

UBS House View

Weekly Global

今週の要点

1. 当面は、強気相場は貿易摩擦にも耐えうる見通し

中国政府は米国との貿易紛争で歩み寄る兆しを見せておらず、トランプ米大統領が表明した追加関税への対抗措置として、米国からの農産品の購入を一時停止すると発表した。我々の現在の基本シナリオでは、米国は、公表通り3,000億米ドル相当の中国製品に9月1日から10%の関税を課すと考えている。これまでのところ、トランプ政権は、表明した追加関税については、実行に移す用意ができていないことを示してきた。実際に発動となれば、経済成長と企業収益の双方に悪材料となる。今回の関税対象品目は、スマートフォンやパソコンなど、中国のシェアが高いものが多く、米国が代替調達先を探すのは難しい(訳注:米通商部は13日、一部製品への発動延期を発表)。ただし、トランプ政権がさらに25%まで関税を引き上げるとは考えにくい。来年11月の大統領選を前に、米国が景気後退に陥るリスクが大幅に高まるからだ。もしそうなれば、米国株式は10-15%以上下落すると予想される。

要点:貿易摩擦再燃で経済成長が押し下げられると予想するが、景気後退を招くとは考えていない。ユーロ圏市場は米国よりも企業の景況感と輸出が低迷しているため、米国株式に対して欧州株式をアンダーウェイトとしている。

2. 中国が競争力強化のため人民元を切り下げる可能性は低い

人民元がほぼ11年ぶりの安値圏に下落し、米国は中国を「為替操作国」に認定した。人民元の動きと米財務省の認定で米中の対立は一段と深まったが、これが競争力強化に向けた意図的な通貨切り下げの始まりになるとは考えていない。2016年に人民元の予想外の下落を容認したときに、資金が大幅に流出し、市場が混乱した当時の記憶が中国政府には残っている。市場実勢にあわせて元安が緩やかに進むと予想され、人民元に対してヘッジの継続が必要であるとの見方に変わりはないが、中国人民銀行は人民元の「基本的な安定」を維持すると表明しており、大幅な下落は予想していない。

要点:我々は今後3~6カ月の米ドル/人民元の予想を7.2に変更したが、同期間に7.3が試される可能性も排除しない。こうした状況下では、安全通貨とされ、長期的に上昇が見込まれる日本円を引き続き推奨する。

今週の動き

インフレ統計はFRBの柔軟性を強めるか? FRBのハト派の高官は、米中貿易摩擦による成長リスクを考慮に入れなくても、低インフレ率だけで利下げは正当化されるとの見方を示している。7月の消費者物価指数(CPI)が低下すれば、FRBにとって追加利下げの理由を説明しやすくなるだろう。

中国経済は貿易摩擦の影響を感じているか? 米国のクドロー国家経済会議委員長は先週、中国が関税から打撃を受けていると発言した。今週は中国の鉱工業生産、固定資産投資、小売売上高等の統計が発表され、その影響の実態が明らかになるだろう。

中国はさらなる報復に出るか? トランプ大統領の関税発言に対抗して、中国は米国産農産品の輸入を一時停止した。今週は中国がさらなる報復措置に出るか、それとも歩み寄りの姿勢を示すか成り行きが注目される。

3. 債券利回りの低下で高まるキャリーの魅力

米連邦準備理事会(FRB)に追随するように、インドやニュージーランドなど各国中央銀行が先週相次いで利下げを決定し、国債利回りの低下が続いた。この結果、米国30年債の利回りは過去最低水準近辺まで低下し、オーストリアの100年債の年初来リターンは60%台にのぼっている。マイナス金利となっている世界の債券の規模が12.5兆米ドルを超えており、短期的にはプラスのキャリー収入が見込める戦略を推奨する。低金利が長期化する可能性があるだけに、資産目標の達成確率を高めるためには、中長期的な対策を検討することも必要である。手元資金を過剰に保有すれば、リターンの足かせとなる。株式や不動産など実物資産の方が中長期でプラスのリターンが得られる見通しが高い。さらに、借入コストが低下していることから、賢明な借入戦略が、投資家やビジネスオーナーの資産計画により大きな役割を果たすようになるだろう。借入れによりリターンが向上し、高リターンの資産を売却する必要性が減り、余剰資金を保有する必要性も低下する可能性がある。

要点：インカム収入を向上させるポートフォリオ戦略を推奨する。我々は、欧州投資適格債、米ドル建て新興国国債、一部の新興国通貨をオーバーウェイトとしている。

長期化する米中貿易紛争に新たな展開

Mark Haefele

グローバル・チーフ・インベストメント・オフィサー

今年は、米中貿易紛争と米連邦準備理事会(FRB)の金融政策の動向が市場を支配してきた。主要20カ国・地域(G20)首脳会議での米中首脳会談で両国が一時休戦入りし、FRBによる利下げ観測が高まると、6月と7月は世界の株式が上昇した。

