

UBS House View

Weekly Global

今週の要点

1. 景気回復の兆しが株式の押し上げ要因に

グローバル株式は先週2.2%上昇した。好調な景気指標が相次いだことが背景にある。中国では財新の3月の製造業購買担当者景気指数(PMI)が事前予想の50.0を大きく上回る50.8に好転した。ユーロ圏では、サービス部門PMIが53.3に上昇し、引き続き景気拡大領域にある。米国のISM製造業PMIは2年ぶりの低水準だった2月の54.2から55.3に回復し、新規受注、雇用、生産項目のいずれも上向いた。とはいえ、世界全体が好調なわけではない。例えば、ドイツの製造業受注は海外からの受注低迷を受けて2年ぶりの低水準に落ち込んだ。世界の企業利益も、今年は3%程度の緩やかな伸びにとどまると我々は予想している。

要点: アジアでは回復基調の中国株式を推奨する。グローバルな戦術的資産配分では、先月下旬にグローバル株式のオーバーウェイトの一部を利益確定した後、緩やかなリスクオンの姿勢を維持しつつ、反景気循環的なポジションとヘッジで下振れリスクに備える。

2. 政治の不透明感が成長見通しの重石に

ここ数カ月は政治リスクが景気指標の不振の一因になっている模様だ。米中通商協議と英国のEU離脱(ブレグジット)をめぐる不透明感を受けて、企業は設備投資を先送りしている。英国の設備投資は2018年1月-3月期(第1四半期)は1.9%増だったものの、第4四半期は3.7%減少した。企業も投資家も、2つの問題の展開が明確になることを待ち望んでいるが、最終決定は何度も持ち越されてきた。米中通商協議が進捗しているとの報道やトランプ大統領が「歴史的な」合意の可能性を示唆しているとはいえ、正式な署名は早くとも5月になると関係者は述べている。ブレグジットをめぐる不確実性も払しょくされず、メイ首相は離脱期限を4月12日から6月30日に再延期するようにEUに要請している。2つの問題の行方が明らかにならない限り、多くの企業が引き続き設備投資計画を延期する可能性がある。しかも、米中通商協議とブレグジットが不測の事態に陥る可能性も否定できない。

要点: 我々は2019年後半は世界経済に再び弾みがつくと予想している。しかし、政治リスクはまだ残されている

3. 借り入れにより資産をさらに増やす方法

我々は「Why borrow if you're already wealthy? (すでに富裕でありながら借り入れをする理由)」と題した新しいレポートをリリースした。ここでは、資産目標の達成に借り入れを活用する方法を取り上げている。借り入れのリスクとコストについてはよく知られているが、利点は見過ごされがちである。レポートでは、借り入れが高リタンの資産を売却する必要性を回避し、節税効果を生み、リターンを高め、分散投資を拡大するなど、様々な状況で投資家の資産目標の達成に役立つことを説いている。我々は次の3つを基本的な指針としている。1) 借り入れを用いた分散投資で下落局面でも持ちこたえる。2) 債務期間と運用期間のズレを調整する。3) 先を見越して債務を管理する。

今週の動き

1. 各国中央銀行は緩和姿勢を維持するか？

景気減速を受けて欧州中央銀行(ECB)がさらなる緩和の可能性を示した一方、米連邦準備理事会(FRB)も利上げを棚上げした。今週はECBの金融政策決定会合と、3月の米連邦公開市場委員会(FOMC)議事録の公表が予定されており、両中央銀行がハト派姿勢を継続するかどうか投資家の注目が集まる。

2. ユーロ圏は景気回復？世界の製造業の減速はドイツをはじめとするユーロ圏の減速が一因とみられ、ドイツでは製造業PMIの悪化が深刻化し、サービス部門との開きが1997年以降で最大となった。今週発表されるユーロ圏の2月の鉱工業生産指数により、回復が近いかどうか示唆されるだろう。

3. 中国経済は持ちこたえているか？中国のPMIは持ち直したとはいえ、中国経済の減速リスクは引き続き投資家の大きな懸念となっている。3月の輸出入統計が中国経済安定化の兆しを占う内容になるだろう。国内需要の強さの目安として輸入の動向が注目される。

投資家の注目点

株式からの撤退続く: 株価上昇が続く中、先週は株式から77億米ドルが流出し、投資家の株式保有がさらに減少した。

債券に流入: EPFRデータによると、一方の債券ファンドには75億米ドルが流入した。

第2四半期の好スタートの維持が重要

Mark Haefele

グローバル・チーフ・インベストメント・オフィサー

グローバル株式は先週も上昇が続き、2009年第3四半期以来最高の四半期となった。好調な景気指標と米中通商交渉の進展の兆しが市場を後押しした。株式市場は相対的にポジティブな景気シナリオを織り込んでおり、さらなる株価上昇にはプラス成長と予想以上の企業業績が必要である。

