

UBS House View

Weekly Global

今週の要点

1. FRB、金融政策の先行きで意見が分かれる

米連邦準備理事会(FRB)は9月18日、25ベースポイント(bp)の利下げを実施した。市場は利下げをすでに織り込み済みだった。一方、金融政策の先行きについて米連邦公開市場委員会(FOMC)の意見は分かれている。年内の再利下げの可能性が高いとするFOMC参加者は半数に届かなかったが、FOMC参加者の金利予測分布「ドット・プロット」は今後数年間、金利が下がるより上がる可能性が高いことを示している。とはいえ、全部で17のうち7つのドットは年末までに25bpの追加利下げを示唆しており、通商政策と成長の鈍化に関する懸念が再燃した場合には、FRBが行動に出る可能性はある。

要点:我々は景気回復が難しい状況と判断できる証拠が出てくるまでは、FRBが年内は金利を据え置くという見解を維持する。FRBの利下げを受けて、我々は金利獲得を狙うキャリアの戦略を推奨する。我々は一部の新興国通貨、米ドル建て新興国債、欧州投資適格債をオーバーウェイトとしている。

2. 利下げを受けて、キャッシュの魅力がさらに薄れる

FRBが利下げを実施した結果、米国の実質金利はゼロに近付いたが、ユーロ圏、日本、英国ではキャッシュの実質リターンがすでにマイナスになっている。ここ1週間に開催された米国、スイス、日本の中央銀行の政策決定会合は、低金利が長期化することを浮き彫りにした。こうした環境下では、キャッシュを持ち続けることでコストが高くつくおそれがある。例えば、市場が織り込んでいる今後の金利推移が正しい場合、平均インフレ率を0.3%とすると、キャッシュで預け入れた100万スイス・フランは30年後には838,700スイス・フランに目減りすることになる。にもかかわらず、多くの投資家は依然としてキャッシュを不確実な時期の安全資産と見なしている。しかし、中長期の時間枠で、資産クラスと地域の分散投資を行うことで、リターンを犠牲にせずに投資リスクを引き下げることが可能だと我々は考えている。週単位では、キャッシュに投資(米ドル建て)することで株式(S&P500種株価指数)よりも成果を上げる確率は約43%である。しかし過去のデータから、20年間の期間についてその確率はゼロだった。

要点:支出のニーズを満たすのに十分なキャッシュを保有することは、我々が提唱する資産運用へのアプローチであるLiquidity(流動性の確保)、Longevity(老後への備え)、資産承継の準備(Legacy)* において重要なポイントである。しかし、キャッシュへの過剰な配分は、運用目標の達成を難しくするだろう。

*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。

今週の動き

1. 米国のインフレ率は上昇するか? 貿易摩擦が激化し、世界経済の減速懸念が再燃し、インフレ率が目標に届かない状態が続く中、FRBは予防的措置として7月に1回目の利下げを実施した。今週はコア個人消費支出(PCE)が発表され、FRBの利下げがインフレ率上昇にプラスに作用したかが明らかになるだろう。予想を上回る数字になれば、FRBは再利下げしないとの観測が広がり、リスク資産が打撃を受けるおそれがある。

2. 景気後退懸念はドイツのセンチメントを圧迫しているか? ドイツはテクニカルなリセッション(景気後退)の瀬戸際にあるものの、政府が財政刺激策を講じて直ちに対応する可能性は低そうだ。今週はIfoとGfKの景況感指数が発表され、製造業の減速が消費者に与える影響が明らかになるだろう。我々はユーロ圏株式のアンダーウェイトを維持している。

3. 米国の短期金融市場は平静さを維持するか? レポ金利が10%にまで急騰し消費者や企業への貸出の抑制が危ぶまれたことから、FRBは10年ぶりに短期金融市場に介入して資金を提供した。この措置を受けてレポ市場は沈静化したものの、低利での資金需要を常に満たすだけの流動性が存在しない可能性があるという構造的な問題の解決には至っていない。我々は短期金融市場のさらなるリスクの兆しに注視していく。

3. 化石燃料株からの資金流出が気候変動を抑えられるとは限らない

マイクロソフト創業者ビル・ゲーツ氏は先週、ファイナンシャル・タイムズとのインタビューで、化石燃料株を売却しても、二酸化炭素を大量に排出している企業の資金が枯渇することはない、気候変動に与える投資家の影響は「ゼロ」だと述べた。我々は、化石燃料株を売却することで、投資家は価値観に沿ったポートフォリオ構築をすることが可能だと考えている。一方で、我々は環境と社会に役立つより効果的な方法も知っている。第1に、環境、社会、ガバナンスの課題に直面している企業に積極的に働きかけ、こうした企業に改善を促すこと。このアプローチは有効である。Ceresが集計・分析したデータによると、2013年から2018年にかけて提出された779件の気候関連の株主提案のうち、41%は企業側がこの分野において十分な進歩を遂げた、またはそれを約束したことを、株主と企業側が認めたことで撤回されている。第2に、二酸化炭素排出削減を目指す、革新的企業に投資すること。我々は再生可能エネルギーのほか生物多様性をこれ以上傷つけることなく、都市化や人口増に対応した食料確保の問題に取り組んでいる企業に投資機会があるとみている。

