから、貿易摩擦の再燃に注目が集まった。株式の下落幅は比較的小さく、グローバル株式は6%程度下落にとどまった。一方、FRBが利下げを開始するとの観測が広がり、米国債利回りは急落した。
- 6月上旬に始まった最終段階では、FRBが完全に政策転換し、景気後退を回避する予防策として利下げを実施する可能性が非常に高まったことから、株式相場は最高値まで上昇した。またG20を控えた米中貿易摩擦の緩

和期待からも株価は好調に推移した。その後、トランプ大統領と習近平国家主席の会談が実現し、貿易紛争はひとまず休戦に入った。

株式は債券と比べて魅力が高く、グローバル株式のリスクプレミアムは5.8%と、長期平均の3.5%を上回っている。一方、グローバル株式の年初来リターンは15%に達し、株価収益率（PER）に基づくバリュエーションは20年平均に接近している。我々の基本シナリオでは株式相場はさらに小幅上昇すると予想しているが、貿易交渉の行方と7月のFRBの会合の結果が鍵を握っており、それによっては年末に向けて下落する可能性もある。

- 7月の会合を前に極端に強い経済統計が発表されない限り、FRBは経済成長をサポートし景気後退を回避するため予防策として利下げに踏み切る可能性が高い。ただし、利下げ幅は2020年にかけて市場に織り込まれている100bpを下回ると考えている。
- G20サミットは貿易に関する決定を先送りした。トランプ大統領と習国家主席との会談は交渉決裂の回避には成功したが、関税引き下げには至らなかった。両首脳は関税政策に大きな裁量を与えられており、交渉スタンスを突然変えるという、予測不能な展開になる可能性もありうる。また、トランプ大統領は休戦条件において中国に譲歩しすぎだとの批判が高まれば、大統領が立場を突然変化させる可能性があり、そうなればリスク資産は打撃を受ける。FRBの動きにかかわらず、貿易摩擦が悪化すればリスク資産は下期に痛手を被るおそれがある。

市場動向

	CIO view	1w total return	3m total return	Year to date total return
MSCI All Country World	OW	0.0%	2.1%	15.9%
S&P 500	OW	-0.1%	3.1%	18.5%
Euro Stoxx 50	UW	1.5%	6.1%	20.4%
MSCI EM		0.3%	-0.4%	10.7%
FTSE 100	UW	1.5%	4.1%	14.6%
SMI		0.9%	6.8%	22.3%
NIKKEI 225	OW	2.2%	1.2%	9.8%
US high grade bonds	UW	0.1%	3.7%	6.7%
Euro high grade bonds	UW	0.2%	3.0%	5.9%
US investment grade bonds		0.1%	3.4%	7.1%
Euro investment grade bonds	OW	0.1%	2.2%	5.4%
US high yield bonds		0.0%	2.4%	10.2%
European high yield bonds		0.2%	2.1%	7.8%
EM sovereign bonds	OW	0.1%	3.9%	11.3%
EM corporate bonds		0.6%	3.6%	9.7%

Source: Bloomberg, UBS, as of 01 July 2019

OW = tactical overweight

UW = tactical underweight

こうした環境下でも、投資家は分散投資を続け、長期的な市場の成長に備えて頂きたい。株式へのエクスポージャーを手放すことは、FRBの動きに逆行することを意味する。金融危機と2009年以降、FRBはおおむね正しい道を歩んできた。

今回もFRBが成功して景気後退を回避し景気サイクルが長期化する様相を呈すれば、市場は恩恵を受けるだろう。我々は株式への戦術的なオーバーウェイトと地域選別のアプローチを通じて、この可能性を念頭に置いたポジションを取っている。我々はい部の新興国通貨をオーバーウェイトとしている。これにより、FRBが景気後退を回避する予防策として利下げに踏み切った場合、リスク資産とキャリー取引（金利収入）は高パフォーマンスが期待できる。一方、キャッシュに対し米2年国債をアンダーウェイトにすることで、利下げ幅が市場の予想を下回った場合のリスクに備えている。また、貿易交渉の決裂その他の下振れリスクに対し、複数の反景気循環的ポジションも加えている。

