

# UBS House View

Monthly Letter

2019年11月14日  
Chief Investment Office GWM  
Investment Research

## 米中は合意に至るのか？

米中通商協議が進展しているとの期待的観測から相場が上昇している。しかし、トランプ米大統領が追加関税を予定通り課すと決断した場合には、上昇分がすぐに下落によって相殺される可能性がある。

## 金融緩和政策

金融政策は7-9月期(第3四半期)に緩和され、実質金利は低い。これが続くかどうかは現時点では不明だが、米連邦準備理事会(FRB)には、バブル潰しをする意図はないようだ。

## 復活のかすかな兆し

製造業の軟化は、まだ個人消費に波及していない。生産高よりもかなり悪化していた製造業者の景況感にも、安定化の兆しが見え始めた。

## 資産配分

新興国株式のアンダーウェイトと欧州投資適格債のオーバーウェイトを終了する。現在は、株式全般をニュートラル、米ドル建て新興国国債をオーバーウェイトとしている。



Mark Haefele  
Chief Investment Officer  
Global Wealth Management

## マスカティーンへの 曲がりくねった道

株式相場がこの1カ月で上昇したのは、アイオワ州マスカティーン\*近くの凍えそうな農場で、習近平中国国家主席がトランプ大統領と会談し、米国産大豆購入という400億米ドルの小切手を携え全世界のメディアの前でポーズを取るといったシーンを多くの投資家が期待しているからだ。



大豆畑 出所: Getty images

\* 習国家主席は1985年に、中国代表団の一員として、マスカティーンに滞在した。

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。

しかし、こうしたイメージが現実になるとは我々は考えていない。現時点では、通商交渉担当者ですら、トランプ大統領が12月15日の追加関税が予定通り実施するのかどうか分かっておらず、ナバロ大統領補佐官(通商製造政策局長)は、交渉の現状について冷水を浴びせた。しかし、この1カ月で、両国が合意に達するのではないかとの明確な兆候が現れてきた。

第1に、中国は合意の一環としてこれまでに課してきた関税の部分的撤回を受け入れる意欲を示している。第2に、両国とも交渉の複雑化を防ぐため、合意内容のコンパートメント化(合意内容を区別し、それぞれの合意内容が他の合意内容に影響を及ぼさないようにする)を受け入れる用意があるようだ。第3に、来年の米大統領選挙を控え、トランプ大統領には貿易に関する「勝利宣言」をしてほしいとの政治的圧力が高まっている。ケンタッキー、バージニア、ミシシッピ各州の最近の選挙で民主党が勢力を伸ばして注目が集まっているだけになおさらだ。このため、米中通商協議が完全に決裂するよりも、「関税の部分的撤回」の可能性が高くなっている。よって、関税をめぐる相場上昇・下落のリスクは、先月よりも均衡が取れている。

一方、米国では、利下げ(短期金利の引き下げ)やマクロ経済データの安定化の兆しによりイールドカーブが傾斜化したため、世界中のメディアが取り挙げていた長短金利逆転からの景気後退懸念は後退した。

業績発表シーズンがほぼ終了し、企業の増益予想は下方修正され、景気指標には底打ちの兆しが見え、通商協議をめぐるリスクが均衡してきた。よって我々は、追加関税の一部撤回が実現した場合に新興国株式が急反発する可能性を考慮し、同資産クラスのアンダーウェイトを終了した。

株式をニュートラルとしたが、さらなる相場上昇に備えたポジションを取るには慎重姿勢を維持する。

にもかかわらず、バランス型のポートフォリオにとっては素晴らしい年となっている昨今、米中通商協議についての追加情報がない状況では、株式市場のさらなる上昇を見越したポジションは取りにくい。そこで、株式全般にはニュートラルの投資スタンスを取り、S&P500種株価指数のヘッジ・ポジションを維持する。リスク資産への戦術的配分については、成長重視から利回り重視への移行を継続する。米ドル建て新興国債のオーバーウェイトと、豪ドルと台湾ドルに対するインド・ルピアとインドネシア・ルピアのオーバーウェイトは持続するが、欧州投資適格債については、スプレッドの縮小余地がそれほど大きくないと判断し、オーバーウェイトを終了する。その他では、ユーロ圏株式に対する米国株式と日本株式のオーバーウェイトを継続する。

