

UBS House View

Weekly Global

今週の要点

1. 貿易摩擦の悪化が追加利下げを促す可能性

トランプ米大統領は今月1日、現時点で制裁関税の対象となっていない3,000億米ドル相当の中国からの輸入品に対し10%の関税を課すと発表した。関税率はその後25%に引き上げられる可能性もある。両国が妥協点を見出す時間はまだ残されているが、新たな制裁関税が発動されれば、景況感と投資を押し下げる可能性が高い。そうなれば、米連邦準備理事会(FRB)が先週の25ベースポイント(bp)に加えて追加利下げを実施する理由にもなるだろう。景気減速に歯止めをかけるために、中国も金融・財政両面で緩和策を強化すると予想される。しかし、緩和策によって金融市場への影響も軽減されるだろうが、不確実性が晴れない限り、株価の大幅上昇は難しいだろう。低金利が長期化し株価がレンジ内で推移する環境においては、ポートフォリオのインカム向上が期待できる「キャリー取引」を検討することを推奨する。

要点:我々は地域を厳選した株式の戦術的オーバーウェイトと「キャリー取引」を推奨する。さらに、割安な水準に加え、市場が不安定な局面でポートフォリオを守る日本円へのエクスポージャーも維持する。

2. 1米ドル=7.0人民元は死守すべき防衛ラインではない

人民元は8月5日、対米ドルでほぼ11年ぶりに7元台を付け、株式と債券市場にも動揺が広がった。ハンセン指数と日経225はともに2%以上下落し、米国10年国債の利回りはアジア時間では異例の7bpの低下を記録した。しかし、我々は、1米ドル=7元突破で「死守すべき防衛ライン」を超えてしまったとはみていない。中国人民銀行は市場原理による米ドル/人民元の上昇は容認しつつも、元相場安定に対する市場の信頼を揺るがすことは望んでおらず、元安の進行ペースを制御していくものと我々はみている。人民元の下落は米国による関税の影響を緩和するが、資本流出には警戒しており、人民元が意図的に元安の道を選ぶとは予想していない。

要点:投資家と起業オーナーには、人民元へのエクスポージャーへのヘッジを継続するよう勧める。短期的には元安が進むと予想され、我々は米ドル/人民元の3カ月予想を7.0から7.2に、6カ月を6.8から7.2に、12カ月は6.7から7.0にそれぞれ引き上げた。

今週の動き

中国は米国の追加関税表明にどのように報復するか? 中国の国有企業が米農産品の輸入を停止する可能性が報じられている。今週は中国政府がこの方針を正式に認めるかどうか注視していく。我々は、中国が関税および非関税措置を組み合わせた慎重な対応を示すものと予想する。

各国中央銀行はFRBに追随するか? FRBによる先週の利下げは、世界的な金融緩和への姿勢転換の一環といえる。今週はオーストラリア、ニュージーランド、インドの各中央銀行の政策決定会合が開かれるが、世界の金利サイクルを主導するFRBが利下げに踏み切ったことで、他の中央銀行も追随しやすくなったかもしれない。

ドイツの製造業は持ち直す兆しを見せるか? 先週ユーロスタットが発表した第2四半期域内総生産(GDP)速報値によると、成長率は第1四半期の前年同期比1.2%から同1.1%に低下した。今週発表予定の独6月鉱工業生産と工場受注統計により、ユーロ圏経済の牽引役が第2四半期末に持ち直したかどうか明らかになるだろう。

3. 英ポンド安は「合意なき離脱」リスクへの過剰反応

英国のEUからの「合意なき離脱」懸念が英ポンドを圧迫している。英ポンドは7月に対米ドルで4.2%下落したが、これは月間の下げ幅としては2016年10月以来最大で、過去10年間でも7番目の下げ幅となった。市場では合意なき離脱は避けられないとの見方が強まっているが、これは過剰な反応だと我々はみている。ジョンソン首相がEUから(解釈変更ではない)実質的な離脱協定の修正を勝ち取る可能性は低い。しかし、合意なきブレグジットには英議会の過半数が反対しており、議会はジョンソン首相に離脱交渉期限の再延長要請を迫ると予想され、こう着状態の打開に向けて解散総選挙となる可能性もある。最終的な結末は依然として極めて流動的である。しかし、重要なのは10月31日の合意なき離脱をめぐる懸念が高いとはいえ、それが現実のものになる可能性は低いことである。

要点:短期的には英ポンドは売られすぎと考えており、我々は英ポンドを対米ドルでオーバーウェイトとする。短期的な英ポンドの下落に対してヘッジしてきた投資家はヘッジの解消を検討してもよいだろう。

