

UBS House View

Investor's Guide

日本版 | 2019年8月

チーフ・インベストメント・オフィスGWM

Investment Research



無視か、調整か、中止か

目次

- 04 戦術的推奨
- 06 マンスリー・レター
 - 無視か、調整か、中止か
- 14 経済
- 16 金融市場を動かす要因
- 18 資産クラス概況
 - 主な予想
 - 株式
 - 債券
 - 通貨
 - コモディティとオルタナティブ投資
- 26 投資アイデア
 - 推奨する投資テーマと資産クラス
 - 投資アイデア

UBS House View
Mark Haefele,
Chief Investment Officer
Global Wealth Management

Contact
ubs.com/cio

Desktop publishing
CIO Content Design
UBS Switzerland AG

Editorial deadline
23 July 2019



本レポートはUBS AG、UBS Switzerland AG、UBS Financial Services Inc.により作成されました。本レポートの末尾に掲載されている「お客様へのお知らせ」は大変重要なので是非ご覧ください。投資には一般に損失のリスクが伴い、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。本レポートには様々な資産クラスに関する記述がありますが、それらは情報提供のみを目的としたものであり、お客様に特有の投資目的、財務状況、等を考慮したものではありません。よって、お客様に適合しない投資商品が含まれている可能性があります。また、本レポートに記載されている資産クラスや商品群には、UBSが日本で取り扱っていないものも含まれます。本レポートに記載されている市場価格は、各主要取引所の終値に基づいています。これは本レポート中の全ての図表にも適用されます。

戦術的推奨

資産配分

20カ国・地域(G20)首脳会議に合わせて行われた米中首脳会談により、関税をめぐる不透明感がやや低下した。また、各国中央銀行の金融緩和観測も強まっており、これらを背景にリスク資産が下支えられている。G20での習近平中国国家主席とトランプ米大統領の会談で貿易紛争が一時休戦となり、追加関税もひとまず見送られた。今回の会談で、米中間の対話再開の土壌はできたものの、両国とも合意は急いでいない模様で、休戦状態は長期化が見込まれる。世界的に製造業と貿易の低迷が続いており、インフレ期待も低いと、各国中央銀行はハト派に舵を切り始めている。米連邦準備理事会(FRB)は今月末に利下げに踏み切ると予想され、欧州中央銀行(ECB)もこれに追随する公算が大きい。低金利環境の長期化はキャリー(金利獲得)ポジションにとって有利に働くだろう。我々は、株式にはニュートラルの資産配分を維持する。企業利益の伸びは年初来で鈍化しているが、債券利回りが歴史的な低水準に低下したため、株式のリスク・プレミアムは引き続き魅力的だ。

債券

我々は高格付債に対する欧州投資適格債のオーバーウェイトを拡大する。欧州投資適格社債は、ユーロ圏の経済成長の安定とECBの金融緩和政策に支えられるとみている。企業のファンダメンタルズ(基礎的諸条件)は健全で、かつ我々の基本シナリオでは、今後12カ月は景気後退入りの可能性はないと予想しているため、キャリー収入が魅力的とみる。さらに、高格付債に対する米ドル建て新興国国債のオーバーウェイトを追加することで、同新興国国債のオーバーウェイトを拡大する。利回り追求の動きが下支えとなり、しかもバリュエーションは適正である。また、米2年国債を戦術的(短期的)にアンダーウェイトとしている。世界的に景気指標が軟化しつつあることから、FRBの利下げの可能性は高まっているが、2020年末までに4回程度の利下げを織り込んでいる市場の反応は過剰とみている。

長期資産配分(1～4年)

英国株式のアンダーウェイトを継続する。英国市場は従来、リスクの低い保守的な市場と捉えられてきたが、ブレグジットをめぐる不透明感によりこの市場の特性が変化し、リスク・プレミアムが上昇する可能性がある。米ドル建て新興国国債は、相対的に今後長期的な価値があると予想し、オーバーウェイト・ポジションを維持する。さらに、投資家には通貨ヘッジをしない形で日本株式へ投資することを推奨する。日本円は大幅な割安水準にあり、米ドル、ユーロ、スイス・フランに対して今後長期的に上昇する可能性があるからだ。

株式

FRBによる予防的な利下げは株式の下支え要因となる上、低金利環境も重なり、株式のバリュエーションは債券よりも魅力的とみられる。今年後半に世界の経済成長率が安定するとの我々の見方に変更はないが、米中貿易紛争をめぐるリスクは依然として高い。リスク・シナリオが実現しないと想定すれば、株式市場は緩やかに上昇する可能性がある。現在行われている決算発表で、企業側の利益見通しにさらなる下方修正があるかどうか注視していく。ユーロ圏株式に対する日本株式と米国株式のオーバーウェイトを継続する。ユーロ圏と日本は世界の景気サイクルの影響を大きく受けるが、ユーロ圏がマクロの景気回復を織り込んでいるのに対し、日本はまだ織り込んでいない。ユーロ圏株式は、日本株式よりも割高に見える。また、2019年と2020年の米国企業の増益率が欧州企業を上回る見通しであるため、ユーロ圏株式に対し米国株式もオーバーウェイトとする。さらに、貿易摩擦が激化した場合には、FRBの方がECBよりも経済成長減速に対して多くの対応手段を持ち合せていると考えられる。

外国為替

世界的な金融緩和への傾斜で安全通貨に資金が集まりやすくなる。それらの国の中央銀行にはさらなる利下げ余地がさほどないからだ。ユーロとノルウェー・クローネに対するスイス・フランのアンダーウェイト・ポジションを終了する。ノルウェー・クローネのカナダ・ドルに対するオーバーウェイトは継続するが、ノルウェー・クローネの対スイス・フランでのオーバーウェイトは対ユーロへと切り替える。両ポジションともに両国間の中央銀行による金融政策の乖離から利益を得ることを目指している。また、米中が貿易紛争の休戦に合意し、一方オーストラリア準備銀行(RBA:中銀)は6月、7月と2会合連続で利下げを実施したため、豪ドルの下振れリスクは低下している。これらを踏まえ、米ドルに対する豪ドルのアンダーウェイトを終了し、英ポンドのオーバーウェイトを対豪ドルから対米ドルに切り替える。景気感应度の高い先進国通貨バスケットに対する選別した新興国通貨バスケットのオーバーウェイトを拡大して、魅力的な高金利からの利益を狙う。

資産クラス

戦術的資産配分(2019年7月18日現在)

流動性	アンダーウェイト				ニュートラル				オーバーウェイト				
総合的なウェイト							=						
株式 ¹													
総合的なウェイト							=						
グローバル									+				
米国									+				
ユーロ圏				-									
英国*						-							
スイス							=						
カナダ							=						
日本**									+				
オーストラリア							=						
新興国市場							=						
債券 ²													
総合的なウェイト							=						
高格付債		-											
社債(投資適格債)												+	
ハイイールド債							=						
新興国国債(米ドル建て)*												+	
新興国社債(米ドル建て)							=						
新興国債(現地通貨建て)							=						
米物価連動国債(TIPS)							=						
通貨													
米ドル						-							
ユーロ						-							
英ポンド										+			
日本円*											+		
スイス・フラン													
スウェーデン・クローナ													
ノルウェー・クローネ												+	
カナダ・ドル						-							
ニュージーランド・ドル													
オーストラリア・ドル													
ブラジル・レアル													
新興国通貨バスケット***												+	
先進国通貨バスケット***						-							
ベース・カレンシー*						-							
オルタナティブ投資													
ヘッジファンド													

○ 前回のウェイト

¹ 我々は戦術的資産配分を一部保護するため、S&P500種株価指数のプロテクションを保有している。

² 債券では、米ドルキャッシュに対して米2年国債をアンダーウェイトすることを推奨する。

* 新興国国債(米ドル建て)に対する英国株式のアンダーウェイト、ベース・カレンシーに対する日本円のオーバーウェイトは、投資期間を1~4年とする景気循環取引。その他の取引はすべて、投資期間を12カ月以内とする。

** 日本株式の通貨エクスポージャーはヘッジなし。

*** 新興国通貨バスケットには南アフリカ・ランド、インド・ルピー、インドネシア・ルピアが含まれる。
先進国通貨バスケットには豪ドル、ニュージーランド・ドル、台湾ドルが含まれる(すべて均等加重)。

+ オーバーウェイト: 戦略的資産配分で特定される資産クラスについてより多くの資産保有を戦術的に推奨

= ニュートラル: 戦略的資産配分のウェイトに沿った資産クラスの保有を戦術的に推奨

- アンダーウェイト: 戦略的資産配分で特定される資産クラスについてより少ない資産保有を戦術的に推奨

無視か、調整か、中止か

利下げ

米連邦準備理事会(FRB)による利下げは、「日本化」ではないかとの疑問を引き起こす。しかし、市場は各国中央銀行による利下げの度を過剰に織り込み過ぎているかもしれない。

貿易紛争の休戦

貿易紛争が景気指標と世界のサプライチェーンに影響を及ぼしている。我々は米中間の合意が近いとはみていない。

キャリー取引の機会

「低金利が長期化する」環境は、キャリー取引による金利獲得やインカム収入拡大戦略の追い風になるだろう。

資産配分

欧州投資適格債と米ドル建て新興国国債のオーバーウェイト幅を引き上げる。高利回りの新興国通貨を通じてキャリー取引のポジションも引き上げる。



Mark Haefele

Chief Investment Officer
Global Wealth Management

無視か、調整か、中止か

アポロ計画は、10年近くにわたる努力の末に、ミッションの最終段階で「無視か、調整か、中止か」の選択を迫られることになった。ニール・アームストロングとアポロ11号のクルーが月面着陸の準備をしている時、警告音が鳴った。25万マイル(約40万キロ)離れた宇宙管制センターはこの問題を解析し、警告音を無視しても差し支えないと判断した。そして50年前の今月、歴史的な月面着陸が実現したのだ。

2019年前半の市場は、離陸に成功した。グローバル株式と米国株式の上昇率はそれぞれ15%、17.6%と、1997年以来の高水準を記録した。米投資適格債のリターンは7%で、米ハイイールド債は10%、欧州の投資適格債とハイイールド債は1桁台半ば～後半(%)のリターンを実現した。新興国株式のトータルリターンは11.7%で、米ドル建て新興国国債は11%だった。よって、バランス型ポートフォリオは、1998年以来で上期としては最高のリターンを記録したといつてよいだろう。しかし、今は複数の警告音が鳴り響いている。