MSCI ACワールド指数は第1四半期の現地通貨建てのトータルリターンが12%に達したが、先週さらに2.2%上昇した。株価が上昇する一方で債券価格は下落し、先月下旬に2007年以来初めて逆イールド(長短金利逆転)となった米国の3カ月/10年債は通常のイールドカーブに戻った。主な要因は以下のとおりである。

- **経済成長が底入れしている兆し:** 中国の製造業購買担当者景気指数(PMI)は3月に予想以上に反発し、景気判断の分かれ目となる50台を回復した。米国のISM製造業景況指数とユーロ圏のサービス業PMIも予想を上回った。これを受けて、世界景気の最近の減速に歯止めがかかるとの期待が膨らんだ。
- **米中通商交渉に明るい兆し:** 米国の政府関係者は現在の交渉が成果を上げていているとしており、注目は中国による農産物の購入拡大と外資の出資規制緩和(最終的には外資の100%出資)が順守されるまでの期間に移っている。中国

が提案した新たな譲歩案には、米国製自動車への追加関税の棚上げ期間延長や、米国産大豆の追加購入が含まれる。交渉の詳細が公表され、投資家の間に交渉が大詰めを迎えるとの期待が高まった。

一方、株価の現在の上昇は、市場が比較的明るいシナリオを予想していることを意味している。ここからもう一段上昇するには、景気の安定が景気拡大につながり、企業利益の拡大が続き、平坦なイールドカーブが銀行貸出の低迷につながっていないことを確認する必要がある。

- **景気の反発が各地に広がっている兆し:** 景気回復はまだら模様であり、なかでもドイツの弱さが目立っている。PMI統計によると、ドイツの製造業は2012年中盤以降で最も速いスピードで縮小している。海外からの受注の低迷が響き、製造業受注は2年ぶりの低水準に落ち込んでいる。米中の通商交渉が順調に進んでいることは朗報だが、世界の経済成長を鈍化させている大きな要因である世界の貿易と設備投資を圧迫してきた不透明感を取り除くには協定を締結する必要がある。
- **FRBのハト派姿勢が信用への需要に反映:** 米連邦準備理事会(FRB)が発表した2018年第4四半期のシニア・ローン・オフィサー・サーベイは、銀行の貸出基準が厳しくなり、企業と家計の借り入れ需要が後退していることを示唆した。その後FRBがハト派姿勢に転換したことを受けて米国の金融環境は緩和し、1994年以降で最も緩くなっている。我々はこの状況が第1四半期のローン・オフィサー・サーベイに反映されるかどうか注目していく。このサーベイが株式市場の下落を予想するうえで長短金利逆転より優れた貸出行動の先行指標だからである。

- **企業利益の伸び率回復の兆し:** 最近の経済の低迷を踏まえ、第1四半期の米国企業の増益率は0-2%程度に留まるだろう。しかし、先行指標は年後半の回復を示唆していることから、我々は2019年の1株当たり利益(EPS)の伸び率は引き続き3%程度と予想している(従来は4%)。今年のユーロ圏のEPSの伸びは2.5%と予想しているが、足元の経済の低迷を受けて下方リスクが高まっている。我々は第1四半期の業績発表と業績見通しに注目し、企業業績の安定化の兆しを探る。

戦術的資産配分では緩やかなリスクオンとし、反景気循環的なポジションとヘッジにより予想外の下振れリスクに備える。我々の基本シナリオは米国についてはトレンドに近い成長と金利の据え置きを前提としているが、S&P500種株価指数は今後6カ月でさらに2-3%上昇する可能性があるかとみている。株価の大幅な上昇には、経済成長と企業利益の見通しがポジティブな変化を示すことが必要だろう。

市場動向

	CIO view	1w total return	3m total return	Year to date total return
S&P 500		0.92%	12.94%	16.02%
Euro Stoxx 50		1.88%	13.53%	15.55%
MSCI EM	OW	1.43%	11.59%	12.74%
FTSE 100	UW	1.91%	9.99%	12.19%
SMI	UW	0.47%	12.43%	15.10%
NIKKEI 225		1.17%	8.58%	9.61%
US high grade bonds	UW	0.06%	3.00%	2.92%
Euro high grade bonds	UW	-0.08%	3.00%	2.77%
US investment grade bonds		0.15%	3.75%	3.71%
Euro investment grade bonds		0.03%	3.65%	3.20%
US high yield bonds		0.33%	5.22%	8.14%
European high yield bonds		0.40%	5.81%	5.96%
EM sovereign bonds	OW	0.12%	5.77%	7.22%
EM corporate bonds		0.34%	4.52%	6.20%

