

UBS House View

Investor's Guide

日本版 | 2019年9月

チーフ・インベストメント・オフィスGWM

Investment Research



目次

- 04 戦術的推奨
- 06 貿易摩擦悪化でポートフォリオ内のリスクを引き下げる
- 10 経済
- 12 金融市場を動かす要因
- 16 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
- 24 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

Cover picture
Getty Images

Editorial deadline
27 August 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

米中貿易紛争の再燃により、グローバル経済と市場へのリスクが高まった。米国経済の景気後退入りは引き続き予想していないが、短期リスク、特に株式市場へのリスクが一段と高まったとみている。よって、グローバル株式のオーバーウェイトを解消し、高格付債に対する新興国株式のアンダーウェイトを開始する。これにより、戦術的リスクはやや低下するが、株式を大幅にアンダーウェイトする必要はない。超低金利環境下で長期的な株式の魅力が高まっており、また、足元のリスクは、景気後退よりも地政学的要因が強いからだ。一方、キャリア・ポジションは維持する。各国中央銀行が緩和スタンスに舵を切っていることから、金利収入は引き続き魅力が高い。

債券

高格付債に対する欧州投資適格社債のオーバーウェイトを継続する。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予想する。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想定しているため、キャリア収入が魅力的とみる。また、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も維持する。利回り物色の動きが下支えとなっていることに加え、バリュエーションの魅力も高まっているからだ。FRBによる追加利下げ幅を1%以上織り込んでいる市場の反応は、過度に悲観的と我々はみており、米国2年国債に対する戦術的(短期的)なアンダーウェイトを維持する。

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長引く不透明感により、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、長期的なリスク調整後リターンの見通しが相対的に高いと考える。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

経済リスクが上昇しており、米連邦準備理事会(FRB)と欧州中央銀行(ECB)は、これに対策を講じる可能性が高い。最近の景気指標は、製造業セクターの鈍化を主因に、世界の経済成長率の減速を示唆している。長期的には、株式のバリュエーションが債券よりも魅力的とみられるが、米中貿易をめぐる短期的なリスクは高まっている。これを踏まえ、高格付債に対する新興国株式のアンダーウェイトを開始する。新興国の企業は、市場のボラティリティ(変動)の高まりやグローバル経済の減速、そして貿易摩擦の激化の影響を強く受けるからである。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は継続する。ユーロ圏と日本は共に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すでに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。貿易摩擦がさらに激化した場合も、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ち合わせていると考えられる。

外国為替

新興国通貨バスケットのオーバーウェイト幅を縮小し、構成を調整する。具体的には、南アフリカ・ランドのオーバーウェイトとニュージーランド・ドルのアンダーウェイトを終了する。残りのバスケット(豪ドルと台湾ドルに対するインドネシア・ルピアとインド・ルピーのオーバーウェイト)により、米中貿易摩擦の影響に過度に晒されずに、相対的に高い金利収入の獲得を目指す。また、中央銀行間の金融政策の乖離から利益を得るため、カナダ・ドルとユーロに対するノルウェー・クローネのオーバーウェイトを継続する(ノルウェー中央銀行は、主要中央銀行のなかで唯一、利上げを続ける意向を示唆している)。米ドルに対する英ポンドのオーバーウェイトも継続する。英ポンドは購買力平価よりもかなり割安な水準にあり、また、市場では10月の合意なきブレグジット(英国のEU離脱)のリスクが織り込まれ過ぎとみられるからだ。

資産クラス

戦術的資産配分(2019年8月26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。

** 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インド・ルピーおよびインドネシア・ルピアが含まれる。
先進国通貨バスケットには豪ドルおよび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

貿易摩擦悪化でポートフォリオ内のリスクを引き下げる



Mark Haefele
Chief Investment Officer
Global Wealth Management

米中貿易摩擦の最近の激化を受けて、UBSチーフ・インベストメント・オフィスは8月25日、関連する一部イベント・リスクの中立化を図り、ポートフォリオの一部変更を発表しました。今回の投資方針の変更は8月23日付けマンスリー・レター「製造業の低迷は景気後退につながるのか？」後に行ったものであるため、本号では同レターを取り扱わないこととしました。代わりに、ポートフォリオの変更と投資見解の変更を解説した「貿易摩擦悪化でポートフォリオ内のリスクを引き下げる」(8月25日付)を以下に再掲します。

米中間の貿易摩擦が激化し、世界経済と市場の下振れリスクが高まっている。我々は政治的不確実性へのエクスポージャーを減らすために、株式をアンダーウェイトに移行する。債券市場と外国為替市場では、低成長環境下で中央銀行の緩和政策から利益を得る、キャリー(金利獲得)戦略を引き続き推奨する。

米中貿易摩擦の一段の悪化を受けて、世界経済と市場へのリスクが高まっている。週末にフランスで開かれたG7首脳会議の合間に、トランプ米大統領は、中国との対立は「いろいろな意味で...緊急事態だ」と語った。先週、中国と米国は互いの製品への関税措置を強化する方針を発表した。23日の取引終了後にトランプ大統領は、すでに関税対象となっている2,500億米ドル相当の中国製品への関税率を10月1日に25%から30%に引き上げる方針を示唆した。さらに、関税対象となっていない3,000億米ドル相当の残りの中国製品には、先に発表していた10%ではなく15%の関税率を適用する方針だ。このうち半分未満の品目については9月1日、その他の品目については12月15日が発動日となる。

我々は、米連邦準備理事会(FRB)の追加緩和と強い消費支出に支えられて、米国が2020年に景気後退入りを回避できるとの見方を維持する。追加関税が米経済に及ぼす直接的な影響はほんのわずかだと見積もっている。しかしながら、世界経済と市場の下振れリスクは高まっている。その結果、我々は政治的不確実性へのエクスポージャーを減らすために、株式をアンダーウェイトに移行することでポートフォリオ内のリスクを減らすことにした。債券市場と外国為替市場では、低成長環境下で中央銀行の緩和政策から利益を得る、キャリー戦略を引き続き推奨する。

株式のアンダーウェイト、ヘッジ、インカム戦略の組み合わせによって、リスク中立的なポジションへ近づいた。現時点では、典型的な景気後退や次の金融危機に備えるかのように株式を大幅にアンダーウェイトする必要はない。

次に何が起こるか

米中貿易摩擦はここ数日で悪化し、世界の経済成長と株式市場にとって打撃となる米中の報復合戦のサイクルが続くリスクが高まっている。よって、不確実な政治情勢へのエクスポージャー低減を目的とした、ポートフォリオ内のリスク削減が適切と判断する。

