

# UBS House View

## Weekly Global

### 今週の要点

#### 1. 過去最高値を記録しても、調整間近ではない

S&P500種株価指数先物は先週、初めて3,000の大台に乗り、最高値を更新した。過去最高値をつけると、市場が調整に向かうとの懸念が広がりやすい。しかし、最高値を更新しても調整が近いとは限らないことは、株式市場の歴史が示している。1950年以来、過去最高値を記録した後の6カ月間でのS&P500種のリターンは平均で4.7%、それ以外の6カ月リターンの平均は4.2%だった。最高値更新後の急落も少ない。過去最高値をつけてから6カ月以内に5%以上下落する確率が10.7%であるのに対し、それ以外の場合は18.1%である。一般には、投資を継続することが結局は良好なリターンにつながる。最近の株式の上昇ペースが今後も続く可能性は低く、グローバル株式のバリュエーションは実績株価収益率(PER)ベースで20年間の平均を上回っているが、株式は債券に比べて魅力が高い状態が続いている。グローバル株式のリスクプレミアム5.8%は長期平均の3.5%を上回っており、我々の基本シナリオでは株式は徐々に上昇すると見込んでいる。

要点:リスクが高まり経済成長が不透明な環境の下、我々は欧州株式よりも魅力度の高い米国株式をオーバーウェイトとしている。

#### 2. 次期ECB総裁に指名されたラガルド氏の課題

国際通貨基金(IMF)のラガルド専務理事が欧州中央銀行(ECB)の次期総裁に指名された。欧州議会がラガルド氏の指名を承認することはほぼ確実視されている。しかし、就任後はユーロ圏の金融政策のトップとして経済立て直しの難しい舵取りが待ち受けている。金融政策に関するラガルド氏の過去の発言は、ハト派寄りの姿勢を示している。しかし、ECB理事に指名された他のメンバーはタカ派寄りが多く、ラガルド氏が政策議論を主導するまでには時間を要するかもしれない。ECBには長引く景気低迷に対処する手段が限られている。主要政策金利はすでに-0.4%と低く、米連邦準備理事会(FRB)と比べて政策余地が小さい。最近の統計は引き続き景気の減速を示している。7月8日に製造業購買担当者景気指数を発表したEU13カ国中、景気判断の節目となる50を上回った国は5カ国にとどまった。先週は市場参加者のインフレ率予想を示すインフレスワップ(5年先・5年物)が1.15%と、ほぼ過去最低水準にまで低下しており、ECBがインフレ率を2%目標に押し上げることが困難なことを示している。

要点:次期総裁の下、ECBは一段の金融緩和を進めると予想される。しかし、これによって戦術的期間(6カ月)の投資見通しが改善するとは考えにくい。よって、先進国の株式市場の中では、株価水準が経済のファンダメンタルズ以上に過大評価されている欧州株式のアンダーウェイトを推奨する。

### 今週の動き

ラガルド氏のECB次期総裁就任は承認されるか? ラガルド氏の指名に関しては、来週の欧州議会での承認が必要である。ここで同氏に対する欧州議会議員の支持の度合いが明確になるだろう。欧州委員会委員長の指名についても、欧州議会承認採決が行われる。市場はすでにハト派路線を引き継ぐ総裁誕生を織り込み始めており、先週の債券利回りは欧州全域で低下した。

FOMCの議事録と経済統計は利下げを示唆するか? 6月19日に開催された米連邦公開市場委員会(FOMC)の議事録が7月10日に発表される。議事録は声明文からの大幅な変更や将来の政策変更を示唆することもあり、7月31日のFOMCでの利下げの可能性に関する手がかりに注目が集まっている。さらに、FRBのパウエル議長の議会証言も予定されている。

貿易をめぐる不確実性は欧州にどれほどのダメージを与えたか? 今週発表の5月のユーロ圏鉱工業生産から貿易をめぐる不透明感による製造業への影響がうかがえるだろう。経済統計は景気の低迷が続いていることを示唆している。