### 米中通商協議

米中貿易紛争に関する数多くの発言の中から、事実と虚構を見極めるのは難しい。今回の経緯を振り返ると、特に米国側の高官が和解について軽率に楽観的な発言をして、その後大統領が追加関税を課するという展開が続いている。7月の20カ国・地域(G20)首脳会議での貿易紛争「休戦」で相場は押し上げられたが、結局その数週間後にトランプ大統領が関税率を引き上げた。「今回は違う」かもしれないと考えられる理由はあるのだろうか。

中国が関税の段階的撤回に合意する姿勢を見せていることは、よい兆候。

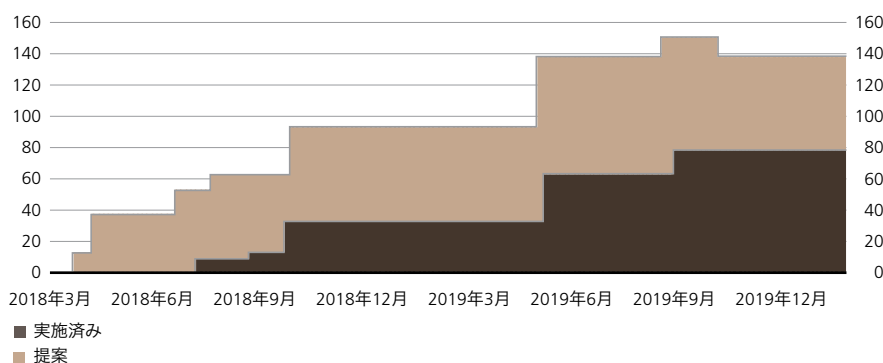
第1に、中国商務省は現在、米国がすでに課している追加関税の段階的撤回に合意する意志があることを示しており、我々はこの点を重視している。というのも、7月まで、中国商務省は次のように述べていたからだ。「両国が何らかの合

意に達するには、これまでに課された関税はすべて撤回されるべきだ……この点に関する中国の姿勢は明確かつ一貫している」。トランプ政権には交渉を押しついたり引いたりする傾向があるのに対し、中国の発するメッセージは慎重かつ一貫してきたため、我々は今回の変化を非常に重視している。トランプ大統領自身も、段階的なアプローチの方が現実的だということを示唆している。「中国は関税をある程度撤回したいと思っているだろう。全面撤回ではない。なぜなら私がそんなことをするはずがないことを知っているからだ」。

図表1

### 追加関税の一部撤回でも市場は歓迎するだろう

中国からの輸入品に対する追加関税額（案と実施）（単位：10億米ドル）



出所：ゴールドマン・サックス

第2に、第1段階の合意に関する提案には、含まれるべき課題をすべてカバーしていた以前の提案に比べると、具体的かつ限定的な内容が含まれている模様である。トランプ大統領は、「包括的な合意でなければ決裂」というスタンスから後退したように見える。合意には、中国による農産品の購入とそれに対する中国による関税の一部撤回が含まれるだろう。その見返りとして、米国は、元々10月に予定されていた2,500億米ドル相当の中国製品に対する5%の追加関税を撤廃し、12月の関税引き上げを延期する可能性がある。中国の金融サービス・セクターの開放と中国人民元の安定化を図るとの一定の公約も合意に含まれるかもしれない。しかし、技術移転、中国の競争政策、サイバー攻撃といった最も厄介な問題は、含まれそうにない。

第3に、今月行われたケンタッキー、バージニア、ミシシッピ各州の選挙で民主党が勢力を伸ばしている。2020年の大統領選挙を前に、政治的な圧力は高まっており、実現可能な合意がなされれば、トランプ大統領は投票前に「勝利宣言」をすることができる。

米中通商協議が進展していると期待観測から相場が上昇している。良い兆候ではあるが、トランプ大統領が追加関税を予定通り課すと決断した場合には、上昇分は下落によって相殺される可能性がある。