第1に、長期期待金利が劇的に低下している。先進諸国では「日本化」が次第に現実味を帯びてきている。第2に、景気指標にはまだ回復の芽があるにもかかわらず、市場は各国中央銀行の利下げの度を過剰に織り込んでいる可能性がある。第3に、米中貿易紛争は一時休戦しているが、幅広い分野での紛争は続いているように見える。

中央銀行の金融緩和へのシフトにより、安全資産のリターンは低下し、リスク資産を下支えするだろう。

警報音が鳴り始めると、投資家も無視するか、調整するか、中止する決断をしなければならない。我々は、警報音を無視すべきではないと考えている。しかし、投資を中止することによる長期的な機会費用は高すぎるともみている。中央銀行が金融緩和バイアスに舵を切ったのは、経済成長を引き続き支えたいとの意思表示である。実際には、債券やキャッシュをはじめとする安全資産のリターンが下がって、リスク資産の下支え要因となるだろう。したがって、我々はリスク資産をアンダーウェイトとするのではなく、我々の戦略を調整する。

低金利が長期化する環境は、キャリー取引による金利獲得とインカム収入拡大戦略の追い風になると我々はみている。したがって、我々の戦術的資産配分では、一部の新興国通貨、欧州投資適格債、米ドル建て新興国国債のオーバーウェイト・ポジションを拡大する。また、グローバル株式のオーバーウェイトと、低利回りの高格付債の大幅なアンダーウェイトを継続する。同時に、中央銀行の金融緩和政策の効果が不透明で、米中間の貿易紛争が予想外の方向に動くリスクがあるため、カウンター・シクリカルな(反景気循環的)ポジションも維持する。具体的には、S&P500種株価指数のヘッジ、日本円のオーバーウェイト、米2年国債のアンダーウェイトや、レラティブ・バリューのポジションなどだ。

世界でおよそ11兆7,000億米ドルの国債利回りがマイナス圏に入っている。

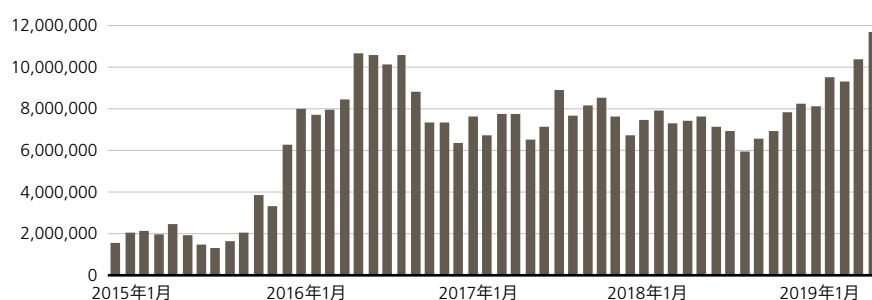
低金利の長期化

今月、ドイツ10年国債利回りが史上初めて欧州中央銀行(ECB)の預金金利(現在は-0.4%)を一時的に下回った。これは超低金利がまだしばらく続くと市場が予測していることを示している。利回りがマイナス圏に入っている国債残高が世界中でおよそ11兆7,000億米ドルと過去最高水準に達している(図表1参照)。市場は、今後10年間のユーロ圏の平均年率インフレ率をおよそ1.1%と織り込み、ECBは2%の目標インフレ率の達成に失敗し続けることを示唆している。

図表1

利回りがマイナスの国債は残高が過去最大の11兆7,000億米ドルに

ICE BofAML Global Broad Market指数で利回りがマイナスの債券 (単位: 100万米ドル)



出所: ブルームバーグ、UBS (2019年7月現在)

かつては、一時的な循環的現象とされていたものが、いまや次第に構造的な現象に見えるようになってきた。この低成長率、低インフレ率、低利回りの組み合わせは、1980年代末に資産バブルがはじけた後の日本に似ている。

我々は、ほかの先進国も日本型のデフレ期間に向かっていると断言するのは時期尚早と考える。

投資家は安全資産の低リターンがまだしばらく続くことを覚悟する必要があるかもしれない。

この状況に合わせてインカムを得ようと、我々は様々なキャリア(金利獲得)戦略を採用している。

世界のほかの諸国も日本と同様に資産価値が目減りし、債務が増える負債デフレへの道のりを進んでいると断言するのは時期尚早だ。2008年の金融危機以降、インフレ率は、欧州でも概ねプラスを維持してきたが、日本はデフレを何度か経験した。過去25年間の平均で見ると、日本の名目GDPにおけるインフレ率はゼロ、米国では1.8%、欧州は1.7%となっている。対GDPでみた政府債務の割合は、過去平均から見ると高いものの、日本よりはるかに低い。

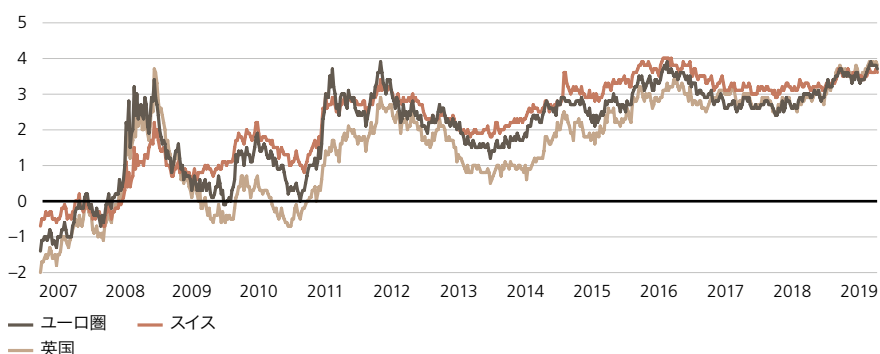
欧州と米国は必ずしも日本経済の経験を繰り返すとは限らないとはいえ、我々は、安全資産の低リターンがまだしばらく続くことを覚悟する必要があるかもしれない。債券のリターンがこの10年間好調だったのは、経済成長率、インフレ率、金利が当面低いという考え方を織り込んできたからだ。しかし、本稿執筆時点でドイツ10年国債利回りがすでに-0.3%ということを読まえると、将来のリターンは低下するだろう。ここにも日本との類似が見られる。日本国債は1990年代と2000年代を通じて非常に力強いパフォーマンスを上げたが、ここ数年は低調だ。日本10年国債の年率リターンは2013年年初以降でわずか1.3%、過去3年で見るとほとんどゼロに近い。比較のために指摘しておく、ドイツ国債利回りは今月、日本国債利回りを下回った。

安全資産のリターンには限界があるとみられるため、低利回りの高格付債を大幅なアンダーウェイト、様々な国の高利回り通貨をオーバーウェイトとしたキャリア取引でインカム収入の獲得を狙う。通貨戦略では、低金利通貨のバスケット(豪ドル、ニュージーランド・ドル、台湾ドル)に対し、高金利の新興国通貨のバスケット(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を継続する。欧州投資適格債と米ドル建て新興国国債をオーバーウェイトとする。我々は現在も、投資テーマとして複数の高配当利回り戦略を維持している。とりわけ欧州では、配当利回りと国債利回りの差が4%と、金融危機以来の高水準に戻ってきた(図表2参照)。

図表2

配当利回りは国債に比べて魅力が高まってきた

実績ベースの配当利回り－10年国債利回り(%)



出所: トムソン・ロイター、UBS

中央銀行による景気刺激策は資産価格を支えてきた。

状況が反転すると利下げ予想は覆りやすいという状況が続き、とりわけインフレ率が予想を超えて上昇した場合にはその可能性が高まるだろう。

中央銀行が予想外の動きをする場合に備えて、高格付債に対するグローバル株式のオーバーウェイトを、カウンター・シクリカルなポジションで均衡させる。

中央銀行のブット-中央銀行の金融緩和策による市場サポート

今年、金利市場の調整を引き起す重要なカタリスト(引き金)となったのは、各国の中央銀行が「(政策金利の)正常化」から金融緩和へと舵を切ったことだ。金融危機以来、各国中央銀行は、経済成長とインフレ率を安定させようとどこも様々な金融緩和策を講じ、これが功を奏して資産価格を継続的に支えてきた。今回の金融緩和への方向転換を受けて、投資家はインカムを獲得する取引からさらに一歩進み、株式のキャピタルゲインを狙うポジションを積極的に取るべきなのかという問いが生じる。

グローバル株式のリスク・プレミアムは5.8%と長期平均の3.5%よりも高く、株式のバリュエーションは債券に比べて魅力的に見える。そして明らかに、金融緩和政策は、引き締め政策よりも資産価格の下支え要因となる。ただし、株式はおそらくここから上昇するだろうが、金融緩和政策に対する期待感はずでに高いことは事実で、状況が反転すると市場は崩れやすいかもしれない。とりわけインフレ率が予想を超えた場合にはその可能性が高まる。さらに、企業の増益率予想が低いことから(今年は米国がわずか1%、欧州は0%)、株式のバリュエーションの上昇余地は限られるかもしれない。

このように、先行きの見通しが曖昧な点を考慮し、我々の戦術的資産配分では、高格付債に対するグローバル株式のオーバーウェイトを継続するが、中央銀行が予想外の動きをした場合に高パフォーマンスを上げられそうなカウンター・シクリカルな(反景気循環的)ポジションも組み合わせる。具体的には、S&P500種株価指数のヘッジ・ポジションを維持し、日本円をオーバーウェイトとし、米2年国債をアンダーウェイトとする。

米中間の貿易紛争の休戦が市場を支えてきた。

貿易紛争の行方が引き続き不透明なことから、自社の貿易が将来何らかの制約を受けるリスクを緩和するため、サプライチェーンを変更する企業が増えるだろう。

休戦だが、合意はしない

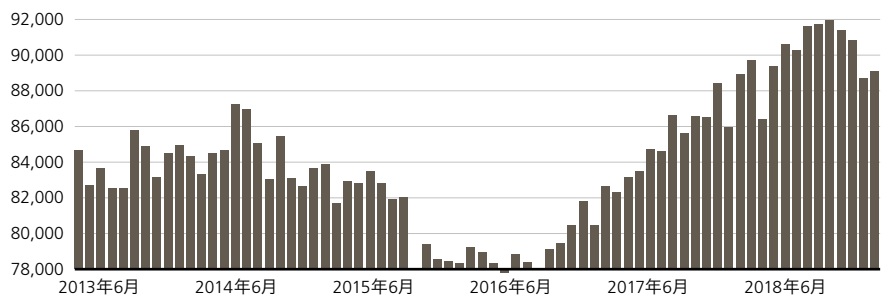
先月開かれた20カ国・地域(G20)首脳会議で、米中は貿易紛争を一時休止することに合意した。さらなる報復合戦は避けたいという強い動機が双方にある。関税は今のところ引き下げられていないが、協議が再開すれば世界の経済成長に一定の推進力が生まれる可能性もある。

