

UBS House View

Monthly Letter

2019年8月22日
Chief Investment Office GWM
Investment Research

8月25日付CIO Alertにて一部の戦術的資産配分が変更されておりますので、こちらをご一読ください。

逆イールドの不安

今月は、米10年国債利回りが、金融危機以降初めて米2年国債利回りを下回った。これを景気後退の予兆、あるいは株式の売りシグナルと捉える見方が投資家の間に始めている。

製造業の低迷

鉱工業生産高は世界中で低迷している。製造業は、世界経済の中で比較的規模が小さく、景気変動に左右されやすい。とはいえ、我々は、製造業の不調が米国または世界の全面的な景気後退を引き起こすとはみていない。

個人消費がけん引

米国の活発な個人消費支出は、企業の設備投資の落ち込みを補った。各国の中央銀行は、経済成長を維持するためにさらなる金融政策を実施する準備を既に整えている。一方、ドイツ、米国、中国はいずれも財政刺激策の実施を検討している。

資産配分

利回りを重視し、厳選された株式をオーバーウェイトとするとともに、カウンター・シクリカルな(反景気循環的)ポジションを維持する。(訳注:8月25日付CIO Alertにてグローバル株式のオーバーウェイトは終了)



Mark Haefele
Chief Investment Officer
Global Wealth Management

製造業の低迷は景気後退につながるのか?

今月は、米10年国債利回りが、金融危機以降初めて米2年国債利回りを下回った。第二次世界大戦後の米国では、景気後退に陥る前に長短金利が逆転していたため、ここに来て「景気後退」の検索数が跳ね上がっている。

しかし、逆イールドが株式の信頼できる売りシグナルであったとは言い切れない。米国大型株のリターンは、逆イールドが発生した翌年が平均8%で、2年後が15%だった。しかも、1965年以来8度あった逆イールドのうち、3年後にリターンがマイナスになったケースは1度しかない。

とはいえ、売りシグナルであるかどうかは別にして、米国市場での逆イールドは、現在市場を支配している2つの正当な懸念を反映している。第1に、最近特に製造業セクターに顕著に見られる景気指標の鈍化は、今後広がり、深まっていくのではないかと不安。第2に、トランプ大統領は、中国との貿易交渉を妥結するためには、米国経済が景気後退に陥ることも辞さないのではないかと不安である。

本レターでは、この2つの不安を検討した上で、我々がなぜどちらの見方も行き過ぎだと考えるのか、状況の変化を把握するために何に注目するのかを説明する。

世界の製造業セクターは低迷しているようだが、これが世界的な景気後退へと波及するかどうかは今のところわからない。小売売上高に関する最近のデータによると、米国の個人消費は、非常に低い失業率に支えられて好調さを維持している。米連邦準備理事会(FRB)、欧州中央銀行(ECB)、日本銀行、中国人民銀行による景気刺激策に加え、世界中で財政刺激策が取られる可能性もあり、景況感は支えられるだろう。

本レポートはUBS AG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」は大変重要なも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。

関税については、発表と実際の発動状況に目を向けると、今のところ、トランプ大統領は自らの関税発言を守っているものの、関税が発動されるのは発表時よりも株価が高い時に限られている。つまり、トランプ政権は関税の経済的影響をある程度気にしている可能性がある。そのことは、直近の追加関税の発動が一部延期されたことでも確認できる。

現在の環境は利回り追求戦略に有利。

全体として、経済データか企業収益データが安定するか、あるいは米中貿易紛争が本格的に収束に向かうまでは、我々は現在の投資環境で大きなリスクを取るわけにはいかない。とはいえ、さらなる景気減速に対抗するための金融・財政刺激策による効果や、リスク資産への投資を見送ることによるコストも考え合わせる必要がある。キャッシュ利回りや国債利回りは、インフレ率を当面下回ることが予想される。しかも、グローバル株式の益利回りや国債の実質利回りの差は、米国債との場合では2016年以来、ドイツ国債との比較では2013年以来で最も高い。

