

UBS House View

Investor's Guide

日本版 | 2020年2月
チーフ・インベストメント・オフィスGWM
Investment Research



新興国市場の再興

目次

- 04 戦術的推奨
- 06 マンスリー・レター
新興国市場の再興
- 14 経済
- 16 金融市場を動かす要因
- 18 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
- 26 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

Editorial deadline
28 January 2020



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

米中が1月15日に「第1段階」の貿易合意に署名したことから、両国間の貿易紛争は当面はやや落ち着きそうだ。11月の米大統領選挙を控え、トランプ大統領は中国および欧州との貿易紛争を激化させたくないことから、企業の景況感は改善に向かうだろう。最近の景気指標を見ると、世界経済は潜在成長率近辺に安定しており、アジアを中心に景気回復の兆しが見え始めている。インフレ圧力がさほど大きくないため、2020年の金融政策は緩和的なスタンスを維持できるだろう。以上を背景に、我々は戦術的資産配分で「リスクオン」のスタンスを維持する。特に新興国資産が好調に推移すると予想されるため、高格付債に対する新興国株式と、魅力的な利回りを提供する新興国通貨バスケットのオーバーウェイトを維持する。

債券

グローバル債券の利回りは最近ピークを付けた後に低下しており、各国中央銀行が政策金利を低水準に抑えている限り大幅に上昇することはないと予想する。クレジット・スプレッドは世界金融危機以降の最低水準にまで縮小した。特に高格付債の縮小が顕著である。その結果、2020年における債券のリターンは、非常に好調なパフォーマンスを記録した2019年に比べると見劣りするだろう。バリュエーションは特に割安ではないが、投資家は利回り物色スタンスを維持しそうだ。新興国国債の戦術的なオーバーウェイトは価格が上昇したため利益を確定し、手仕舞うこととする。現在の利回りも5%程度となお魅力的ではあるが、さらなる価格上昇余地は限定的とみられる。

株式

ユーロ圏株式に対する米国株式の戦術的な(短期的な)オーバーウェイト・ポジションを終了し、それに代わって新興国株式をオーバーウェイトとする。2019年の米国株式は、テクノロジー・セクターの目覚ましいリターンにけん引されて、他市場のパフォーマンスを概ね上回った。このため、2020年の業績の伸びが事前予想を下回ると、特に米国株式は現在のバリュエーション水準から崩れかねない。新興国企業の間では業績を下方修正するよりも上方修正する企業が増えており、今後の見通しが明るくなっている。一方、ユーロ圏経済の成長率は依然として低く、ユーロ圏企業の業績見通しも冴えない状況が続いている。ユーロ圏株式は日本株式に対してもアンダーウェイトを維持する。バリュエーションで比較すると日本株式の方が割安だからだ。

外国為替

これまで豪ドルと台湾ドルに対してオーバーウェイトしてきたインド・ルピーとインドネシア・ルピアの新興国通貨バスケットに、スウェーデン・クローナに対するブラジル・レアルのオーバーウェイトのポジションを加える。このバスケットにより、相場の方向性に賭ける取引を避けつつ、特定の新興国通貨から魅力的な金利収入の獲得を目指す。さらに、英ポンドについては、欧州連合(EU)との新たな通商協定をめぐる交渉の難しさや、イングランド銀行によるハト派的なコメントを受けて英ポンドは最近下落しているが、この反応は行きすぎとみている。よって米ドルに対する英ポンドの戦術的なオーバーウェイト・ポジションを加える。

資産クラス

戦術的資産配分(2020年1月23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			
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			
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		⊖	
豪ドル		⊖	
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

* 日本株式および英国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、インドネシア・ルピア、およびブラジル・リアルが含まれる

先進国通貨バスケットには豪ドル、台湾ドル、およびスウェーデン・クローナが含まれる(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

新興国市場の再興

変貌を遂げた新興国市場

これまでの新興国市場は、急成長しつつも、素材、エネルギー、公益などの「オールド・エコノミー」への依存度が高かった。しかし様相は一変した。現在のMSCI新興国指数は、情報技術(IT)、金融、一般消費財が多く占めており、地域別では74%がアジアだ。