とはいえ、貿易に関する不透明感はすでに企業の設備投資を阻害しており、世界経済の成長を鈍化させている(図表3参照)。貿易紛争が続く可能性があると認識すると、自社の貿易が将来制約を受けるリスクを緩和しようと、サプライチェーンを変更する企業が増えるだろう。そうすると、勝ち組となる企業が出てくるだろう。イノベーションに注目が集まり、バリューチェーンの川上へのニーズが高まると、我々の長期投資テーマである「実現技術」(イネーブリング・テクノロジー、他の先進技術を可能にする手段としての技術)の下支え要因になるだろう。さらに、中国に生産拠点をかなり集約している企業は、コストを下げ生産性を高めるために、中国以外の新天地で自動化関連のプロジェクトを検討するかもしれない。我々の長期投資テーマ「オートメーションとロボット」は恩恵を受ける可能性がある。一方、米中間のサプライチェーンに深く組み込まれている企業の中には、混乱に陥る企業も出てくる可能性がある。

図表3

貿易摩擦が設備投資の重石に

米国の資本財輸出 (単位: 100万米ドル)



出所: 米国税務調査局、ブルームバーグ、UBS (2019年7月現在)

トランプ大統領と習近平国家主席は、関税への裁量権もかなり大きいため、交渉に臨む姿勢がいつどのように変更されるかを予想することは難しい。よって、投資家は、最終合意までの道のりは平坦ではないことを覚悟する必要がある。我々の戦術的資産配分にカウンター・シクリカルなポジションの推奨を続けているもう一つの理由がこれである。

資産配分

我々の戦術的資産配分では、中央銀行による新たな金融緩和策でインカム獲得戦略に有利な環境が生まれるとみており、この考え方を反映して今月はキャリー(金利獲得)ポジションの規模を拡大する。通貨市場のポジションも様々な調整を加え、各国中央銀行の金融政策の最近の変更と市場の反応に対応する。

高格付債に対する投資適格債のオーバーウェイト幅を引き上げる。

高格付債に対する欧州投資適格債のオーバーウェイト幅を引き上げる。金融緩和政策が実施される環境では、このポジションは比較的低リスクで金利収入を期待できる。ECBがハト派に転換して投資家が利回り物色に走ると、投資適格債のスプレッドはさらに縮小する可能性がある。負債比率は過去10年の中間値に近く、インタレスト・カバレッジ・レシオ(企業の債務支払能力を測る一つの指標)は健全だ。欧州の投資適格債発行体の負債水準も米国発行体よりも低い。

低利回り通貨のバスケットに対する高利回り新興国通貨のバスケットのオーバーウェイト幅を拡大する。

低金利通貨のバスケット(豪ドル、ニュージーランド・ドル、台湾ドル)に対し、高金利の新興国通貨のバスケット(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する。これらの通貨は、金利収入を獲得しやすい投資環境と世界経済、新興国経済の安定による恩恵を受けるだろう。

米ドルに対する豪ドルのアンダーウェイトを終了する。

米ドルに対する豪ドルのアンダーウェイトを終了する。軟調なオーストラリア経済を受けて、オーストラリア準備銀行は6月と7月に25ベースポイント(bp)ずつの利下げを実施した。今年11月にも追加利下げを予想するが、オーストラリアの政策金利はすでに1%と過去最低になっており、さらなる利下げの余地は限られている。一方、FRBは7月末に利下げを実施することが予想され、追加利下げの余地も大きい。

スイス・フランに対するユーロのオーバーウェイトを終了する。

スイス・フランに対するユーロのオーバーウェイトを終了する。スイス国立銀行(中銀)は、何らかの政策措置を講じる前に、まずECBの政策変更を待つ必要がある。ECBがハト派傾向を強めており、FRBの金融緩和策にすぐ追随する可能性が高いことから、スイス・フランのアンダーウェイト・ポジションにはリスクがあるとみて、このポジションを手仕舞うことにした。

米ドル建て新興国国債のオーバーウェイト幅を拡大する。

高格付債のアンダーウェイトに対し米ドル建て新興国国債をオーバーウェイトとする。これは、すでに保有している英国株式のアンダーウェイトに対する米ドル建て新興国国債のオーバーウェイトの追加ポジションだ。米ドル建て新興国国債の方が、リスク調整後リターン(長期見通し)がよく、米国債からのスプレッド(利回り格差)は335bpとなっている。低金利の時代に、これは非常に魅力的だ。一方、ブレグジット(英国のEUからの離脱)をめぐる不透明感が長引き、英国株式のリスク・プレミアムが上昇する可能性があり、英ポンドが反発すれば現地通貨建てのリターンは頭打ちになりかねない。

米ドルに対して英ポンドをオーバーウェイトとする。

英ポンドのオーバーウェイトを継続するが、アンダーウェイト通貨を豪ドルから米ドルに変更する。英ポンドの対米ドルでの3カ月リターンは、G10通貨の中で最も悪く、本稿執筆時点で5%のマイナスとなっている。英ポンド/米ドルは現在1.24と、我々が適正水準とみている1.57を大幅に下回る。その大きな原因は、ブレグジットをめぐる不確実性によるものだが、英国経済は堅調でインフレ率はイングランド銀行(中銀)の目標にある。ブレグジットがこの先どう展開するのかを予想することは難しく、我々は予想を試みようとは思わない。しかし、市場は現在、10月末までに英国は合意なしに離脱する可能性をおよそ50%と見

ているようだ。これは行きすぎだ、というのが我々の見解である。現在は、対豪ドルから、対米ドルのオーバーウェイトに変更しているが、これは豪ドルの下落余地が米ドルよりも小さいと考えるからだ。

ユーロとカナダ・ドルに対してノルウェー・クローネをオーバーウェイトとする。

ユーロとカナダ・ドルに対してノルウェー・クローネをオーバーウェイトとする。これまでは、スイス・フランとカナダ・ドルに対してノルウェー・クローネをオーバーウェイトとしていた。ノルウェーのインフレ率がノルウェー中央銀行の目標水準を超え、経済成長率が過去平均を優に上回っているため、同行は年内にもう一度利上げを目指すだろう。この姿勢は、ECBがハト派スタンスに転じ、今後数カ月で利下げを実施する可能性のあるユーロ圏とは対照的だ。我々は、カナダ・ドルにも慎重な見通しを維持している。住宅市場が引き続き軟調なことに加え、米国の利下げリスクもあるからだ。

さらに、我々は、次のポジションを継続する。

高格付債に対するグローバル株式のオーバーウェイトを維持し、S&P500種株価指数をヘッジする。

高格付債に対するグローバル株式のオーバーウェイトを維持し、S&P500種株価指数をヘッジする。グローバル株式のリスク・プレミアムは5.8%と、長期平均の3.5%よりも高く、株式のバリュエーションは債券に比べて魅力的だ。しかし、ボラティリティ(変動率)が上昇するか、相場が下落するリスクに対する防御策として、S&P500種株価指数をヘッジする。

ユーロ圏株式に対して米国株式をオーバーウェイトとする。

ユーロ圏株式に対して米国株式をオーバーウェイトとする。世界貿易に関する不透明感が高まり、世界経済の成長率が鈍化すると投資財への需要が低下する。ユーロ圏はブレグジットという政治的逆風にも直面している。我々は、米国市場の方が底堅いと予想する。貿易摩擦が激化した場合には、FRBの方がECBよりも経済成長減速に対する多くの対抗策を持っている。

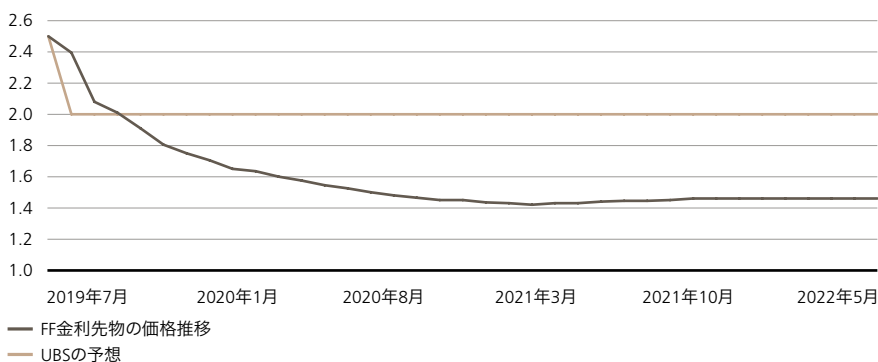
ユーロ圏株式に対して日本株式をオーバーウェイトとする。

ユーロ圏株式に対して日本株式をオーバーウェイトとする。日本株式は年初来でわずか7.6%しか上昇しておらず、約18%の上昇率を記録したグローバル株式とユーロ圏株式に見劣りする。ユーロ圏と日本は世界の景気サイクルの影響を大きく受けるが、ユーロ圏がマクロの景気回復を織り込んでいるのに対し、日本は織り込んでいない。

図表4

市場はFRBによる積極的な利下げを織り込んでいる

FF金利先物の推移



出所: ブルームバーク、UBS(2019年7月17日現在)

キャッシュに対して米2年国債
をアンダーウェイトとする。

キャッシュに対して米2年国債をアンダーウェイトとする。米2年国債利回りは5月初旬以降で50bp低下した。しかし、市場は急激な利下げリスクを過剰に捉えすぎている可能性がある(図表4参照)。米国の失業率は3.6%と数十年来の低水準にあり、米国の経済成長率は潜在成長率付近にある。金融環境は緩和状態にある。このポジションは、FRBが突然タカ派に転じる(その場合には、リスク資産には悪影響を及ぼす)リスクへの効果的なヘッジとしても機能する。



