

UBS House View

Monthly Letter

2019年9月26日

Chief Investment Office GWM
Investment Research

金融緩和が進む

現在の景気減速に対処するには、金融緩和政策に再び頼る必要があるようだ。今後数カ月で金融緩和はさらに進むだろう。

効果は限定的

金利は世界中ですでにかなり低くなっているため、金融面からの景気刺激策の効果は限定的だろう。

潮流の変化

各国の中央銀行は、財政政策の出番が来たと考えているようだが、我々は景気刺激策によっても市場がここから大きく上向くとはみていない。

資産配分

株式のアンダーウェイトを継続する。ユーロ圏株式よりも米国株式を、また現在の投資環境ではインカム収入獲得戦略を推奨する。



Mark Haefele
Chief Investment Officer
Global Wealth Management

ヘリコプターを求む

フランシス・コッポラ監督は、映画「地獄の黙示録」の撮影には政府のヘリコプターが必要だとわかると、ロケ地をフィリピンにし、同国マルコス大統領(当時)は軍用機の貸し出し要請に応じた。

政府のヘリコプターの必要性は、退任が近づく欧州中央銀行(ECB)のドラギ総裁の最近の記者会見でもテーマになった。「ヘリコプター・マネー」で欧州景気を刺激できるのか、との質問に対し、ドラギ総裁は「人々に金を渡すのは、それがどのような形であれ財政政策の仕事であって、金融政策ではありません」と述べた上で、「財政政策の出番が来たとは私は考えています」と付け加えた。

中央銀行の幹部たちの判断と期待はともかく、朝の地平線に豊富な紙幣を積み込んだヘリコプターはまだ見えてこない。「地獄の黙示録」で使われたヘリコプターによる効果に対する見解やヘリコプター・マネーに対する経済的見識は横に置き、本レターでは、市場に影響を及ぼす財政政策と金融政策の動きに目を向けたい。

ドイツには財政面から景気刺激策を実施する余地がある。しかし、経済危機が本格化するまでは積極的にそうする気がないようだ。一方、米議会は上下両院で多数政党が違うねじれ状態にあるため、来年の米大統領選挙までは大規模な景気刺激策の障害となるだろう。中国には財政政策の手段も意欲もあるが、債務の伸びを抑えるために、現在の景気サイクルでは緩やかな刺激策にとどめる可能性が高い。

現在の景気減速に対処するには、金融政策に再び頼る必要があるようだ。各国中央銀行は今後数カ月で追加金融緩和策を実施するだろう。その結果、米国とユーロ圏経済は景気後退を回避し、市場の下落は緩和されるだろう。さらに、予定されている追加関税が発動される前に、通商交渉が予想外の進展を見せる可能性もある。米中貿易交渉の進展なしでは、各国中央銀行は市場を本格的に押し上げるほどの影響力があるとは考えにくい。しかも、貿易交渉合意への期待はこれまで何度も裏切られてきた。

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はないかとご留意ください。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。

現在の景気減速に対処するには、金融政策に再び頼ることに
なりそうだ。

我々は、戦術的(短期的)ポジションとして、株式をアンダーウェイトとする中で、ユーロ圏株式に対し米国株式をオーバーウェイトとし、一部の新興国通貨、米ドル建て新興国国債、欧州投資適格債をオーバーウェイトとするインカム収入獲得戦略を取る。

財政政策

政府がさらに支出すべきなのか、あるいは支出できるのかは、詰まるところ政治的な問題である。投資家として、我々は主要経済国の現在の政治哲学を理解し、それが財政刺激策の実現にどう寄与するかを解釈し、今後起こるさまざまなイベントによって、その哲学あるいは政府の対応がどう変わりうるかを考えなければならない。

