

UBS House View

Weekly Global

今週の要点

1. 貿易摩擦に進展の兆しはあるも、十分ではない

米中両国が11日、閣僚級貿易協議で部分的に暫定合意したことで、緊張緩和に向かう道筋が見えてきた。中国が最大400億米ドルから500億米ドルの米農産品を購入する一方、米国は10月15日に予定されていた関税の25%から30%への引き上げを先送りすると表明した。今後「第1段階」合意の詳細を詰めるため、さらなる交渉が続く見通しだ。しかし、残る問題の多くは未解決あるいは扱いが未定のみである。12月に予定されている関税引き上げは延期されず、ファーウェイの禁輸措置緩和も今後、別途協議対象とされる。知的財産権、技術移転の強要、中国政府による産業補助金に関する規定も依然として不透明である。したがって、世界経済の見通しを大きく変えるほどの成果は上がらなかったと我々は考えている。世界経済は減速が続き、潜在成長率を下回っている。我々は、来年の経済成長率は3%と、2009年以降で最低のペースを予想している。企業利益が予想を下回る余地は依然として残されており、貿易摩擦をめぐる長引く不透明感から、企業の設備投資がここから大きく好転する可能性は低い。

要点:我々は株式のアンダーウェイトを継続する。未解決の通商問題が進展する兆しと、それにより景気指標に改善が見られれば、ポジションの見直しを検討する。

2. 金に一段高の余地

米国が中国のテクノロジー企業数社をブラックリストに掲載し、中国も報復措置を講じる考えを示唆したことから、金は先週に入って再び1オンス=1,500米ドル台に上昇した。ブルームバーグがまとめたデータによると、世界の金ETFへの資金流入期間はこの10年で最長を記録している。米中貿易交渉の進展の兆しを受けて足元で金価格は下落したが、最近の上昇基調を下支えする要因は依然健在である。世界経済は減速しており、我々の成長率予想も3%と、2009年以降で最低水準にある。米連邦準備理事会(FRB)が利下げを継続する中で、我々は米国の実質金利が(現在の0.18%から2020年3月には-0.56%に)低下すると予想しており、貴金属の相対的な魅力を高めている。先週の部分的な通商合意が米中間の対立の解消につながるなら、金に下げ圧力がかかる可能性がある。しかし、当面、貿易問題は先行き不透明で、ブレグジット(英国のEU離脱)やトランプ大統領の弾劾調査など、その他の地政学的問題も根強いいため、安全資産の魅力は高まっている。

要点:我々は12月末の金価格を1オンス=1,550米ドル、来年第1四半期末では1,600米ドルと予想している。

今週の動き

1. 投資家は企業利益にどう対応するか? 今週はS&P500種株価指数を構成する52社が7-9月期(第3四半期)の業績を発表するが、地政学的不透明感が高まる中で世界経済が鈍化しているだけに、予想を上回る好内容となれば市場にプラスに働くだらう。我々は四半期の業績としては2016年以来のマイナスとなる、2%減益を予想している。セクター別では、一般消費財、通信サービス、生活必需品を推奨する。

2. 英国はEU離脱期限を延期するか? EU離脱延期法により、EU離脱協定案をめぐり10月19日までに合意に至らなければ、英国政府がEU側に離脱の延期を要請することが義務付けられている。ジョンソン英首相とアイルランドのバラッカー首相は先週行われた首脳会談で、「合意に向けた道筋が見えた」として、着地点を目指して協議を続ける姿勢を明らかにした。我々の基本シナリオは離脱期限の延長と総選挙を予想しており、もしそうなれば英ポンドは上昇するだろう。よって、米ドルに対して英ポンドをオーバーウェイトとしている。

3. ハードデータは景況感に見合っているか? 最近の製造業購買担当者景気指数は弱く、日本は48.9、米国は47.8、中国は49.8にとどまった。今週はこれら3カ国の9月の鉱工業生産指数の発表が予定されている。実際の生産活動が大幅に減速していることが確認されれば、リスク資産への投資意欲を押し下げられるだろう。我々は株式のアンダーウェイトを継続し、キャリア(金利収入)戦略を重視する。

3. より安全な未来への投資

20年にわたるエチオピアとエリトリアの紛争終結に尽力したとして、エチオピアのアビィ・アハメド首相が今年のノーベル平和賞を受賞した。平和賞と時を同じくするように、我々は先日、持続可能な開発目標の目標16(SDG16)を取り上げたレポートをリリースした。同レポートでは、SDG16で謳われている「平和」、「公正」、そして「有効な制度」を投資家が支援し、武器の生産・売買や人権侵害に関与している企業をポートフォリオから除外する方法について述べている。我々はまた、投資判断材料にESG情報も加えるインテグレーション投資手法も取り入れており、これにより、投資家は、バリューチェーンで人権問題に対応し、透明性を推進し、不正や贈収賄を回避している企業を投資先として選定することができる。この手法により、ポートフォリオのリスクを軽減し、我々の中長期の投資テーマである“セキュリティと安全性”で注目している業種など、潜在的な成長機会を探ることができる。グリーンボンドからの資金をSDG16を支援するプロジェクトに割り当てることも可能である。より大きなインパクトを実現するため、高リスク市場の企業に対し、国家機関・制度の強化を支援するよう促す、エンゲージメント戦略も提案している。