Mark Haefele
Chief Investment Officer
Global Wealth Management

UBS投資家フォーラムの**見方**

今月の投資家フォーラムでは、金融政策の見通しが議論された。

- 参加者全員が米連邦準備理事会(FRB)は利下げすると予想したが、それがどの程度なのか、そして利下げサイクルがどれくらい続きそうかについては意見が分かれた。
- 欧州中央銀行(ECB)はFRBに続いて利下げをするとの見方では意見の一致を見たが、その効果は限られるだろうと考える参加者もいた。
- 現在のような低成長と低金利環境ではキャリー取引が高パフォーマンスを上げるとの見方に異論はなかった。

経済

ユーロ圏

下振れリスクを伴う 緩やかな成長

ハウスビュー

確率: 60%*

Ricardo Garcia, CIO Chief Economist Eurozone

貿易をめぐる不透明感が残る限り、経済活動は低水準が続く見通しである。貿易摩擦がさらに激化した場合は、成長は予想以上の減速を示す可能性がある。欧州中央銀行(ECB)は、米国が政策金利の引き下げに踏み切れば、それに追随する形で中銀預金金利を9月と12月にそれぞれ0.1%ずつ引き下げる(マイナス金利の階層化も導入)と予想される。

ドイツでは、世界的に輸出環境が厳しい中、景気後退のリスクが高まっている。しかし、財政刺激策と好調なサービス・セクターが寄与して、景気後退は回避できる見通しである。フランスでは、「黄色いベスト運動」(政府への抗議活動)の沈静化、内政改革、財政刺激策により、今後も国内総生産(GDP)成長率は安定に向かいそうだ。

イタリア経済は、欧州委員会と2019年予算案が合意に達したことを受けて、成長は引き続き安定し、欧州経済の安定化にも寄与するだろう。スペイン経済は依然として力強い成長をみせているが、成長モメンタムは引き続き正常化に向かうと予想される。

世界経済の2019年予想実質成長率は: **3.4%**

	Real GDP growth in %			Inflation in %		
	2018F ¹	2019F ¹	2020F ¹	2018F ¹	2019F ¹	2020F ¹
US	2.9	2.8	2.0	2.4	1.6	1.9
China	6.6	6.2	6.1	2.1	2.3	1.9
Eurozone	1.8	1.3	1.3	1.8	1.2	1.4
Germany	1.5	1.0	1.3	1.9	1.4	1.7
France	1.6	1.3	1.4	2.1	1.3	1.4
Italy	0.7	0.3	0.8	1.2	0.7	0.5
Spain	2.6	2.2	2.0	1.7	0.9	1.5
UK	1.4	1.4	1.2	2.5	2.0	2.2
Switzerland	2.5	1.3	1.6	0.9	0.5	0.9
Russia	2.3	1.0	2.1	2.9	4.6	3.7
World	3.8	3.4	3.6	3.0	2.9	2.8

Sources: Reuters EcoWin, IMF, UBS; as of 23 July 2019

¹ UBS Forecasts

米国

経済成長は潜在成長 率に向けて減速

ハウスビュー

確率: 60%*

Brian Rose, economist

2019年1-3月期(第1四半期)のGDP成長率は年率換算で3.2%となった。景気刺激策の効果が剥落するにつれ、より持続可能な成長ペースに減速し、2%程度とみられる潜在成長率の水準に向かう見通しである。

労働需要は引き続き旺盛だが、就労希望者の大半がすでに就業しているため、求人情数の伸びは減速する可能性が高い。

賃金所得の上昇と堅調な消費者センチメントが個人消費の伸びを支えるだろう。

設備投資は、堅調な企業利益と労働力不足に後押しされて拡大するだろう。ただし、貿易政策を中心とする政治的な不確実性が足かせとなる可能性は高い。

製造業の生産高は、年初来、予想を下回っている。過剰在庫、自動車販売の低下、外需の弱含みがマイナス要因となっている。

住宅投資はここ数四半期は低下している。しかし、住宅ローン金利は低下しており、住宅需要も堅調な労働市場に支えられる見通しであることから、下振れリスクは限定的とみられる。

食品とエネルギーを除くコアインフレ率は鈍化したが、米連邦準備理事会(FRB)の2%目標を大きく下回ることはいだろう。

FRBは6月19日の米連邦公開市場委員会(FOMC)でハト派姿勢を強めた。我々はFRBが7月に利下げに踏み切ると予想する。

財政政策の効果剥落に加え、貿易紛争が激化したり、政府機関が再閉鎖されるような事態になれば、景気回復を阻害するリスクが高まる可能性がある。

CIO WMの経済予想数値の策定にあたっては、CIO WMのエコノミストはUBSインベストメント・リサーチのエコノミストと協力しています。予想値および推定値は、今後通知なしで変更される場合があります。

*シナリオの可能性は定性評価に基づく。

中国

安定化に向かい
つつも、下押し圧力
収まらず

ハウスビュー
確率: 80%*

Yifan Hu, economist
Kathy Li, economist

2019年4-6月期(第2四半期)のGDP成長率は、予想通り第1四半期の6.4%から6.2%へと減速した。今年上期における消費、投資、純輸出の寄与度はそれぞれ3.79%、1.21%、1.3%だった。2019年通年のGDP成長率は政府目標の6.0~6.5%を達成すると予想する。

今年上期の小売売上高は、底堅い生活必需品に支えられて、前年同期比+8.4%で安定推移した。固定資産投資は、前年同期比5.8%増加した。不動産開発と製造業の設備投資は軟化したものの、地方政府債に支えられてインフラ投資は伸びた。上期の輸出入は、輸出が前年同期比+0.1%、輸入が同-4.3%と、関税引き上げの影響で大幅に減速した。

上期の消費者物価指数(CPI)インフレ率は平均で2.2%となり、下期も豚肉価格の急騰で引き続き上振れリスクがある。一方、生産者物価指数(PPI)インフレ率は+0.3%と、依然として伸びが鈍化しており、産業需要の軟化で今年後半にはデフレリスクもある。

中国人民銀行は金融緩和政策を続けている。5月、6月、7月に中小規模の商業銀行を対象にした預金準備率を100ベースポイント(bp)ずつ引き下げた。さらに、今年2月に導入した中央銀行の手形と商業銀行の永久債を交換(スワップ)する「中央銀行手形スワップ(CBS)」の第2弾を6月に25億元規模で実施した。安定的な流動性の確保のため、貸出制度などの手段に加え、幅広い金融機関を対象に預金準備率をさらに100~200bp引き下げると予想される。上期の信用の伸びは前年同期比10.9%で安定推移した。

財政政策は引き続き積極的に進められている。政府はインフラ投資を促進するためルールを緩和し、地方政府特別債で調達した資金を資本金に算入することを認めた。これにより大規模インフラ建設の資金調達を後押しする。

米中貿易摩擦は引き続き主要なリスクだ。20カ国・地域(G20)首脳会議の際に行われた習主席とトランプ大統領の会談では、貿易紛争の一時休戦が合意された。米中関係に関する我々の基本シナリオに変更はなく、長い交渉の末、中国による米国製品の輸入拡大、市場開放、知的財産権の保護強化等の分野で部分合意に至ると予想する。一方、中国は、米国以外の諸国との戦略的な経済連携を積極的に推進しており、特に日本を重視している。日中韓自由貿易協定(FTA)と東アジア地域包括的経済連携(RCEP)をめぐる協議が加速するかもしれない。

スイス

世界的な不透明感が
成長の足かせに

ハウスビュー
確率: 60%*

Alessandro Bee, economist
Sibille Duss, economist

スイスの1-3月期(第1四半期)のGDP成長率は前年同期比1.4%増と、長期平均をやや下回る水準にまで回復した。GDPを構成するすべての項目が良好な結果にプラス寄与した。また、2018年下期のGDP成長率も小幅ながら上方修正された。

成長は底堅く推移しているが、スイス経済の見通しには慎重な見方を維持する。米中貿易摩擦の激化と政治情勢の不透明感から、世界全体の景気回復が遅れ、スイスの輸出に重石となる可能性があるからだ。今年通年の成長率は1.3%を予想する。今後数四半期は、長期平均をやや下回る水準で安定推移すると予想する。2020年については1.6%の成長率を見込む。

しかし、景気の見通しは強弱入り混じっている。6月の製造業購買担当者景気指数は47.7に小幅に低下し、3カ月連続で好不況の分かれ目となる50を下回った。製造業セクターの成長が今後数四半期は低迷することが示唆される。

その一方で、スイス経済を下支える要素も浮上している。労働市場は大幅に改善しており、民間消費をけん引する可能性がある。

今年は、スイス経済の緩やかな成長と昨年に比べたスイス・フラン高基調がインフレ率の押し下げ要因となるだろう。昨年のCPIインフレ率は0.9%だったが、今年は0.6%を予想する。

世界的に不透明感が広がり、経済見通しが下振れる中、スイス国立銀行(SNB)が早期利上げに踏み切る可能性は低い。しかし、ECBが金融政策を緩和方向に転換しており、SNBの利下げの可能性もありうる。

金融市場を動かす要因

各国の金融政策

ハウスビュー

確率: 60%*

Brian Rose, economist
Ricardo Garcia, economist
Dean Turner, economist

米連邦準備理事会(FRB)は、7月31日の米連邦公開市場委員会(FOMC)で政策金利を引き下げる可能性を示唆している。経済環境と金融市場は良好だが、インフレ率はFRBの2%目標を下回っており、期待インフレ率も低下している。FRBはリスクは下振れ方向に傾いているとの認識を示している。さらに、債券市場では長短金利の逆転現象(逆イールド)が起きている。過去の事例では、逆イールドがその後の景気後退入りの予兆となるケースが多かった。50ベースポイント(bp)の利下げが実施されれば、順イールドに戻るのに十分だろう。利下げは次回のFOMCで一気に50bpか、2回に分けて行われるかのいずれかとなりそうだ。

欧州中央銀行(ECB)は、米国の利下げに追随する形で、9月と12月の理事会で中銀預金金利を0.1%ずつ引き下げる事が予想される。しかし、その後はよほど大きな経済的ショックがない限り、量的緩和を再開するにはハードルが高いとみている。

多くの国では、金融緩和策と低失業率にもかかわらず、インフレ率は依然として中央銀行の目標水準を下回っている。

政治リスクによる経済的な混乱が生じたため、金融政策に関する発言のトーンも変化している。各国中央銀行は、不確実性を高めてこのリスクを増幅させることのないよう、慎重に対応している模様だ。FRBとECBは利下げの用意が整っているが、他の主要中央銀行は当面は現在の金融政策を据え置くだろう。

