

UBS House View

Weekly Global

今週の要点

1. 対中関税の一部延期でも、貿易紛争が再度休戦入りするわけではない
トランプ米政権は、中国からの輸入品約3,000億ドル相当に9月1日から課す予定の10%の関税について、一部品目への発動を延期すると発表した。しかし、残りの品目についても12月には実施される予定である。これは、一時的な棚上げであり、米中が今年6月に合意した休戦状態に再び戻るわけではない。トランプ米大統領はこれまで、発表した追加関税については、先延ばしすることはあっても、撤回したことはない。加えて、中国側も、関税が延期されても対米報復措置を控えることはないとの姿勢を示唆しており、我々の基本シナリオで想定している通り、年末までには3,000億米ドルにのぼる中国からの輸入品に10%の関税が発動される様相が濃くなっている。もっとも、米国経済への影響は対応可能と我々はみており、来年の米GDP成長率は0.25ポイント程度押し下げられるにとどまるだろう。現時点で、2020年の米成長率は1.8%と予想する。今回の対中追加関税の一部先送りは、トランプ政権が貿易紛争による経済的リスクを警戒しているという我々の見方を裏付けるものであり、中国からのすべての輸入品に対する関税が25%に引き上げられる可能性は依然として低い。

要点:我々は、戦術的資産配分において、リスク資産とキャリー取引のポジションを維持しつつ、下方プロテクションを講じて、貿易摩擦の激化を含めたテールリスクに備える。

2. 逆イールドは景気後退のサインとの見方は時期尚早

米債券市場では先週、10年債の利回りが一時、世界金融危機以降初めて2年債を下回り、長短金利の逆転(逆イールド)が起きた。これは景気後退の予兆とされる現象だが、我々は景気後退懸念は時期尚早と考えている。逆イールドの後に必ず景気後退に陥るとは限らず、直近過去10回の逆イールド局面のうち3回は、その後2年間にわたり経済成長が続いている。逆イールドの後に景気後退に陥った場合でも、それまでのタイムラグは長く、平均すると21カ月だが、9~34カ月と幅がある。さらに、逆イールド現象が起きても、それが株式をすぐに売るタイミングを示唆しているわけではない。1965年以降、S&P500種株価指数は、2年/10年国債の逆イールドが発生した後の12カ月で平均8%上昇している。さらに、今回は景気後退入りを示す可能性は一段と低い。各国中央銀行が保有する大量の債券によって、世界の長期債利回りが抑えられているからだ。ただし、貿易をめぐる不透明感が長引くなかで、債券市場が世界の経済成長の減速と低金利の長期化を織り込んでいることは概ね正しいと考えている。

要点:米連邦準備理事会(FRB)による追加利下げによって、イールドカーブは順イールドに戻り、12カ月後の2年国債の利回りは1.8%、10年国債については1.9%を予想している。こうした環境下では、キャリー戦略が有望とみる。

今週の動き

米中は通商関係のさらなる悪化を回避できるか? 中国政府は先週後半、今回米国が発表した関税に対して報復措置を取ることを示唆した。9月に予定されている米中通商交渉を前に、中国がどの程度の報復措置に出るかが重要になる。

FOMCの議事録は今後の利下げの可能性を示唆するか? 米連邦公開市場委員会(FOMC)は7月の会合で利下げに踏み切った。米中貿易摩擦が悪化したのは7月の会合が終了した後だが、議事録は追加利下げの可能性を示唆するものと予想している。来週には米国とユーロ圏の購買担当者景気指数(PMI)の速報値が予定されており、貿易摩擦が景況感を圧迫しているかどうか、さらに明確になるだろう。

イタリアの連立政権は生き残れるか? イタリアのコンテ首相は20日、政権危機について上院で演説を行う予定だが、それが内閣不信任案の提出につながる可能性がある。極右「同盟」を率いるサルビーニ副首相は先日、連立政権が「機能していない」と断じ、総選挙実施を迫ると明言した。政局の混迷を受けて、ドイツ国債に対するイタリア国債のスプレッドは拡大している。

3. 政治の混乱で際立つ分散投資の重要性

英国の欧州連合(EU)からの合意なき離脱リスクやイタリア連立政権の崩壊危機、アルゼンチンでのポピュリズムの復活等、政局をめぐる警戒感の高まりで、世界の市場センチメントがさらに悪化している。特に、自国(通貨建て)資産を好むいわゆる「ホームバイアス」が強い投資家ほど、こうした懸念から大きな打撃を受けている。イタリアの株式はこの6カ月間、ユーロ圏の株式市場全般に後れを取り、アルゼンチン・ペソは8月12日にわずか1日で米ドルに対して14%下落し、過去12カ月では50%下落した。英ポンドは、過去12カ月における対米ドルでのパフォーマンスが、G10通貨の中で最も悪かった。政治に起因する市場の低迷は、通常は現地市場に限定され、分散投資によって対応できる。アルゼンチンは米ドル建て新興国国債で構成されるJPモルガンのEMBIグローバル・ダイバーシファイド指数の2.3%、MSCI EM株式指数の0.4%を占めるに過ぎない。MSCIオール・カントリー・ワールド株式指数におけるイタリアの加重は0.7%にとどまっている。

