

UBS House View

Weekly Global

今週の要点

1. 各国の低金利の長期化は投資家にジレンマを生む

世界の主要中央銀行は金融緩和姿勢に戻り、欧州中央銀行(ECB)が先週、追加緩和の可能性を示唆したのに続き、今週は米連邦準備理事会(FRB)も約10年ぶりに利下げに踏み切ると予想されている。「低金利の長期化」へのシフトはリスクフリー資産の予想リターンがさらに低下するため、投資家は難しい局面に立たされる。リスクフリー資産はリターンの低下やマイナスになる可能性も想定されるが、これを受け入れられない投資家は、株式のエクスポージャーを増やしてリスクを取るか、インカムと利回りを求めるかの選択を迫られる。全体としては、我々は後者の戦略を推奨している。各国中央銀行が追加刺激策を準備する中、市場は2020年末までにFRBが約100ベースポイント(bp)の利下げを行うことを織り込んでいる。しかし、我々はこれほどの大幅利下げの可能性は低いと考える。過去最低水準の失業率等を考慮すると、利下げは50bpにとどまると予想する。FRBの利下げ幅が予想を下回った場合、株式から大幅なキャピタルゲインを得る確率は低下する。このため、現時点では利回り追求戦略からのリスク調整後リターンの方が魅力的とみている。

要点:我々は欧州投資適格債、米ドル建て新興国債、および一部の新興国通貨をオーバーウェイトとしている。

2. 英国に新首相が誕生するも、EU離脱をめぐる不確実性は変わらず

先週英国の新首相に就任したボリス・ジョンソン氏はブレグジット強硬派を主要閣僚として入閣させた。ジョンソン氏は欧州連合(EU)の交渉担当者から大幅な譲歩を求める方針だが、合意に至らない場合は10月31日の合意なき離脱の準備を加速させるとしている。首相が変わったとはいえ、合意なきブレグジットをめぐる政治的ハードルは、少なくとも短期的には高い状態が続いている。英国議員の過半数は合意なき離脱に当初から反対している。さらに、英議会の下院議長は議員の発言を促すため、議会ルールを柔軟に運営する姿勢を見せている。ジョンソン首相が「合意なき離脱」を強行的に進めた場合、何らかの方法で解散総選挙に至ると我々は予想している。よって、ブレグジットの最終的な結果に関する予想を基に相場の方向性に賭けるポジションは取るべきではないと考える。ただし、現在の市場は短期的に合意なき離脱の可能性を織り込み過ぎとみられ、そこから収益機会を捉えることができる。英ポンドは対米ドルで1.23と、我々が算出する適正水準の1.59を大幅に下回っている。

要点:政治的不透明感から、英国株式は相対的に魅力が低いと考える。ただし、英ポンドは米ドルに対して売られすぎとみられ、短期的に反発が予想される。よって、我々は対米ドルで英ポンドをオーバーウェイトとしている。英ポンドの短期の下げに対してヘッジしてきた投資家は、ヘッジを外すことを検討し始めてもよいだろう。

今週の動き

FRBはどこまで利下げするか？ 市場は7月31日の米連邦公開市場委員会(FOMC)での利下げをほぼ確実視している。焦点は利下げ幅が25bpになるか50bpになるかと、それに伴う声明である。8月2日には7月の米雇用統計が発表予定。

ユーロ圏の消費は堅調か？ 直近のユーロ圏製造業購買担当者景気指数は悪化している。しかし、ユーロ圏の消費は堅調が続いており、小売売上高は2014年初頭以降、前年比で上昇している。8月1日に発表される6月の小売売上高により、この拡大基調に陰りが見え始めていないかが明らかになるだろう。

ブレグジットをめぐる交渉は進展するか？ 英国のジョンソン新首相はブレグジット強硬派を閣僚に指名し、EUの交渉担当者から譲歩を求めている。今週はジョンソン首相、EU首脳、英国議員の動向に注目していく。

3. 欧州の熱波で再生可能エネルギー投資に弾みがつく可能性

西欧各地が今夏2度目の熱波に見舞われている。ベルギー、オランダ、英国、ドイツでは観測史上最高となる気温を記録し、ドイツではライン川の水位が低下して貨物輸送に支障が生じている。単発の異常気象を世界の気候変動に直接結びつけることはできないものの、熱波は再生可能エネルギーへの投資拡大を求める政治圧力を促すかもしれない。ブルームバーグによると、再生可能エネルギーへの設備投資は2019年上期に14%減少した。しかし、再生可能エネルギーの投資見通しは株式とグリーンボンドの両資産クラスで引き続き好調と考える。二酸化炭素排出量が多い企業に対する経済的な逆風は強まっている。EUの二酸化炭素排出権の価格は先週、2018年初頭の水準を260%上回る29.76ユーロ/tCO₂に上昇し、過去最高値を記録した。一方、電力の30%以上を石炭火力で発電する電力会社への保険付保を拒否する保険会社が増加している。対照的に、再生可能エネルギーの事業としての魅力は高まっている。ブルームバーグ・ニュー・エナジー・ファイナンスとIMFによると、2009年～2017年の間に太陽光パネルの価格は76%、風力タービンは34%低下しており、大部分の主要市場で化石燃料並みか化石燃料より安価になっている。