もちろん、地政学的イベントを引き金とする上昇がすぐに消えることもあるという点は認識しておく必要がある。トランプ大統領は、「まだ何も合意していない」と明言し、調印日(現時点では、12月に予定と報道されている)の遅れは、合意は一筋縄ではいかになく、保証されているわけではないことを示唆している。仮に合意しないと、12月15日に関税は発動され、市場の最近の上昇は帳消しになるだろう。

トランプ大統領は、「Wag the Dog(ウワサの真相)」(大統領のスキャンダルから国民の目をそらすため、「スピン・ドクター」と呼ばれる情報操作の請負人がニュースをでっち上げる映画)と同様の手法で、中国との合意を用いて、弾劾手続きへの国民の注意を逸らそうと考えるかもしれないという見方がある。米中貿易関連のニュースが出る度にマスコミの弾劾への注目度が減ることは事実で、議会による調査がトランプ大統領の再選の見通しを悪化させている可能性はある。しかし、我々がトランプ大統領のツイッター・アカウントを分析したところ、大統領の戦略は、弾劾に関する発言を目立たなくさせるということではなく、弾劾に関する論争を党派対立問題に導きたいのではないかと考えられる。弾劾調査が発表されてから7週間で、トランプ大統領のツイートのうち「弾劾」という言葉が含まれていたのは169回だったのに対し、「中国」はわずか27回で、弾劾調査が始まる前の7週間に比べると半分に減っていたのである。

中国との交渉以外に目を向けると、米欧間では自動車関税発動の判断が先送りされており、こちらも展望が改善している。つい10月末までは、欧州の自動車と自動車部品のメーカーが、11月14日までに米国からの関税による打撃を受けるだろうとみられていたのだ。ところが、ロス米商務長官は現在、欧州、日本、韓国の自動車メーカーによる設備投資に関する交渉が実を結んだとして、輸入車への追加関税が不要かもしれないと指摘し、欧州委員会のユンケル委員長は、関税が課されないとの見通しについて「私は十分に情報を得ている」と述べた。

### 金融緩和策

FRBによる10月の利下げは7月以降3度目で、最近再開された短期債購入も、レポ市場での金利上昇圧力を緩和させた。欧州中央銀行(ECB)も金融緩和策を導入し、9月には中銀預金金利を10ベーシスポイント(bp)引き下げると同時に、今月から量的緩和策を再開する。

FRBの3回の利下げはイールドカーブの傾斜化に寄与した。8月には、10年ぶりに長短金利が一時逆転(逆イールド化)し、景気後退が近づいているのではとの観測が広がっていた。イールドカーブは景気後退の予兆とよく言われるが、我々はそう考えていない。しかし、順イールドに戻ったことで金融セクターのパフォーマンスは押し上げられ、景気サイクルが終了したのではないかと不安が落ち着き、投資家と企業の景況感が悪化するリスクは下がった。

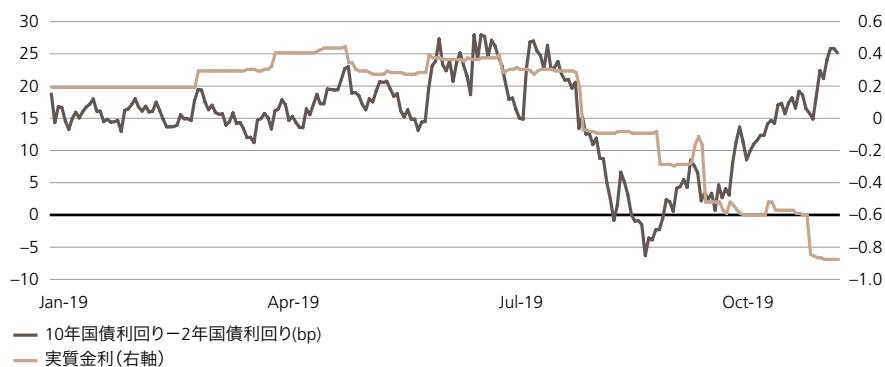
金融政策の行方が今は見えにくくなっている。FRBは政策金利を据え置き、ECBはそれほど大胆な行動を取りそうにない。