要点：投資家によるエンゲージメント戦略は、環境と社会に恩恵をもたらす可能性を秘めている。再生可能エネルギー、エネルギー効率、大気浄化、二酸化炭素の排出削減、革新的農業など、我々の中長期投資テーマの一部はコモディティ市場の破壊の恩恵を受ける好機にある。グリーンボンドもコモディティ生産国の持続性プロジェクトに資金を提供する機会をもたらす。

アベノミクス、最後の2年



青木大樹

日本地域CIO(最高投資責任者)

アベノミクスの3本の矢である金融緩和、財政刺激、構造改革のうち、財政刺激と構造改革に軸足が置かれる可能性が高い。

第3次安倍政権は2021年9月で終了する予定だが、その場合、安倍首相の在任期間は1885年に日本に内閣制度が発足して以降で最長となる。自民党内規を変更すれば総裁として4期目は可能ではあるが、党内には新しいリーダーシップを求める声もあり、続投の可能性は低い。そこで、安倍首相が残りの2年間で重点を置く政策について考えてみたい。

景気拡大が優先事項であることに変わりはないが、日銀はすでに長年金融緩和を実施している中、アベノミクス政策の焦点は変化している。3本の矢である金融緩和、財政刺激、構造改革のうち、今後は財政刺激に軸足が置かれる可能性が高い。

日銀は長期的には金融緩和ではなく金融を引き締めたいことから、更なる金融緩和の矢に大きな期待はできない。マイナス金利による銀行の利益率低下に対し、日銀が懸念を強めている一方で、安倍首相が6月に指摘したように、失業率は過去最低の水準にある(2.2%)。今後数カ月以内に政策金利の引き下げまたは上場投資信託の購入の加速などの金融緩和が実施される可能性はあるものの、(銀行の利益の減少につながる)日本国債のイールドカーブの一段のフラット化を回避するため、日銀が短期的に大胆な政策を取るとは考えていない。

むしろ、今後2年間は補正予算や通常予算の増額を通じた財政政策が中心になるとみられる。安倍首相は7月の参

院議員選挙後、消費税を10月より8%から10%に引き上げることを正式に決定した。政府は増税による影響の緩和に向けてすでに政策支援を決定している。もっとも、世界経済の減速に伴うリスクがあることから、安倍政権は年内に更なる補正予算を検討する可能性が高い。2014~2016年と同様に(長期にわたり消費が落ち込んだ)場合、将来さらなる消費増税は困難になることから、今回の増税を成功させることが安倍首相にとって不可欠となっているだろう。

年金と医療制度を中心とする社会保障改革も安倍首相の優先課題になるだろう。社会保障については、8月に政府が発表した5年に1度の公的年金の財政検証では、若い世代が現在の定年退職者と同じ年金額を受給するためには、現在の60才ではなく65-70才まで働く必要があることが明らかになった。医療制度については、団塊の世代が70才を迎え、政府はコスト削減、IT機器の導入、患者の自己負担増額によって医療制度の効率性向上を目指している。

また、安倍首相は自衛隊の役割を明確にするため、憲法第9条を中心とする憲法改正に引き続き意欲的である。憲法を改正するには、衆参両院が3分の2以上の賛成で国民投票実施を可決し、国民投票で過半数の賛成を獲得する必要がある。これには、すでに参議院でこうした動きに強く反対している野党の一部と協力する必要がある。支持を取り付けることはかなり難しいだろう。

このほかに、成長戦略で安倍政権が残り2年で重点を置く分野として以下が考えられる。1) デジタル化、2) フィンテック(キャッシュレス社会)、3) モビリティ、4) コーポレート・ガバナンス、5) スマート公共サービス。キャッシュレス社会を推進しようという安倍政権の取り組みにはかなりの将来性が見られる。2025年までにキャッシュレス取引を現在の水準から倍増させるという目標に向けて、政府はキャッシュレス取引を後押しする政策を発表した。

この2年、アベノミクスは国内景気の勢いを維持することができず、企業の増益率は鈍化し、外国人投資家は日本株の多くを売却している。しかし我々は、海外経済の復調にアベノミクスの政策が加わることで、2020年には増益率が回復すると予想している(+1%増を予想)。組織改革に乗り出して競争で優位に立つ企業、オートメーションやロボティクスなど生産性向上に向けた動きの恩恵を受ける企業、大手キャッシュレス決済サービス事業者など、一部の分野に投資機会が見られる。

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。