投資家は事態の進展に迅速に対応する必要がある。特に、我々は戦術的資産配分のさらなる変更の必要性を評価するために、次の点に注目する。

1. **ホワイトハウスからのシグナル:**米大統領はこれまでも突然の方針転換を行ってきた。従って、突然の通告で貿易紛争の再停戦が実現する可能性は残っている。これには、投資家の柔軟な姿勢が求められる。週末に同大統領が出した貿易に関する声明は、矛盾したシグナルを送っている。フランスのビアリッツで開かれたG7首脳会議では、トランプ大統領は関税引き上げに関する記者からの質問に対して「何にでも考え直す」ことはあると答えた。これまで同大統領が関税引き上げの提案を実行に移したのは、関税措置の発表時よりも株価が上がった時のみだ。市場の低迷が同大統領に態度の軟化を促す可能性がある。しかしながら、グリシャム大統領報道官は、トランプ大統領の「考え直す」というコメントは前後の文脈から切り離されたものだと説明し、同大統領は関税率をさらに引き上げなかったことを後悔していると述べた。我々は、政策状況が落ち着くのを待ってから行動を起こすのが賢明だと考える。
2. **中国の政策対応:**中国はこれまで、対立を激化させることなく米国の動きに対応してきた。我々は、中国が23日の貿易関連の動きに対して早急に対応することはないと考える。しかしながら、米国が関税引き上げの提案を実行に移した場合、中国はそれに対抗して措置を強化する準備を整えているように思われる。
3. **市場の反応:**23日にS&P500種株価指数は、米中貿易摩擦悪化懸念の高まりを受けて2.6%安で取引を終了した。しかしながら市場の取引が終了したのは、トランプ大統領が一段の関税引き上げを発表する前のことだった。我々は、投資家が新たな対立の激化を消化する中で、今週は株式市場が再び下落圧力を受けると予想する。23日の取引終了時点で、米国株式は先月末に記録した過去最高値をわずか6%下回る水準だった。
4. **政策対応:**FRBは、貿易摩擦による潜在的な経済へのダメージを緩和するため迅速な対応をし、7月の会合では「予防的な」利下げを決定した。貿易摩擦が悪化すれば、FRBによるより積極的な金融緩和など、広範な政策対応が行われそうだ。現段階で我々は、今後12カ月で75ベースポイント(bp)の利下げがあると予想する。しかしながら中央銀行は市場の下振れを制限することはできるかもしれないが、株価を押し上げる力は弱まっていると考える。また中国当局は、必要に応じて成長を下支えするための資金を大量に保有し、財政・金融政策を実施するとともに、人民元の緩やかな下落を容認すると考える。
5. **経済指標:**我々は、世界の製造業セクターの不況がサービスや消費支出の分野にまで広がる兆しに警戒していく。潜在成長率を下回る成長の期間が続くと予想しているが、今のところは米国が2020年に景気後退入りする可能性は低いと考えている。FRBの金融緩和と堅調な消費支出が、軟調な製造業と投資によるダメージの緩和に役立っている。関税引き上げを見越して企業が発注を前倒しし、景気は強いと勘違いさせる状況になれば、今後数カ月で経済指標の解釈はより難しくなるだろう。また我々は、最新の関税措置が消費支出を弱める兆しにも警戒する。米国の新たな関税措置がもたらす経

済的ダメージは、これまでの関税措置よりも大きくなるだろう。これまでの措置が主に、米国が中国以外の国からも調達できる工業製品を対象にしていたのに対し、最新の措置はスマートフォンやPC、カメラ、衣料品など、中国以外の国から代替品を見つけるのが難しい消費財を対象とする。これが、トランプ政権が8月1日に発表した品目の一部に対する発動を12月15日まで延期することを決めた理由なのかもしれない。つまり、クリスマス前の買い物への影響を抑えるためだ。こうした品目への関税引き上げは、企業信頼感が悪化し投資支出が減速する時期に米経済の強さを支える柱となってきた消費支出を弱らせる恐れがある。トランプ大統領が景気後退入りのリスクを低減するために、中国に貿易紛争の停戦を申し入れる決定を下す可能性も残っているが、その場合は2020年11月の大統領選で再選を果たす確率が低くなるだろう。

投資見解

米中貿易摩擦が短期的に市場を動かす状況で、投資家は相場の大きな変動に準備する必要がある。今後の見通しが不透明ななか、このイベント・リスクを緩和するために戦術的資産配分に対し3つの変更を行った。

- － 我々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解消する。株式は依然として国債に対し比較的魅力的である一方、米中貿易摩擦の不透明感が株価上昇の妨げとなっている。FRBによる金融政策は下落リスクを軽減させることは可能だが、金融緩和が株価を大幅に上昇させるとの確信は薄れた。米中貿易交渉の見通しは、悪化であれ休戦もしくは交渉妥結であれ、突如変わる可能性がある。
- － 我々は高格付債に対する新興国株式へのアンダーウェイトを開始する。新興国市場の企業はより大きな相場変動、世界経済の減速、貿易摩擦の悪化に晒されている。米ドル建て新興国国債に対する英国株式のアンダーウェイトは維持する。これにより、株式全体はアンダーウェイトとなった。
- － さらに、高利回りの一部の新興国通貨バスケットのオーバーウェイトおよび、低利回りの通貨バスケットのアンダーウェイトに変更を加えた。インド・ルピーとインドネシア・ルピアはオーバーウェイトを維持し、低利回りの豪ドルと台湾ドルのアンダーウェイトを維持する。一方で、貿易摩擦の悪化および各国固有のリスクにより、南アフリカ・ランドのオーバーウェイトとニュージーランド・ドルのアンダーウェイトを外した。

我々は中央銀行の緩和政策からの恩恵を受けるインカム向上を狙う戦略を継続する。これには欧州投資適格債のオーバーウェイトや米ドル建て新興国国債のオーバーウェイトが含まれる。米中貿易交渉や相場が急展開をみせるなか、我々はいつでも戦略を変更する用意がある。