要点：サステナブル投資は、リターンを大幅に犠牲にすることなく、自身の価値観に合致した投資先を選定することが可能である。

米中通商交渉は長い道のりの第一歩

Mark Haefele

グローバル・チーフ・インベストメント・オフィサー

米中は10月11日、閣僚級貿易協議で部分的な合意にこぎつけた。会談に先立ち、我々は基本シナリオで、交渉継続の合意、中国が米農産物の購入を拡大、米国が関税引き上げを延期といった若干の進展を予想していた。交渉結果は概ねこの予想に沿っている。S&P500種株価指数は1.1%上昇して11日を終えたものの、発表前に到達した日中の高値は下回った。

ポジティブな展開とはいえ、これが貿易摩擦解消の始まりという考えには慎重な姿勢を維持する。中国メディアも慎重姿勢を取り、ブルームバーグは中国政府が合意文書に署名するまでに更なる譲歩を引き出す構えと報じている。摩擦緩和の道筋は明らかになったかもしれないが、世界経済の根本的な見通しを大きく変えるほどの成果は上がらなかったと考えている。成長率が鈍化して潜在成長率に届かず、企業利益が予想を下回るおそれがあり、貿易摩擦をめぐる不透明感が残っていることから、企業の設備投資が大幅に好転する可能性は低い。正式な暫定合意にこぎつければ変化があるかもしれないが、さしあたり戦術的資産配分では引き続き債券に対して株式を若干のアンダーウェイトとする。

現時点では、合意の具体的な内容は乏しい。中国が米国産農産物の購入を拡大し(年間最大400億-500億米ドルに増やす可能性)、米国が10月15日に予定していた関税の25%から30%への引き上げが延期され、第1段階の合意妥結に向けた交渉が続くことはわかっている。

しかし、経済と市場の見通しを明るくしたであろう問題の多くは未解決または曖昧なまま残された。12月に予定されている関税引き上げの延期は発表されず(部分合意に達すれば可能性あり)、ファーウェイの調達制限問題は取り上げられなかった。ファーウェイ問題に関しては別途対処されるという。知的財産権、技術移転の強要、中国政府による産業補助金に関する規定など、交渉の最大の難題も不明瞭なままである。

トランプ大統領は、11月16-17日にチリで開催されるAPEC首脳会談での合意の署名に向けて、正式文書が用意される可能性があるとした。これには、知的財産権、金融サービス、為替をめぐる透明性についての合意が含まれるとした。この部分合意に署名されれば、段階的プロセスの第1段階に到達したと見做され、より包括的な正式暫定合意も可能だという確信も高まるが、現在の状況に対して、市場も経済見通しも大きな変化を示していないようだ。

地政学的不透明感は根強く、当初は通商合意の信頼性も低いただろう。このため、企業の景況感が緩やかに改善するとしても、短期の設備投資計画を変更するほどではないだろう。世界経済成長の最近の鈍化に歯止めはかかるかもしれないが、暫定通商合意が貿易摩擦の明らかな緩和を示すようになるまでは、現時点では潜在成長率以下での安定にとどまると予想している。さらに、世界の企業利益の伸び率に関するコンセンサス予想も楽観的過ぎるとみている。

よって、我々は戦術的資産配分において、債券に対する株式の緩やかなアンダーウェイトを継続する。11月のAPEC首脳会談までの数週間は、未解決の通商問題に関する進展の兆しに注視していく。段階的プロセスは、米国のアプローチが包括的な合意から段階的合意にシフトしていることを示しているとも捉えられる。その結果、正式な暫定合意の可能性が高まれば、株式の見通しも明るさを増しそうだ。我々は、ポジションの見直しにつながりそうな経済、企業利益、設備投資の動きに注目していく。

市場動向

	CIO view	1w total return	3m total return	Year to date total return
MSCI All Country World		1.2%	-0.7%	17.0%
S&P 500	OW	1.1%	-1.0%	20.4%
Euro Stoxx 50	UW	2.1%	1.6%	22.0%
MSCI EM	UW	1.8%	-3.0%	7.3%
FTSE 100	UW	0.3%	-2.6%	11.4%
SMI		0.1%	1.7%	21.6%
NIKKEI 225	OW	2.0%	1.2%	11.0%
US high grade bonds	UW	-0.9%	2.3%	8.7%
Euro high grade bonds	UW	-0.9%	1.3%	6.7%
US investment grade bonds		-0.6%	1.9%	8.9%
Euro investment grade bonds	OW	-0.4%	0.7%	6.4%
US high yield bonds		0.2%	0.9%	11.3%
European high yield bonds		0.4%	0.7%	9.1%
EM sovereign bonds	OW	-0.5%	1.3%	13.1%
EM corporate bonds		0.0%	1.3%	11.2%