今のところ、短期的に市場をさらに押し上げるほどの財政刺激策が取られる見込みはない。

こうした点を考慮に入れると、今のところ、主要国・地域において、短期的に市場をさらに押し上げるほどの財政刺激策が取られる見込みはない。

ユーロ圏では、マーストリヒト条約により財政赤字を国内総生産(GDP)の3%以内に抑えるという財政規律があるため、域内各国が財政刺激策を実施できる余地は限られている。経済規模が最大のドイツには、この制約の中で刺激策を講じる余地があるが、2020年には財政均衡の維持を目指す模様である。

ドイツのシュルツ財務相は、「ドイツおよび欧州で、経済危機がもし本当に勃発した場合には、我々は数十億ユーロで対抗する準備がある」と述べた。しかし、これは単に、財政政策は能動的というよりも、受動的な措置であることを確認しているにすぎない。この発言の後で「数十億ユーロ」とは500億ユーロであることが確認されたが、これはドイツGDPの1.5%、ユーロ圏GDPの0.4%にすぎない。

ドイツでは、テクニカル・リセッションだけで政府支出が拡大することはなさそうだ。

ドイツのシニア・エコノミストや政策決定者との会話によると、財政均衡維持の変更が必要になる状況までには程遠いようだ。米中貿易紛争の激化、あるいは合意なしのブレグジット(英国のEU離脱)が起きないかぎり、テクニカル・リセッション(2四半期連続のマイナス成長)だけで政府支出が拡大する可能性は低い。

米国は従来、財政刺激策の意欲が他国よりも強い。最新の事例は2017年で、米議会予算局によると、この年に実施された減税の影響で、米国のGDPは2018年に0.3%伸びたという。しかし、現在はねじれ議会の状態にあるため、目先では大幅な景気刺激策は講じられそうにない。

米議会は、目先での景気刺激策の障害となる可能性が高い。

財政政策が国内経済に果たすべき役割を、米国がどう考えているのか。それを見極めるため我々は米国大統領選挙を注視していく。とりわけ、財政当局と金融当局による協調の必要性に対する候補者たちの考えに耳を傾けたい。両者の協調が進むと、高インフレのリスクを冒してでも財政赤字を拡大する方向に進みかねない。

中国も過去には景気刺激策を効果的に使ってきた。最も特筆すべきは2007～09年の世界金融危機後の対応で、世界経済のさらなる減速を食い止めるのに貢献した。そして今年、すでにGDPのおよそ2%に相当する減税と手数料削減を組み合わせるばかりでなく、地方債についても、昨年の2兆2,000億人民元から3兆1,000億人民元へと発行上限の拡大も認めた。この発行枠は、インフラ投資を支えるために10-12月期(第4四半期)に引き上げられる可能性さえある。

中国は過去には景気刺激策を効果的に使ってきたが、グローバル投資家は、過去数年ほどにはその効果を実感しない可能性が高い。

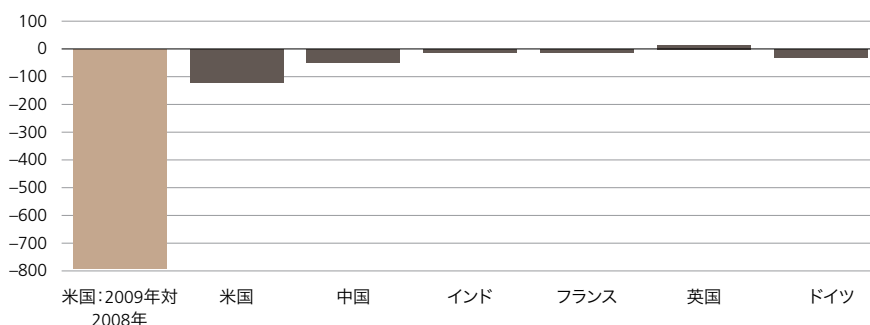
しかし、2008年の時とは違い、政策決定者たちは、過剰な景気対策に伴う副作用(インフレ率の高騰、債務拡大、不動産価格の上昇など)の可能性をはるかに強く意識している。したがって、経済への資金注入を続けるとしても、以前よりも慎重で受動的になっていることに加え、景気見通しの変動と米国との貿易交渉の進展を見ながら手を打つ可能性が高い。その結果、グローバル投資家は、過去数年ほどにはその効果を実感しないだろう。