要点：我々はクリーンエネルギーと二酸化炭素排出削減への累積投資が2030年までに36兆米ドルに達すると予想している。

深読み

投資家にとって低金利の長期化は何を意味するか？

Mark Haefele

グローバル・チーフ・インベストメント・オフィサー

欧州中央銀行(ECB)は先週、さらなる金融緩和の下地を準備した。今週は米連邦準備理事会(FRB)が米連邦公開市場委員会(FOMC)で2008年12月以来の利下げに踏み切ると予想されている。中央銀行の政策は「政策の段階的な正常化」から利下げに逆戻りした。一方で、一向に上昇しない(場合によっては低下している)期待インフレ率を転換させる方法について中長期の議論も進んでいる。両方のトレンドは投資のポジショニングに影響を与える。

今週はFRBが10年超ぶりに利下げに踏み切る可能性がある。我々は25ベーシスポイント(bp)か50bpの利下げを予想している。米国は完全雇用の状態で経済成長はトレンドに近いが、FRB高官の最近の発言は堅調な経済データを楽観視せず、貿易をめぐる不確実性が景況感や経済成長の重石となるリスクの回避を目的とした予防的な利下げを目指しているようだ。

ECBもFRBに追随して9月に10bpの利下げを実施し、10月にも10bpの追加利下げを実施すると予想される。利下げと並んで、ECBは銀行の一部超過準備に対しマイナス金利の適用を免除する「階層型」の中銀当座預金制度を導入すると我々は予想している。ECBは量的緩和(QE)の再開も検討していく方針だが、こうしたプログラムにはリスクがあるだけに、よほどの必要性に迫られない限り、量的緩和を導入することはないだろう。効果を発揮することができる大型QEプログラム

には、ECBへの出資比率(キャピタル・キー)ルールか発行限度のルールのどちらかを変更する必要があるとみられ、ドイツ国債の利回りのマイナス幅が拡大するおそれがある。

低金利環境は株式にはプラスであり、ポートフォリオのインカムを増やすキャリア取引も下支えするだろう。為替戦略では、低利回り通貨(豪ドル、ニュージーランド・ドル、台湾ドル)に対して高利回りの新興国通貨(インドネシア・ルピア、インド・ルピー、南アフリカ・ランド)のバスケットをオーバーウェイトとする。さらに、欧州投資適格債と米ドル建ての新興国国債をオーバーウェイトとする。

一方、我々はキャッシュに対して米2年国債をアンダーウェイトとする。米国の債券市場は2020年末までに100bp近い利下げを織り込んでおり、短期の急激な利下げを過大評価していると見られる。高格付債もアンダーウェイトとする。目先は経済成長、インフレ率、金利が低い状態が続くという考え方が市場で定着することで、過去10年の債券のリターンは非常に好調に推移してきた。しかし、本稿執筆時点でドイツ国債の利回りはすでに-0.4%であり、将来の投資リターンは低くなると予想される。

各国中央銀行は短期的には利下げ方向に動く予想されるが、低期待インフレ率を高めるための構造改革が次の金融抑圧になりうる。FRBは現行のインフレ目標の2%を平均インフレ目標に切り替えて、過去のインフレ率の低さを補うためにインフレ率が目標を上回ることを容認することを含め、戦略的見直しを行っている。一方で、ECBのアプローチにも変化の兆しがある。先週のECBの声明では、インフレ目標が「2%を下回っているが2%に近い」という通常の表現が消え、「インフレ目標における対称性へのコミットメント」という表現が使われた。ECBのドラギ総裁は、対称性とは2%のインフレは上下どちらにも進む可能性があるとして説明した。

日本の経験は、こうした変更がインフレそのものに大きな影響を及ぼさないことを示唆している。日銀は2016年にインフレ目標を上回ることを目指し、消費者物価指数が2%を超え、安定的に継続して目標を上回るようになるまでマネタリーベースを拡大すると約束したが、インフレ率は低いままである。経済成長とインフレ率が平均で日本を上回っている欧米では、インフレ目標変更のメッセージによる期待インフレ率の引き上げ効果が高いといえる。期待インフレ率が上昇すれば、安全資産としてのキャッシュの有効性はさらに低下し、中期の金利予想と長期の購買力の両方が低下する。こうした環境では、投資家は株式やインフレ連動型証券など実質資産に適切な配分を行い、現金や債券など名目資産に過剰配分しないことが必要である。

市場動向

	CIO view	1w total return	3m total return	Year to date total return
MSCI All Country World	OW	1.7%	1.8%	18.4%
S&P 500	OW	1.4%	3.3%	22.1%
Euro Stoxx 50	UW	1.1%	2.8%	21.2%
MSCI EM		-0.4%	-1.8%	10.6%
FTSE 100	UW	1.2%	3.1%	15.9%
SMI		0.4%	3.0%	22.0%
NIKKEI 225	OW	0.9%	-2.7%	9.3%
US high grade bonds	UW	-0.2%	3.3%	6.6%
Euro high grade bonds	UW	0.1%	3.7%	6.8%
US investment grade bonds		0.0%	2.9%	7.2%
Euro investment grade bonds	OW	0.5%	2.7%	6.7%
US high yield bonds		0.4%	1.7%	10.7%
European high yield bonds		0.6%	2.1%	8.8%
EM sovereign bonds	OW	0.3%	5.2%	12.7%
EM corporate bonds		0.0%	3.3%	10.0%

Source: Bloomberg, UBS, as of 29 July 2019

OW = tactical overweight

UW = tactical underweight

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。