現時点でリスクの削減は賢明だと考えるが、景気後退や次の金融危機に向けた準備を進めている訳ではない。トランプ大統領が貿易紛争の終結をツイートすれば、相場が上昇しリスク調整後リターンは変わるだろうが、リスクシナリオが実現しても大幅な株式相場下落に備えたポジションは組まない。これには根本的な理由がある。これまでの一般的な景気サイクルで、製造業からサービスセクターにまで広範にわたり景気が減速し、これに地政学的リスクが組み合わさった場合は、株式の大幅なアンダーウェイトが妥当とされてきた。また、景気サイクルの最終段階では、中央銀行がインフレ上昇の対抗策として、金利を引き上げ、金融引き締めを行った。しかしながら、今日の状況は、低インフレで、国債利回りは過去最低水準にある。年金ファンドなどの資産運用者が今後数カ月でポートフォリオのリバランスを行う際は、株式の代替となる資産クラスは数少ない。中央銀行は緩和政策を行っており、財政刺激策も見込まれる。よって、製造業の低迷が経済全体に拡散しても、株式への下落リスクは25%よりも15%に近いとみている。株価の調整のタイミングを完璧に捉えようとする投資家は、長期的に投資を捉える投資家よりも、ポートフォリオへのダメージを受ける可能性がある。



Mark Haefele
Chief Investment Officer
Global Wealth Management

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と予想する。貿易摩擦がさらに激化した場合は、成長は予想以上に減速する可能性がある。欧州中央銀行(ECB)は、米国の利下げに追随する形で、中銀預金金利を9月と10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、定義上の景気後退(2四半期連続でマイナス成長になる)リスクが高まった。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、欧州委員会との2019年予算案の合意後、成長は引き続き安定化に向かうだろう。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: **3.3%**

	Real GDP growth in %			Inflation in %		
	2018F ¹	2019F ¹	2020F ¹	2018F ¹	2019F ¹	2020F ¹
US	2.9	2.4	1.8	2.4	1.6	1.9
China	6.6	6.1	5.8	2.1	2.3	1.9
Eurozone	1.9	1.1	1.0	1.8	1.2	1.3
Germany	1.5	0.5	0.9	1.9	1.4	1.3
France	1.7	1.2	1.2	2.1	1.3	1.5
Italy	0.7	0.1	0.5	1.2	0.6	0.3
Spain	2.6	2.3	2.0	1.7	0.9	1.5
UK	1.4	1.1	0.9	2.5	1.9	2.0
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	3.3	3.4	3.0	2.9	2.7

Sources: Reuters EcoWin, IMF, UBS; as of 27 August 2019
¹ UBS Forecasts

米国

貿易紛争激化で 経済成長は減速

ハウスビュー

確率: 50%*

Brian Rose, economist

2019年4-6月期(第2四半期)の国内総生産(GDP)成長率は年率2.1%となり、2%程度とみられる潜在成長率の水準に近づいている。今後数四半期は、潜在成長率近辺、またはそれを下回る水準で推移する見通しである。

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、求人件数の伸びは減速した。

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下支えするとみられ、これが経済全体の成長を押し上げる要因となるだろう。

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っている。

製造業セクターは、貿易紛争激化の影響で低迷している。過剰在庫、自動車販売の低下、外需の弱含み等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PCEインフレ率は、今年第1四半期は鈍化した。ここ数カ月、力強い上昇を示しており、2020年には米連邦準備理事会(FRB)の2%目標に達する可能性もある。

FRBは7月に25ベーシスポイント(bp)の利下げに踏み切った。FRBは今後、積極的に予防的な措置を講じるのではなく、何らかのイベントが発生した場合に対応を取るものと予想する。我々の基本シナリオでは、来年6月までに3回の追加利下げ実施を予想している。

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

緩和策継続で成長
減速に歯止め

ハウスビュー

確率: 80%*

Yifan Hu, economist
Kathy Li, economist

7月の各種統計は弱い内容となり、今後さらなる政策支援が求められる。7月の小売売上高は前年同月比+7.6%に減速した。固定資産投資の年初来の伸びも前年同期比5.7%にやや低下した。貿易の伸びも引き続き鈍化している。2019年後半の国内総生産(GDP)成長率は引き続き減速基調を辿ると予想するが、6%台は維持される見通しである。

7月の消費者物価指数(CPI)インフレ率は2.8%となり、豚肉価格の急騰で、年末まで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、産業需要の軟化を一因として、2016年9月以来のマイナスとなった。

中国人民銀行は金融緩和政策を続けている。5月、6月、7月に小規模の商業銀行を対象にした預金準備率を合計300ベースポイント(bp)引き下げた。年内に、幅広い金融機関を対象にさらに100~200bp引き下げられると予想する。貸付ファシリティや、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)」により、潤沢な流動性が確保され、金利も低位に抑えられるだろう。7月の信用の伸びは前年同月比10.7%で安定推移した。

財政政策も引き続き積極的に進められている。主要な措置としては、インフラ投資の促進に向けた地方債の発行枠拡大、減税および手数料引き下げ等が挙げられる。現在の3兆1,000億元の地方債発行割当枠は9月には限度額に達する見通しで、今年第4四半期に引き上げられる可能性がある。

米中貿易摩擦は引き続き主要なリスクだ。米国が中国からの輸入品3,000億米ドル相当を対象にした10%*追加関税(訳注:8月23日に15%に引き上げ表明)を実行に移した場合、中国は、人民元の対米ドルレートの緩やかな切り下げ、「信頼できない企業リスト」の作成、米国製品の輸入削減、レアアースの輸出規制、保有する米国債の一部売却など、様々な対抗措置を検討する可能性がある。米ドル/人民元レートは8月に、2008年以降初めて節目となる7.0人民元を割りこんだ。

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: 50%*

Alessandro Bee, economist
Sibille Duss, economist

スイスの経済成長率は、今年初旬には堅調な伸びを示し、長期平均をやや下回る水準にまで回復した。

成長率は底堅く推移しているが、米中貿易摩擦の激化と欧州政局の長引く不透明感から、スイス経済の見通しには慎重な見方を維持する。

これらのリスクから、世界全体の景気回復が来年、あるいは2021年にまでずれ込む可能性があり、スイスの輸出に重石となるだろう。堅調なスタートを切ったものの、スイス経済は今後減速し、今年通年の成長率は1.3%になると予想する。

景気の先行指標は、特に製造業を中心に、景気の減速を示唆している。7月の製造業購買担当者景気指数(PMI)は44.7と、2009年7月以来の水準に低下した。

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・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、ECBは年内に2回の利下げ(各10bpずつ)を実施すると我々は予想している。この大幅な金融緩和が実施されれば、スイス・フランに上昇圧力がかかり、スイス国立銀行(SNB)は利下げを迫られる可能性がある。我々は、SNBが9月に、中銀預金金利を現行の-0.75%から-1.0%に引き下げると予想する。

