

# UBS House View

## Weekly Global

### 今週の要点

#### 1. 米中貿易「第1段階」に合意するも、対立の終結ではない

米中は1月15日、貿易協議の「第1段階」の合意文書に署名した。先月13日に両政府が合意に達したと発表して以来、株式市場は上昇基調を続けている。中国は今後2年間で米国産品やサービスの購入を2,000億米ドル以上増やす一方、米国は関税を段階的に撤廃する。だが、今回の合意内容は限定的なものにとどまっている。第1に、合意によっても関税が完全に解消されるわけではなく、第2段階が決着するまで3,700億米ドル相当の中国製品に対する追加関税は維持される。第2に、合意は部分的な内容であり、摩擦再燃の可能性も否定できないことから、景況感は緩やかな改善にとどまりそうだ。第3に、すでに分断されたサプライチェーンが以前の状態に戻る可能性は低い。関税の影響を受けた中国製品のうち約半分のサプライチェーンはベトナムやマレーシアなど他の国に移っている。とはいえ、今回の合意は景気の下振れリスクを軽減し、新興国市場を中心にリスク資産の見直し改善に寄与するだろう。

要点: 今回の合意で貿易をめぐる対立が終結するわけではない。だが、これによって景気の下振れリスクは緩和され、株価の上昇も下支えられるだろう。こうした環境下では、特に新興国株式が有望とみる。

#### 2. 米決算発表シーズン開始 株価になお一段上昇余地

地政学的対立が弱まり、米中が貿易協議の第1段階合意に署名したことを受けて、S&P500種株価指数は最高値を更新した。2019年第4四半期の決算発表シーズンが始まった現在、市場の注目はファンダメンタルズ(経済の基礎的諸要件)にも向けられている。決算発表が進むなか、株価にはなお一段の上昇余地があると我々はみており、今年のS&P500種の増益率は6%と予想している。増益率に関する先行指標も良好で、米連邦準備理事会(FRB)のシニア・ローン・オフィサー・サーベイによると貸出基準も引き続き緩和的である。全体的には、貿易をめぐる対立が和らぎ、低迷していた半導体等の業界が持ち直すこととみられることから、昨年の企業業績の伸び悩みが今年も続くとは考えていない。とはいえ、S&P500種の予想株価収益率(PER)は18.6倍と20年間の平均の15.8倍を大きく上回っていることから、引き続き十分な分散投資と銘柄厳選を勧める。

要点: 株価には上昇余地が残されていると考える。株式に一度にまとまった資金を投入したくない場合には、決まったスケジュールに沿って買い入れる(投資期間は12カ月以内に設定し、5~10%の株価下落があった場合は購入を前倒しする)、あるいはまず債券を購入し、その後リスク資産に投資する、等の段階的な戦略を勧める。

### 今週の動き

1. 各国中央銀行はいつまで現状維持を続けるか? 今週は日銀と欧州中央銀行の金融政策決定会合が予定されている(訳注: 日銀は21日、金融政策の現状維持を決定)。貯蓄よりも借入れに有利な金融緩和政策の継続が予想される。こうした環境下では、借入れが投資目標の達成に必要なかどうかを検討することができるだろう。

2. 弾劾裁判は市場の緊張を招くか? 先週、2つの訴追条項が米上院に送付され、今週から弾劾裁判が始まる(訳注: 21日に審理が開始された)。我々は、トランプ大統領は無罪となり、市場の反応も落ち着くとみている。11月の大統領選挙を前にテクノロジー、ヘルスケア、エネルギー等のセクターで規制リスクにより一時的にボラティリティ(相場変動)が高まる可能性があるため、デジタル・トランスフォーメーション、遺伝子治療、再生可能エネルギーなど中長期のトレンドに関連した銘柄への投資が有効と考える。