要点: 各国固有の事由によるリスクを軽減するため、様々な国・地域に分散投資することを推奨する。

低金利の長期化は示唆されるも、景気後退懸念は行き過ぎ

Mark Haefele

グローバル・チーフ・インベストメント・オフィサー

債券市場が経済見通しに対する懸念の高まりを示唆している。先週、世界金融危機以降初めて、米国10年国債の利回りが一時2年国債の利回りを下回った。市場では、米国の景気後退入りの予兆であり、株式の売りのサインと受け止められ、懸念が広がった。米国30年国債の利回りも初めて2%を割り込んで、過去最低水準を更新する場面があり、市場が低金利の長期化を予想していることが示唆された。

我々は景気後退懸念は行き過ぎと考えているが、低金利の長期化に備える必要はあると考える。

しかし、我々は以下の理由から、長短金利逆転(逆イールド)現象を、景気後退や弱気相場入りの確実な予兆と受け止めることに賛成しない。

- 直近逆イールドの後に必ず景気後退に陥るわけではない。過去10回の逆イールド局面のうち3回は、その後2年間経済成長が続いた。景気後退に陥った場合でも、それまでのタイムラグは長く、平均すると21カ月だが、9~34カ月と幅がある。
- 逆イールド現象が起きてても、それが株式をすぐに売るタイミングを示唆しているわけではない。1965年以降、S&P500種株価指数は2年/10年国債の逆イールドが発生した後の12カ月で、平均8%上昇している。

- さらに、今回は逆イールドが景気後退を示す可能性は一段と低い。米連邦準備理事会(FRB)、欧州中央銀行(ECB)、日銀が保有する大量の債券によって、米国及び世界各国の中長期債の利回りが押し下げられているからだ。
- 過去には、逆イールドは一般に、金利の上昇局面で起きていたが、今回は、金利の低下局面で発生している。同様の現象が発生したのは過去には1998年だけである。当時はイールドカーブが再び順イールドに戻り、その後2年間は景気後退に至らなかった。

さらに、景況感が悪化したとはいえ、米国の景気指標には「景気後退間近」を示唆する兆候は見られない。米国の今年第2四半期のGDP成長率は年率換算で2.1%となり、好調な消費支出が景況感の悪化を補っている。FRBは先月、予防的な利下げに踏み切ったが、今後は景気下支えに向けて追加利下げを実施すると我々は予想しており、それにより貿易摩擦の打撃が部分的に緩和されるだろう。

もちろん、貿易摩擦が一段と激化すれば、景気の下振れリスクは高まるだろう。我々の予想では、中国からの全輸入品に25%の関税が課せられれば、2020年に米国が景気後退入りする確率は25%から50%に上昇するとみている。しかし、これは現時点での我々の基本シナリオではない。3,000億米ドル相当の中国輸入品への10%関税発動を一部延期したことは、トランプ政権が米経済への影響を懸念していること示しており、関税が25%に引き上げられる可能性が低いという我々の見立てを裏付けている。

ただし、景気後退は予想していないものの、低金利の長期化には備える必要があるだろう。上述の構造的要因に加え、貿易摩擦は、長引く低成長の一因となる可能性がある。我々は、今年後半には景況感と製造業が好転すると予想していたが、センチメントの低迷が続いているため、その時期はずれ込みそうだ。このため、我々は、FRBが今後75ベースポイント(bp)の追加利下げを実施すると予想し、米10年国債利回りは今後12カ月で現在の1.6%から1.9%へと緩やかに上昇するととどまるとみている。

全体としては、成長減速と低利回りの環境下では、キャリア戦略が有望と考える。我々は先日、低利回り通貨(豪ドル、ニュージーランド・ドル、台湾ドル)に対する高利回りの新興国通貨(インドネシア・ルピア、インド・ルピー、南アフリカ・ランド)のオーバーウェイト幅を拡大した。また、新興国債もオーバーウェイトとしており、欧州および米国における様々な配当戦略も推奨する。