したがって、我々の戦術的資産配分*では、新興国通貨、米ドル建て新興国債券、欧州投資適格債のキャリー・ポジションで金利収入を生む投資戦略を通してリターンを高める。さらに、銘柄を厳選した米国株式と日本株式のオーバーウェイト・ポジションを維持する。景気後退に陥らないとの我々の基本シナリオが実現すれば、このポジションから高パフォーマンスが期待できるからだ。一方、カウンター・シクリカルな(反景気循環的)ポジションでバランスも取っておく。具体的には、日本円のオーバーウェイトとS&P500種株価指数のヘッジ・ポジションを取って、下落リスクに備える。

製造業セクターは、世界中でかなり鈍化している。

製造業セクターの低迷は景気後退を招くのか？

最近の景気指標は、世界の製造業セクターの急激な鈍化を示唆している。直近のドイツの製造業購買担当者景気指数(PMI)は43.6と活動の縮小を示している。7月の中国の鉱工業生産は前年同月比でわずか4.8%増と、17年ぶりの低水準となった。9月に米中で追加関税が発動される予定であるため、米ISM製造業景況感指数は、今後数カ月で50を割るだろう。

製造業は、世界経済の中で比較的規模が小さく、景気変動に左右されやすい。ここからの疑問は、製造業の不振が個人消費まで広がり、米国または世界全体の景気後退を引き起こすのかである。この点から、ユーロ圏の消費者信頼感指数と中国の小売売上高が最近落ち込んだ事実には注意が必要だ。

米国をはじめ各国の個人消費のペースは衰えていない。

ただし、米国の個人消費(およそ中国とドイツの全体を合わせた規模)は依然好調だ。4-6月期(第2四半期)の米国の国内総生産(GDP)は前期比年率2.1%拡大した。企業の設備投資の落ち込みを活発な個人消費が穴埋めし、小売売上高は7月だけで前月比で0.4%伸びた。

世界中の政策決定者たちが、この鈍化を見逃さずに対応措置を講じようとしている兆候が見えるのも安心材料だ。フェデラルファンド(FF)金利の追加引き下げ期待も追い風となって、住宅ローン金利はすでに低下しており、30年固定金利の平均は3.69%と、2年ぶりの水準にある。中国人民銀行は、指標となる貸出金利を市場に基づく金利システムに変更すると発表した。これは企業の借入れコスト低下につながりそうだ。ドイツ、米国、中国も、景気減速が長引けば財政刺激策の実施を検討している。

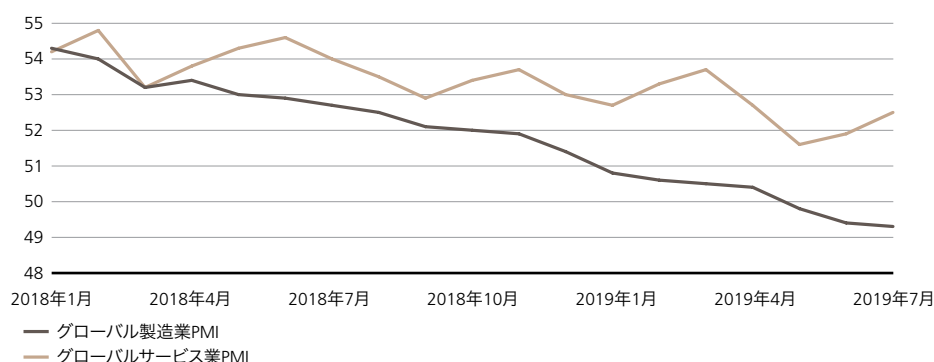
*訳注:8月25日付CIO Alertにて一部の戦術的資産配分が変更されておりますので、こちらもご一読ください。

失業率がすでに低い時に、金融面・財政面からの景気刺激策を実施して効果が上がるのかについては賛否両論ある。しかし我々は、米国の消費関連データが強いうちは、製造業の鈍化が世界全体の景気後退を引き起こすとは考えていない。グローバル・レベルで見ると、サービス業の景況感は製造業よりもしっかりしている(図表1参照)。景況感が重要なときに、世界中の金融当局と財政当局が景気支援策を講じる意思を示している事実を過小評価してはならない。

図表1

製造業が後退する中、サービス業は持ち直している

JPモルガン・グローバル製造業およびグローバルサービス業購買担当者景気指数 (PMI)



出所：ブルームバーグ、UBS (2019年8月現在)