金融政策の行方が今は見えにくくなっている。FRBは、政策金利を当面は「据え置く」と示唆している。ECBについては、ラガルド新総裁はタカ派的なECB理事間でコンセンサスを作りに行こうとしており、さほど大胆な行動を取らないだろう(ただし、ラガルド総裁はユーロ圏の政治的統合を進展させるかもしれないという点は指摘しておきたい。また、ドイツのショルツ財務大臣が、ユーロ圏全域での銀行の預金再保険を検討しているらしく、これは望ましい動きに見える)。

図表2

### 実質金利は低く、イールドカーブは傾斜化した

実質金利 (FF金利-コアCPI)、2年/10年利回り格差



出所:ブルームバーグ,UBS(2019年11月12日現在)

しかし、全体としては、すでに緩和的だった金融政策には夏以降に拍車がかかっている。フェデラルファンド(FF)実質金利(FF金利-コアCPI)は-0.9%と、株価がピークだった7月の+0.2%よりもかなり低下した。欧州の銀行融資条件は7-9月期(第3四半期)に緩和し、2018年第4四半期以来の引き締め傾向が反転した。グローバル株式は年初来で21%以上上昇したにもかかわらず、株式リスクプレミアムは5.8%へと拡大した。

さらに、FRBは、長期にわたる景気拡大を容認する姿勢を示唆している。クラリダ副議長は、「インフレ期待は、物価安定と一致していると考える最底辺にある」と述べた。FRBによる昨年の引き締めが、景気サイクルの後半における典型的なシナリオに従う動きだったとしても、現在のFRBはバブル潰しに走る意図はまったくないように見える。

#### 一時的な経済の安定

今年の経済データには、製造業の軟化が底堅い個人消費によって相殺されているという特徴がある。製造業の低迷が経済全体に広がるかもしれないとの懸念はあるものの、米国の雇用が着実に拡大を続けているのは、10月の非農業部門雇用者数の予想を超える伸びにも明らかだ。

米国製造業者の景況感と生産高との乖離はこの7年で最大。

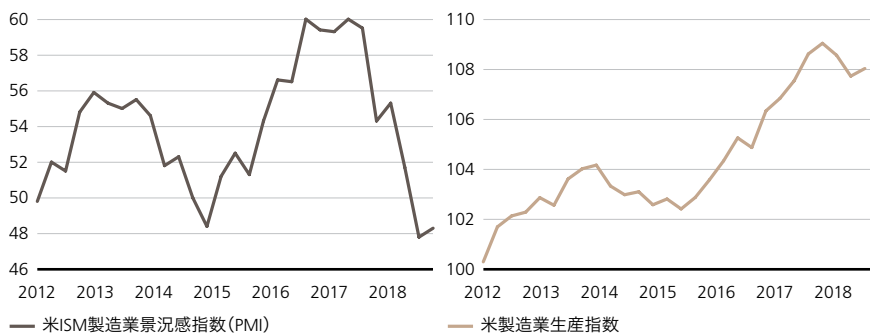
とはいえ、製造業の減速は、ハードデータ(生産高)よりも、ソフトデータ(景況感)に顕著に表れている。景況感と生産高との乖離は、今やこの7年で最大だ。生産高の減速、景況感の改善のどちらがこの乖離を埋めるのかは、米中間の通商交渉の結果にかかっている。

現在は、GDP成長率が減速している。米国では、第3四半期のGDP成長率が前期比年率1.9%と第2四半期の2%を若干下回り、2016年第2四半期以来の低水準を記録した。背景は、設備投資のさらなる鈍化である。中国の経済成長率も同様で、第3四半期は前年同期比6%と前期の6.2%から鈍化した。ユーロ圏のGDP成長率は横ばいだが、第3四半期は前年同期比1.2%と依然弱い。

図表3

### 米国製造業の景況感と生産高との乖離は大きい

ISM製造業景況感指数 (PMI)、製造業生産指数



出所: ブルームバーグ、UBS (2019年11月12日現在)