金融市場を動かす要因

金融市場を動かす要因

ハウスビュー

確率: 60%*

Brian Rose, economist
Ricardo Garcia, CIO Chief Economist Eurozone
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25ベースポイント(bp)引き下げた。米中貿易紛争のさらなる激化で、景気の下振れリスクが高まったためだ。さらに、長短金利の逆転現象(逆イールド)が部分的に起きている。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。我々は、来年の6月までにさらに75bpの利下げが実施されると予想する。この利下げ幅であれば順イールドに戻るのに十分とみる。

欧州中央銀行(ECB)は、米国の利下げに追随する形で、9月と10月の政策理事会で中銀預金金利を0.1%ずつ引き下げると予想する。最近の貿易紛争の悪化を受けて、量的緩和策を再開するためのハードルは低下しているとみている。

この2カ月、世界の景気指標が事前予想を下回るケースが続いている。貿易紛争などの政治リスクで先行きが見えにくくなった。FRBは、これまで予想されていたよりも積極的に利下げを進めるとわれ、他の中央銀行も、相次いで利下げに踏み切ったか、間もなく利下げを行う見通しである。

関税により利益成長の回復遅れる

ハウスビュー

確率: 60%*

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

米国では、減税による一時的な効果が剥落し、経済成長率も米国の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。資本へのアクセスといった先行指標は依然として底堅く、企業利益の大幅な減益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。企業景況感は鈍化、貿易摩擦は激化、金利は低下し、主要各国の経済成長率も減速している。

米国は約3,000億米ドル相当の中国からの輸入品(大半が消費財)に対する10%*の追加制裁関税を実行すると我々は想定している(訳注:8月23日に15%に引き上げ表明)。我々の予想では、この措置で、米企業の2020年の1株当たり利益(EPS)はおおよそ1%減少する。仮に、(我々はそこまで想定していないが)今回の対象品目に対する関税率が25%に引き上げられた場合、企業利益の落ち込みはかなり大きくなるだろう。この水準になると、二次的な影響(企業と消費者の景況感の悪化による経済成長率の鈍化など)が避けられないだろう。関税率が一律25%になると、S&P500種株価指数はさらに2~4%下落する可能性がある。

追加関税、原油価格の下落見通し(エネルギー・セクターにとっては悪材料)、金利低下見通し(金融セクターにとっては悪材料)を踏まえ、我々は企業利益予想を引き下げる。2019年と2020年のS&P500種企業のEPS予想をそれぞれ164米ドル(+1%)、173米ドル(+5%)に修正する。

4-6月期(第2四半期)のS&P500種企業の業績発表はほぼ終了し、増益率は1%程度になる見通しである。全体で見ると、一部の大企業(エネルギー、資本財、テクノロジー)の低調な利益で押し下げられているが、平均的な企業の増益率は5.5%と健全な状況にある。

企業収益は軟調が続いているが、増益率は第4四半期以降に再び緩やかに再加速するだろう。景気拡大が続き、前年比効果がプラスに働き、ハイテク市場も安定に向かうと予想される。

2019年通年の企業の利益率は0.5%程度下がると予想する。とはいえ、我々は利益率の低下がこのまま続くとは見ていない。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、生活必需品とハイテク・セクターに対する通貨市場の逆風など、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、それ以外のセクターでは、平均的な企業は、生産性の改善と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、賃金が増えれば、通常、個人消費支出も増える。

主要日程

9月12日

ユーロ圏

欧州中央銀行(ECB)理事会

9月18日

米国

米連邦公開市場委員会(FOMC)

9月19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

22 August 2019

			6 month forecast		
Asset class	TAA ¹	Benchmark	House View	Positive scenario	Negative scenario
Equities					
US	21.08.19 	S&P 500	2,925	3,200	2,300
Eurozone	21.08.19 	Euro Stoxx	340	380	300
UK	21.08.19 	FTSE 100	7,500	8100	6700
Japan	21.08.19 	TOPIX	1,600	1,780	1,380
Switzerland	21.08.19 	Swiss Market Index	9,730	10,440	8,810
Emerging markets	23.08.19 	MSCI EM	950	1,100	870
Listed real estate		RUGL Index	5,200	5,600	4,800

Bonds

USD duration		10-year US treasury yield	1.80 (yield)	1.2 (yield)	2.4 (yield)
European duration		10-year German Bund yield	-0.50 (yield)	-1.0 (yield)	0.0 (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	310-330bps	270bps	520bps

Alternative investments

Gold	Gold (6 months)	USD	USD	USD
		1,600/oz	1,700/oz	1,400/oz
Crude oil	Brent crude oil (6 months)	USD	USD	USD
		63/bbl	75-90/bbl	40-50/bbl

Currencies 27.08.2019

		Currency pair		
USD		USDCHF	0.95	
		USDJPY	105	
EUR		EURUSD	1.15	
		EURCHF	1.09	
		EURGBP	0.87	
GBP		GBPUSD	1.32	
		GBPCHE	1.25	

- 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もみられない。我々の基本シナリオでは、米中貿易紛争がさらに激化し、相場の大きな変動を引き起こすと予想している。しかし、貿易紛争が、米国経済に景気後退をもたらす程、悪化することはないと考える。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、5%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 21 August 2019: 2,924

Six-month target

House View	2,925
Positive scenario	3,200
Negative scenario	2,300

+ 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。4-6月期(第2四半期)の企業業績はまちまちで、今年の増益率は-3%と予想する。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。米中貿易紛争は悪化し、英政府は合意なきブレグジット(英国のEU離脱)の可能性も示している。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 21 August 2019: 367

Six-month target

House View	340
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11.6倍、配当利回りも5%程度と魅力的な水準にある。しかし、今後6カ月の戦術的投資期間では、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。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。一方、英ポンド高となれば英国株式(MSCI英国)の下落リスクが高まる。英ポンドの方向性は国内政治と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8%割安で取引されている。第2四半期の企業業績は予想を若干下回る結果だったが、今年の増益率は1桁台前半と予想する。

Caroline Simmons, Strategist

FTSE 100

As of 21 August 2019: 7,204

Six-month target

House view	7,500
Positive scenario	8,100
Negative scenario	6,700

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高めだが、適正水準に近いと考える。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により、今年の増益率は緩やかながらも堅調な伸びを示すだろう。よって、2020年も増配が期待できる。今年は、通貨の影響は若干マイナス効果となると予想する。