高まる貿易摩擦、低下する金利

Mark Haefele

グローバル・チーフ・インベストメント・オフィサー

トランプ米大統領は今日1日、現時点で制裁関税の対象となっていない3,000億米ドル相当の中国からの輸入品に対し10%の関税を課すと発表した。追加関税は9月1日に発動予定で、その後25%に引き上げられる可能性もあるとトランプ大統領は発言している。

新たな関税が実施されれば、直接の影響として米国のGDPは0.15%押し下げられると予想され、一方中国のGDP成長率は今後12カ月で最大0.25-0.5ポイント低下し、2020年の中国の成長率は6%を下回る可能性がある。S&P500種株価指数も今後12カ月で1%低下すると予想する。しかし、二次的、三次的な影響と中国による報復を含めた累積的な影響はさらに大きくなるおそれがある。

中国は最近の貿易摩擦に対して比較的慎重に対応しており、今回も関税と非関税措置を織り交ぜた報復措置を取ることが予想される。非関税措置としては、追加関税による貿易への影響を緩和するための秩序ある元安、中国で事業展開する一部米国企業への制裁、レアアースの輸出制限などが考えられる。

対中関税に加え、自動車関税リスクも高まっている。トランプ大統領は5月、自動車関税の最終決定を6カ月延長し、交渉のための時間的猶予を与えた。しかし、その後の交渉で進展があったようにはみられない。貿易摩擦は他の国でも激化している。先週、日本は韓国の輸出「ホワイト国」除外を閣議決定した。これにより、日本のメーカーから韓国企業への輸出に個別許可制が適用される。

しかし、これまでと同様、メディアの報道に過剰反応しないことが賢明である。米中が妥協点を見出す時間は残されており、9月に予定されている米中通商交渉の次回会合も現時点で中止されていない。また各国の利下げの動きや中国の景気刺激策など景気への影響緩和策も考慮に入れる必要がある。我々の基本シナリオでは、緊張が時折高まりを見せながら交渉は長期化すると想定している。

- **FRBの反応:** 米連邦準備制度(FRB)は先週、2008年12月以来の利下げ(25bp)に踏み切ったが、これには貿易紛争による景況感の悪化が背景にあった。第2四半期には投資支出がマイナスになっており、追加関税が発動されれば景況感への下振れ圧力に拍車がかかりかねない。こうした経済への悪影響は、FRBが追加利下げを実施する明確な理由になるだろう。
- **中国の反応:** 中国は景気減速に歯止めをかけるために今年下期に金融・財政の両面で緩和策を強化するとみており、必要ならば下支え策を強化する余地もあると予想する。7月30日に開催された中国共産党の中央政治局会議で、党指導者は今後さらに緩和を強化すると表明した。想定される措置として、幅広い金融機関を対象に預金準備率(RRR)の100-200bpの引き下げ、流動性供給措置の継続、インフラ投資の拡大などが挙げられる。

a) 貿易摩擦の激化と b) 金利の低下を含めた景気刺激策という環境は、投資家にとって舵取りが難しい。米中貿易摩擦は交渉によって最終的には妥結に至ると我々はみているが、不確実性が晴れない限り、株価の大幅上昇は困難だろう。そのため、地域厳選で株式のオーバーウェイトを維持しつつ、ポートフォリオのインカム向上に寄与する「キャリア取引」を重視する。

通貨戦略では、低利回り通貨バスケット(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する。高格付債に対して欧州投資適格債もオーバーウェイトとする。クレジット・スプレッドが欧州中央銀行(ECB)の緩和姿勢に下支えされる見通しであるからだ。また長期的な価値が見込まれる新興国債もオーバーウェイトとする。

割安な水準にあり、かつ市場が不安定な局面でポートフォリオを守る日本円でこれらのポジションのバランスを取る。

市場動向

	CIO view	1w total return	3m total return	Year to date total return
MSCI All Country World	OW	-2.9%	-1.2%	14.9%
S&P 500	OW	-2.9%	0.1%	18.3%
Euro Stoxx 50	UW	-5.7%	-3.5%	14.2%
MSCI EM		-4.0%	-5.9%	6.0%
FTSE 100	UW	-5.8%	-1.0%	10.4%
SMI		-3.4%	-0.5%	17.9%
NIKKEI 225	OW	-4.1%	-6.8%	4.7%
US high grade bonds	UW	0.8%	4.5%	7.7%
Euro high grade bonds	UW	0.5%	4.4%	7.5%
US investment grade bonds		0.5%	3.6%	7.9%
Euro investment grade bonds	OW	0.0%	2.7%	6.8%
US high yield bonds		-0.4%	1.3%	10.3%
European high yield bonds		-0.4%	1.8%	8.4%
EM sovereign bonds	OW	-0.1%	4.8%	12.6%
EM corporate bonds		0.3%	3.7%	10.7%