長期トレンドという追い風

新興国株式におけるテクノロジーとアジアが占める割合が高いということは、新興国株式が水不足やデジタル・トランスフォーメーションなど、今後10年間で最大の長期トレンドの多くから恩恵を得ることを意味する。

増益率と経済成長率格差の拡大

新興国と先進国の経済成長率格差は再び拡大し、企業利益でも、新興国企業の増益率の方が高いと我々は予想する。

資産配分

米国株式のオーバーウェイトを新興国株式に移し、ユーロ圏株式に対し新興国株式をオーバーウェイトとする。高利回り新興国通貨バスケットにブラジル・レアルを加える。さらに、米ドル建て新興国国債のオーバーウェイトを終了する。



Mark Haefele

Chief Investment Officer
Global Wealth Management

新興国は、過去20年で経済も社会も驚くほどの変貌を遂げた。今や、新興国は世界経済の総生産の60%程度を占め、国内総生産(GDP)成長率の70%程度を占める。原油、銅、鉄鉱石の消費量、自動車販売、携帯電話の加入件数のどれを取っても世界で大半のシェアを占めている。2000年以降、新興国で貧困から脱した人々は10億人を超え、新興国における億万長者(資産総額10億米ドル超)の増加ペースは、先進国の3倍を超える。

こうした動きを見越して資金を投じてきた投資家は十分に恩恵を受けてきた。過去20年間の株式市場のリターンは、我々が新興国ユニバースと見なしているMSCI新興国指数で年率7.2%と、MSCIワールド指数の5.2%を上回っている。1988年にMSCI新興国指数が設定されて以来、新興国株式市場はグローバル株式市場を年率でおおよそ2%ポイント上回ってきた。債券に目を転じると、JPモルガンEMBIグローバル・ディバーシファイド国債指数の2000年以降のリターンは年率9%に迫っているのに対し、米国債リターンは5%にも達していない。

しかし、ここ数年、新興国をめぐる状況は変わってきた。2014年から2019年までの経済成長率で見ると、先進国に対する新興国全体の優位性は低下した。株式市場のパフォーマンスも低調だった。例えば、昨年新興国市場のトータルリターンは19%を下回ったのに対し、グローバル株式は27%、S&P500種株価指数は32%だった。実際、2007年半ば以降、新興国株式のリターンは55%にすぎず、S&P500種株価指数の260%を大幅に下回っている。投資家はその低パフォーマンスに嫌気が差して、新興国市場から資産を移すことで意思表示をしてきた。その結果、グローバル・ミューチュアル・ファンドに占める新興国のシェアは現在わずか7%と、過去平均の9%を下回っている。

だが我々は現在、投資家が新興国に資産を再び振り向ける時がきたと考えている。その理由は第1に、現在、新興国の経済成長率が先進国を上回っているが、今後はこの格差の広がりが見込まれるからだ。第2に、株価バリュエーションで見ると新興国は先進国よりも割安水準にある。最後に、来る「変革の10年」で確認できる最大の長期トレンドは、新興国で実現すると考えるからだ。

我々は、株式でも通貨でも戦術的リスクの大半を新興国で取っている。

したがって、我々は現在、株式でも通貨でも戦術的(短期)リスクの大半を新興国で取っている。今月は、米国株式へのオーバーウェイト分を新興国株式に移してこの方針を強化する。新興国は、バリュエーションでも企業業績の伸びでも米国およびユーロ圏よりも魅力的であることがその根拠だ。

更に、既に保有しているインド・ルピーとインドネシア・ルピアの新興国通貨のオーバーウェイトにブラジル・レアルを加える。とはいえ、米ドル建て新興国国債については、最近はスプレッドが縮小して収益機会が減少していると判断し、オーバーウェイトのポジションを終了する。

我々は、新型コロナウイルスの動向を注視しているが、現時点では、これによりポートフォリオを変更する必要はないと判断する。

新興国：以前とは様変わり

これまでの新興国市場は、急成長しつつも、素材、エネルギー、公益などの「オールド・エコノミー」セクターへの依存度が高かったと考えている投資家は多い。トルコやアルゼンチンでの金融危機も、新興国は①経常赤字が続き、②海外資金への依存度が高く、③価格変動の激しいコモディティの輸出国でショック時に弱い、という印象を強めている。