利益の伸びは底打ちが近い

ハウスビュー

確率: 60%*

Jeremy Zirin, strategist
David Lefkowitz, strategist

米国では、減税による一時的な効果が剥落し、経済成長率も国内外で鈍化したため、国内企業の利益の伸びが減速した。資本へのアクセスや新規失業保険申請件数といった先行指標は依然として力強く、企業利益の大幅な減少は考えにくいものの、この数カ月で利益の押し上げ要因の勢いは弱まった。景況感は低下し、関税率は引き上げられ、主要各国の経済成長率も鈍化している。

よって、我々はS&P500種株価指数の1株当たり利益(EPS)の通年予想を下方修正し、2019年の予想を168米ドルから165米ドル(1%増)へ、2020年は179米ドルから176米ドル(7%増)へと引き下げる。下方修正銘柄をセクター別に見るとエネルギー、資本財、テクノロジーに集中している。エネルギー・セクターについては、我々の平均原油価格予想が年初来で約10%低下したため、企業収益予想を押し下げている。資本財とテクノロジー・セクターの下方修正は、製造業の活動が世界的に事前予想を下回っていることや、対中関税引き上げなど、複数の要因が背景にある。

S&P500種企業の4-6月期(第2四半期)の増益率は、全体的には第1四半期並の1~2%になる見通しである。しかし、平均企業の増益率は約5%と、前四半期を上回る見込みである。一部の大企業(テクノロジーとエネルギー)の低調な利益が、全体としては健全なトレンドを見えにくくしている。

しかし、企業の増益率は、今年後半から来年にかけて緩やかに再加速するだろう。景気拡大が続き、エネルギー・セクター内での前年比効果がプラスに働き、半導体関連を中心にハイテク市場も安定に向かうと予想される。

2019年の企業の利益率は0.5%程度下がると予想する。しかし、持続的な低下にはつながらないだろう。今年の低迷は、収益の伸び悩みに加え、通信サービス・セクターの設備投資、生活必需品と情報技術(IT)セクターに対する通貨市場の逆風など、様々なセクター固有の要因によるものである。利益率の主な押し下げ要因は、賃金の上昇ではない。労働集約的な一般消費財セクター企業は人件費高騰の影響を最も受けやすいが、平均企業は生産性の改善と製品の目標価格引き上げにより賃金コストの上昇を相殺できるだろう。また、賃金が上昇すると、通常、個人消費支出も増える。

主要日程

7月31日

米国

米連邦公開市場委員会(FOMC)

8月1日

英国

イングランド銀行金融政策委員会

資産クラス 概況

主な予想

17 July 2019

Asset class	TAA ¹	Benchmark	6 month forecast		
			House View	Positive scenario	Negative scenario

Equities

US	+	S&P 500	3,025	3,325	2,425
Eurozone	-	Euro Stoxx	360	380	300
UK	=	FTSE 100	7,600	8100	6700
Japan	+	TOPIX	1,700	1,780	1,380
Switzerland	=	Swiss Market Index	9,780	10,440	8,810
Emerging markets	=	MSCI EM	1,100	1,140	910
Listed real estate		RUGL Index	5,200	5,600	4,800

Bonds

USD duration	-	10-year US treasury yield	2.30 (yield)	2.0 (yield)	2.8 (yield)
European duration	=	10-year German Bund yield	0.0 (yield)	-0.3 (yield)	0.5 (yield)
USD corporate bonds	=	Bloomberg Barclays US Int. Corp. spread	80–100bps	75bps	200–250bps
Euro corporate bonds	+	Bloomberg Barclays EuroAgg Corporate spread	90–110bps	75bps	200bps
USD high yield bonds	=	ICE BAML US high yield spread	380–420bps	300bps	800bps
Euro high yield bonds	=	ICE BAML Euro High Yield Index spread	340–380bps	300bps	900bps
Emerging market sovereign bonds in USD	+	EMBIG Diversified ex-Venezuela*	280–300bps	260bps	450bps
Emerging market corporate bonds in USD	=	CEMBI Diversified	310–330 bps	270bps	520bps

Alternative investments

Gold	Gold (6 months)	USD 1,450/oz	USD 1,600/oz	USD 1,300/oz
Crude oil	Brent crude oil (6 months)	USD 70/bbl	USD 90/bbl	USD 50/bbl

Currencies

23.07.2019

		Currency pair	
USD	-	USDCHE	0.97
		USDJPY	105
EUR	-	EURUSD	1.15
		EURCHF	1.12
		EURGBP	0.87
GBP	+	GBPUSD	1.32
		GBPCHF	1.29

- + オーバーウェイト
- = ニュートラル
- アンダーウェイト

Source: UBS, Bloomberg
¹ TAA = Tactical asset allocation

* The weight of Venezuelan bonds will gradually move to zero in the JPMorgan EMBIG Div index over the coming months, as decided by the index provider. Excluding Venezuelan bonds (as per the EMBIG Div ex-Venezuela index), we expect spreads to remain range-bound in the next six months.

過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。
 予想は将来の運用成果等の確かな指標ではありません。

株式

米国

+ オーバーウェイト

我々は、企業利益の伸びが他の地域を上回っている米国株式をオーバーウェイトとする。ほかの地域に比べると、米国は景気後退を回避するために利用可能な手段も多い。米連邦準備理事会(FRB)には、他国の中央銀行よりも景気を刺激する(利下げの)余地が大きく、米国政府は財政赤字の削減を積極的に行う姿勢はみられない。我々の基本シナリオでは、米中貿易紛争がさらに激化することを想定していない。しかし、貿易問題が解決するまでは、ボラティリティ(相場変動)は高水準を維持するだろう。米国経済は財政刺激策の効果が薄れ、しかも金利が上昇するとともに減速しているが、景気先行指標は、景気後退のリスクが低いと示唆している。2019年の企業の増益率は1%とみているが、2020年にはコモディティ価格とITセクターからの逆風が後退するため、7%へ持ち直すと予想している。成長率は健全でインフレ率は依然として低水準にあることから、バリュエーションは適正水準にあると考える。

David Lefkowitz, strategist
Jeremy Zirin, strategist
Edmund Tran, strategist

S&P 500

As of 17 July 2019: 2,984

Six-month target

House View	3,025
Positive scenario	3,325
Negative scenario	2,425

+ オーバーウェイト

戦略的資産配分で特定される資産クラスについてより多くの資産保有を戦術的に推奨

= ニュートラル

戦略的資産配分のウェイトに沿った資産クラスの保有を戦術的に推奨

- アンダーウェイト

戦略的資産配分で特定される資産クラスについてより少ない資産保有を戦術的に推奨

ユーロ圏

● アンダーウェイト

我々はユーロ圏株式をアンダーウェイトとする。域内の経済活動は軟化した。1-3月期(第1四半期)の企業業績はまちまちで、前年同期比の増益率は1桁台前半にとどまっている。しかし、株式市場は年初来で力強く反発しており、現在は過度に楽観的なマクロ経済シナリオを織り込んでいるようだが、域外のリスクは再び高まっている。米中貿易紛争は休戦状態にあり、ブレグジット(英国のEU離脱)をめぐる論争が再燃している。ユーロ圏と同様に世界経済の影響を受けやすい日本などの他の市場は比較的割安で、上昇余地が大きい。セクター別ではエネルギー、ITと公益を推奨する。

Wolf von Rotberg, strategist
Bert Jansen, analyst

Euro Stoxx

As of 17 July 2019: 379

Six-month target

House View	360
Positive scenario	380
Negative scenario	300

英国

● ニュートラル

英国株式市場の12カ月の予想株価収益率(PER)は12.6倍、配当利回りも4.7%程度と割安な水準にある。しかし、ブレグジットのリスク、英ポンドや原油価格、世界の経済成長率の不透明感を根拠にニュートラルを継続する。2019年の企業の増益率は1桁台の前半となりそうだが、原油価格が上昇すれば、英国株式は上昇リスクが高まる。一方、英ポンド高となれば英国株式の下落リスクが高まる。英ポンドの方向性はブレグジットの行方次第だ。ブレグジットの影響としては、英国株式でも国内市場へのエクスポージャーが大きい株式は現在グローバルなエクスポージャーが大きい英国株式より若干割安で取引されている。英国株価指数の総合値よりも市場内におけるセクター間の変動のほうが大きいと思われる。戦術的(短期的)には、英国株式へのニュートラルを維持する。バリュエーションは魅力的だが見通しは不透明だ。今後1~4年間の時間軸では、英国株式のアンダーウェイトを維持する。これに対し、米ドル建て新興国国債は、長期的にポートフォリオに貢献すると予想し、オーバーウェイト・ポジションを維持する。

Caroline Simmons, Strategist

FTSE 100

As of 17 July 2019: 7,535

Six-month target

House view	7,600
Positive scenario	8100
Negative scenario	6700

スイス

● ニュートラル

グローバルなポートフォリオ内におけるスイス株式のポジションをニュートラルとする。株価水準は他の市場に比べて高いように見える。配当利回りは魅力的な水準で、利回りが低下しているフラン建て債券の代替としてディフェンシブ性の高いスイス株式の魅力が高まっている。我々はスイス株式のバリュエーションは適正水準にあると考える。減速しているもののなお健全な水準にある売上高の伸び、金融セクターのコスト削減、一般消費財セクターその他企業の売上高の伸び、保険会社の正常化した経費水準などが、今年の堅固な増益に寄与するだろう。よって、今年も増配が期待できる。今年、通貨変動の影響はニュートラルと予想する。

Stefan R. Meyer, analyst

Swiss Market Index

As of 17 July 2019: 9,942 Six-month target

House View	9,780
Positive scenario	10,440
Negative scenario	8,810

日本

⊕ オーバーウェイト

日本株式のオーバーウェイトを継続する。世界経済の影響を受けやすい市場の中では年初来のパフォーマンスで出遅れていることから、株価が大幅に調整される可能性が高い。2020年3月期の企業業績予想は、貿易摩擦が収束していないこともあり1%の増益を予想する。しかしながら、企業利益のコンセンサス予想は、2019年下期から回復に向かうとみている。中国からの需要が回復していると予想されるため、四半期業績は今後持ち直していくと予想する。2019年7-9月期(第3四半期)は、前年同期比で13%の減益を予想するが、2018年第4四半期の28%減益に比べると大幅な改善となる。バリュエーションは、過去平均を大幅に下回っているため、日本の優良企業は投資魅力が高いと考える。バリュエーションが割安な優良企業と高配当利回り銘柄、および環境、社会、ガバナンス(ESG)に関して確固とした戦略を持つ企業も推奨する。

