

UBS House View

Weekly Global

今週の要点

1. FRBは景気減速に備え予防的措置を視野に

米連邦準備理事会(FRB)の先週のハト派発言を受けて、市場では月末の会合での利下げ観測が強まった。パウエルFRB議長は10日の議会証言で、景気の勢いが鈍化しているようだと言及し、貿易問題や連邦債務上限、英国の欧州連合(EU)離脱などをめぐる懸念がなお解消されていないと指摘した。インフレ率が2%目標を下回る水準にとどまっていることや、米国の3カ月債と10年債の利回り逆転(逆イールド状態)が先行きの景気後退を示唆している可能性について複数の米連邦公開市場委員会(FOMC)メンバーが懸念を示していることなどを勘案すると、FRBには金融緩和の余地があると考えられる。FRBの緩和措置は株価の下支えになるとみられるため、我々は米国株式をオーバーウェイトに据え置く。だが同時に、FRBの利下げ幅を市場が過大に織り込んでいるリスクにも備える必要があるだろう。市場では現在、2020年末までに100ベースポイント(bp)の利下げを想定しているが、これは経済データの強さとは符合しない。6月の雇用統計では非農業部門雇用者数が22万4千人増と、年初来で最大の伸びを示した。失業率も3.7%と、ほぼ50年ぶりの水準に低下した。また、米サプライマネジメント協会(ISM)による製造業景況感指数も51.7と、景気の拡大・縮小の分岐点となる50ポイントを上回る水準を維持している。

要点:我々は戦術的資産配分において米国株式をオーバーウェイトとしている。ただし、予想外のタカ派的動きが生じるリスクにも備え、米国の短期債をアンダーウェイトとしている。

2. 企業利益の低迷は、株価の上昇を阻む差し迫った脅威ではない

米国の第2四半期の決算発表は精彩を欠く内容となる見通しだ。第2四半期の企業利益の伸びはわずか1~2%、通年でも1%程度にとどまると予想する。米中貿易紛争の影響で鉱工業およびテクノロジー部門の増益率が鈍化したほか、金融銘柄では金利低下が痛手となっている。ユーロ圏の見通しはさらに弱く、今年は利益成長が期待できない。だが、こうした伸び悩みが収益リセッション入りを招き、強気相場を脅かすとは考えにくい。一部のセクターを除けば、米国企業は依然健全とみられ、問題セクターを除く企業利益の伸びは5%になると予想する。加えて、FRBは今月末に利下げに踏み切ると予想され、政策対応による下支えも見込まれる。米中貿易紛争の一時休戦が長期化すると想定すると、その間に企業の設備投資もある程度の回復を示す可能性がある。その他、消費財関連では、高い消費者信頼感と賃金上昇が引き続き追い風となる見通しだ。全般的な企業利益の伸びは来年には7%に回復すると我々はみている。

要点:セクター別では、米国の一般消費財と通信サービス、欧州のエネルギーおよび公益事業を推奨する。

今週の動き

米国のデータは利下げの根拠となるか? FRBのハト派発言を受け、市場では今月31日のFOMCでの利下げがほぼ確実視されている。だが、全米各地区の経済情勢をまとめたFRBのページブックのほか、小売売上高や鉱工業生産、住宅関連データなど、今週発表の一連の統計結果が、年末までの利下げ観測を見直す材料となる可能性もある。

オーストラリアの利下げはどこまで? オーストラリア準備銀行(RBA:中銀)は政策金利を過去最低の水準に引き下げた。我々は年内に一段の利下げを見込んでいる。今週は6月の金融政策理事会の議事録と6月の雇用統計が発表される。

米中貿易協議で合意に向けた勢いが強まるか? 米中貿易交渉は多難な道のりを迎えている。先週はトランプ米大統領が、中国は米国から農産物を購入すると言っていたが、まだそれを実行しておらず失望したと不満を表明し、両国間に再び緊張が生じた。貿易紛争の一時的な休戦は、FRBのハト派発言とともに最近の株価上昇を支える重要な要因となっている。投資家は、協議が順調に進展している兆候に注目するだろう。

3. 株価が最高値を更新しても、下落リスクが高まるわけではない

S&P500種株価指数が先週初めて3,000の大台に乗せたことから、近い将来に大きく下落するとの懸念が一部の投資家の間で高まった。高値で掴んでその後急落するだけの相場に手を出したい投資家はいない。2007年に市場のピークで買った投資家は、2009年の底までに50%程度の下げを経験したと考えられる。だが、1945年以降の市場の歴史に基づくと、大幅下落のリスクは投資家が考えているよりも小さい。月次データによると、過去最高値で株式を購入した投資家の34%については、その後のどの時点においてもその投資(配当を含む)はマイナスに転じていない。また、過去最高値で株式を購入した投資家の59%については、それに続くどの時点でもその投資(配当を含む)が5%を超えて下落していない。一方、過去最高値で買って、その後の「弱気相場」で20%を超える損失を被ったとみられる投資家の割合は15%に過ぎない。市場が最高値を更新したというだけの理由でリスク資産から資金を引き揚げてキャッシュに乗り換えれば、長期的な投資目標を達成する機会を逃す可能性がある。