製造業の景況感には安定の兆しが見られ始めた。景況感は、7月にピークをつけた後は悪化してきた。米国の供給管理協会(ISM)製造業景況感指数は、7月の51.2から10月には48.3へ、ユーロ圏の製造業購買担当者景況指数(PMI)は46.5から45.9へ、中国は49.7から49.3へと、いずれも低下した。ところが、ドイツの製造業PMIは、9月の41.7から10月には42.1へ、米国の製造業ISMは47.8から48.3に改善した。貿易紛争が緩和すればこの改善が続き、ハードデータとの乖離が縮小すると思われる。

第3四半期の業績発表シーズンがほぼ終了し、1株当たり利益 (EPS) の伸び率に関するコンセンサス予想は現実的な水準へと修正された。2019年通年でみると、米国企業の増益予想がわずか0.6%でユーロ圏は0.2%と、7月時点でのそれぞれ1.9%、4%からはいずれも下方修正となっている。世界全体、新興国でも企業利益はそれぞれ3%、5%下方修正された。

### 資産配分

経済データが軟化しても、中央銀行の下支えがあれば景気後退は回避できるという見解を我々は長く維持していた。しかし、年初からの力強い株式市場のパフォーマンス、8月の貿易紛争の再燃、そして経済成長率の鈍化を踏まえ、リスクを取るためのベストの方法は、株価上昇にさらに頼るよりも、投資利回りを重視することだと考えるに至った。

現在では、次に見るように上昇・下落リスクはやや均衡が取れてきたと考える。1)米中通商協議には一定の進展があった。2)各国中央銀行の金融緩和策が本格化した。3)企業利益の予想が下方修正された。4)経済安定化の兆しがみられる。株価が上昇し、下落リスクが明らかになってきたにもかかわらず、上昇余地も拡大していると我々はみている。我々は新興国株式へのアンダーウェイトのポジションを終了し、ここからは、株式全体にはニュートラルの資金配分を推奨する。欧州投資適格債のオーバーウェイトも終了する。ここからスプレッドが縮小する余地がほとんどなくなったからだ。

高格付債に対して米ドル建て新興国債をオーバーウェイトとする。

今月は、主に3つの投資アイデアを重視する。

**高格付債に対して米ドル建て新興国債をオーバーウェイトとする。**金融緩和政策、世界的な低金利、世界経済の(景気後退まではいかないものの)停滞を背景に、米ドル建て新興国債は、米国債よりも3%以上魅力的な金利収入を提供している。新興国と先進国の経済成長の差は、今年の2.6%から来年は3.5%へと大幅に広がり、このポジションを支えるだろう。同資産クラスには、個別市場のリスクを緩和できるという分散投資のメリットもある。たとえば、ここ数週間で社会騒乱が起きた国(チリ、ボリビア、ペルー、エクアドル、レバノン、エジプト、イラク)が指数に占める割合は12%にすぎない。

図表4

### 米ドル建て新興国債は魅力的な金利収入を提供

JPモルガンの新興国デバースファイド (EMBIG Div.) 指数 (ペネズエラを除く) スプレッド格差



出所: ブルームバーグ、UBS (2019年11月12日現在)

低金利通貨のバスケット(豪ドル、台湾ドル)に対し、選別した高金利の新興国通貨バスケット(インドネシア・ルピア、インド・ルピー)をオーバーウェイトとする。

**低金利通貨のバスケット(豪ドル、台湾ドル)に対し、選別した高金利の新興国通貨バスケット(インドネシア・ルピア、インド・ルピー)をオーバーウェイトとする。**インドネシア・ルピアとインド・ルピーは、対米ドルでそれぞれ5~5.5%、4.5~5%利回りが高い。世界の経済成長率が低迷する中、インドネシアとインドは内需依存型経済で、外需の減少による影響が少ない。

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。**経済データが軟化すると、すでに量的緩和策の再開を打ち出したECBよりも、FRBの方が景気対策として打てる手が多い。さらに、企業の利益成長のコンセンサス予想については、ユーロ圏企業よりも米国企業の方が現実的だ。株式相場の大幅下落に対する防御策として、S&P500種株価指数のヘッジを維持する。ただし、ユーロ圏の企業は世界貿易の影響をかなり受けているため、中国製品に対する米国による関税が一部撤回されると、このポジションにはリスクとなる。

