

UBS House View

Weekly Global

今週の要点

1. 景気鈍化は必ずしも景気後退の兆候ではない

経済成長率や企業収益、米国債利回りに関する予想が下方修正されたことを受け、先週は、景気後退をめぐる懸念が高まった。中国との貿易摩擦で景況感が悪化していることから、我々の予想では、米国の経済成長率は今年2.3%、来年は1.3%に鈍化するとみている。しかし、経済成長が鈍っても、米国の景気後退入りは回避されるという我々の基本シナリオに変更はない。我々は現時点で、景気浮揚のため、米連邦準備理事会(FRB)が来年末までに25ベーシスポイント(bp)ずつ5回の利下げを実施すると見込んでいる。先週発表された米国の8月のISM製造業景況指数は、3年ぶりに好不況の節目である50を割り込んだが、同非製造業景況指数は上昇した。これにより、製造業は縮小するも、サービス業は底堅く、個人消費も堅調とする我々の見方が裏付けられた。貿易摩擦のさらなる激化がないかぎり、米10年国債利回りのこれ以上の急低下はないとみている(現在の1.6%から年末には1.5%程度になると予想)。中期的には、我々の基本シナリオが実現した場合は、米10年国債利回りは現在の水準前後のレンジで推移する可能性が高いと考える。無リスク資産の利回りが低いため、インカム創出機会を追求する。

要点:我々の戦術的資産配分では、一部の新興国通貨、米ドル建て新興国国債、欧州投資適格債をオーバーウェイトにしている。

2. 合意なきブレグジットのリスクは、当面は後退

英上下両院は、欧州連合(EU)離脱延期法案を可決した。10月19日までにEUとの協定案で合意できなければ、離脱期限(10月31日)の延期をEUに要請するようジョンソン首相に義務付ける内容だ。ジョンソン首相が提案した総選挙の前倒しを求める動議が否決された。これにより、「合意なきEU離脱(ブレグジット)」の差し迫った脅威はひとまず後退し、短期的には英ポンドにとって好材料と考えられる。もし合意なきブレグジットとなった場合には、1英ポンド=1.15米ドルまたはそれ以下に押し下げられる可能性が高い。先週の両院での投票結果は、英ポンドを米ドルに対してオーバーウェイトとする我々の判断を裏付けた。しかし、ブレグジットの最終的な結末は、依然として予測が困難である。総選挙で保守党が勝利すれば、合意なきブレグジットの可能性が再び高まるおそれがある。一方、労働党が勝てば、2回目の国民投票が実施され、EU残留が選択される可能性も浮上する。さらに、議会でどの党も単独過半数を獲得できない(ハング・パーラメント)状態になれば、今後の道筋は不透明な状況が続くだろう。

要点:短期的には合意なきブレグジットの可能性が低下したため、我々は引き続き英ポンドを米ドルに対してオーバーウェイトに据え置く。しかし、ブレグジットをめぐる長引く不確実性を背景に、英国資産についてはボラティリティ(相場の変動)の高い状況が続くと予想する。こうした不透明性の高い局面を乗り切るには、高配当分散投資が有効な戦略と考える。

今週の動き

ECBは景気刺激策を実施するか? 投資家は、欧州中央銀行(ECB)が12日の理事会で包括的な金融緩和パッケージを打ち出すことを期待している。しかし、フランスやドイツ、オーストリア、オランダの中央銀行総裁は、量的緩和再開に対しては慎重な姿勢を示している。ECBのドラギ総裁がラガルド次期総裁に引き継ぐまでに残された理事会はあと2回だが、理事会内で追加緩和策のパッケージに合意が得られるかどうかは疑問視される。

英国の前倒し総選挙は実現するか? 英国では先週、EU離脱期限前の解散・総選挙を求めるジョンソン首相の動議が退けられた(訳注:ジョンソン氏は今週、総選挙の前倒しを求める動議を英下院に再提案したが、10日に再度否決された)。

米国の消費は堅調に推移するか? 米国では、企業の景況感が悪化するなか、消費が景気のけん引役として下支えてきた。13日に発表される8月の小売売上高やミシガン大学消費者信頼感指数からは、消費の堅調さが続いているかどうかを示唆されるだろう。今週発表される求人件数にも注目が集まるだろう。労働需要の悪化は、最終的に消費支出の低下につながる可能性がある。

3. キャッシュへの逃避は答えではない

地政学的な不透明感に加え、株式相場の見通しも弱まっていることから、投資家は安定したキャッシュに逃避先を求めがちである。しかし、これは好ましい対応だとは言いがたい。第一に、株価下落局面後に株式を購入するための「ドライパウダー(待機資金)」としてキャッシュを保有することは、リターンを損なう場合が多い。1945年以降、シンプルなバランス型ポートフォリオ(米国大型株60%、米国債40%で構成)で運用した場合、ポートフォリオが20%を超えて下落したケースは約5%にとどまる。市場のタイミングを図ろうとすると、一挙両損という結果になりがちである。つまり、高い機会コストに加え、さらに高い価格で買い戻さざるを得なくなる。第二に、キャッシュは短期的には価値が安定して保たれるが、下落相場の中で価値が上昇することがないため、「クライシス・アルファ(危機時に優れたリスク調整後リターンを獲得すること)」がない。最後に、キャッシュの保有は長期的には機会コストが大きくなる可能性がある。大半の国で預金金利がインフレ率を大きく下回るなか、キャッシュの購買力は時間とともに小さくなる。キャッシュの機会コストは株式益回り(欧州株式が7.4%、米国株式が5.7%)と比較すると特に大きい。キャッシュを保有することで、リスク資産から得られる潜在的なリターンの機会を逃すことになる。