テクノロジー分野におけるサプライチェーンの見直し



Sundeep Gantori
Analyst

確かに、現在、テクノロジー製造業において中国の力量に匹敵する国は見当たらない。

テクノロジー分野は、まず間違いなく、最も複雑で最もグローバル化の進んだサプライチェーンを有している。例えばiPhoneを例に取ってみよう。このデザインと販売は米企業のAppleが手がけているが、その主要部品は世界中から調達されている。カメラのレンズは台湾の企業、ストレージとディスプレイは韓国企業、顔認識センサーはオーストリアの会社がそれぞれ供給している。そして最終的な組み立ては中国で行われる。

今や、ほぼすべてのテクノロジーの道は中国に通じている。安価で豊富な労働力とアジアの部品製造工場への地理的な近さを強みに、主要テクノロジー製品のほぼ4分の3が中国で最終的に組み立てられている。中国の輸出全体の3分の1を占める電子機器は、渦中の米中貿易紛争の焦点となっている。テクノロジー製品が追加関税の対象となった場合、テクノロジー分野のグローバル・サプライチェーンはどのように再編が進むのだろうか。

現在のところ、米国の関税対象となっているテクノロジー製品はさほど多くない（主要な電子回路基板や特定の通信機器）。現時点で課税対象外となっている約3,000億米ドル相当の中国製品は、スマートフォンやタブレット、PCなどの消費者向け電子機器を含むその他のテクノロジー製品が大部分を占めている。

サプライヤーのほとんどがわずかな利益率で生産を行っているため、米国の関税は極めて深刻な痛手となり、テクノロジーのサプライチェーンに長期的な影響を及ぼすと予想される。25%どころか10%の関税であっても、そのコスト負担を強いられれば、多くのサプライヤーは収益を大幅に失う。

主要な川上技術の大半は米国企業が保有しており、韓国や台湾、日本、欧州の企業もある程度のシェアを維持しているが、中国のそれは限定的でしかない。一方、川下になると、世界の主要な生産拠点である中国の存在感はひときわ大きい。川上のテクノロジー企業は、部品のほとんどを米国やその同盟国から調達しているため、現行のサプライチェーンに大幅な変更を加える必要はないと我々はみている。

対照的に、川下のテクノロジー企業、そして中国を重要な生産拠点としている企業においては、関税の影響の度合いを踏まえ、それぞれのサプライチェーン戦略を見直さざるを得ないだろう。こうしたサプライチェーン再編の背景には、中国がもはや安価な労働力市場ではなくなること、そして1つの国に生産が集中し過ぎている点を企業が認識していることもある。問題は、中国と同等のスケールメリットと柔軟性を確保できる代替地が中国以外に見つかるのかという点だ。

全般に、中国から米国への大規模なシフトは困難であるばかりでなくリスクも多いが、小規模な移動は実行可能であろう。ニッチ製品の代替生産拠点としては、ベトナムやマレーシア、インドが考えられる。ベトナムはサムスン製品の組み立て地として広く知られ、何万人もの従業員がスマートフォンを始めとする消費者向け電子製品の組み立て作業に従事している。

足元の展開は製造業の一部を中国から移転させる必要性を強調しているが、市場規模や豊富な労働力、部品生産拠点への近さの点で同国に匹敵する国はないと我々は考える。よって、何らかのシフトが起きても最初は小規模でゆっくりとしたペースとなる見通しだ。中長期的には、ロボットの価格低下や生産性の向上により自動化が進み、先進国を含む他のロケーションに生産の一部を移す動きが加速すると予想する。

Sundeep Gantori

免責事項と開示事項

本レポートは、UBSチーフ・インベストメント・オフィス(UBS AGまたはその関連会社)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のですが、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。