しかし、その後株価は一時6%も下落し、現時点では7月につけたピークを3.5%下回っている。7月31日のFRBによる25ベーシスポイント(bp)の利下げは、大幅な利下げを期待していた市場を落胆させた。その翌日、トランプ大統領は中国からの3,000億米ドル相当の輸入品に10%の関税を課すと発言し、その後中国を「為替操作国」と断じて貿易摩擦を再燃させた。

今後の市場の動きは、関税が実際に発動されるか、そしてFRBがどう対応するか次第であろう。我々は3つのシナリオを想定している。

- 上振れシナリオ(確率は20%) : 最もポジティブなシナリオは、緊張緩和である。米国からの農産品輸入の拡大など、トランプ大統領が発動予定の追加関税や、さらには既存の関税や制裁措置を撤回するのに十分とみなす譲歩を、中国政府が示すケースだ。しかし、その可能性は非常に低い。トランプ大統領が新たな関税をちらつかせているのは、緊張緩和につながる約束を中国が反故にしたと考えているからだ。しかも、中国は歩み寄るどころか米国からの農産品輸入を一時停止し、人民元の7.0台乗せを容認し、関税が実施された場合の報復措置について警告している。こうした応酬が続いている以上、差し当たり緊張緩和の可能性は低い。

- 基本シナリオ(確率は50%) : 中国が譲歩の姿勢を示さない場合、トランプ大統領は関税を実行に移す用意があることを示してきた。今回はこの流儀が変わると考える理由は見当たらず、我々の基本ナリオでは、9月1日に10%の関税実施を想定している。10%の関税によって米国経済が景気後退に陥るとは考えていないものの、経済成長の重石となり、景況感を損ねるだろう。
- 下振れシナリオ(確率は30%) : 下振れシナリオは、中国からのすべての対米輸入品に25%の関税が課せられるケースで、実際にそうなれば、世界の景気減速リスクは大きく高まる。このシナリオの場合、2020年に米国が景気後退入りする確率は50%と考えている。トランプ政権は大統領選を控え景気後退を回避したいはずであり、中国もこれまでは関税引き上げに慎重に対応してきた。しかし、もし中国がしびれを切らして、人民元の大幅な下落(1米ドル=7.3-7.5元まで)容認や幅広い企業を対象にした中国版「エンティティリスト」の作成、レアアースの輸出規制、保有する米国債の売却などの措置に踏み切った場合、米国が関税を25%に引き上げるリスクは高まる。

我々の基本シナリオ通りの展開となった場合、FRBが9月の政策決定会合でどう対応するかが次の注目点となる。関税の影響を相殺するには、年末までに50bpの追加利下げが必要であると市場は想定するとみられる。利下げ幅が25bpにとどまった場合、市場には落胆が広がるだろう。

いずれにせよ、低成長と低金利環境に向かっている可能性が高い。このため、ポートフォリオのインカム拡大に寄与する「キャリートレード」を重視していく。通貨戦略では、低利回り通貨に対して高利回りの新興国通貨バスケットをオーバーウェイトとする。また、高格付債に対して欧州投資適格債を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からである。また長期的な価値が見込まれる新興国国債もオーバーウェイトとする。

株式では、新たな関税が地域により企業収益に異なる影響を与えることを考慮し、地域厳選によるアプローチを継続する。例えば、今年の1株当たり利益(EPS)の伸びが1%、来年は7%と予想される米国株式をオーバーウェイトとし、今年の収益は前年並みが予想され下振れリスクを伴う欧州株式をアンダーウェイトとしている。欧州は世界貿易への依存度が高、10%関税の間接的影響も大きい。下期に域内経済が回復しなければ、欧州企業の利益成長率は最大で3~5パーセント低下するおそれもある。

下振れシナリオでは株価が10~15%以上下落する可能性があり、こうした潜在的な下振れリスクを考慮して、反景気循環的ポジションでバランスを取る。割安なだけでなく、市場が不安定な時にポートフォリオを守ることができる日本円を保有するほか、S&P500種株価指数のプロテクションも保有する。

市場動向

	CIO view	1w total return	3m total return	Year to date total return
MSCI All Country World	OW	1.7%	0.5%	13.9%
S&P 500	OW	2.7%	1.8%	17.9%
Euro Stoxx 50	UW	0.4%	0.2%	14.3%
MSCI EM		0.9%	-3.7%	3.6%
FTSE 100	UW	0.4%	1.5%	10.6%
SMI		1.7%	3.2%	19.5%
NIKKEI 225	OW	-0.2%	-2.9%	4.6%
US high grade bonds	UW	0.0%	4.6%	8.2%
Euro high grade bonds	UW	0.4%	4.7%	8.2%
US investment grade bonds		-0.1%	3.7%	8.2%
Euro investment grade bonds	OW	0.3%	3.2%	7.1%
US high yield bonds		0.4%	1.5%	9.9%
European high yield bonds		0.2%	2.4%	8.3%
EM sovereign bonds	OW	1.2%	5.9%	13.5%
EM corporate bonds		0.2%	3.7%	10.6%

Source: Bloomberg, UBS, as of 12 August 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。