要点:我々は、流動性を確保し、下落幅を抑えつつ、長期リターンを確保するための代替的な戦略を検討するよう勧める。分散投資はその選択肢の一つである。計画の作成も重要である。人生の様々な目標や目的に最適な投資戦略を策定するには、我々が提案する「Liquidity(流動性の確保). Longevity(老後への備え). Legacy(資産承継の準備).*」のアプローチが有効である。

*時間軸は様々です。戦略はお客様の長期目標、中期目標、適合性によって変わります。このアプローチは、資産構築あるいは何らかの投資利益の達成を約束または保証するものではありません。

米国の景気後退入りは間近か？

Mark Haefele

グローバル・チーフ・インベストメント・オフィサー

貿易摩擦をめぐる不透明性を背景に最近、成長率や利益予想の下方修正が相次ぎ、年末の長期国債の利回り予想も引き下げている。債券市場は実際、景気の鈍化を織り込んでいるように思われる。米国10年国債利回りは米中の貿易摩擦が激化した8月初めの2%から低下しており、先週には一時、1.46%にまで落ち込んだ。

米中貿易摩擦の激化を考慮に入れれば、景気後退入りのリスクは高まっている。最近の米国による追加関税措置を受け、25%の関税率はもはや上限とは考えられなくなっている。米中当局者の発言からは両者共に合意を急いでいることが示唆される。米国の設備投資の伸びは第2四半期にマイナスに転じており、我々は企業が新規雇用や投資を控え始めることを示す兆候を注視していく。また、米国の経済成長率が今年2.3%、来年は1.3%に鈍化すると予想している。

これまでに公表されているすべての追加関税措置が発動されれば、来年上半年の米国の経済成長率は景気後退入り間際まで鈍化するだろう。消費財や自動車などに追加関税が課され、貿易摩擦がさらに激化した場合は、景気を悪化させる公算が大きいと言える。

しかし、経済成長が鈍化しているとしても、米国の景気後退入り(2四半期連続のマイナス成長と定義される)は回避されるという我々の基本シナリオに変更はない。重要なのは、米連邦準備理事会(FRB)が9月の米連邦公開市場委員会(FOMC)で0.25ポイントの利下げを行い、2020年末

までにさらに4回の0.25ポイントの利下げを行うと予想されることだ。金融緩和では景気鈍化は阻止されず、貿易をめぐる不透明性は低減されないものの、景気後退入りの回避につながる。

低成長と利下げが重なると、米国債にはどのような影響が出るだろうか？ 方向的には、短期的には利回りは下げ圧力にさらされ続ける公算が大きく、年末には約1.5%になると予想している。中期的には、利回りの見通しは景気に左右される。貿易摩擦の激化および／または米国の消費の減少がみられなければ、利回りの急低下は見込まれないと考えている。米国の景気後退入りのシナリオでは、FRBが金利をよりゼロに近い水準に引き下げ、利回りは1% (これ以下の可能性も) に低下すると見込んでいる。しかし、経済指標が底を打ち、基本シナリオが実現する場合には、米10年国債利回りは現在の水準前後のレンジで推移する公算が大きいと考えている。

では、どのようなポジションを取るべきだろうか？ 事態がより明らかになるまで、貿易摩擦によるイベント・リスクを抑える資産配分をすることが賢明であると考えます。その結果、我々は戦術的資産配分において、高格付債に対するグローバル株式のオーバーウェイトを終了し、現在ではリスク資産を小幅のアンダーウェイトにしている。「通常の」景気後退に備えるような株式の大規模なアンダーウェイトは勧めない。その代わりに、債券と株式が年初来で良好な絶対リターンを挙げたため、エクスポージャーを縮小することでリスクを管理する。

低水準ながらもプラスの経済成長率や安定した国債利回りに加え、各国の中央銀行が株式の下振れを制限する一方で、貿易摩擦が株式の上振れを制限している状況は、金利獲得を狙うキャリー戦略にとって望ましい環境であると考えている。我々の戦術的資産配分では、一部の新興国通貨と米ドル建て新興国国債、欧州投資適格債をオーバーウェイトにしている。