3. 英ポンドは反発するか? 年初来、英ポンドは対米ドルで2%下落し1.30となった。市場では経済成長の弱さとインフレ鈍化を受けて利下げ予想が広がっている。ただし、英ポンドが割安であることに変わりはなく、EUからの離脱をめぐる国民投票以降、その度合いは拡大している。

### 3. 急成長するデジタル・トランスフォーメーションから投資機会を捉える

台湾政府は先週、5Gの周波数割り当て免許を交付した。割り当て入札の総額は46億米ドルと、人口比で見ると今回の入札は世界最大規模となった。こうした結果からも、デジタルサービス分野のビジネスが急成長する可能性が見て取れる。大量のデータを無線で送信できる5Gは、自動運転から遠隔手術まで数多くの新たな応用の道を開くだろう。デジタル・トランスフォーメーションの波に乗るためには、我々が提案する6つの主要テーマに分散投資すること勧める。具体的には、1) 2020~2030年にかけて総データ生成量が10倍以上に拡大する見通しの「デジタルデータ」、2) 今後10年間に年率15~20%の売上増が見込まれる「eコマース」、3) 2025年には人工知能(AI)、拡張現実(AR)／仮想現実(VR)、ビッグデータ、クラウド、5Gを併せた合計成長率が年率12%前後に達すると予想される「イネープリング・テクノロジー(実現技術)」、4) 2030年に向けて金融セクター全体の3倍のスピードで売り上げが増加する見通しの「フィンテック」、5) 人口の高齢化に伴う医療費の増加にけん引される「ヘルステック」、6) 今後5~10年の成長率が1桁半ばから後半に達すると予想される「安全性と危機管理」の6分野である。

要点: デジタル・トランスフォーメーションは従来のビジネスモデルを根底から覆すだろう。テクノロジー企業は通常の景気リスクの影響を受けやすいため、同分野における幅広い企業群に投資することを勧める。

# 新興国株式が上昇する見通し

Mark Haefele

グローバル・チーフ・インベストメント・オフィサー

米中両国は1月15日、待望の米中貿易協定の第1段階合意に署名した。米国とイランの緊張の高まりを受けた年初の短期的な下落を除き、12月半ばに米中合意が発表されて以降、投資家のリスクオンは続いている。

合意は予想通りの内容だった。米国が関税の一部を撤廃した一方で、中国は米国産品の購入を増やすと約束し、合意内容の履行を義務付け、監視する制度も盛り込まれた。しかし、今回の合意はあくまで部分的な合意であり、しかも合意内容は朗報としてすでに市場に概ね織り込み済みである。

- 第1に、合意は関税の完全撤廃を意味するものではない。第2段階の合意に至るまで米国は3,700億米ドル相当の中国製品について関税を維持するが、11月の米大統領選の前までに第2段階の合意に至る可能性は低い。さらに、緊張が再燃する可能性も否定できない。
- 第2に、貿易摩擦はこれまでに企業の投資意欲に大きなダメージを与えてきた。合意が部分的な内容である以上、設備投資の回復は緩やかなペースにとどまると予想される。
- 第3に、すでに分断されたサプライチェーンが以前の状態に戻る可能性は低い。関税の影響を受けた中国製品の約半分のサプライチェーンはベトナムやマレーシアなど他国に移っている。

とはいえ、米中の合意により、テールリスク(確率は低いものの、発生すると巨大な損失をもたらすリスク)が大幅に後退したことは確かである。他のファンダメンタルズ(経済の基礎的諸要因)もリスク資産を下支えする。世界経済成長率は改善しつつあり、主要国のインフレ率は目標を下回っており、金融緩和も続いている。米連邦準備理事会(FRB)は金利を据え置き、レポ市場に流動性を追加することでバランスシートを拡大している。さらに、米中が合意文書に署名したことで、今後はトランプ大統領は今年11月の大統領選挙に注力し、大統領としては米国経済の好調ぶりをアピールしたいところだろう。

