

UBS House View

Weekly Global

今週の要点

1. 過去最高値を更新した米国株式が引き続きユーロ圏株式より有望

米中の貿易協議をめぐる進展の兆しと市場心理の好転を受けて、S&P500種株価指数は11月1日に過去最高値を更新した。トランプ米大統領は米中の貿易協議の「第1段階」として、予定より早く「かなり大きな内容の」合意に署名する可能性があるとして述べた。暫定合意が成立すれば市場にくすぶる重要なリスクは大きく後退するだろうが、株価(特にユーロ圏)がここからどれほど上昇するかについて我々は慎重姿勢を崩していない。400億~500億米ドルにのぼる米国産農産物の購入を中国が約束したというトランプ大統領の発表は非現実的であり、中国は長期的かつ包括的な合意に至るかどうかについては懐疑的だとブルームバーグが報じていることもあり、通商合意が長続きするかが疑問視されているからだ。製造業を中心に景気の伸びは依然減速している。10月の米国ISM製造業景気指数は48.3で、ユーロ圏の製造業購買担当者景気指数(PMI)はそれを下回る45.9だった。企業利益の伸びも減速しており、7-9月期(第3四半期)の1株当たり利益は米国では平均で2%、ユーロ圏では5%の低下が予想されている。

要点:我々は株式に対する小幅のアンダーウェイトを維持し、米国とユーロ圏の景気と企業利益の見通しを比べた上でユーロ圏株式よりも米国株式を推奨する。ただし、中国からの輸入品に対し12月に予定されている関税引き上げを米国が無期限で保留したり、製造業が世界的に急回復するなど、予想外の明るい材料が見えた場合は、株価を押し上げる可能性がある。

2. FRBの利下げが一段落

FRBは3会合連続して25ベースポイント(bp)の利下げを実施し、政策金利であるフェデラルファンド(FF)金利の誘導目標を1.50-1.75%に引き下げた。これを好感して株式市場は上昇し、S&P500種は10月30日に0.3%上昇した。パウエル議長は景気がFRBの予想通りに推移する限り、現在の政策スタンスは「適切である可能性が高い」として、利下げ休止を示唆した。旺盛な消費支出により米国の第3四半期のGDP成長率は1.9%拡大、インフレ率も年率換算で2.2%と、FRBの目標近くで推移するなど、直近の経済指標はFRBの政策スタンスを下支えている。関税引き上げによる景気の一段の減速、雇用の伸び悩み、消費支出の低下の兆しなどが同時発生しない限り、FRBが利下げを再開することはないだろう。

要点:FRBは今後利下げを休止する模様だが、消費支出の不振が景気の鈍化を招いた場合、一段の利下げを迫られる可能性がある。FF金利の先物市場は現在のところ、2020年末までに40bp前後の利下げを織り込んでいる。米国株式の中では、旺盛な消費支出を追い風に消費財と生活必需品セクターが堅調とみられる。

今週の動き

1. 米国の消費者は景気の減速を感じているか?米国の小売売上高が予想に反して7カ月ぶりに低下したものの、米国の第3四半期のGDP成長率は消費支出が依然として底堅いことを示している。市場は今回の落ち込みが堅調なトレンドにおける一時的な現象に過ぎないという裏付けを探っている。今週発表される米国のISM非製造業景気指数は、消費意欲がなお底堅いかどうかを知る手がかりとなるだろう。

2. オーストラリアの非伝統的政策とは何を意味するか?今週はオーストラリア準備銀行(中銀)の金融政策理事会が開かれる。労働市場の低迷が続く中、中銀は経済を下支えるために「非伝統的な政策措置」を検討する用意があることを示唆している。米中の貿易摩擦が再燃すれば豪ドルに悪影響が出ることから、我々は米ドルに対して豪ドルのアンダーウェイトを維持する。

3. 米中は通商交渉を進展できるか?デモが続くチリが30日、11月17-18日に予定されていたAPEC首脳会議の開催中止を発表した。同会議に合わせて、トランプ米大統領と習近平中国国家主席による第1段階の合意への署名が予定されていた。暫定合意の発表以降、具体的に何が合意されたのかは不明である。進展の兆しがあれば、短期のリスクセンチメントにとって朗報になるだろう。

3. ブレグジット:離脱に先立つ総選挙

英国は12月12日に総選挙を予定している。これについて我々は次の3つのシナリオを想定している。1)世論調査の大半が示唆するように、保守党が単独過半数を獲得した場合、1月31日のEU離脱に必要な新協定案を議会が可決承認し、少なくとも2020年12月まで移行期間に入ることが予想される。2)保守党が単独過半数を獲得できなかった場合、連立政権の下でブレグジットがさらに延期され、国民投票が再実施される可能性が高い。3)いずれの政党・政党グループも過半数に及ばない場合、合意なき離脱のシナリオが想定され、英ポンド／米ドル相場が1.12に下落するおそれがある。しかし、このシナリオの可能性は最も低いと考えている。