市場動向

	CIO view	1w total return	3m total return	Year to date total return
MSCI All Country World		1.7%	3.2%	16.7%
S&P 500	OW	1.8%	4.2%	20.5%
Euro Stoxx 50	UW	1.9%	3.9%	20.3%
MSCI EM	UW	2.5%	1.4%	6.7%
FTSE 100	UW	0.5%	1.1%	12.7%
SMI		1.8%	3.7%	23.8%
NIKKEI 225	OW	3.4%	2.3%	7.9%
US high grade bonds	UW	-0.2%	3.5%	9.4%
Euro high grade bonds	UW	-0.5%	3.2%	8.6%
US investment grade bonds		-0.1%	3.1%	9.1%
Euro investment grade bonds	OW	-0.4%	2.8%	7.2%
US high yield bonds		0.2%	2.6%	11.4%
European high yield bonds		0.1%	3.7%	9.7%
EM sovereign bonds	OW	0.8%	4.7%	14.4%
EM corporate bonds		0.4%	3.5%	11.3%

Source: Bloomberg, UBS, as of 9 September 2019

OW = tactical overweight

UW = tactical underweight

中国経済の健康診断



Thomas Deng

Regional CIO and Chief China Strategist

米国との貿易摩擦は中国経済にどれほどの悪影響を及ぼしているだろうか？統計からは、輸出が減少し、投資が低迷している状況がうかがえる。だが、電力消費などの実体経済活動はどのような影響を受けているだろうか？やはり、芳しくないようだ。特に沿岸地域では影響が鮮明化している。

2015年から2018年までの中国の国内総生産(GDP)伸び率は平均で6.75%と、2009年から2014年までの平均成長率8.75%を2ポイント下回っている。しかし、実体経済活動は、GDP伸び率の鈍化を上回るペースで悪化している。2009年から2014年までと、2015年から2019年7月までの両期間を比較してみると、全国的な電力消費量の伸び(8.5% vs. 5.3%)、旅客輸送量(7% vs. -1.5%)、旅客回転率(旅客数に旅行距離を乗じた数字、9% vs. 4.7%)、貨物輸送量(10.8% vs. 6.7%)、貨物回転率(貨物の重量に輸送距離を乗じた数字、10% vs. 3.6%)、および港湾でのコンテナ取扱量(7.9% vs. 5.2%)はいずれも低下しており、低下率は平均で4.87ポイントである(対して、GDP伸び率は2ポイント低下)。

電力消費量、貨物回転率および港湾でのコンテナ取扱量は、製造業関連活動の代用指標として有効であり、旅客輸送量および旅客回転率はサービス関連活動の代用指標として注目される。調査期間中に旅客輸送量は8.5ポイントと大きく減少した。2016年に1.7ポイント減、2017年に3.1ポイント減、2018年に1.9ポイント減となった後、今年年初来

成長を安定化させるため、中国政府は引き続き、財政・金融の両面から景気下支え策を強化するとみられる。

の7カ月でさらに1.6ポイント減少している。ただし、旅客回転率はプラスとなっていることから、旅行距離は長距離化していると言える。これは、高速鉄道の人気によるものと考えられる。

電力消費量は2015年~2018年に3.2ポイント減少した。景気鈍化にもかかわらず、2018年の電力消費量は、2017年の6.6%増から8%増に増えた。しかし、これは経済活動の回復よりも、昨夏の異常な猛暑のために家庭と工場の両方で冷房用の電力消費が増えたことが原因であるとみられる。特に、電力使用は内陸部よりも沿岸部で鈍化が鮮明である。

電力消費量は2018年に8.5%、2019年第1四半期に6.8%の伸びを示したものの、2019年4月~7月の伸びは3%にとどまっている。沿岸部(広東、江蘇、山東、鎮江、福建、天津、河北および上海など)では、4月~7月の伸びは2.2%と、第1四半期の6.9%から4.7ポイント鈍化となり、内陸部の2.9ポイント低下(6.7%から3.8%へ低下)よりも大きな落ち込みを示した。今年4月~7月の電力消費量の伸びが最も低下したのは上海で、同市の電力消費はむしろ縮小傾向にある。

実体経済活動を示す指標は過去5年間にわたって徐々に軟化しているものの、過去数カ月の急激な悪化は、貿易紛争による実体経済への影響が顕在化し始めていることを示唆しているとみられる。実際、沿岸部は内陸部よりも輸出に大きく依存しており、こうした軟化傾

向は、貿易紛争が中国の輸出企業に及ぼしている影響の表れと捉えられる。

とはいえ、今年のGDP伸び率が6.0%を下回ることについては懸念していない。成長を安定化させるため、中国政府は引き続き、財政・金融の両面から景気下支え策を強化するとみられる。今月6日に、預金準備率の引き下げが発表されたが、我々はさらなる引き下げが実施されると予想している。また、貸出制度と中央銀行手形スワップにより、潤沢な流動性も確保されるだろう。さらに、積極的な財政政策により投資が押し上げられ、景気が刺激されるだろう。

債券資産は流動性拡大の恩恵を受ける可能性がある。さらに、経済成長が安定化すれば、現在は低迷しているオンショアおよびオフショア株式の魅力も増すだろう。地域的な株式戦略では、政策対応と相対的な企業収益の高さを背景に、中国が香港をアウトパフォームすると見込まれることから、香港に対して中国をオーバーウェイトに据え置く。セクター別では、予想される景気刺激策、国内消費および/または継続的な配当による恩恵を受けるセクター(生活必需品、eコマースおよびヘルスケア)を推奨する。

Thomas Deng

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。