こうした状況を踏まえ、今年の株式のリターンはプラスになると予想する。なかでも新興国株式が特に有望とみている。

- 米中貿易摩擦と中国の国内債務削減への取り組みによって、アジアと欧州は大きな打撃を受けてきた。米中貿易協定の第1段階合意はこれらの地域に大きくプラスに働く。新興国と先進国の成長率の差は2.5%程度から今年は3.5%に拡大すると予想している。最近の製造業景況感指数が新興国では緩やかに改善しているのに対し、米国のISM製造業景況感指数は2009年以降で最低を記録した。
- 新興国の企業利益の伸び率先進国を上回ると予想している。地域別では、中南米(15%)を筆頭に、アジア(除く日本)(13%)、欧州・中東・アフリカ(9%)と続くと予想する。
- 新興国株式はS&P500種株価指数に対し10年平均の27%を上回る30%割安の水準で取引されている。

近年、新興国株式は先進国株式にアンダーパフォームしてきた。その結果、同資産クラスは累積的な資金流出に陥ってきた。このアンダーパフォーマンスにより歯止めがかかり、資金が流入し始めると考えている。よって、我々は株式全体のオーバーウェイトを維持し、地域別では新興国株式を推奨する。

# 今年アジアの成長加速が期待される



Philip Wyatt  
Economist

2020年のアジア全体のGDP成長率は加速に転じ、5.4%に上昇すると予想する(2019年は5.2%)

昨年はアジアにとって試練の年だった。貿易をめぐる不確実性と製造業の不振を受けて、景気は急激に減速した。しかし、状況は好転に向かっているようだ。購買担当者景気指数などのソフトデータに回復の兆しが現れ、米中貿易協議の「第1段階」合意により、米中の関税合戦もひとまず休戦に入るとみられる。金融緩和も広がっており、各国政府は財政刺激策により景気の下支えを強化している。

昨年低迷した輸出、投資、製造業のすべてが今年アジアで回復する見通しである。2020年のアジア全体のGDP成長率は加速に転じ、5.4%に上昇すると予想する(2019年は5.2%)。成長率は韓国、インド、フィリピン、香港で特に顕著な伸びを示す一方で、日本はさらなる減速が予想される。インフレ率と金利も域内全体で上昇するだろう。

**日本:年初はゆっくりだが、年末にかけて加速:**2019年のGDP成長率は1.0%だったものの、低調な輸出状況と昨年10月の消費増税を受けて消費者心理が弱いことから、2020年は0.2%に低下すると予想している。政府の政策スタンスは引き続き緩和的で、日銀がハト派姿勢を維持しているほか、大規模な景気刺激策も準備されている。これに東京五輪が加わって、2020年後半から2021年にかけて経済成長を後押しするだろう。

**中国:目先安定へ:**構造改革が進む反面、貿易をめぐる不確実性が尾を引く中で2020年の中国経済は引き続き減速が予想される。しかし、米国との部分合意で関税合戦がひとまず休戦に入った結果、減速とはいえ昨年ほどのペースにはならないだろう。預金準備率の引き下げ、最優遇貸出金利の改革強化、地方政府債の発行拡大などの政策支援が今年も構造的な減速を軽減するとみられる。インフラ関連支出の増加も効果が現れ始めるだろう。

**北アジア:IT主導の回復:**台湾では景気回復が続き、韓国も好転し始めている。一方、香港は2020年前半は伸び悩むものの年後半には成長が見込まれる。中国が重点的に進める5Gと世界のテクノロジーセクターの好転により、北アジアでも緩やかな回復が期待できる。韓国の財政支出も短期的にプラスになる。米中の関税合戦がひとまず落ち着いたため、市場の注目は各産業の生産者価格がいつ上昇に転じるかに向けられている。

**インド:再び安定:**2019年は消費、投資、貿易のすべてが低迷した。大幅な金融緩和が実施されたとはいえ、ノンバンクセクターでは依然としてテコ入れが続いており、経済全般に効果が発現するには時期尚早である。景気刺激策と貿易の回復を受けて、GDP成長率は2019年の5.0%から2020年は6.2%に緩やかに