Source: Bloomberg, UBS, as of 05 August 2019

OW = tactical overweight

UW = tactical underweight

日銀、当面は様子見姿勢を継続



青木大樹

日本地域CIO(最高投資責任者)

日銀は7月30日の政策決定会合で、主要中央銀行の利下げ・ハト派転換による緩和圧力に耐えた。世界の主要中央銀行が緩和方向に舵を切る中、日銀は、景気下振れリスクはあるものの、金融緩和策の現状維持を決定した。会合前に行われた調査では、エコノミストの約3割がフォワードガイダンスの強化を予想していた。

ただし、黒田総裁はハト派に配慮して「海外経済の動向を中心に経済活動と物価の下振れリスクが大きいもとで、物価安定の目標に向けた勢いが損なわれる恐れが高まる場合には、日銀は躊躇せず追加的な緩和措置を講じる」と述べた。

さらに、マクロ統計の不振と世界貿易の重石となっている逆風の長期化を踏まえ、日銀は展望レポートで、生鮮食品を除く消費者物価指数(コアCPI)の2019年度と2020年度の上昇率予測と、実質GDPの2019年度と2021年度の成長率予測を引き下げた。コアCPIは、2016年4月以降、上昇率予測を結局下方修正するパターンが続いている。

米連邦準備理事会(FRB)や欧州中央銀行(ECB)と比較すると、日銀の声明文の表現にはあまり変化は見られず、目先の緩和について強いシグナルを発していない。日本のエコノミストの5割強は年内の追加緩和を予想しているが、我々は景気後退入りを示唆する明確なシグナルが見えない限り、日銀は様子見姿勢を継続すると考えている。

米連邦準備理事会(FRB)や欧州中央銀行(ECB)と比較すると、日銀の声明文の表現にはあまり変化は見られず、目先の緩和について強いシグナルを発していない。

具体的には、日銀が追加緩和に動くにはGDPギャップ(実際のGDPと潜在的GDPとの差)がマイナスになり、企業や家計のインフレ期待が低下する必要があると考えている。雇用が目標水準にあり、(製造業は別として)非製造業のセンチメントが比較的良好であり、円が米ドルに対して比較的安定している中、景気が急激に悪化したり円が急騰しない限り、日銀が追加緩和に踏み切ることはないだろう。

しかし、もし下振れリスクが高まった場合、日銀には以下のような政策手段が残されている。

1. イールドカーブ・コントロールのフォワードガイダンスを強化する(期間の延長または実際のインフレ率に連動させる) - 比較的可能性が高い
2. 10年国債利回りの誘導目標をゼロ%程度のまま、政策金利を一段と引き下げる - 比較的可能性が高い
3. マイナス金利が適用される超過準備残高の増額 - 可能性は中程度
4. 現在の誘導目標ゼロ%は維持しつつ、現在許容している変動幅(+/-0.2ppt)に対して、10年国債の実際の金利がさらに低下することを許容 - 可能性は中程度
5. 10年国債利回りの誘導目標をゼロ%以下に引き下げ - 可能性は低い

6. 上場投資信託(ETF) や社債の買い入れペースを加速 - 可能性は低い
7. 金融機関の収益性を下支えするために、銀行株ETFや銀行債を買い入れ - 可能性は低い
8. 国債の買い入れ目標額を引き上げて量的金融緩和を強化する - 可能性は低い

金融機関の収益圧迫の副作用を軽減するために、日銀は10年国債利回りの誘導目標をゼロ%程度で維持しつつ、短期金利を現在の-0.1%から-0.3%に引き下げる可能性があると考えられる。しかし、そのような状況になった場合でも、現在の国債買い入れ目標額と10年国債利回りの誘導目標を維持することで日銀がイールドカーブを効果的にコントロールできる限り、国債の買い入れペースを加速する必要はないとみる。

目先、金融緩和の追い風が見込めないため、投資家には配当利回りが3%以上の大型バリュー株に注目することを勧める。現在、日本企業の配当利回りは2019年下期に予想される企業収益の回復と健全なバランスシートに下支えられ、市場全体の平均配当利回りは約2.6%と10年ぶりの高水準にある。また、競合他社に対して競争優位性を生み出すという点で、組織改革に乗り出している日本企業も推奨する。

青木大樹

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。