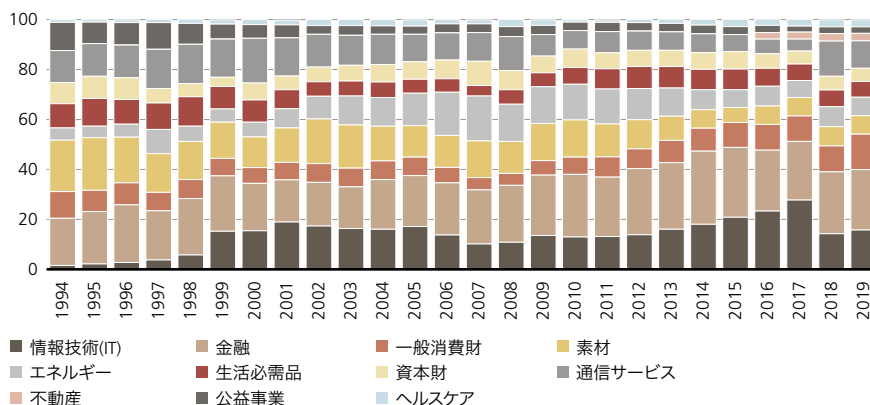
ITおよび通信サービス・セクターの比率は27%と、素材とエネルギーを合わせた比率の2倍近い。

しかし、新興国株式の銘柄構成は大幅に変わってきた。1994年には、素材、金融、通信、公益が新興国指数のおよそ3分の2を占めていた。今日では、IT・通信サービス、金融、一般消費財で指数の3分の2近くを占める。ITおよび通信サービス・セクターの比率は27%と、素材とエネルギーを合わせた比率の2倍近い。

図表1

新興国株式のセクター分布の推移

MSCI新興国指数のセクター分布 (%)



出所：UBS、MSCI(2019年12月現在)。本図表は例示を目的としたものにすぎません

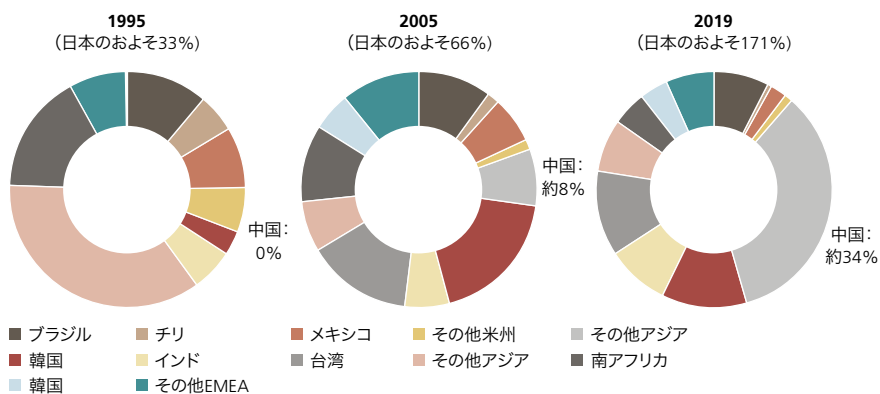
1995年には、アジアは新興国指数の時価総額の半分も占めていなかった。今日、アジアは指数全体の74%を占めている。

1995年、MSCI新興国の株式時価総額は、日本株式の3分の1で、アジアは指数の時価総額の半分も占めていなかった。2019年には、新興国の時価総額は日本株式の171%で、グローバル株式の時価総額の10%を上回っていた。同じ期間中に、同指数における中国株式の比率は当初のゼロから30%を超えるまでに増加し、今やアジア市場はMSCI新興国全体の74%を占めている。また、MSCIが中国A株の組み入れ比率を段階的に増やしているため、投資資金の流入が後押しされている。