Source: Bloomberg, UBS, as of 8 April 2019

OW = tactical overweight

UW = tactical underweight

長期推移を振り返る



Thomas Deng

Regional CIO and Chief China Strategist

中国株式は今年の1-3月期(第1四半期)に大幅な上昇をみせた。低迷した2018年の後だけに、歓迎すべき展開だ。オフショア株式(MSCI中国指数)は20%近く上昇し、過去10年間における四半期のパフォーマンスとしては、世界金融危機後の最高(+33%)を付けた2009年第1四半期に次いで2番目に高い水準に達した。また、MSCI中国指数が創設された1993年以降では9番目に高い四半期の伸びである。オンショア株式(CSI300指数)は、さらにそれを上回る30%近い上昇となった。これは、四半期ベースでは、2009年第1四半期(+38%)と景気刺激策に支えられた2015年第1四半期(+44%)の上昇局面に次いで、過去10年間で3番目に高い伸び率である。指数が立ち上げられた2005年以降では8番目に高い伸びだ。他の資産も同様の好調さを見せている(人民元は対米ドルで2.4%高、人民元建債券はオンショアが3.9%、オフショアが4.5%上昇した)。

こうした足元の動きは確かに好ましいが、今はまた、中国投資のこれまでの推移を振り返るべき時期でもあるだろう。新世紀が幕を開けて以降、中国のオンショア株式とオフショア株式のトータルリターンはそれぞれ411%、327%、年率リターンは8.8%、7.8%を達成している。人民元でさえ、根強い切り下げリスク懸念があったにもかかわらず、対米ドルで切り上げられている。

こうした事実から、資産形成の原動力は経済成長であり、長期投資がリターン向上につながる事が分かる。これらはまた、景気後退期にも投資を継続すべきこと、そして割安銘柄は過度な悲観的観測を反映しており、したがって底値の目安と

これまでの推移から、資産形成の原動力は経済成長であり、長期投資がリターン向上につながる事が分かる。

なるという我々の考えを裏付けている。特に、今年の第1四半期は、米中貿易摩擦改善の見通しや中国政府の景気対策を受けて昨年のリスク回避志向が反転しており、こうした見方の正当性が確認されたと言えるだろう。

我々は基本的に、向こう数カ月間は強弱入り混じった要因が中国株式市場を左右するとみている。まずプラス要因としては、3月の製造業購買担当者景気指数(PMI)が大企業、中小企業ともに予想外に好転し、中国の景気底打ちが示唆されていること、そして、中国および世界各國の中央銀行が成長支援の姿勢を維持していることなどがある。マイナス要因では、バリュエーションが急激に上昇したことが挙げられる。MSCI中国指数の12カ月先の予想株価収益率(PER)は第1四半期初めの9.6倍から第1四半期末には11.8倍に跳ね上がり(平均は11.4倍)、CSI300指数のPERも10倍未満から12.1倍に高まっている(平均は12.7倍)。これに企業利益予想の下方修正も相まって(修正のペースは足元で鈍化しているが)、さらなる上昇の余地は限定的となっている。

とはいえ、市場を動かす主要な材料はやはり米中通商協議の結果となるだろう。我々の基本シナリオでは、米国の追加関税を一部解除する見返りとして中国の市場開放・輸入拡大、中国による知的財産権の保護強化などのテーマでまず部分合意すると予想している。合意内容がさらに広がった場合、中国の輸出環境と成長見通しは大きく改善し、バリュエーションの小幅上昇の可能性も生じる。一方で、情勢は流動的であり、合意なしのリスクも排除できない。

全体としては我々は緩やかなリスクオフの姿勢を維持しており、アジアのポートフォリオの中では中国のオフショア株式を引き続き推奨する。だが、この資産クラスはボラティリティ(市場の変動率)が高いことから、今後の上昇を見込んだポジションを維持しながらも下落リスクを慎重にヘッジすることを勧める。

債券投資については、状況を見極めたうえで、おそらく利益確定の方が賢明だろうと考える。オフショアのJACI中国指数は3月にさらに1.8%上昇しており、そのうち特に反発局面にあるハイイールド債は2.7%上昇した。年初来では7.8%高である。バリュエーションは適正水準近辺で推移し、スプレッドも過去5年間の平均近辺にあり、供給も増えてきているため、これ以上の上昇余地はほとんどないとみられ、リターンはほぼ金利収入のみとなる可能性が高い。よって、我々は現在中国のハイイールド債をニュートラルとしており、BB格付けの不動産や国有企業の債券など特定のセクターに投資妙味があると考えられる。

Thomas Deng

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS CIOウェルスマネジメントリサーチ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す。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。