Stefan R. Meyer, analyst

Swiss Market Index

As of 21 August 2019: 9,848

Six-month target

House View	9,730
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ために下値リスクが限られ、今後世界の景気指標が改善すれば上昇が期待できるからだ。貿易摩擦の激化と円高を根拠に、2020年3月期の企業業績予想を1%の増益から2%減益へと最近下方修正したが、この点を考慮しても、バリュエーションは(特にユーロ圏株式と比べた場合に)魅力的に見える。10-12月期は、主に前年同期の水準が低かったことの影響で回復が見込まれるとの見方を変えていない。日本株式のオーバーウェイトには為替ヘッジをつけていないため、円高はこのポジションの追い風になる。最後に、日本企業の中では、特に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安定的な高配当利回りを維持している銘柄、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 21 August 2019: 1,498

Six-month target

House view	1,600
Positive scenario	1,780
Negative scenario	1,380

新興国

● アンダーウェイト

米中貿易紛争の激化と、世界的な景気鈍化観測の広がりを受けて、新興国株式をアンダーウェイトに引き下げる。アジア地域に対する関税の直接的な影響は、域内企業の活動鈍化が響いて今後一段と深刻化する可能性が高い。さらに、各国固有のリスクも新興国の投資家センチメントを悪化させた。アルゼンチン大統領選挙の予備選挙で、現職のマクリ大統領が、野党候補に予想外の敗北を喫したことを受けて、アルゼンチン市場は下落した。マクロ経済環境の悪化も逆風に追い討ちをかけている。米国債の長短(10年国債/2年国債)金利が2007年以降で初めて逆転した。過去の事例に倣うと、これは景気後退リスクが高まる予兆である。中国の7月の景気指標は、再び軟化の兆候を示し、世界的な需要減退を受けて2019年4-6月期のドイツ経済がマイナス成長になるなど、欧州の景気見通しも懸念材料だ。

Jorge Mariscal, CIO Emerging Markets
Xingchen Yu, strategist

MSCI EM

As of 23 August 2019: 974

Six-month target

House View	950
Positive scenario	1,100
Negative scenario	870

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5%(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2018年、2015年以来の高水準に達したが、2019年は年初来で7%超下落している。不動産価格の伸び率は2015年以来低下を続けている。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10%を若干下回る水準だが、その殆どがここ6カ月の上昇分だ。年率3.7%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 and Maciej Skoczek, analysts

RUGL Index

As of 21 August 2019: 5,555

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カ月間安定した後、トランプ大統領が、関税対象となっていない中国からの輸入品に10%の関税を課すと発表したことを受けて、1.5%近辺まで急低下した。米連邦準備理事会(FRB)は、7月の政策決定会合で25ベースポイント(bp)の利下げを決定したが、パウエル議長の発言はややタカ派寄り、今回の利下げをあくまでも「景気拡大局面の途中での水準調整」と位置づけ、景気の先行きには楽観的な見方を示した。それでも、市場はさらに1%を超える利下げを織り込んでいる。先行き不透明感が引き続き経済に影を落としている。追加関税は来年にかけて経済成長率を0.3%押し下げ、経済成長率は潜在成長率を一時的に下回る可能性が高い。FRBは今後さらに3度の利下げを実施するだろう。そこまでやれば景気を下支えするのに十分だと考える。したがって、我々は現在の市場の評価を悲観的すぎるとみている。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、金利の緩やかな上昇を予想する。

Douglas S. Rothstein, strategist

10-year US treasury yield

As of 21 August 2019: 1.59 (yield)

Six-month outlook

House view	1.80 (yield)
Positive scenario	1.2 (yield)
Negative scenario	2.4 (yield)

欧州長期国債

● ニュートラル

これまで関税対象ではなかった中国からの輸入品に対して10%の関税を課すとトランプ大統領が唐突に発表し、これを受けてドイツ10年国債利回りは一時的に過去最低の-0.7%まで低下した。市場は、欧州中央銀行(ECB)もこの動きに追随すると確信しており、ここから来年にかけて最大で0.4%相当の利下げを織り込んでいる。追加の資産購入についてはコンセンサスができあがっているわけではない。貿易紛争による追加のリスクと、ECBの政策決定者によるハト派のコメントも考慮すると、ECBは利下げを実施するだけでなく、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)を導入するかもしれない。さらに、資産購入の可能性も高くなってきたと我々は考えている。スイス国立銀行(中銀)は、ECBに追随して、0.25%の利下げを実施するだろう。我々は、今後12カ月で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が挙げられる。

Douglas S. Rothstein, strategist

10-year German Bund yield

As of 21 August 2019: -0.67 (yield)

Six-month outlook

House view	-0.50 (yield)
Positive scenario	-1.0 (yield)
Negative scenario	0.0 (yield)

米国社債

● ニュートラル

米中貿易紛争の再燃に世界経済の成長への懸念があいまって、クレジット・スプレッドはこの1カ月で拡大した。米投資適格社債のスプレッドは拡大し、6月のピークに再び近づいた。一方、米国債利回りが、スプレッドの拡大分以上に大幅に低下し、長期債を中心にリターンはプラスになった。FRBは7月に25bpの利下げを実施したものの、先行き不透明感は払拭されていない。そこで、景気後退を回避するため今後数四半期で継続的に追加利下げを実施する可能性が高い。景気後退が回避できれば、これはキャリア(金利獲得)資産への十分な下支え要因となる。米投資適格社債のスプレッドは、我々の予想範囲の上限にある。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引き続き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 21 August 2019: 93bps

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

クレジット市場は、低調な景気指標(ユーロ圏、とりわけドイツが貿易主導の世界的な景気鈍化の矢面に立っている)と各国中央銀行によるさらなる金融緩和見通しの板挟みになっている。欧州投資適格社債については、中央銀行各行が金融緩和政策を進めるだろうとの期待が、ドイツ国債とのスプレッドを押さえつけてきたが、7月の低水準からは拡大した。しかし、国債利回りがこの拡大以上に(過去最低水準へと)低下したため、貿易紛争の激化による最近の市場混乱にもかかわらず、トータルリターンはプラスとなった。欧州投資適格社債の平均利回りは0.3%未満と非常に低いものの、世界の債券市場ではおよそ30%がマイナス利回りになっている現状では、引き続き魅力的な投資対象であり、戦術的(短期的)には引き続きオーバーウェイトを継続する。この1カ月で、ECBによる量的緩和再開の論拠が強まった。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 21 August 2019: 108bps