今月は、次のようなポジション変更を行った。

米ドル建て新興国債に対する新興国株式のアンダーウェイトを終了する。

**米ドル建て新興国債に対する新興国株式のアンダーウェイトを終了する。**貿易をめぐる不透明感から新興国に吹いていた逆風と中国の経済成長率の減速が、どちらも短期的には反転する可能性がある。米中貿易紛争が全面解決するとは思えないが、第1段階の合意は正しい方向への第一歩であり、製造業の生産活動が底打ちしても不思議ではない。中国の経済成長率が急速に持ち直すようには見えないが、地政学上の不透明感が薄れるとともにマクロ的なテ

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終了する。

ール・リスク(発生確率は低いものの、発生した場合には重大な影響を及ぼすようなリスク)が低下すれば、新興国の景況感が回復し、製造業PMIデータの最近の悪化傾向も反転する可能性がある。12月に予定されている追加関税が延期、あるいは規模が縮小すれば、企業の増益率予想は上方修正されるだろう。

**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終了する。**欧州投資適格債と高格付債の利回り格差は100bpを下回って再び年初来の最低水準まで縮小し、長期平均をも下回ったため、このポジションで利益を確保することにした。ECBは11月から債券購入を再開したが、これはすでに相場に織り込まれている。ECBによる債券購入は、引き続き同資産クラスの下支え要因になるものの、スプレッドの大幅な縮小に結びつく可能性は低い(2016年に資産購入プログラムが始まったとき、欧州投資適格債の平均スプレッドは130bpと、現在の98bpよりもかなり広がった)。

さらに、我々は、次のポジションを継続する。

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。**日本株式の年初来リターンは18%であるのに対し、ユーロ圏株式は26%だ。これは、ユーロ圏の方が日本より通商協議の進展を織り込んでいるからだと考えられる。ユーロ圏のコンセンサス利益予想は楽観的過ぎであり、来年はさらに減益になると我々はみている。しかも、ユーロ圏株式は、12カ月の予想株価収益率(PER)が過去10年平均を2標準偏差分以上上回っていて割高な水準にある。さらに、長期的には円高になるとの見通しを根拠に、戦略的な日本株式保有分には通貨ヘッジを適用しない。

米ドルに対して豪ドルをアンダーウェイトとする。

**米ドルに対して豪ドルをアンダーウェイトとする。**オーストラリア経済は中国経済に大きく依存しているため、豪ドルは中国の経済成長の代替指標とみられる場合が多く、しかもオーストラリア経済自体が減速に見舞われている。この1カ月でオーストラリアでは失業率が若干低下したが、雇用市場は引き続き弱い。この2つの要因を根拠に、オーストラリア準備銀行(RBA:中銀)は一段とハト派になり、さらなる金融緩和に向かう可能性がある。

英ポンドのオーバーウェイトを維持する。

**英ポンドのオーバーウェイトを維持する。**英ポンドへの強気の見方を維持する。英ポンドは割安で、長期的には投資家のポートフォリオにさらにプラスのトータルリターンをもたらす可能性が高い。戦略的(長期)な英国株式保有分をヘッジせずに、長期的な英ポンドへの強気姿勢を明確にした。



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、通商協議の行方、景気サイクルの現状、金融・財政刺激策の見通しが議論された。

- 貿易紛争が全面解決する可能性は当面低いが、新聞等の見出しから「通商協議」が減るだけでも、相場を押し上げるには十分だろうという点で全参加者の意見は一致した。
- 現在は景気拡大の後半にあり、FRBは来年初めに追加利下げをすると考える参加者が多かった。
- さらに、長期の基調トレンドの影響と、環境、社会、ガバナンス(ESG)要素を投資に組み込もうとする動きに多くの参加者が注目した。どのセクター／国／企業がトレンドの恩恵を受けるか、敗者になるかを理解し、ポートフォリオの調整を行うことの重要性が強調された。

## 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。