以上のように、米国とユーロ圏で財政刺激策がすぐに実施される可能性は低く、中国政府がどう出るかは今後の経済情勢にかかっている。インドのような例外を除き、大半の主要国は、現在の経済成長の減速を緩和しようと金融政策に依存することになりそうだ。

図表1

主要国での財政刺激策には限界あり

財政収支の変化（2019年予想対2018年実績と米国の2009年対2008年）（単位：10億米ドル）



出所:UBS(2019年9月25日現在)

この1カ月で、主要8カ国の中央銀行が利下げを実施した。

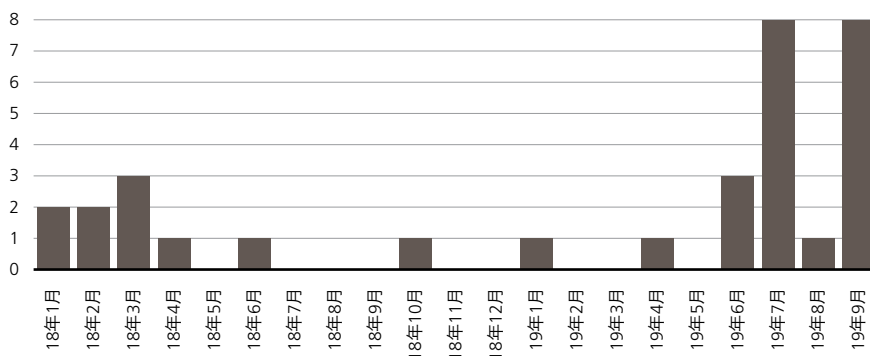
金融政策

経済成長を支えるには政策対応が必要だ、という各国中央銀行の主張は口先だけではなく、実際の行動にも現れている。この1カ月で、主要8カ国の中央銀行が利下げを実施した。

図表2

中央銀行はすでに行動を起こしている

中央銀行による利下げ回数



出所:ブルームバーグ,UBS(2019年9月25日現在)

ECBは、中銀預金金利の引き下げ、毎月200億ユーロの量的緩和、商業銀行への金融支援といった一連の施策を発表している。米連邦準備理事会(FRB)は、25ベーシスポイント(bp)の利下げを年初から2度実施し、今後の経済状況いかんではさらなる利下げもありえる。日銀の黒田総裁は、現在-0.1%の政策金利の深掘りが政策オプションに入っていると述べている。そして、中国人民銀行は預金準備率をさらに50bp引き下げしており、さらなる緩和の可能性も予想されている。

中央銀行には行動を起こす体制が整っているが、現在の政策ツールの有効性については限界が見えている。たとえば、欧州における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)は、ECBがマイナス金利の副作用を緩和する新たな手段を模索する必要に迫られていることの現れである。中国は、金融政策の波及メカニズムが非効率的で、銀行に十分な流動性を提供したにもかかわらず企業の調達コストが大きく下がらなかった。そこでこれを改善すべく、銀行貸し出しの新たな指標となる最優遇貸出金利(プライムレート)の導入を余儀なくされた。そして、日本では、2016年からマイナス金利を導入しているにもかかわらず、銀行の貸し出し姿勢は、相変わらず慎重である。

一方、FRBは、不透明な政治情勢が景気減速の主な理由となっているときには、利下げの効果は限られる可能性があることを意識するだろう。FRBのエコノミストが作成したある調査報告では、通商政策の不透明感が、この1年では世界のGDP成長率を0.8%ポイント押し下げたと試算されている。パウエルFRB議長は最近の記者会見で、金融政策の効果が現れるにはかなり時間がかかり、しかもその長さは一定しない点を改めて強調した。