関税：休戦か戦闘継続か？

消費者の景況感と世界の製造業が今後どうなるかに影響を及ぼす大きな要因が、米中間の貿易紛争であることは明らかだ。

トランプ大統領は最近、景気後退を対中国との貿易紛争にはっきりと結びつけて次のように語った。「『このままだと、2カ月の景気後退に陥ってしまうのではないか?』との貴方の発言にとって良かろうが悪かろうが、私はこれ(貿易紛争の解決に向けた努力)に取り組んでいる。誰かが中国に対処しなければならなかったのだから」。

景気後退が3カ月続いたら大統領がどう出るかはまだ明らかではないが、確かなことが1つある。米大統領選挙に向けた情報・世論操作が既に始まっているということだ。現在は、これまで以上に、投資家は新聞の見出しではなく、データに注目することが重要だ。

トランプ大統領は関税に関する公約を実現してきたが、その経済的影響をかなり気にしているように見える。

昨年初めに最初の関税が発動されて以来、トランプ大統領は自ら発表していたすべての関税を結局すべて実現した。このパターンが踏襲されるとすれば、現在は発動されていない中国からの輸入品3,000億米ドルに対する10%の関税は、いずれ課されることになるだろう。*しかし、トランプ大統領は、関税の発表

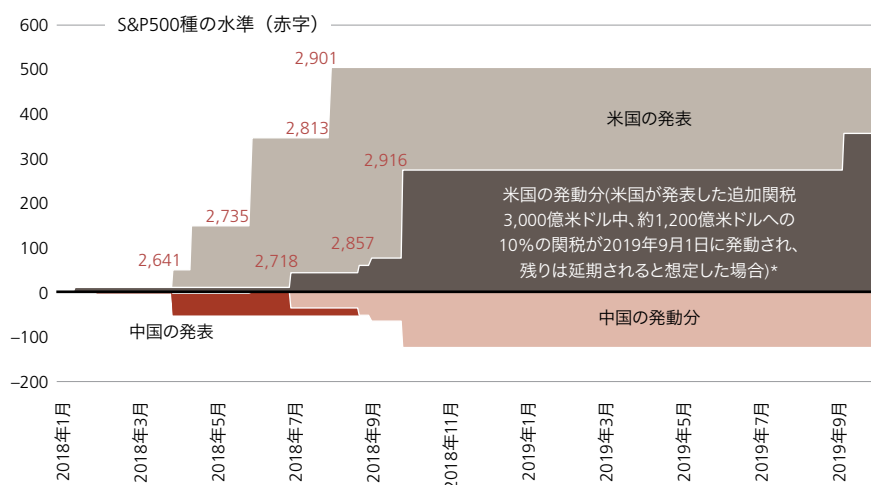
*訳注：トランプ大統領は23日、中国に対する関税措置として次の内容のツイートを投稿している。1)すでに関税対象となっている2,500億米ドル相当の中国製品への関税率を、10月1日付で25%から30%に引き上げる。2)関税対象になっていない3,000億米ドル相当の残りの中国製品への関税率を10%ではなく15%とする(9月1日に発動されるのは半分未満の品目への関税のみであり、残りの品目の発動日は12月15日となる)。

時よりS&P500種株価指数が高い時以外は、関税の全面発動に踏み切っていない。さらに、前回の関税発表時よりもS&P500種が高い時以外は、新たな関税を発表してこなかった(図表2参照)。

図表2

トランプ大統領が新たな追加関税を発表するのは、S&P500種株価指数が上昇した時だけ

米国と中国による関税合戦（単位：10億米ドル）とS&P500種株価指数の水準



出所：パークレイズ、ブルームバーグ、UBS（2019年8月現在）

トランプ大統領は通商政策を米国の株式市場だけを頼りに決めていたとは思えないし、関税政策の予測可能性に価値を置いている証拠もほとんどない。したがってこれまでの姿勢がいつ変わってもおかしくない。しかし、こうした事実は、関税が米国の経済、企業の景況感、金融環境に及ぼす影響をトランプ大統領がある程度気にしていることを示しているのではないだろうか。

トランプ大統領は8月1日に新たな関税を発表したが、13日に株式市場がそこから4%下の水準まで下落すると、これまでと同様、一部の関税を12月15日まで延期すると発表した。ホワイトハウスの職員らは、米国経済がさらに悪化した場合の措置として、給与税の引き下げなどの対応策リストを作成しているとの報道もある。