市場動向

	CIO view	1w total return	3m total return	Year to date total return
MSCI All Country World	OW	-0.2%	-0.1%	12.8%
S&P 500	OW	0.2%	1.5%	16.7%
Euro Stoxx 50	UW	1.4%	-0.5%	16.0%
MSCI EM		-0.3%	-1.1%	2.6%
FTSE 100	UW	0.0%	-0.8%	10.6%
SMI		0.8%	2.0%	20.5%
NIKKEI 225	OW	-0.6%	-3.1%	4.0%
US high grade bonds	UW	0.4%	5.1%	9.1%
Euro high grade bonds	UW	0.9%	5.3%	9.2%
US investment grade bonds		0.2%	4.0%	8.8%
Euro investment grade bonds	OW	0.1%	3.3%	7.3%
US high yield bonds		-0.1%	1.4%	9.8%
European high yield bonds		-0.3%	2.2%	8.0%
EM sovereign bonds	OW	0.3%	5.1%	12.7%
EM corporate bonds		0.3%	4.1%	10.8%

Source: Bloomberg, UBS, as of 19 August 2019

OW = tactical overweight

UW = tactical underweight

新しい局面を迎える中国のeコマース



Eva Lee
CFA, Analyst

過去5~7年にわたり、年平均成長率40%の急成長を遂げた中国のeコマース・セクターは、現在、売上拡大から効率性・収益性の向上へと軸足を移し始めており、新しい局面を迎えている。

中国のeコマース(電子商取引)セクターは中国最大級のサクセスストーリーである。1990年代後半、先進国ではすでに、アマゾンやイーベイなどのプラットフォームでオンラインショッピングが開始されていたが、その当時、中国人が買える物で利用できるのは実店舗のみであった。自宅にパソコンを所有している人は少なく、インターネットユーザーはさらに限られていた。そのため、人々はインターネットカフェやパブリックスペースに頼るほかなかった。しかも、eコマースのサイトは業務用に限定されていた。

しかし、2000年代に入ると、状況は急速に変化し始めた。2000年頃を境に、中国の消費者にもオンラインショッピングの道が開かれた。2003年には中国のC2C(消費者間取引)モデルの第1号である、アリババのタオバオが設立された。JD.comの前身であるジンドンは、アマゾンに対抗するB2C(企業対消費者間取引)のeコマース(EC)サイトを2004年に創設。外国資本が流入し、他の国内企業も市場に参入し始めた。この時期に急速に発展した背景には、eコマースが2007年の5カ年計画の重点項目に位置付けられ、政府による強力な支援があったほか、インターネットが急速に普及したこともある(中国のインターネット人口は2008年には3億人を超えた)。

それから10年後の現在、中国のeコマース・セクターは世界最大に成長した。国連によると、8億人を超える中国のインターネットユーザーが2016年に取引した商品の金額は、28.9兆人民元にのぼった。2016年11月11日(独身の日)のオンライン売上総額は1,200億人民元と、1日の売り上げの過去最高を更新。さらに2017年、2018年と、記録が毎年更新された(2018年11月11日の売上総額は2,130億人民元超)。マッキンゼー・グローバル・インスティテュートによれば、全世界のeコマース取引の40%以上は中国で行われていると推定される。ちなみに、10年前の中国のシェアは1%にも届かなかった。

過去5~7年にわたり、年平均成長率40%の急成長を遂げた中国のeコマース・セクターは、現在、売上拡大から効率性・収益性の向上へと軸足を移し始めており、新しい局面を迎えている。こうした変化は、長期的な発展にとってプラスになるとみている。一級都市でeコマースの普及が飽和した結果、EC各社は比較的未開拓な地方都市への参入を進めている。これらの企業は人工知能(AI)を利用して総流通額(GMV)を拡大し、ユーザー基盤を活用してECサイトで関連商品の追加購入を促す「クロスセル」を行い、クラウドその他のデジ

タルサービスをサードパーティ事業者に提供し、旅行の予約、食品の宅配、個人向け金融サービスなどの新しい分野にも参入している。

2018年第4四半期の決算発表では、トップ企業が事前予想を上回った。これは、オンライン企業がコストを抑制し新たな投資を活用しながら、予想を上回る利益率を達成できたことを示している。eコマース・セクターは、利益成長と利益率が低下するとされる成熟期を迎えているが、トップ企業の2019年-2021年の予想年平均成長率は30%超、セクター全体は同25%と、今後もさらに市場を上回る利益成長を遂げると予想している。

我々の利益見通しでは、eコマースは中国市場の中で上記期間中の利益成長が最も速いセクターと見ており、指標とするMSCI中国指数の我々の利益成長予想を15ポイント上回っている。その反面、トップ企業のバリュエーションは、今年の株価上昇局面の後でさえ、PEGレシオ(予想株価収益率を予想利益成長率で割って算出する指標)は海外の同業他社を下回っている(0.66倍vs1.4倍)。このように、投資の観点からみると、中国のeコマース・セクターの中長期見通しは明るいと言える。

Eva Lee

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。