要点:英ポンドは対ドルで上昇し、月間の上昇率としては21カ月ぶりの大きさとなったが、依然として割安であると考え。我々は中長期的に英ポンドが上昇するとみており、英国株式への戦略的(長期的)エクスポージャーに対するヘッジを外した。

金融政策の限界

Mark Haefele

グローバル・チーフ・インベストメント・オフィサー

今年は米中貿易摩擦と利下げ再開のニュースが市場を支配してきた。

米中貿易摩擦は依然として相場の変動要因となっており、米中貿易交渉の第1段階の合意に向けて協議が進展した結果、先週は米国株式が過去最高値を更新した。米連邦準備理事会（FRB）は先週利下げを実施したが、今後は金融政策が相場の方向性を決定づける可能性は後退したと考えている。

- **FRBは利下げの一段落を示唆している**：FRBは7月以降3回の利下げを実施して、FFレートの目標レンジを1.5%–1.75%に引き下げたが、米連邦公開市場委員会（FOMC）の声明の変化とパウエル議長の記者会見を見る限り、経済見通しに「大きな変化」がない限り、FRBは利下げを実施しないとみられる。
- **ECBはラガルド新総裁の下でより慎重姿勢になる可能性が高い**：ラガルド総裁の過去の発言は、ドラギ前総裁同様にハト派寄りである（経済を守るために欧州中央銀行（ECB）の政策立案者は行動する準備が必要と8月の段階で発言している）。しかし、ラガルド総裁はコンセンサスも形成する必要がある。ECBは量的緩和を約束しているものの、ECBのタカ派の中では不満が高まっている。

フランス中央銀行のガロー総裁は資産購入プログラムの再開を「不必要」として、現時点では賛成していない。ドイツ連邦銀行のバイマン総裁は「経済情勢がそれほど悪くなかった」時期に、ドラギ総裁が「過剰に反応した」との考えを示している。

- **一方で、日銀は金利を据え置き**：日銀は先週、政策金利を-0.1%に据え置き、2016年1月以来の水準を維持した。日銀は経済と市場の見通しが悪化した場合に限り、一段の緩和を検討するとしている。
- **各国中央銀行の現在の金融政策の有効性に限界**：欧州における金利の階層化は、ECBがマイナス金利の悪影響を軽減するための措置だ。スウェーデン国立銀行のイングベス総裁はマイナス金利政策が定着すれば、マイナス金利のリスクが高まるとして、景気低迷が続いているにもかかわらず、マイナス金利を打ち切る計画である。銀行に十分な流動性がありながら企業の資金調達コストを大幅に引き下げることができていない非効率な金融の仕組みを改善しようと、中国は新たに最優遇貸出金利（ローンプライムレート）の指標導入に踏み切った。日本では2016年からマイナス金利が続いているにもかかわらず、銀行が貸出への慎重姿勢を崩していない。

金融政策が相場の方向性を定める可能性が低い以上、株価はおそらく貿易と経済統計に沿った動きになるだろう。貿易をめぐる楽観論が広がっているが、経済情勢は低迷している。年初来の株式相場は堅調に推移しているが、我々は株価の上昇よりも株式の投資利回りに重点を置いている。全体としては株式の若干のアンダーウェイトを維持するが、企業利益の相対的な見通しを反映して、ユーロ圏株式に対して米国株式と日本株式をオーバーウェイトとする。また高格付債に対してユーロの投資適格債もオーバーウェイトとし、新興国市場では株式よりも米ドル建て国債を選好し、一部の低利回り通貨に対し一部の高利回りの新興国通貨をオーバーウェイトとしている。

市場動向

| | CIO view | 1w total return | 3m total return | Year to date total return |
|-----------------------------|----------|--------------------|--------------------|------------------------------|
| MSCI All Country World | | 0.7% | 4.8% | 20.5% |
| S&P 500 | OW | 0.9% | 5.1% | 24.4% |
| Euro Stoxx 50 | UW | 0.7% | 8.4% | 25.8% |
| MSCI EM | UW | 0.6% | 5.2% | 11.4% |
| FTSE 100 | | 0.0% | 0.4% | 13.3% |
| SMI | | 0.6% | 5.1% | 26.2% |
| NIKKEI 225 | OW | -0.1% | 9.2% | 16.4% |
| US high grade bonds | UW | 0.6% | 1.4% | 9.1% |
| Euro high grade bonds | UW | 0.3% | -1.4% | 6.0% |
| US investment grade bonds | | 0.4% | 1.5% | 9.5% |
| Euro investment grade bonds | OW | 0.2% | -0.3% | 6.5% |
| US high yield bonds | | -0.2% | 1.5% | 11.9% |
| European high yield bonds | | 0.0% | 0.8% | 9.2% |
| EM sovereign bonds | OW | 0.4% | 0.9% | 13.6% |
| EM corporate bonds | | 0.4% | 1.6% | 12.5% |

Source: Bloomberg, UBS, as of 4 November 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。