民間企業のオーナーおよび経営幹部の見方

追加利下げの有効性が低いことは、我々が8月にインタビューを行った「UBS産業リーダー・ネットワーク」*のメンバーの意見にも明らかに示された。金利低下が起きても、自社の借り入れ計画を変更しないと言う。インタビュー対象者の多くがキャッシュでビジネスを行っており、負債を抱える方々も、景気サイクルの現段階では借り入れを増やすことによるメリットをほとんど見いだしていなかった。

借り入れコスト低下による恩恵よりも、製造業を中心とする一部セクターの経済活動の鈍化や消費者の先行き不透明感の高まりなど、そもそも金利を低下させている悲観的材料への懸念の方が上回ると指摘するリーダーも複数いた。

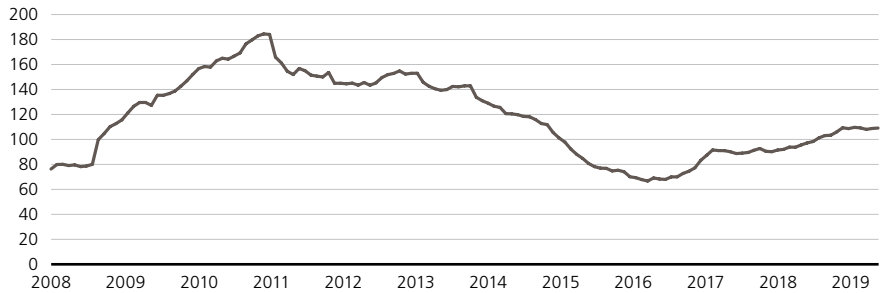
投資対象に関しては、民間企業のオーナーたちは、長期のサステナブル投資など安定成長の期待できる資産クラスへの配分を進めている。現在のこのような低金利時代には、こうした投資対象からの投資リターンや社会的リターンが、伝統的な金融資産からの投資リターンを上回ると予想している。

*「UBS産業リーダー・ネットワーク」は、世界中のUBSのお客さまなど、民間企業のオーナーと経営幹部で構成されています。メンバーの皆様のご意見はUBSと異なる場合があります。

図表3

政治情勢の不透明感が着実に高まった2019年

米国経済政策不確実性指数（ニュースに基づく指標。30日移動平均）



— 米国経済政策不確実性指数(30日移動平均)

出所:ブルームバーグ、UBS(2019年9月24日現在)

現在の環境における金融政策の有効性は疑わしい。

各国の中央銀行は、経済成長が鈍化する低インフレ率の時代に、手持ちの政策ツールを使って景気を刺激しようとしている。しかし同時に、意図しない結果を招くリスクを減らすために慎重に動く必要もある。というのも金利はすでに非常に低く、政策ツールの有効性が疑わしいからだ。金融政策が経済効果を発揮するには、貿易摩擦の解決が必要かもしれない。

資産配分

積極的な財政発動に乗り出そうという意思が大半の国に欠けており、金融政策の効果も疑問視されているため、景気刺激策が中期的に市場を本格的に押し上げる確率は、予想を下回りそうな気配である。しかし、経済成長率が今後さらに下がった場合、金融緩和策と受動的な財政政策が講じられれば、企業を襲っている圧迫感が緩和する可能性はある。

図表4

米ドル建て新興国国債の魅力的な金利収入

ブルームバーグ・パークレイズ・ユーロドル（格付けAa以上）に対するJPモルガンEMBIグローバル・ダイバーシファイド指数のスプレッド(単位:%)



出所:ブルームバーグ、UBS(2019年9月24日現在)

今月は、主に3つの投資アイデアに焦点を当てる。①株式をアンダーウェイトとしつつ、②米国株式をユーロ圏株式に対してはオーバーウェイトとする、③米ドル建て新興国国債と選別した新興国通貨、欧州投資適格債のオーバーウェイトなどの利回り獲得戦略。