Source: Bloomberg, UBS, as of 14 October 2019

OW = tactical overweight

UW = tactical underweight

部分合意は朗報だが、十分ではない



Hartmut Issel

Analyst

米中両政府は11日、閣僚級貿易協議で部分合意し、望ましい方向に一歩踏み出した。米国は15日に予定していた中国製品2,500億米ドル相当に対する5%の制裁関税引き上げを延期し、中国は米農産品の購入を増やすことで合意した。最も重要なのは、今回の部分合意を下地に、さらなる歩み寄り緊張緩和の道が開けた点だ。

ただし、今回の合意で情勢が大きく変わるわけではない。米政権は、12月に予定する消費財やIT製品など約1,500億米ドル相当分への15%関税上乗せについては、現時点で先送りしていない。発動済み関税の撤廃についても未定である。さらにファーウェイへの禁輸措置、為替相場の透明性、知的財産権、技術移転強要などの問題も明確な決着は付いていない。これらのテーマは、11月中旬のAPEC首脳会談の際に予定されているトランプ大統領と習近平国家主席の首脳会談で検討される見通しだ。

今回の部分合意は、我々や市場が事前に想定していた最低限の期待を満たすものであり、協議前に上昇していたアジア資産が売りに転じたわけでもなければ、一段高にもつながっていない。トランプ米政権は過去に関税引き上げを取りやめるとの約束を反故にしたこともあり、投資家は、米政権が突然対決姿勢を強める可能性を依然、懸念している。このため、短期的な上昇は予想しにくい。

では、今回の合意で市場環境はどう変わるのだろうか？実際のところ、閣僚級会議の前とさして変わらないだろう。アジア資産がさらに上昇するには、より確実

な進展が必要であり、長引く構造問題の性質を考えると、可能とは言え早期にそれが実現する可能性は低い。我々の基本シナリオでは、包括的な合意は2020年11月に行われる米国の大統領選挙後に持ち越されると予想している。

下振れリスク(貿易摩擦の激化)が残っているため、我々は、中国の2019年と2020年のGDP成長率予想をそれぞれ6.0%と5.5%に維持し、米ドル/人民元相場は上昇基調をたどると予想する。

下振れリスク(貿易摩擦の激化)が残っているため、我々は、中国の2019年と2020年のGDP成長率予想をそれぞれ6.0%と5.5%に維持し、米ドル/人民元相場については2020年に7.3に向けて(元安米ドル高方向に)上昇し7.4でピークを打つと予想している。12月に予定される関税引き上げが延期され、継続中の貿易協議でさらなる部分合意が成立した場合は、米ドル/人民元相場は現在の水準で安定的に推移するだろう。この場合、米ドル/人民元は、今後数カ月にわたり7.0~7.4のレンジの下限付近で取引される可能性がある。

アジアの株式市場も目先では大幅な上昇は期待できない。両政府の誠意ある姿勢が続けば、短期的に若干の上昇が見られる程度だろう。しかし、12月に関税引き上げが実施され対立が激化すれば、こうした短期の上昇も立ち消えになるだろう。よって、アジア(除く日本)については、総合的に中立を維持する。ただし、部分的には収益機会も見られるだろう。

投資家は特に中国に対して慎重になりすぎているようだ。アジア全体と比較すると、中国の企業利益は底堅く、国内の刺激策が景気全般と一部の業種を押し上げるだろう。よって、我々は(企業利益が低迷している香港に対して)中国のオーバーウェイトを維持し、中流階

級による消費の高級志向化(生活必需品、Eコマース)と政府支出(セメント)の恩恵を受ける中国セクターを推奨する。

上昇シナリオ(確率15%)では、発動済み関税の撤廃表明や、合意事項を順守させる仕組みに対する合意など、貿易摩擦が明らかに緩和された状態を想定している。このシナリオが実現した場合、中国株式が10~15%上昇する可能性がある。米景気の減速は2020年のトランプ大統領再選の可能性に響くことから、米国経済が景気後退に向かう兆しが強まれば、トランプ政権が交渉姿勢を軟化させる可能性もある。

アジアの中では日本も有望な市場であり、我々はアジア戦略の中で日本株式をオーバーウェイトとしている。米中の貿易交渉が見出しを飾る中、日本が米国と新たな貿易協定締結で合意したというニュースはほとんど注目されなかった。一方、海外投資家による日本株の保有は過去7年間で最低水準に低下している。第4四半期は2018年9月以降で初めて純利益が前年同期比でプラスになると見られ、その後数四半期は企業利益の伸び率が顕著に上昇すると考えている。にもかかわらず、日本株は、特に他の先進国市場と比べると、バリュエーションの下限で取引されている。

先行き見通しについては総じて慎重ながらも楽観的である。しかし、両国の対立が早期に解消されるとは予想していない。よって、投資家にはディフェンシブ銘柄(セクター)を中心に、分散投資と銘柄の選別を続けていただきたい。

Hartmut Issel

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。