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

米中貿易紛争の最近の悪化によって、米国ハイイールド債のクレジット・スプレッドは6月の高水準付近まで上昇した。しかし、米国債利回りの低下でトータルリターンへの影響は低減することができた。スプレッドはその後、拡大分を半分程度戻し、月初来のトータルリターンは-0.2%となっている。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上乗せ分は、金融危機以降の中間値を下回ったままだ。我々は、今後6カ月でスプレッドは横ばい、もしくは若干縮小すると予想する。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、7月には2.4%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 21 August 2019: 421bps

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、8月前半におよそ400bp拡大したが、その後拡大分の大半を戻して、現在は年初来でわずか10bp拡大した水準にある。当月のトータルリターンはゼロ%だった。ハト派のECBと低調な景気指標で、ドイツ国債利回りは過去最低水準に押し下げられた。投資家が利回りを求める結果、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)損失に見合う利回り上乗せ分は、過去実績の中間値を下回ったままだ。今後6カ月でスプレッドは若干縮小するだろう。とはいえ、世界経済の成長見通しが引き続き不透明なため、縮小の動きには歯止めがかかると我々はみている。過去12カ月ベースのデフォルト率(発行体数加重平均)は、7月には0.2%へと低下した。今後12カ月では徐々に2%に向けて上昇するだろう。ユーロ圏経済は、成長率は鈍化しているものの景気後退は回避するだろう。景気見通しへの懸念から、銀行の融資条件は厳格化したが、ECBはハト派姿勢を変えず、調達コストは低水準を維持するだろう。

Philipp Schöttler, Carolina Corvalan and Vittorio Bosio, strategists

ICE BAML Euro High Yield Index spread

As of 21 August 2019: 379bps

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は、各国中央銀行のハト派姿勢への傾き、米国債利回り低下、中国の景気刺激策による恩恵を受けてスプレッドが縮小し、年初来リターンは12.7%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若干縮小すると予想する。

Michael Bolliger, Jérôme Audran, analysts and Alejo Czerwono, strategist

EMBIG Diversified ex-Venezuela*

As of 21 August 2019: 328bps

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大幅に低下する中、10.5%を記録した。その後、米中間の新たな緊張から、スプレッドは長期平均を上回る340bp近辺へと拡大した。今後6カ月の新興国社債利回りは、時に大きく変動しながらも、ほぼ横ばいに推移し、金利収入によってリターンは1桁台前半を予想する。不透明感の増す世界のマクロ経済見通しと地政学・政治リスクが同資産クラスのリスク調整後リターンの足かせとなっている。新興国通貨またはコモディティ価格の下落にさらされている発行体の債券は、リスク回避的なセンチメントが続けば下落しやすいだろう。しかしこれは我々の基本シナリオではない。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推奨する。今後も鍵となるのは引き続き銘柄選別だ。

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

CEMBI Diversified

As of 21 August 2019: 338bps

Six-month outlook

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

通貨

Thomas Flury, Head FX Strategy
Daniel Trum, strategist
Wayne Gordon, analyst

ユーロ／米ドル：どちらが安全通貨か？

米中貿易摩擦の最近の激化により、米連邦準備理事会（FRB）による積極的な利下げの可能性が高まっている。購買力平価などのファンダメンタルズ（経済の基礎的諸条件）からも、ユーロ高が予想され、FRBが利下げをすれば追い風になりそうだ。しかし、世界経済の成長が続くという我々の基本シナリオでは、FRBと欧州中央銀行（ECB）の利下げは互いの影響を部分的に相殺するため、今後6カ月のユーロ／米ドルの上値は1.15に抑えられるだろう。

米ドル／スイス・フラン：FRBと貿易リスクが引き金となって下落

FRBは利上げサイクルを終えた模様で、米国の経済成長率に黄信号が灯っていることから、現在は利下げを視野に入れている。したがって、この通貨ペアは、ファンダメンタルズの悪化が米ドルの足かせとなって、今後6カ月で0.95に向かって下降トレンドをたどると想定している。スイス国立銀行（中銀）は、スイス・フラン高を避けるための常套手段に頼りながらも、均衡を図ろうとする可能性が高い。

ユーロ／スイス・フラン：さらなる下落リスク

ユーロ／スイス・フランへの下落圧力が今後どれだけ強まるかは、FRBとECBがどの程度の金融緩和を行うか、そして世界経済がどの程度不透明かによって決まると思われる。スイス・フランには安全通貨として突如上昇するリスクがあるので、スイス国立銀行は、状況に柔軟に対応する政策スタンスを維持している。最終的には、世界経済の成長モメンタムが安定し、ユーロ／スイス・フランは今後6カ月で1.09近辺に落ち着くとみる。

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：目先のリスクがやや均衡

FRBによる利下げで日米金利差が縮小するとの予想から、4月以降は円高ドル安が進行した。米中貿易摩擦がさらに激化すると、この勢いはまだ続く可能性がある。しかし、日銀が他の中央銀行に倣って金融緩和に向かう姿勢を見せているため、米ドルが反発するリスクも高まっている。今後6カ月のドル円は1米ドル＝105円前後を推移するとみている。

米ドル／カナダ・ドル：カナダ・ドルは、世界的な貿易停滞の悪影響を被るだろう

米中貿易摩擦がさらに激化したため、投資家は、カナダ・ドルをはじめとする景気動向に敏感な通貨を売らざるを得ない展開となっている。我々はこの傾向が今後3カ月続き、米ドル／カナダ・ドルは1.35まで押し上げられると予想する。長期的には、安全通貨への強い需要は収まり、原油価格は再び上昇し、カナダ銀行（中銀）とFRBの政策金利は収斂に向かい、米ドル／カナダ・ドルは下落するだろう。

豪ドル／米ドル：中立寄りに近づくRBA

オーストラリア準備銀行（RBA）は、6月と7月に利下げを実施したものの、我々は、年内に1度と来年2月に利下げを行うとの見方を変えていない。とはいえ、雇用統計と消費者信頼感のデータが最近安定しているため、RBAには、すでに回復の兆しを見せている住宅市場と家計の負債比率の上昇をにらみつつ、追加金融緩和の是非を検討する時間的余裕がある。今後6カ月で米ドルが全面安となれば、豪ドル／米ドルは0.70を予想する。

ユーロ／ノルウェー・クローネ：グローバル・リスクが国内要素を凌駕する

最近では、貿易摩擦による世界景気の見通し悪化リスクが、ノルウェー・クローネの国内要因を凌駕している。我々は、世界経済が拡大を続けると予想しているため、ノルウェー・クローネをめぐる懸念も落ち着くだろう。ノルウェー中央銀行は利上げ方針を変えていない。今後6カ月のユーロ／ノルウェー・クローネは再び9.70までの下落（ノルウェー・クローネ高方向）を予想する。