株式のアンダーウェイトを継続する。

• **株式のアンダーウェイトを継続する。**

株式市場は、米中貿易交渉に加え、米国での大統領弾劾手続きや不透明感を強めるブレグジットといった地政学的懸念などに振り回されている。各国中央銀行は、株式市場を下支えする方策を講じることはできようが、短期間で大幅に押し上げるほどの力があるとは思えない。とりわけ、新興国とユーロ圏の株式を戦術的(短期的)にはアンダーウェイトとする。

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。

• **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。**

株式市場全体はアンダーウェイトとするものの、米国市場はユーロ圏市場をアウトパフォームするだろう。これは、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いう我々の見方に基づいている。我々は、米国市場の方が底堅いと予想する。年初から50bpの利下げをした後でも、FRBの方がECBよりも多くの景気対策手段を持っているからだ。しかし、より明白な成長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。

インカム収入獲得戦略を推奨する。

• **インカム収入獲得戦略を推奨する。**

経済成長が鈍化する環境では、各国では金融緩和政策が続くだろう。我々は、米ドル建て新興国国債、選別した新興国通貨、欧州投資適格債のオーバーウェイトで利回り収入を得る機会があるとみている。

さらに、資産配分では、次のポジションを継続する。

米ドルに対する豪ドルのアンダーウェイトを開始する。

• **米ドルに対する豪ドルのアンダーウェイトを開始する。**

世界規模の貿易摩擦は、アジアの経済成長のセンチメントに悪影響を及ぼしており、中国の経済成長の代替指標とみられがちな豪ドルの押し下げ要因となろう。オーストラリアでは、内需と雇用の伸びが急速に悪化しているため、豪州準備銀行は、これに対処するために金融緩和をさらに進める可能性もある。

米ドルに対して英ポンドをオーバーウェイトとする。

• **米ドルに対して英ポンドをオーバーウェイトとする。**

ブレグジットをめぐる最近の予想外の展開は、合意なきブレグジットに強硬に反対している英国議会の閉会を違法とした英国の最高裁判所の判断だった。英国は合意なしでEUを離脱するのではなく、10月31日の離脱期限の延期を申し入れるという我々の基本シナリオは変わっていない。英ポンド/米ドルは現在購買力平価の1.58を大幅に下回る1.23で取引されている。イングランド銀行は政策金利を据え置いているが、他の多くの主要中央銀行は金融緩和政策を実施している。

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。

• **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。**

不透明な世界経済の見通しがノルウェー・クローネを現在押し下げているが、ノルウェー経済は潜在成長率を上回る成長を続け、インフレ率も目標水準に近い。ノルウェー中央銀行はなお、来年末までにもう一度利上げを実施する可能性がある。一方、ECBは、中銀預金金利の引き下げや量的緩和プログラムなどの金融緩和策を発表した。カナダの住宅市場は低迷が続き、カナダ中央銀行がハト派スタンスを維持しているため、カナダ・ドルの見通しには慎重姿勢を維持する。

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。

- **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。**
ユーロ圏株式は年初来で21%上昇したが、日本株式は最近反発したものの、年初来の上昇率はわずか11%と出遅れている。ユーロ圏と日本は、いずれも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。我々はさらに、戦略的な日本株式保有分に通貨ヘッジを適用しない。



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、経済成長率の見通しと地政学が議論された。

- 単なる景気後退ではなく、業績リセッションに目配りすることの重要性が複数の参加者から指摘された。
- 米中貿易戦争、ブレグジット、および各国中央銀行による期待外れの施策がリスクとして挙げられた。このような環境では、投資対象の選別と分散投資が引き続き鍵となるとの指摘がなされた。
- 2020年の注目点としては、インフレ率の上昇、企業業績、米国大統領選挙、地政学的な緊張が挙げられた。

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。