10%の関税は発動されるだろうが、さらなる延期も考えられる。

以上を踏まえ、中国からの輸入品3,000億米ドルに対する10%の関税はいずれ課されるが*、景況感と金融市場のセンチメントが悪化すれば、ホワイトハウスはこれまでのパターン通り、さらなる延期を決めることもあり得るとするのが我々の基本シナリオだ。

* 訳注：トランプ大統領は23日、中国に対する関税措置として次の内容のツイートを投稿している。1)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日付で25%から30%に引き上げる。2)関税対象になっていない3,000億米ドル相当の残りの中国製品への関税率を10%ではなく15%とする(9月1日に発動されるのは半分未満の品目への関税のみであり、残りの品目の発動日は12月15日となる)。

我々は、現在も米国経済と世界経済の拡大が終了したと判断するのは時期尚早だと考えている。

投資家のキャッシュ・ポジションは金融危機以降で最も高い。

結論

景気指標が悪化し、貿易紛争も拡大したため、景気後退のリスクが上昇している。その他、「合意なしの」ブレグジット(英国のEU離脱)や、追加景気刺激策が予想される一連の中央銀行の金融政策決定会合など、ここからしばらくは景気見通しをさらに悪化させかねない「イベント・リスク」が多い。

しかし我々は、米国経済あるいは世界経済の拡大が終了したと判断するのは時期尚早だと考えている。米国経済を支える個人消費はおおむね健全に伸びており、トランプ大統領は、政策決定において投資家の景況感を計算に入れている模様である。世界中の政策当局も、すでに景気減速に備えた施策を準備している。FRBは今後3回の利下げを、ECBは0.2%の利下げを実施すると予想され(国債を用いた量的緩和策も選択肢にある)、中国人民銀行は金利引き下げとともに、商業銀行向けの預金準備率の引き下げを実施する可能性が高い。米国、欧州、中国で財政刺激策が実施される可能性もある。

以上の施策が経済成長を刺激するのに効果を発揮するかはまだわからない。しかし、金融緩和政策の投資家へのメッセージ性はなお強く、実施されれば今後も安全資産の利回りを低下させ、企業のデフォルト(債務不履行)率を抑制するだろう。こうした環境では、景気指標が改善し、リスクを取って株式購入するタイミングを待ちながら、金利収入を得る機会を探すタイミングだと我々は考える。

戦術的資産配分*

投資家は、グーグルで「景気後退」の検索件数を急速に増やしただけでなく、キャッシュの保有比率を高めることで世界経済の先行き不透明感に対応してきた。その結果、現在のキャッシュ比率は世界金融危機以降で最高水準に達している(図表3参照)。

図表3

投資家は資産をキャッシュに逃避させている：MMFの純資産額が2009年以降の最高額に

ICIのマナーマーケットファンド (MMF)の純資産総額 (単位：1兆米ドル)



出所：ブルームバーグ、UBS(2019年8月20日現在)

しかし、グーグルでの単語検索にはコストはかからないが、投資方法の決定には機会コストを考慮しなければならない。先物市場が正確であれば、リスクフリーの欧州債券を10年間保有していた場合の機会コストは、名目ベースで累積7%、インフレを加味するとおよそ18%になる。一方、グローバル株式の益利

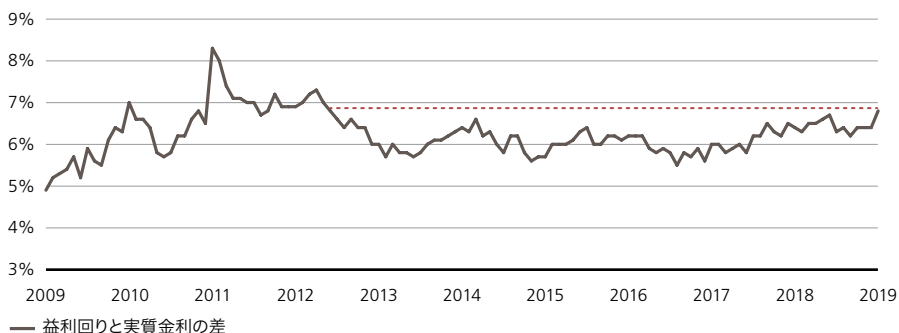
*訳注：8月25日付CIO Alertにて一部の戦術的資産配分が変更されておりますので、こちらもご一読ください。