### 3. 企業オーナーは分散投資により、リターン向上とリスク軽減が可能

企業オーナーの資産の大半は自身の事業に直結していることが多い。資本を集中させることで高いリターンを上げることが可能となるからだ。例えば、世界の富裕層の資産形成に関する調査結果をまとめた「2018 UBS/PwCビリオネアレポート」によると、2017年は89人の中国人と30人の米国人のビジネスオーナーがビリオネア(資産総額10億米ドル以上の富裕層)に仲間入りした。しかし、集中にはデメリットもある。たとえば、流動性が低下し、支出ニーズを満たせない可能性がある。1つの国、通貨、資産クラスにエクスポージャーが集中しすぎるおそれもある。キャッシュの創出が長期のリターンより優先された場合、投資判断を誤り資産形成に響く可能性もある。自社株を売却すれば課税対象となる利益が発生することもあるため、分散投資は難しいかもしれない。しかし、このように課題があるとはいえ、企業オーナーにおいては、配当、借入等の節税効果が高い方法で資金を事業から切り離し、自社株以外の金融商品に投資してエクスポージャーを分散することができる。ポートフォリオの分散化に加え、保有資産を調整して、特定の地域、セクター、通貨ペアへのビジネスの過度のエクスポージャーを一部相殺することもできる。自身の事業に破壊的な変革をもたらすビジネスへの投資を検討してもよい。例えば、過去5年間で百貨店企業の価値が半減したのに対し、インターネットを利用した電子商取引企業の価値は約420%上昇している。

要点: 企業オーナーは、自身の事業以外にも資産を振り向けることで、収入の大幅な変動を抑え、事業低迷からの回復も容易となり、親族や慈善事業への責任も継続して果たすことができる。外部への投資は事業機会を獲得し、将来のプロジェクトに備えた資金を準備し、資産を守ることに役立つ。

# 最高値への懸念は不要

Mark Haefele

グローバル・チーフ・インベストメント・オフィサー

先週はS&P500種株価指数が最高値を更新し、S&P500種の先物が初めて3,000を突破した。年初来リターンは20%となり、大規模な調整局面を恐れて株式市場への投資をためらう投資家がいるかもしれない。しかし、最高値は相場のピークの兆しではないことを歴史は示唆している。

- 1950年以来、S&P500種が最高値を記録してから6カ月後のリターンは平均4.7%、それ以外の日の6カ月リターンは4.2%だった。
- 最高値後の大幅な下落も少ない。最高値をつけてから6カ月以内に5%以上下落する確率は10.7%なのにに対し、それ以外の日の場合は18.1%である。
- プラスのパフォーマンスは長続きする傾向もある。1945年以降、S&P500種の月次データを基にすると、同指数は全体の3分の2の期間において、最高値から10%の圏内で推移している。

長期的な資産形成のために継続投資をすることによるメリットは明らかである。よって、6-12カ月の戦術的期間において、我々は地域を選別した株式のオーバーウェイトを維持する。債券と比べて株式の魅力が高い状態が続き、グローバル株式のリスクプレミアム5.8%は長期平均の3.5%を上回っている。我々の基本シナリオでも今後の株価上昇を予想しているが、上期ほどの上昇にはならないだろう。グローバル株式は年初来18%上昇し、バリュエー

ションも20年の平均を上回る水準に戻った。下期のリターンは上期を大幅に下回ると考えている。さらに、下振れリスクを考慮すると、短期的には反景気循環的ポジションも推奨する。

また過去の実績は、新たな投資をする際は資金を一度に投入する方がパフォーマンスは良いことを示唆している。1945年以来、12カ月の段階的な投資戦略よりも、投資配分が株式60%、債券40%のポートフォリオに直接投資した方が平均4.4%のリターンが上乘せされている。

とはいえ、株価が大幅に上昇した後で、株式を購入するのは抵抗を感じるだろう。しかし、短期リスクを回避し、長期的に投資する戦略は複数ある。その1つとして、「ドルコスト平均法」が挙げられる。定期的に定額投資することで「タイミングが悪い」投資をするリスクを軽減する。債券に投資する場合は資金を全額一度に投資することを勧める。債券は下落リスクが限定的だからだ(債券は日々金利を得られるということもある)。一方、株式への投資は決められたスケジュールに従う。予定している次の投資までに相場が少なくとも5%下落した場合に、次の投資で株式取得価格が下がることでリターンが高まる可能性がある。

ただし、同戦略の最大のリスクは市場が急騰した場合の「機会コスト」である。高値でも買うことになるため利益を逃してしまう。これを回避するための手段を講じることも可能だ。