回復すると予想している。緩やかな回復に伴い対外赤字は増加する見通しだが、景気回復がある程度進展するまでは為替リスクを懸念する必要はないだろう。一方、景気が持ち直し財政赤字が拡大するにつれ、国内の長期金利は50ベーシスポイント(bp)程度上昇するとみている。

**東南アジア諸国連合(ASEAN):緩やかな回復:**2020年のASEANのGDP成長率は4.3%に緩やかに回復するだろう。各国中央銀行による金融緩和の継続に加え、貿易をめぐる米中間の逆風が弱まる見通しであることから、投資や資本的支出が回復する下地が整う。輸出が持ち直しているシンガポールと公共支出の実施を急ぐフィリピンが景気回復を主導する可能性が高い。

**オーストラリアとニュージーランド:全般的に回復:**オーストラリアとニュージーランドにとって、2019年はマクロ指標が軟化し中央銀行がハト派に大きく転換した年だった。追加緩和が予想される中、今年の両国の成長率は緩やかに上昇すると予想する。ニュージーランドは今年前半、オーストラリアは後半に回復し始めるだろう。

Philip Wyatt

## 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・グローバル・ウェルス・マネジメント(UBS Switzerland AG またはその関連会社)が作成したりサードレポートをもとに、UBS 証券株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。英文の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には原文が優先します。本レポートが英文で作成されている場合は、英語での内容をお客様ご自身が十分理解した上でご投資についてはご判断していただきますようお願いいたします。なお、本レポートは、当社のほか、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のではなく、金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、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。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のですが、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。本レポートに記載されている資産クラスや商品には、当社で取り扱っていないものも含まれることがあります。

UBS 各社(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、本人または代理人等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。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

当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 1.10% (税込)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.375% (税込) 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、お申込み金額に対して最大 3.3% (税込) の購入時手数料がかかります。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、国内投資信託の場合、換金時の基準価額に対して最大 0.3% の信託財産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一口当たり純資産価格に対して最大 5.0% の買戻手数料をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(最大 2.34% (税込・年率))のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。その他費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額等を示すことができません。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、損失が生じるおそれがあります。

「UBS 投資一任運用サービス(以下、当サービス)」のお取引には、投資一任契約の運用報酬として、お客様の契約期間中の時価評価額に応じて年率最大 1.76% (税込) の運用報酬をご負担いただきます。その他、投資対象となる投資信託に係る運用管理費用(信託報酬)や諸費用等を間接的にご負担いただきます。また、外国株式の売買その他の取引については、取引毎に現地取引(委託)手数料、外国現地取引所取引手数料および外国現地取引所取引税などの現地手数料等が発生し、これらの金額は個別の取引の決済金額に含まれます。運用報酬以外のこれらの費用等の合計額は運用状況により異なるため、事前にその料率・上限等を示すことができません。当サービスによる運用は投資一任契約に基づく運用を行いますので、お受取金額が投資元本を下回ることがあります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

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。

UBS 銀行東京支店が提供する金融商品等に関する留意事項

外貨預金契約に手数料はありません。預入時に他通貨から預け入れる場合、あるいはお受取時に他通貨に交換する場合には、本契約とは別に為替取引を行って頂く必要があり、その際には為替手数料を含んだレートが適用されます。外貨預金には、為替変動リスクがあります。為替相場の変動により、お受取時の外貨金額を円換算すると、当初払い込み外貨金額の円換算額を下回る(円ベースで元本割れとなる)リスクがあります。

© UBS 2020 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。

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者  
商号等：三井住友信託銀行株式会社登録金融機関関東財務局長(登金)第649号  
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

金融商品仲介業務を行う金融商品仲介業者  
商号等：UBS SuMi TRUST ウェルス・アドバイザーズ株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号