利下げがグローバル株式のメルトアップを引き起こす？

Mark Haefele

グローバル・チーフ・インベストメント・オフィサー

米連邦準備理事会(FRB)が今後数週間で利下げを実施するのはほぼ確実とみられる。だが、これは株価が力強く上昇するほどのものだろうか。

FRBのパウエル議長による先週の議会証言と6月の米連邦公開市場委員会(FOMC)議事録はいずれも、FRBが今月31日の次回会合で利下げに踏み切るとの我々の見方を裏付けるものだった。インフレ率とインフレ期待はともにFRBが目標とする2%を下回っているほか、貿易紛争をめぐる不透明感が成長と設備投資に及ぼす影響についてFRBは懸念を示している。また議事録では、景気後退の兆候として見られてきた逆イールドにFOMCの複数のメンバーが警戒感を示していることも明らかになっている。

結果、経済が潜在成長率に近いペースで成長しており、完全雇用も達成されている状況にもかかわらず、FRBは予防的な利下げに前向きなようだ。投資家の視点から見ると、足元の展開は、成長が加速しながら金利も低下するという、株式やリスク資産に極めて有利となり得る状況が、少なくとも一時的に生じる可能性があることを意味している。

テクニカル要因も支援材料となっている。株式市場の勢いは強く、S&P500種株価指数とグローバル株式は過去最高に近い水準にある。債券より株式が魅力的な状態が続いており、グローバル株式のリスクプレミアムは長期平均の3.5%に対し現在5.8%を付けている。こうした状況は株式市場への資金の流れを促すだろう。

市場動向

	CIO view	1w total return	3m total return	Year to date total return
MSCI All Country World	OW	0.6%	2.3%	17.8%
S&P 500	OW	1.3%	4.2%	21.5%
Euro Stoxx 50	UW	-0.7%	3.8%	20.1%
MSCI EM		0.5%	-2.0%	10.6%
FTSE 100	UW	-0.6%	2.0%	14.3%
SMI		-2.2%	3.8%	19.7%
NIKKEI 225	OW	0.7%	-2.1%	9.6%
US high grade bonds	UW	-0.1%	3.4%	6.3%
Euro high grade bonds	UW	-0.9%	2.8%	5.4%
US investment grade bonds		-0.1%	2.9%	6.8%
Euro investment grade bonds	OW	-0.3%	2.2%	5.6%
US high yield bonds		0.0%	1.6%	10.3%
European high yield bonds		-0.2%	1.6%	8.3%
EM sovereign bonds	OW	-0.3%	4.4%	11.6%
EM corporate bonds		0.3%	3.5%	9.9%

Source: Bloomberg, UBS, as of 15 July 2019

OW = tactical overweight

UW = tactical underweight

我々は基本シナリオとして株価の小幅上昇を予想しているとはいえ、株価バリュエーションや企業のファンダメンタルズ(基礎的諸条件)を見る限り、メルトアップ(十分な根拠のない株価上昇)の可能性は低い。

- 企業利益の伸びは依然低迷状態にあり、我々はS&P500種全体の1株当たり利益(EPS)が4-6月期(第2四半期)に1~2%の伸びにとどまると予想している。増益率の低迷の理由としては、法人税率の引き下げに収益が押し上げられた前年との比較、財政刺激策の効果減退に伴う成長減速、海外の景気減速、関税率の引き上げ、一部の米大企業の業績不振が挙げられる。企業利益の伸びが回復するのは2020年以降と我々はみている。

- バリュエーションの上昇余地も小幅なものでしかない。S&P500種の年初来の上昇分は概ねバリュエーションの上昇を受けたものだ。2018年12月31日時点の予想株価収益率(PER)は14.5倍だったが、足元では16.9倍と、過去5年間の平均である16.5倍をわずかに上回っている。金利低下は概してバリュエーションの上昇を促すが、この関係性は、過去の実績を見る限り、金利が低位にある状態では成立していない。

- 市場は今後も、「ゴルドロック」シナリオ(適温相場)がいつまで続くのかに警戒し続けるだろう。米国の労働市場は逼迫し、マイナス金利環境における欧州金融システムの安定性が懸念されている。こうした状況下で、特に米国の成長率や労働市場データ、インフレ率が予想以上となり株価上昇が上昇すれば、利下げ予想は変わる可能性が大きい。

こうした状況は、株式のエクスポージャーを維持する根拠となるが、同時に、今年下期のリターンが上期を下回る見通しも示している。今後6~12カ月間の戦術的投資期間において、我々は地域を選定した株式のオーバーウェイトを維持する。株式への配分の引き上げは、さらなる金融緩和政策により経済成長と企業利益拡大が期待できることを示す兆候を確認してからにしたい。

長年にわたる低金利環境の見通しは、株式全般よりキャリー取引にとってさらにプラスであると考えられる。よって、株式のオーバーウェイトの他にもキャリー取引を推奨する。高利回りの新興国通貨の均等加重バスケット(インドネシア・ルピア、インド・ルピー、南アフリカ・ランド)をオーバーウェイトとし、低利回りの通貨バスケット(豪ドル、ニュージーランド・ドル、台湾ドル)をアンダーウェイトとする。また、継続して高配当利回りを提供する企業を重視した投資テーマも維持する。

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。