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

経済成長見通しの悪化を受けて、世界的に金融緩和バイアスが高まっていることから、スウェーデン中央銀行の政策転換も十分にあり得る。したがって、ユーロ／スウェーデン・クローナはまず上昇し、その後は景気見通しの安定を受けて6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

	27.08.19	3M	6M	12M	PPP
EURUSD	1.111	1.12	1.15	1.17	1.30
USDJPY	105.6	106	105	103	74
USDCAD	1.323	1.35	1.35	1.32	1.20
AUDUSD	0.675	0.69	0.70	0.71	0.68
GBPUSD	1.224	1.29	1.32	1.35	1.58
NZDUSD	0.637	0.65	0.65	0.67	0.60
USDCHF	0.978	0.96	0.95	0.94	0.93
EURCHF	1.086	1.07	1.09	1.10	1.20
GBPCHE	1.197	1.23	1.25	1.27	1.46
EURJPY	117.4	119	121	121	97
EURGBP	0.908	0.87	0.87	0.87	0.82
EURSEK	10.721	10.80	10.60	10.60	9.87
EURNOK	10.008	9.80	9.70	9.70	10.52

Sources: Reuters EcoWin, IMF, UB5; as of 27 August 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

米国の実質金利が低く、株式市場が大きく変動し、米ドル安になっている時に金価格は上昇する。我々は2019年下期と2020年にこのすべての条件が整うと予想している。米連邦準備理事会(FRB)は、今後数カ月でフェデラルファンド(FF)金利を引き下げる可能性が高いため、米国の実質金利は今年来年ともに低水準が続くだろう。景気サイクルが成熟し、米中間の緊張が高まっているため、株式市場は大きく変動することが予想される。さらに、投資家の注目が再び米国の財政問題に向けられるようになると、米ドル安が進行するだろう。米中間の貿易紛争が新たな段階へと悪化したため、今後6カ月の金価格は1オンスあたり1,600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)の抑制に寄与できるため、貴重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 26 August 2019: USD 1,529/oz Six-month target

House view	USD 1,600/oz
Positive scenario	USD 1,700/oz
Negative scenario	USD 1,400/oz

原油

米中貿易紛争の激化と米ドル高が原油価格の重石となっている。現在の動きが原油需要の伸びを抑えると予想する市場参加者は多い。貿易紛争の激化が需要を冷やし、原油価格の重石となっている一方で、供給動向も考慮する必要がある。世界の原油供給量は日量1億バレル程度に落ち着いている。したがって、今後数カ月は原油在庫の取り崩しが続く予想されるため、目先の原油価格見通しは楽観的なスタンスを維持する。

Brent crude oil (6 months)

As of 21 August 2019: USD 60.3/bbl Six-month target

House view	USD 63/bbl
Positive scenario	USD 75–90/bbl
Negative scenario	USD 40–50/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

- 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
- 「ギャップに注目」 - 投資適格級への格上げが予想される「ライジング・スター」候補銘柄

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(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
- 新興国株式 ↓

↑ 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。

高齢者層による支出

長期投資(LTI)

年齢を重ねるにつれて、消費の焦点が変わる場合が多い。現在60歳以上人口は総人口の4人に1人を占めているが、2050年までには3人に1人にまで増加する見通しだ。高齢者層が世界人口に占める割合が高くなる中、彼らの購買力は今後一層影響力を増すと予想する。

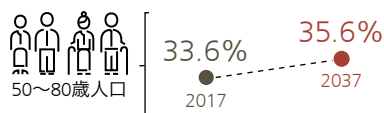
Laura Kane, Head of Investment Themes Americas
Christof Koumoudos, analyst; Caroline Simmons, strategist



今後の成長予想と投資機会

高齢化

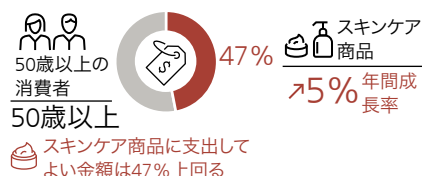
国連は、50歳～80歳の総人口に占める割合が、今後20年で33.6%から35.6%に上昇すると予測している。



出所: 国連、UBS、2017年現在

パーソナルケア・美容関連商品

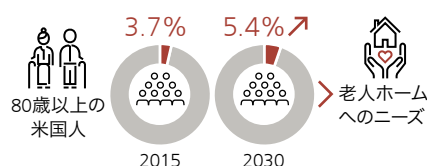
50歳以上の消費者がスキンケア商品に支出してよいと思う金額は、50歳未満の消費者を47%上回る。市場は年率5%の成長が見込まれる。



出所(成長率): ファクトセットのコンセンサス予想
出所(ピーク年齢の上昇): 2014年発表のカタール・ワールドパネル

住宅

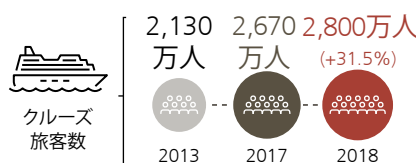
高齢化が進む中、老人ホームや介護付き住宅へのニーズが高まるだろう。米国の総人口に占める80歳以上の高齢者の割合は、2015年の3.7%から2030年には5.4%に上昇する見通し。



出所: 国連、経済協力開発機構(OECD)、UBS、2018年2月22日現在
UBS CIO長期投資レポート: Retirement Homes、2018年3月5日
出所: Foundation for Family Business、2019年6月

レジャー・観光

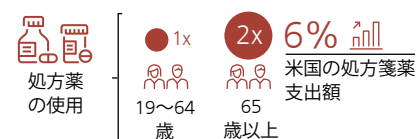
CLIAの推計によると、世界のクルーズ旅客数は、2017年の2,670万人から2018年には2,800万人に達した。2013年の2,130万人からは31.5%の増加である。米国の人口動態を追い風に、このトレンドは長期的に継続すると予想する。



出所: CLIA 2018 Cruise Industry Outlook、2018年6月更新

ヘルスケア

65歳以上の処方箋薬の使用は、19～64歳の2倍以上に達する。米国の処方箋薬の支出額は、今後10年で年間6%増加する見通しだ。



出所: 国連、OECD、UBS、2018年2月22日現在、UBS CIO、長期投資レポート: Retirement Homes、2018年3月5日

金融

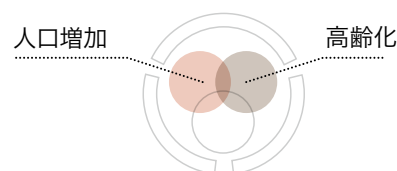
UBSが調査した富裕層の投資家5,000人の91%が、平均余命の伸長に伴い、資金計画の見直しを行っている。これが、金融サービス会社の収益機会につながる。