回りと国債の実質利回りとの差は、ドイツの実質金利に対しては6.8%、米国の10年実質金利に対しては5.8%となるが、前者は2013年以降、後者は2016年以降で最も高い(図表4参照)。

図表4

益利回り－実質金利の差が2013年1月以降の最高水準に

グローバル株式の益利回り（12カ月予想ベース）－ドイツの実質金利



出所: データストリーム、UBS (2019年8月現在)

したがって、我々の戦術的資産配分では、リスクを均衡させたポジションを取る。新興国通貨、米ドル建て新興国債券、欧州投資適格債の金利収入を狙ったポジションと、景気後退に陥らないという我々の基本シナリオが正しかった場合に高パフォーマンスを上げられる、選別した株式銘柄のオーバーウェイトを組み合わせる。同時にカウンター・シクリカルな(反景気循環的)ポジションでバランスを取る。具体的には、日本円のエクスポージャーとS&P500種株価指数のヘッジ・ポジションを取って下落リスクに備える。

戦術的資産配分では、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。

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(株価水準)は債券に比べて魅力的だ。しかし、さらなる景気減速または貿易摩擦の激化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。

世界貿易に関する不透明感と、世界経済の成長率鈍化への不安が高まる環境下では、ユーロ圏株式の方が下がりやすいと我々はみている。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手段を持っているからだ。

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。

日本株式の年初来の上昇率はわずか3%と、それぞれ12%、11%に近づいている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、日本はまだ織り込んでいない。

* 訳注: 8月25日付CIO Alertにてグローバル株式のオーバーウェイトは終了。

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継続する。

金融緩和政策が実施される環境では、欧州投資適格債は比較的 low risk 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。

高格付債と英国株式に対して米ドル建て新興国国債をオーバーウェイトとする。

米ドル建て新興国国債の方が、リスク調整後リターン of 長期見通しがよく、ベネズエラ債を除いた新興国国債の指数(EMBIダイバーシファイド指数)の米国債とのスプレッド(利回り格差)が330 ベーシスポイント(bp)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、プレグジット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。

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。

市場は、来年にかけておおよそ100bpの利下げを織り込んでいる。我々はこれを過剰な見方と捉えており、キャッシュに対する米2年国債のアンダーウェイトを推奨する。金利収入が見込めるのもこのポジションの魅力である。

低金利通貨のバスケットに対し、高金利の新興国通貨のバスケットをオーバーウェイトとする。*

低金利通貨の豪ドル、ニュージーランド・ドル、台湾ドルに対し、高金利通貨である南アフリカ・ランド、インドネシア・ルピア、インド・ルピーのオーバーウェイトを継続する。

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/米ドルは現在1.21と、我々が適正水準とみている1.58を大幅に下回る。市場は現在、10月末までに英国は合意なしにEUを離脱する可能性をおおよそ50%と見ているようだ。英国議会では今なお「合意なし」への反対が大勢であることから、この見方は行きすぎと我々はみている。一方、英国経済は順調に推移しており、インフレ率はイングランド銀行(中銀)の目標水準にある。

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。

ノルウェーのインフレ率が中央銀行の目標を上回っているため、年内に再利上げの可能性がある。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、カナダ銀行(中銀)がさらにハト派スタンスを取ることが予想されるからだ。

* 訳注: 8月25日付CIO Alertにて南アフリカ・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。



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、世界の経済成長と金融政策の見通しが議論された。

- 経済成長率は世界的に鈍化しているという点でおおむね意見の一致を見た。しかし、2020年に米国が景気後退入りしている確率については、15%から40%までと意見が様々に分かれた。
- 参加者の大半は、中央銀行の政策が有効に機能するとは考えておらず、かつて実施された量的緩和策は実体経済への影響という意味では、その効果を殆ど使い果たしていると捉えている。とはいえ、金融緩和策が金融資産価格に及ぼす影響をプラスと捉える参加者も一定数いた。
- 今後数カ月に各国中央銀行が予想通りの措置を講じたとしても、財政政策がそれに続くという見通しで一致した。財政政策が2020年初めには発動されると予想する参加者もいた。

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、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。