Toru Ibayashi, analyst
Chisa Kobayashi, analyst

TOPIX

As of 17 July 2019: 1,567 Six-month target

House view	1,700
Positive scenario	1,780
Negative scenario	1,380

新興国

● ニュートラル

新興国株式は、世界各国の中央銀行のハト派姿勢への転換と、債券の低利回りに支えられそうだが、米中貿易摩擦をめぐる不透明感と軟調な経済ファンダメンタルズ(基礎的諸条件)が、同資産クラスにとっての主なリスクとして残っている。新興国株式のバリュエーションは、過去平均に比べると割高だが、先進国株式に比べると22~24%の割安水準を維持している。製造業活動が鈍化しているため、企業増益率のコンセンサスが下がるリスクはあるものの、経済活動指標は2019年下期には回復基調に戻るとみている。とはいえ、グローバル・ポートフォリオにおける新興国株式にはニュートラルを維持しているが、地域別でみると、なお投資機会が少なくない。

Jorge Mariscal, CIO Emerging Markets
Xingchen Yu, strategist

MSCI EM

As of 17 July 2019: 1,055 Six-month target

House View	1,100
Positive scenario	1,140
Negative scenario	910

上場不動産

2019~2020年は、内部成長機会と一部の賃料引き上げによって年率4.9%(新興国を除く)の利益成長率が期待できる。各社はポートフォリオの期間延長、再ポジショニングに取り組んでいる。調達コストの削減とバランスシートの強化の余地がある企業もあれば、債務を削減する必要がある企業もある。不動産市場が減速しつつあるなか、企業のリスク・スプレッドの拡大が増えるだろう。よって銘柄の厳選が重要となる。同資産クラスは、中央銀行の利下げによってサポートされることはないだろう。不動産販売は昨年、2015年以来の高水準に達したが、現在は減少しており、不動産価格の伸び率は低下を続けている。キャップレート(還元利回り)は下げ止まった。賃料の伸びが不十分のため、キャップレートが上昇すると資産価値が下がってしまう。上場不動産は、2015年1月以降の価格上昇によるリターンは現地通貨建てで4.6%だが、その殆どがここ6カ月の上昇分だ。年率3.6%の配当利回りがパフォーマンスのけん引役を果たしてきた。このセクターは純資産価格に対して長期平均水準の6%割安で取引されている。

Thomas Veraguth, analyst
Maciej Skoczek, analyst

RUGL Index

As of 17 July 2019: 5,562 Six-month target

House view	5,200
Positive scenario	5,600
Negative scenario	4,800

債券

米国長期国債

● アンダーウェイト

米10年国債利回りは2.0%前後と、2016年以来の低水準を維持している。これは、米連邦準備理事会(FRB)の政策金利2.4%を下回っている。しかし、FF金利先物市場は、FRBがここからおよそ1%下げるとの見通しを示している。20カ国・地域(G20)首脳会議の際に米中間で貿易紛争の休戦が合意されたにもかかわらず、利下げが予想されているわけだ。FRBのパウエル議長は、議会証言で、FRBが7月の米連邦公開市場委員会(FOMC)で利下げを実施する可能性が高いと明言した。パウエル議長は、米国景気の悪化リスクと低水準のインフレ率を、最近の好調な景気指標よりも重視している。FRBは7月に利下げを実施するだろう。我々は、どちらかというと0.50%の利下げの可能性の方が高いとみているが、0.25%になる可能性も十分にあり得る。貿易摩擦が劇的に悪化する可能性は低く、経済成長率が低下するとしても潜在成長率近辺まで、4度の利下げという市場の見通しは悲観的過ぎると考える。したがって、キャッシュに対する米2年国債のアンダーウェイトを維持し、金利が緩やかに上昇するとの見方をポジションに反映させておく。

Douglas S. Rothstein, strategist

10-year US treasury yield

As of 17 July 2019: 2.05 (yield)

Six-month outlook

House view	2.30 (yield)
Positive scenario	2.0 (yield)
Negative scenario	2.8 (yield)

欧州長期国債

● ニュートラル

欧州中央銀行(ECB)のドラギ総裁とレーン理事が、ECBはインフレ目標を堅持するばかりでなく、その任務を果たすために必要な手段を講じることができるとスピーチで明言したことから、7月のドイツ10年国債利回りは一時的に過去最低の-0.4%まで低下した。市場は、ECBが9月までに0.1%の利下げを実施し、その後も利下げが続く可能性が高いとの見通しを織り込んでいる。ECB高官たちが、景気後退のリスクを強調し、持続する低インフレ率への不快感を表明するという、非常にハト派的なスタンスを踏まえ、我々はECBが利下げを実施し中銀預金金利の階層化(当座預金の一部にマイナス金利を適用すること)を導入すると考える。スイス国立銀行(中銀)は、ECBに追随すると思われるが、その余地はそれほど大きくない。我々は、今年から来年にかけて債券利回りは緩やかに上昇するとみている。失業率は低下しており、賃金上昇圧力がインフレ率を緩やかに引き上げると見込まれる。金利上昇を抑える要因としては、イールドカーブの急傾斜、リスクフリー資産への需要(ECBによる資産購入の拡大の可能性を含む)が挙げられる。

Douglas S. Rothstein, strategist

10-year German Bund yield

As of 17 July 2019: -0.29 (yield)

Six-month outlook

House view	0.0 (yield)
Positive scenario	-0.3 (yield)
Negative scenario	0.5 (yield)

米国社債

● ニュートラル

この1カ月のグローバル債券市場は、金融緩和政策が世界的に続くとの予想に支えられた。米国投資適格社債のスプレッド(米国債との利回り格差)は年初来で最低水準近くまで縮小しており、米国債利回りも低下して市場の反発に拍車をかけた。7月31日のFOMCは、金融政策がここからどう動くのかを見極める上で大変重要だ。我々は、少なくとも25bpの利下げを予想しており、したがって、米国投資適格社債等のキャリアー(金利獲得)資産への需要は続く可能性が高い。金融緩和政策と米中貿易摩擦の休戦期間の長期化を背景に、我々はスプレッド目標レンジを80~100ベースポイント(bp)に引き下げた。発行体である米国企業の負債比率は過去のピークを上回ったが、低水準の支払利息が続く企業の利益率も高いなど、高い負債比率の悪影響を緩和する強力な要素が存在する。景気後退に陥っていない現時点では、市場全体の信用度は重要なリスクではない。

Philipp Schöttler, Carolina Corvalan and Vittorio Bosio, strategists

Bloomberg Barclays US Int. Corp. spread

As of 17 July 2019: 89bps

Six-month outlook

House view	80-100bps
Positive scenario	75bps
Negative scenario	200-250bps

欧州社債

● オーバーウェイト

欧州投資適格社債はこの1カ月で再び反発した。クレジット・スプレッドは、以前に記録した2019年の低水準に向かって縮小し、ドイツ国債利回りは過去最低水準に到達した。最近の反発の主な原動力となったのは、ECBが量的緩和策に再び乗り出すのではないかと市場の期待である。これは現時点では我々の基本シナリオにはないものの、マイナス金利となっている債券残高が記録的な水準(全世界で13兆米ドル)に達し、魅力的な「安全」債券が不足しているだけで、欧州投資適格社債への十分な需要になる可能性がある。したがって、高格付債に対する戦術的(短期的)な欧州投資適格社債のオーバーウェイト幅を拡大するとともに、スプレッドの目標レンジを下方修正し、短期的にはスプレッドの若干の縮小を予想する。利回りは0.5%と非常に低いが、ユーロ建てで他に代わる投資対象が不足している。また、米ドルヘッジ後に3%を超える利回りは良好に見える。一方、欧州企業(発行体)の負債比率は過去の間値近辺で、調達条件も良好である。

Philipp Schöttler, Carolina Corvalan and Vittorio Bosio, strategists

Bloomberg Barclays EuroAgg Corporate spread

As of 17 July 2019: 104bps

Six-month outlook

House view	90-110bps
Positive scenario	75bps
Negative scenario	200bps

米国ハイイールド債

⊖ ニュートラル

この1カ月の米国ハイイールド債のクレジット・スプレッドは、400bp近辺の狭い範囲で推移した。金融危機後のスプレッドでは30パーセンタイル(下から30%)の水準にあるが、信用格付けによる格差は引き続き大きい。BB格債のスプレッドは、10パーセンタイル近辺にあるのに対し、CCC格債のスプレッドは60パーセンタイルにある。中央銀行のハト派姿勢で指標利回りには下げ圧力がかかり、投資家はリスクの高い資産クラスに乗り換えざるを得ない。投資家が利回りを求めて米国ハイイールド債を購入している結果、クレジット・リスク・プレミアム、つまり投資家が要求しているデフォルト(債務不履行)リスクに見合う利回りを上乗せ分は、金融危機以降の中間値を下回ったままだ。したがって、6カ月のスプレッド予想を380~420bpに引き下げる。とはいえ、世界貿易に関する不透明感が残り、米国の法人税改革の影響が薄れていることを考えると、クレジット・スプレッドが金融危機後の最低水準に再び届く可能性は低い。過去12カ月ベースのデフォルト率(発行体数加重平均)は、6月には2.1%へと若干上昇した。今後12カ月のデフォルト率は、3%程度まで徐々に上昇するだろう。

Philipp Schöttler, Carolina Corvalan and Vittorio Bosio, strategists

ICE BAML US high yield spread

As of 17 July 2019: 401bps

Six-month outlook

House view	380–420bps
Positive scenario	300bps
Negative scenario	800bps

欧州ハイイールド債

⊖ ニュートラル

欧州ハイイールド債のクレジット・スプレッドは、過去1カ月で緩やかに縮小し、金融危機以降の25パーセンタイルに到達した。当月のトータルリターンは1.8%だった。したがって、6カ月のスプレッド予想を340~380bpに引き下げる。ドラギ総裁がポルトガルのシントラで行った演説が引き金となって、ユーロ圏の国債利回りがさらに下がり、投資家は利回りを求めて欧州ハイイールド債を購入せざるを得ないだろう。とはいえ、スプレッドは金融危機後の中間値をすでに下回っているため、さらなる縮小には限界があるとみている。投資家は、世界経済の成長見通しがもっと明確になってから、欧州ハイイールド債の低格付けセグメントの保有比率を高めると良いだろう。6月の過去12カ月ベースのデフォルト率(発行体数加重平均)は0.4%だった。今後12カ月のデフォルト率も2%を下回ることが予想される。クレジットを支えるファンダメンタルズが健全で、融資基準が比較的緩やかな状況が続く、ユーロ圏の経済成長率は過去平均並みを維持すると見込まれるからだ。