出所: UBS Investor Watch、UBS、2019年6月



「高齢者層による支出」投資の特性



○ 影響を及ぼす要因 ⊗ 主な成長要因



短期の成長牽引要因

- ・消費者信頼感
- ・金融市場の状況
- ・原油価格

米国スマート・ベータ

スマート・ベータは最も急速に成長を遂げている投資スタイルの一つである。学問的に裏づけられ、以前から成功している伝統的なリスク・プレミアム戦略を低コストで提供する。

Karim Cherif, strategist



投資期間

長期(12カ月超)

資産クラス

株式

スマート・ベータとは何か？

株式におけるスマート・ベータとは、時価総額加重で構成された通常の株式指数(MSCI米国株指数など)を基本にしつつ、負担するに値するリスクを集中して取ることでリスク・プレミアム(リスクをとることで期待されるリターン)を獲得しようと株式構成に偏りを持たせる準パッシブ戦略のことである。

どのようなポートフォリオの傾きを推奨するのか？

成長モメンタム、財務体質、小型株、リスク加重、バリュー株、高利回りが非常に優れたパフォーマンスの記録をもつスマート・ベータ・ファクター(リスク要素)として最も頻繁に用いられている。この6つのファクターは、長期的には時価総額加重による株式指数のパフォーマンスを上回ってきた(もっとも、短期的には指数を下回るファ

クターもあり得る)。米国株式に関しては、パフォーマンス改善には複数のスマート・ベータ・ファクターを組み合わせることを推奨する。

スマート・ベータがこれまで株式指数のパフォーマンスを上回ってきたのはなぜか？

スマート・ベータ・ファクターの変動要因はそれぞれ異なるため、分散投資効果をもたらすからだ。例えば、ベンジャミン・グラハム氏とウォーレン・バフェット氏によって有名になった「バリュー株」投資は、リスクを回避して「割安」株を買いたいという投資家の傾向を利用した戦略である。また、ヘッジファンドスタイルでは、「モメンタム」によっておよそ3,000億米ドル資産が拡大した。この戦略が効いているのは、投資家にはすでに上昇したものを買う傾向があるからだ。「小

型株」を支える理由はもっと単純である – 小規模な企業は業務の多角化を図れないので、それを補うために超過リターンを提供するというわけだ。

この戦略はどの程度のパフォーマンスを達成しているか？

最も頻繁に利用されている6つのスマート・ベータ・ファクターを等金額投資したポートフォリオのパフォーマンスを2001年にさかのぼって測定すると、MSCI米国株指数を毎年2.3%ポイント上回っている。さらに、スマート・ベータ投資は、総じてアクティブ運用よりも手数料が低い。

最近の展開

米国株式相場は7月に上昇した。株式時価総額指数は前月比1.5%、均等加重ファクターのポートフォリオは同1.6%のリターンとなった。

スプレッドのギャップに注目

クロスオーバー・セグメントへの投資

「クロスオーバー社債」(投資適格級の最下位と投機的格付けの最上位の特徴を合わせ持った債券)は価格が大きく変動しやすいが、その性質を受け入れる許容度と意欲のある投資家は、主要格付機関による格付けアクションを正確に予測できれば大幅なアルファ(追加リターン)獲得の可能性がある。信用格付けがBBB以下の銘柄への投資は、リスク回避型の投資家には適さないが、クロスオーバー・セグメントに分類される発行体の信用度に関しては、我々の投資見解を提供している。また、クロスオーバー銘柄投資の指針としてオーバーウェイト/アンダーウェイト用の銘柄リストも提供している。

Rochus Baumgartner, analyst
Tomas Lehotsky, analyst



投資期間
長期(12カ月超)

資産クラス
債券

「投資適格」から「投機的」への格下げは、多くの債券投資家にとっては一大事だ。投資適格債にしか投資できない投資家は、もはやそうした「フォーリン・エンジェル(投資適格級から投機的格付けに引き下げられた債券)」を保有できず売却を余儀なくされるため、対象銘柄は大幅下落することが多い。逆に「投機的」から「投資適格」への引き上げは、投資家にとっては吉報以外のなにものでもない。いわゆる「ライジング・スター(投資適格級に格上げされる可能性が高い投機的格付け銘柄)」は格上げにより、投

資家層が一気に広がるだけでなく、指数をベンチマークとしている投資家はそれらを購入せざるを得なくなるケースが多いため、高パフォーマンスを上げることが多い。しかし、格付機関が格付けの引き上げもしくは引き下げ判断をするまで市場が待つことはまずなく、「フォーリン・エンジェル」と「ライジング・スター」候補となる銘柄群のリスク・プレミアムは格付けが実際に変更されるかなり前に大きく動くことが多い。

その結果、「投資適格」と「投機的」の間に位置する「クロスオーバー・セグメント」への投資は、リスク回避型の投資家には向いていない。だが、格付け変更に伴う価格変動を受け入れる許容力と意思のある投資家は、格付けアクションを正確に予測できれば

大幅なアルファ(追加リターン)を得られる可能性がある。投資適格債とハイイールド債の分析チームの尽力により、我々は、現在クロスオーバー・セグメントに分類されているか、それに近い銘柄についてのガイダンスを示すことができる。さらに、クロスオーバー銘柄投資のオーバーウェイト/アンダーウェイト用の銘柄リスト(米ドル建て/ユーロ建て)も提供可能だ。

最近の展開

「ライジング・スター」が7月、「フォーリン・エンジェル」の発行残高を再び上回った。12カ月実績ベースでも、前者が後者をはるかに上回っている。先進国のBB/BBB格発行体の債券は、米ドル建てでもユーロ建てでも幅広い投資適格債セグメントをトータル・リターンで若干アウトパフォームした。

本レポートは投機的格付け債券への投資に関する一般的な情報提供を目的としたものであり金融商品の勧誘等を行うものではありません。また、お客様個々人に特有の投資目的、財務状況、投資経験、等を考慮したものではありませんので、お客様に適合しない投資に関する記述が含まれている可能性があります。なお、UBS証券株式会社ウエルス・マネジメント本部では、投機的格付け債券などは、その資産状況や投資経験等によりお奨めすることが妥当と判断される限定された投資家以外には紹介していません。

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。