## 市場動向

	CIO view	1w total return	3m total return	Year to date total return
MSCI All Country World	OW	0.7%	2.6%	17.7%
S&P 500	OW	0.9%	3.8%	20.5%
Euro Stoxx 50	UW	0.9%	5.1%	21.1%
MSCI EM		-0.2%	-1.4%	11.5%
FTSE 100	UW	0.8%	2.6%	15.1%
SMI		0.1%	6.1%	22.2%
NIKKEI 225	OW	-0.9%	-0.9%	8.8%
US high grade bonds	UW	-0.2%	3.4%	6.4%
Euro high grade bonds	UW	0.1%	3.4%	6.3%
US investment grade bonds		-0.1%	3.1%	6.9%
Euro investment grade bonds	OW	0.2%	2.6%	5.9%
US high yield bonds		0.0%	2.1%	10.4%
European high yield bonds		0.5%	2.4%	8.6%
EM sovereign bonds	OW	0.2%	4.6%	12.0%
EM corporate bonds		-0.2%	3.2%	9.5%

Source: Bloomberg, UBS, as of 08 July 2019

OW = tactical overweight

UW = tactical underweight

# アジアはまだ危機を脱したわけではない



Philip Wyatt  
Economist

成長見通しが悪化すれば、米国で50bpの利下げ観測が高まる中、アジアでも長期にわたる金融緩和の可能性が生じる。

6月下旬に行われた20カ国・地域首脳会議(G20サミット)に合わせて中国の習近平国家主席とトランプ米大統領の間で首脳会談が行われ、両国は一時的な休戦状態に入った。これにより、G20開幕前に市場のセンチメントを圧迫していた不透明感が幾分解消される見通しである。今後の展開として最も可能性が高いのは、追加関税を保留する一方、貿易交渉が再開され、休戦状態が長期化するというシナリオである。トランプ大統領も、協議決裂となった際に発動を計画していた3,000億米ドル相当の中国製品に対する関税を当面は見送る方針を表明している。

加えて、同国通信機器大手の華為技術(ファーウェイ)に対する禁輸措置も部分的に解除される。トランプ大統領はファーウェイについて、安全保障上の問題がない限り米企業からの部品購入を同社に認める考えを示した。ただし、米国製品の輸出を実質的に禁止する「エンティティリスト」から同社を除外することについては、「極めて慎重に」見極めるとしている。だが、トランプ大統領の記者会見では、ファーウェイが米中協議のカギを握っていることには変わりなく、今後の貿易交渉を有利に進める武器となり得ることが明らかになった。報道によれば、両国の当局者による直接交渉がまもなく開始される見通しである。

米中貿易協議の再開、そして貿易関税をめぐる不透明感払拭の舞台は整っている。両国ともに建設的に協議を進め

たい事情を抱えている。だが、米国の「貿易タカ派」の要求と中国側の譲歩余地の間には、今なお大きな隔りがある。今回の休戦期間中の次の動きとして可能性が高いのは、国内経済の成長を支えるための金融緩和策である。中国人民銀行による貸出制度の再開に加え、年末までに幅広い金融機関を対象に預金準備率がさらに100~200ベースポイント(bp)引き下げられると我々はみている。

それでも、経済成長鈍化の観点から見ると、アジアはまだ危機を脱したわけではない。米中貿易紛争と世界的なITセクターの減速により、鉱工業生産は今年大きく落ち込んでいる。また、関税措置が段階的に発動されたため、アジアの輸出の伸びは鈍化傾向が続き、貿易成長は停滞している。

長期の休戦状態という我々の基本シナリオでは、アジアの輸出の伸びは、5月の関税引き上げの影響が徐々に後退するなか、1桁台前半で安定する見通しである。ただし、関税対象外の残りの中国製品に米国が25%の関税を発動しないことが前提である。追加関税が一時見送りされるとした上で、中国の今年の成長率は、鈍化するものの6.2%を維持すると予想される。

一方、貿易協議決裂というリスクシナリオでは、トランプ大統領が中国製品に対する最後の関税措置を発動し、対中技術移転も厳しく制限すると予想され

る。こうしたリスクが顕在化した場合、米国と中国のGDP成長率はともに最大で1%ポイント押し下げられると予想し、中国は、生産拠点の移転と米国製ハイテク部品の調達制限に対する対策を迫られるだろう。

アジアの成長見通しが悪化すれば、米国で50bpの利下げ観測が高まる中、アジアでも長期にわたる金融緩和の可能性が生じる。アジアでは今年に入りすでに複数の中央銀行が25bpの利下げを実施しており、インドでは利下げ幅が合計で75bpに達している。今年後半には他のアジアの中銀も相次いで25bpの利下げに踏み切ると予想しており、インドネシアで50bp、フィリピンでは75bpの利下げが行われるとみている。

Philip Wyatt



## 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ものでありますが、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、各ファンドの目録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。