Philipp Schöttler, Carolina Corvalan and Vittorio Bosio, strategists

ICE BAML Euro High Yield Index spread

As of 17 July 2019: 362bps

Six-month outlook

House view	340–380bps
Positive scenario	300bps
Negative scenario	900bps

米ドル建て新興国国債

+ オーバーウェイト

米ドル建て新興国国債の年初来リターンは、スプレッドが縮小し米国債利回りが低下する中、各国中央銀行のハト派姿勢への傾き、中国の景気刺激策、原油価格の上昇による恩恵を受けて11.5%となった。我々は、価格水準が割安な発行体、あるいは成長見通しが健全な状態にあるか、改革の進んでいる国やセクターの発行体を推奨する。我々は、短期的には対高格付債で、1~4年の投資期間では対英国株式で米ドル建て新興国国債をオーバーウェイトとしている。前者は現在がキャリー(金利獲得)戦略にとって好環境であること、後者はリスク調整後リターンで英国株式が相対的に不利と判断したからだ。

*ベネズエラ債の比重は、今後数カ月でJPモルガンEMBIグローバル・デバースファイド指数の中で徐々にゼロに近づけるとの判断が、同社から示されている。ベネズエラ債を除いた指数では、今後6カ月のスプレッドは一定範囲内に収まると予想する。

Michael Bolliger, Jérôme Audran, analysts and Carolina Corvalan, strategist

EMBIG Diversified ex-Venezuela*

As of 17 July 2019: 288bps

Six-month outlook

House view	280–300bps
Positive scenario	260bps
Negative scenario	450bps

米ドル建て新興国社債

⊖ ニュートラル

米ドル建て新興国社債の年初来リターンは、スプレッドが縮小し米国債利回りが低下する中、9.5%となった。G20首脳会議で米中貿易摩擦の一時休戦が合意され、FRBとECBのハト派的な声明が発表されて、スプレッドは縮小して過去平均を下回り、300bp程度となっている。今後6カ月で米ドル建て新興国社債利回りは上昇し、金利収入によって1桁台前半のリターンになると予想する。今年前半に力強いパフォーマンスを上げたことから、現時点ではさらなる上昇余地は限定的だろう。グローバルなマクロ経済リスク、政治リスクも収まっていない。しかし、各国中央銀行のハト派姿勢とコモディティ価格の上昇が相場の下支え要因となる可能性があり、今年後半には世界経済の成長率は安定するだろう。我々は投資家に対して、新興国社債のニュートラルの継続を勧める。今後も鍵となるのは銘柄選別だ。我々の「モデル・ポートフォリオ」の積極的なポジションを参照されたい。

Michael Bolliger, Jérôme Audran, analysts and Carolina Corvalan, strategist

CEMBI Diversified

As of 17 July 2019: 307bps

Six-month outlook

House view	310–330bps
Positive scenario	270bps
Negative scenario	520bps

通貨

Thomas Flury, Head FX Strategy
Daniel Trum, strategist
Teck Leng Tan, strategist

ユーロ／米ドル：目先は横ばい

米国経済は安定成長を続けているにもかかわらず、米連邦準備理事会(FRB)は利下げの可能性を示唆しており、通貨市場の変動要因となっている。欧州中央銀行(ECB)はFRBの金融緩和策に追随する可能性が高い。両中央銀行が利下げをする見込みのため、今後6カ月はほぼ横ばいに推移すると予想する。

米ドル／スイス・フラン：米ドル要因でパリティを下回る予想

FRBは利上げサイクルを終え、現在は利下げを見据えている。米国の経済成長に黄信号がともっていることから、同通貨ペアの今後12カ月の見通しは、ファンダメンタルズ(経済の基礎的諸条件)の悪化が米ドルの足かせとなってパリティ(1米ドル=1スイス・フラン)を下回るだろう。今後3カ月はパリティ周辺を推移し、その後6カ月では0.97に近づく予想する。

ユーロ／スイス・フラン：SNBの利下げやむなし？

スイス国立銀行(SNB：中銀)は政策金利を据え置いているが、この姿勢を続けるのは難しくなると予想する。FRBは7月末に利下げを決定する可能性が高く、ECBはそれに追随するだろう。FRBとECBが緩和的な姿勢に転換したことで、SNBは通貨市場に介入し、利下げを実施する可能性があるが、それでも多少のスイス・フランの上昇は容認せざるを得ないだろう。しかし、全般的な動きとしては、横ばいとみている。

英ポンド／米ドル：ポンドは売られ過ぎ

10月までに「合意なきブレグジット」が実現するのではとの市場の懸念は過剰だと我々は考える。この懸念に対する反動と、米ドルの魅力の低下により、英ポンド／米ドルは反発に向かうだろう。イングランド銀行(中銀)が政策金利を据え置き、FRBの利下げはすでに市場に織り込まれている中、市場の関心は政治に向かっている。ブレグジットをめぐる不透明感が長引くと、英ポンドの上昇余地は1.30台後半にとどまる可能性が高い。

米ドル／円：日本円は安全通貨としての王道を維持

ドル円は、FRBの利下げ期待の高まりとそれによる日米金利差の縮小により、4月以降下落している(円高方向)。目先の見通しは依然として下振れ方向に傾いている。リスク選好度がさらに悪化すると投機的な円売りポジションの解消が起こるかもしれない。よって、今後6カ月のドル円は105円に近づく予想する。

米ドル／カナダ・ドル：カナダの景気指標は上昇見込めず、カナダ銀行はハト派姿勢強める見通し

カナダ銀行(中銀)は7月、緩和方向に大きく舵を切った。カナダ経済の成長率は4-6月期(第2四半期)に反発したが、

その勢いは第3四半期まで続かない可能性が高く、FRBとカナダ銀行両行の利下げ観測が足並みを揃えるとみられ、今後3カ月の米ドル／カナダ・ドルは1.33を維持するだろう。しかし、実際に利下げに踏み切る公算はFRBの方が大きいと考えられることから、米ドル／カナダ・ドルは今後12カ月で1.30に戻ると予想する。

豪ドル／米ドル：RBAはおそらく金利を据え置き

オーストラリア準備銀行(RBA)は7月に利下げを実施した。国内の景気指標はやや改善した。これでRBAの利下げサイクルが終了したかどうかは現段階ではわからない。ただし、利下げの必要性が低下したことは示唆している。FRBがどの程度利下げするかに応じて、RBAはさらに利下げをするかもしれない。今後6カ月では豪ドル／米ドルは0.70前後で推移すると予想する。

ユーロ／ノルウェー・クローネ：利上げ実施はノルウェー中銀のみ

ECBが緩和方向にシフトする一方、ノルウェー中央銀行は追加利上げを実施すると我々はみている。その結果、ユーロ／ノルウェー・クローネは今後6カ月で9.40に向けて下落し、その後に安定するだろう。貿易摩擦とブレグジットを中心とする国際問題、さらには原油と天然ガス価格の動向が主なりリスクである。

ユーロ／スウェーデン・クローナ：危ういポジションに立たされているスウェーデン中央銀行

スウェーデンの経済成長はかなり鈍化してきたため、スウェーデン中央銀行は、ECBの金融緩和政策に追随する可能性が高まっている。ユーロ／スウェーデン・クローナはまず上昇し、その後欧州経済が回復すれば、6~12カ月後に10.6近辺まで下げて落ち着くと予想する。

Foreign exchange forecasts

	23.07.19	3M	6M	12M	PPP
EURUSD	1.117	1.12	1.15	1.17	1.28
USDJPY	108.1	106	105	103	75
USDCAD	1.315	1.33	1.32	1.30	1.22
AUDUSD	0.703	0.69	0.70	0.71	0.68
GBPUSD	1.244	1.29	1.32	1.35	1.57
NZDUSD	0.673	0.65	0.65	0.67	0.60
USDCHF	0.983	1.00	0.97	0.96	0.93
EURCHF	1.098	1.12	1.12	1.12	1.19
GBPCHE	1.224	1.29	1.29	1.29	1.46
EURJPY	120.8	119	121	121	96
EURGBP	0.897	0.87	0.87	0.87	0.82
EURSEK	10.569	10.80	10.60	10.60	9.79
EURNOK	9.689	9.50	9.40	9.40	10.43

Sources: Reuters EcoWin, IMF, UBS; as of 23 July 2019
PPP = Purchasing power parity

コモディティと オルタナティブ 投資

コモディティ

金

世界的な貿易摩擦、金融市場の不透明感の拡大、米連邦準備理事会(FRB)による利下げ見込みを背景に、金先物／オプション市場への投機筋のポジションと上場投資信託(ETF)に資金が一気に流れ込む可能性が高い。よって、6～12カ月での金価格は1オンス当たり1,450米ドルを予想する。金はポートフォリオ全体のボラティリティ(変動率)の低下に寄与できるため、重要な安全資産であるとの見方にも変わりはない。

Wayne Gordon, analyst
Giovanni Staunovo, analyst
Dominic Schnider, analyst

Gold (6 months)

As of 17 July 2019: USD 1,427/oz

Six-month target

House view	USD 1,450/oz
Positive scenario	USD 1,600/oz
Negative scenario	USD 1,300/oz

原油

石油輸出国機構(OPEC)と非OPEC主要産油国は、昨年12月に合意した減産合意(6月30日に満了)を来年3月末まで9カ月延期することで合意した。我々は、減産合意が厳格に遵守され、制裁を受けるイランとベネズエラからの供給が一段と減少すれば、今後数週間で石油在庫はさらに取り崩されると予想する。よって、ブレント原油価格は今後3～6カ月で1バレル当たり70米ドルを上回るとの予想を維持する。

Brent crude oil (6 months)

