

# UBS House View

## Weekly Global

### 今週の要点

#### 1. 米経済指標低調で、成長リスク強まる

先週発表された米国の9月のISM製造業景況感指数は47.8と、約10年ぶりの低水準となった。非製造業景況感指数も56.4から52.6に低下し、市場予想を大幅に下回った。こうした低調な経済指標を受けて、S&P500種株価指数は週半ばに3%、ユーロストックス50指数は4%下落した。米国10年国債の利回りは1.6%を下回った。確かに、製造業セクターは米国経済の10%程度を占めるに過ぎず、製造業の低迷が必ずしも米国経済全体の景気後退にまで発展するわけではない。ISMの非製造業景況感指数は50を上回り、景気の拡大を示す領域にとどまっている。製造業そのものの指標からセンチメントの弱さが裏付けられれば、米連邦準備理事会(FRB)が10-12月期(第4四半期)に追加利下げに踏み切る可能性も強まるだろう。さらに今週は、米中が貿易協定で暫定合意に至る可能性があり、もしそうなれば、リスク選好度を下支えするだろう。しかし、経済指標の好転と米中貿易紛争の長期休戦が確認されない限り、株価がここから持続的に上昇する可能性は低い。特に、最近の指標を見る限り、慎重な姿勢が引き続き求められる。

要点:我々は株式全体についてはアンダーウェイトとし、その中で欧州株式に対し米国株式をオーバーウェイトとしている。FRBは、欧州中央銀行(ECB)よりも、世界経済の減速に対処する手段をより多く持ち合わせているからだ。セクター別では、景気に左右されにくい通信サービス、生活必需品、ヘルスケアをオーバーウェイトとする。

#### 2. 弾劾のノイズは市場に影響せずとも、不透明感が高まる

先週はトランプ米大統領の弾劾調査に関するニュースがさらに続き、政治をめぐる不透明感が高まった。しかし、2020年の大統領選を前に、この政治的不確実性は必ずしも米国の政策に影響せず、マクロ経済や市場のファンダメンタルズ(基礎的諸条件)への影響度はさらに低い。下院は民主党が多数党となったため、共和党の協力がなくとも弾劾訴追決議の成立に必要な単純過半数は獲得できる。しかし、上院の弾劾裁判を通じて大統領を罷免するには3分の2の賛成票が必要となり、かつ上院は共和党が過半数の議席を占めていることから、トランプ大統領は無罪となる可能性が高い。これまで上院で有罪とされた大統領はおらず、弾劾手続きの前例も少ない。過去を振り返っても、この政治的手続きが市場に大きな影響を与えうるかどうかを確認できる事例はない。したがって、政治動向を予測したり、結果に反応して、性急に投資判断を行わないことが賢明である。

要点:CIOの「グローバル・リスク・レーダー」レポートでは、マクロ経済と市場に影響を及ぼしうる複数のテールリスクを取り上げている。米国の政治はマクロ環境に影響を及ぼすまでには至っていないとみているが、2020年の(大統領と議会)選挙の前後でリスクの発生確率が変動するか、引き続き注視していく。また、投資家への影響が大きい米中貿易交渉の進展具合にも注目していく。

### 今週の動き

1. 米中は貿易協定の妥結を発表するか? 米中貿易摩擦は何カ月にもわたり激化と緩和を繰り返してきたが、今週は中国の劉鶴副首相がワシントンを訪れ13回目の貿易協議に臨む。摩擦が解消するか暫定合意にこぎつけられれば、株価は上昇し、米国の景気後退リスクも低下するだろう。

2. 米消費者の活気は依然健在か? 先週発表された雇用統計はまちまちで、非農業部門雇用者数は136,000人増にとどまったが、米国の失業率は50年ぶりの低水準まで低下して消費支出を支えている。労働需要は昨年10月のピークを下回ったとはいえ、求人数は依然として失業者数を上回っている。我々は労働市場に悪化の兆しが見えていないか今週の求人統計を注視していく。

3. FRBは経済見通しをどう見ているか? 今週発表される米連邦公開市場委員会(FOMC)の議事録で、次第に悪化している米国のセンチメントに対するFRBの見方が明らかになるだろう。先月発表されたFOMCメンバーの政策金利見直し分布(ドット・チャート)では、年内の追加利下げを見込む意見は限定的であったため、メンバー間の意見の相違についても手がかりを探っていく。現在、市場に織り込まれている10月の利下げ確率は約80%で、ドット・チャートと乖離している。

### 3. 不動産投資家は我慢の時

「UBSグローバル不動産バブル指数」の対象24都市において、2012年以降初めて、インフレ率調整後の平均不動産価格の上昇が止まった。市場は世界金融危機前ほど過熱しておらず、借り入れの伸びはGDP成長率程度にとどまっている。しかし、レポートは、複数の理由から市場が一段と冷え込む可能性があると指摘している。多くの都市では、アフォーダビリティ(買いやすさ)が低下する中、一段の値上がりが抑制されている。この10年間で、住宅の買い手が都心部の近くに60平方メートルのマンションを買うのに必要な平均勤続年数の中央値は、5年から7年に上昇した。一部の都市では、これ以上の値上がりを抑えるため、政府による規制が導入されるリスクが増大している。住宅価格の上昇に伴い雇用の郊外化も進んでおり、都市の魅力にも変化が起きている。しかし、一部の都市ではバブルの可能性が引き続き高まっている。低金利に支えられて、ユーロ圏内のすべての都市ではバブル指数のスコアが上昇し、短期的な上振れ余地は限定的となっている。よって、一部の都市を除き、投資家がキャピタルゲインを得るには、中長期の投資期間が必要になるだろう。

要点: 不動産は投資家の資産プランの重要な一部であり、高いバリュエーションは必ずしも投資の損失を意味するものではないが、「バブルのリスクが高い」都市でマンションを購入した場合、その後の価格上昇は限定される公算が大きい。

## 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。