As of 17 July 2019: USD 63.7/bbl

Six-month target

House view	USD 70/bbl
Positive scenario	USD 90/bbl
Negative scenario	USD 50/bbl

ヘッジファンド

市場が大きく変動する投資環境にあっては、ヘッジファンドは、マルチアセット型ポートフォリオに安定的なリターンをもたらす有効なツールだ。他の多くの資産クラスに比べて高いリスク調整後リターンが期待でき、市場との相関性の低い投資機会を利用できるので、下振れリスクを抑制し、分散投資効果を提供する。今後、投資環境全般が厳しさを増す可能性を踏まえ、この資産クラスの保有を推奨する。株式の銘柄間格差の拡大、ボラティリティの上昇、金利の上昇、景気サイクルの成熟化の広がりなどがヘッジファンドのパフォーマンスを支えよう。今後数年間は、ヘッジファンド全体で年率3～6%のリターン(米ドルベース)を予想する。

Karim Cherif, strategist
Georg Weidlich, strategist

投資アイデア




推奨する 投資テーマと 資産クラス

推奨しているテーマ：


株式

- グローバル株式
- 日本株式
- 米国株式
- グローバル高クオリティ銘柄
- 米国スマート・ベータ
- 米国株式へのプロテクション

債券


- 米ドル建て新興国国債 
- 欧州投資適格社債 
- グローバル・グリーンボンド
- 新興国クレジット：選別を進める時 


外国為替


- ノルウェー・クローネ (vs...)
- ノルウェー・クローネ (vs...)
- 英ポンド (vs...)
- 新興国通貨バスケット(南アフリカ・ランド、インド・ルピー、インドネシア・ルピア) (vs...) 
- 日本円(投資期間1~4年) (vs...)

推奨していないテーマ：

- 英国株式(投資期間1~4年)
- ユーロ圏株式

 直近で見通しを引き上げた資産クラス、投資テーマなど

 直近で見通しを引き下げた資産クラス、投資テーマなど

 サステナブル投資

* ベース・カレンシーに対する日本円のオーバーウェイトは、投資期間を1~4年とする景気循環的取引。その他の取引はすべて、投資期間を12カ月以内とする。

ファミリービジネス

長期投資(LTI)

ファミリービジネスは、一般に、長期的な戦略を持ち、経営と主要株主の利害が一致している。保守的で、質とイノベーションを重視する姿勢から、結果的に他よりも優れた成長率とリスク調整後リターンを提供する場合が多い。

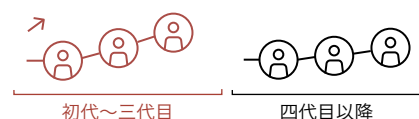
Philippe G. Müller, Stefan R. Meyer, Nena Winkler, Analysts, UBS Switzerland AG



今後の成長予想と投資機会

各世代のパフォーマンス

ファミリービジネスは世界中(アジア太平洋、欧州・中東・アフリカ、中南米、米国・カナダ)で数世代に渡って平均を上回るパフォーマンスを上げている。比較的新しいファミリービジネス(初代～三代目)のパフォーマンスの伸びは、古いファミリービジネス(四代目以降)を上回っている。



出所:UBS, 2019年6月

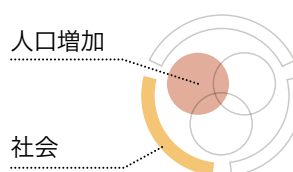
投資リターンを得るアプローチ

アクティブ運用、ポートフォリオの分散、セクター・ニュートラルな投資アプローチが、長期に渡って着実かつ安定的にリターンを得る鍵である。



出所:UBS, 2019年6月

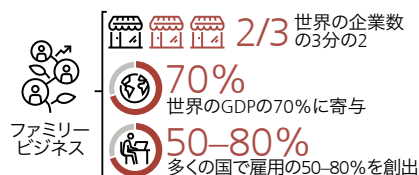
ファミリービジネスへの投資の性質



○ 影響を及ぼす要因 ⊗ 主な成長要因

世界的な影響

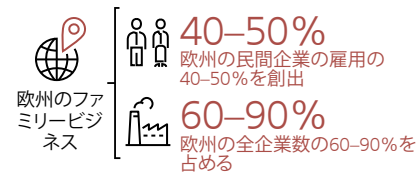
市場調査によると、ファミリービジネスは世界の企業数の3分の2を占め、世界の国内総生産(GDP)の70%以上に寄与し、多くの国では雇用の50-80%を創出している。



出所:UBS, 2019年6月

欧州での影響力

ファミリービジネスは欧州の民間企業の雇用の40-50%を創出し、欧州の全企業数の60-90%を占める。



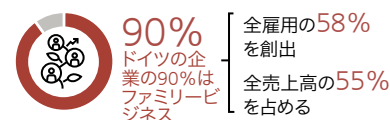
出所:European Family Business Organization, 2019年6月

短期の成長率引要因

- 質の高さと保守性による平均を上回るパフォーマンス
- 小型・中型株の平均を上回るパフォーマンス
- 一族の価値観とガバナンスが定着
- 平均を下回る配当性向、低い負債比率

ドイツのファミリービジネス

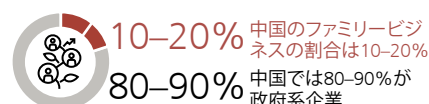
ドイツでは事業活動を行っている企業(非民間企業を除く)の90%がファミリービジネスだ。ファミリービジネスは全雇用の58%を創出し、全売上高の55%を占める。



出所:Foundation for Family Business, 2019年6月

中国のファミリービジネス

中国の株式市場でファミリービジネスが占める割合は約10-20%と小さい。伝統的な大手企業はいずれも政府系企業が支配しているからである。



出所:UBS, 2019年6月

新興国クレジット

選別を進める時

新興国経済は景気サイクルの終盤に近づいているため、アルファ創出の主要な源泉として、新興国クレジットには銘柄選別の重要性がますます高まっている。同資産クラス内でのリターンのばらつきとボラティリティ(変動率)が、現在は非常に高まっているためである。

Jérôme Audran, analyst
Alejo Czerwonko, strategist
Donald McLauchlan, strategist



投資期間

中期(6～12カ月)

資産クラス

債券

新興国クレジットは、新興国経済の今年の成長率が4.7%と予想されていることに加え、予想以上に緩和姿勢に転じた各国の中央銀行、適正水準にあるバリュエーション、変動は激しいものの底堅い世界の経済成長率といった複数の恩恵を受けている。新興国は、景気サイクルが世界の他の諸国ほどには成熟していない。景気回復期はすでに過ぎ、経済成長率は一旦軟化した後、今後数四半期は再び改善に向かう可能性がある。新興国クレジットは、現在の段階でプラスのリターンを予想しているが、スプレッド(同年限の米国債に対する利回り格差)の縮小により価格上昇余地は限られるだろう。とはいえ、同資産クラスは、マクロ経済リスクと地政学リスク(貿易摩擦を含む)に加え、特定の市場が危機に陥った場合に難局を迎え

る可能性がある。したがって、正しい発行体と債券を選別することが他の市場よりも重要だ。

最近の展開

米ドル建て新興国社債の年初来リターンは、スプレッドが縮小し米国債利回りが低下する中、11%を記録した。20カ国・地域(G20)首脳会議で米中貿易紛争の休戦が合意され、各国中央銀行からハト派的な声明が発表され、スプレッドは最近縮小して過去平均を下回った。今後6カ月は債券利回りがやや上昇するものの、プラスのリターンを維持すると予想する。やや割高のバリュエーションとグローバル・リスクが逆風ではあるが、緩和的な流動性によってその影響は抑えられている。資産クラス内のリターンのばらつきは引き続き大きい。トルコで

は、イスタンブール市長選のやり直し選挙が終わり、同国のロシア製ミサイル「S400」購入に対する米国による制裁が科されない可能性があるとの報道を受けて、トルコ債は当初アウトパフォームしていた。しかしその後、チェティンカヤ中央銀行総裁が更迭されると下落に転じた。アルゼンチン債は、最近の経済の安定を受けて大統領選挙で現職が有利になるとの予想から10%のリターンとなった。ブラジルの年金改革はさらに進展した一方、メキシコの財務公債相が辞任して不透明感が高まった。

長期の投資テーマ

長期的な人口増加、都市化、高齢化を背景に世界の食糧供給、ヘルスケア、都市交通問題を解決できる企業が今後数年で恩恵を受ける可能性が高い。

Mark Haefele, Global Chief Investment Officer GWM
Philippe G. Müller, Head Global Investment Themes



正確な予測というのは難しい。しかし難しさにも程度がある。例えば、都市化、人口増加、高齢化といった大きなトレンドは抗しがたいとみてよいのではないか。

世界の人口は現在73億人だが、2050年までには100億人近くに達することが予想される。この人口増は圧倒的に低所得国で起きるだろう。

- 国際連合は、2030年には世界人口の9%近くがわずか41の巨大都市に居住することになると推定している。
- 2030年までに、先進国では60歳以上の人口が25歳未満の人口を超える。

こうしたトレンドから、成果が期待できるいくつかの投資テーマが浮かび上がってくる。例えば、農業分野での

収穫量の増加というテーマを取り上げてみよう。都市に流入する人口が増え続けると、食糧需要も増加するはずだ。耕地面積が限られる中で、1日当たり20万人の人口が増えている現在、土壌サンプリング、各地の天気予報、肥料の効率的使用など、生産効率を高められる企業が長期的に勝ち残るはずだ。

2番目の事例は、都市のインフラ整備である。世界の主要都市を訪れたことのある人なら、交通渋滞の原因と、その解消に大きな効果をもたらす効率的な公共交通機関システムの必要性を実感しているだろう。今後10年間で、アジア諸国は2,000億米ドル以上をかけて新たな交通インフラを整備し都市化のさまざまな課題に取り組むと我々はみている。

さらに、これからはかつてないほど多くの人々が70代、80代、90代に突入することから、ヘルスケアは今後極め

て重要な問題になる可能性が高い。科学が発達して、今や先進国でも新興国でも死亡原因の第1位になってきたガンのような重病に対処できるようになった。

最近の展開

こうした分野への投資を検討している投資家向けには、次の桁外れの技術革新を狙うのではなく、ゆっくりとしたトレンドから利益を得られる企業を狙って分散投資を徹底することが最も合理的だと判断する。理想的な投資期間は、景気サイクルが一巡する期間となる。

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ます。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ます。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。