図表2

急成長、急変化

MSCI新興国指数の時価総額構成比とMSCI日本指数に対する割合



出所: UBS, MSCI (2019年12月現在)。本図表は例示を目的としたものにすぎません。

新興国は、地域ではアジア、セクターではテクノロジーの比率が高いため、来るべき「変革の10年」を牽引する長期的な成長トレンドに乗りやすい位置にある。さらに、投資家が分散投資することを前提とすれば、新興国市場が大きく変動しても対処は十分に可能である。我々が話す投資家の多くは、新興国指数のボラティリティ(変動率)が過去3年で14.6%と、実際には、多くの安定した個別銘柄以下であることを知ると驚く。

相対成長率が拡大へ

長期トレンドへの適度なエクスポージャーが、新興国株式のパフォーマンスに寄与すると考える。ただし、これまでを振り返ると、新興国株式のパフォーマンスは先進国との経済成長格差との相関が非常に強かったことも事実だ。ここ数年、新興国株式が先進国株式のパフォーマンスを下回ってきた一因は、ここまでの低い成長率格差にあった。

図表3

高成長が高パフォーマンスの下支えに

新興国対先進国の株式指数相対パフォーマンス (左軸)、新興国対先進国の経済成長率格差 (赤茶線、右軸)



出所: MSCI, UBS, Bloomberg (2020年1月現在)

新興国における変革の10年

水不足は今後10年の主なテーマの1つであり、特に新興国で大きな展開をみせるだろう。中国とインドは世界人口の35%を抱えているが、利用可能な淡水源は世界全体の10%未満にとどまっている。都市化と人口増加の世界トレンドは、その影響が発展途上国に集中して現れるため、この人口に対する水不足の状況はさらに悪化している。そのため、我々は全体的な水のバリューチェーンの継続的な増収増益を予想する。

新興国でのメガシティの拡大によって、インフラ投資への需要が高まっている。2025年までに、世界のインフラ支出の約3分の2が新興国で発生すると予想される。さらに、米中貿易摩擦の結果行われたサプライチェーンの再編によって、一部の国でインフラ支出が増えそうだ。我々は、水のバリューチェーンや、地域分散され米ドルのトレンドとの相関関係が弱いMSCI新興国のトランスポーター・インフラストラクチャー指数などを通じた分散投資を推奨する。

新興国では、今後10年でヘルスケアへの公共投資も増加すると考える。その背景には人口の高齢化、そして拡大を続ける都市部の中間層からの最新のヘルスケアサービス需要の高まりがある。新興国のヘルスケア投資は向こう10年、世界のヘルスケア投資の2倍の速さで増加し、新興国の経済成長を上回るペースで伸びる見通しだ。具体的には、我々は遺伝子療法に注目している。我々は、この治療法が医療のパラダイムシフトをもたらすと同時に、医療の提供を大きく変化させ、バイオ医薬産業にディスラプション（創造的破壊）をもたらす潜在性を持つと考える。米国では、承認された4つの治療法が、年率換算で10億米ドル相当の売り上げを上げている。しかし注目すべきは、2018年に世界で実施されたCAR-T細胞療法（免疫システムの力を利用するがん治療のアプローチ）の臨床試験の3分の1が中国で行われたことだ。

我々は、5G、人工知能、ビッグデータとクラウドコンピューティングの組み合わせが、今後10年間の世界のデジタル・トランスフォーメーションとイノベーションの新時代を定義すると考える。そしてこのトレンドを牽引するのは新興国だ。最近台湾で行われた5G周波数帯の入札では46億米ドルが集まった。人口比で見ると今回の入札は世界最大規模となった。一方、韓国は米英と並びすでに5Gネットワークの本格展開を始め、中国は11月に国有携帯電話会社3社が50都市で5Gサービスの提供を開始した。

新興国での環境、社会、ガバナンス(ESG)規制は、先進国と比べて弱い場合が多いが、このことは、ESG基準が高い新興国企業に、投資家が高いプレミアムを払う可能性が高いことを意味する。MSCI新興国ESGリーダーズ指数のパフォーマンスはすでに、より広範なMSCI新興国指数を年率で3%超上回っている(2007年9月末の設定来から2019年9月末まで)。

新興国と先進国の経済成長格差は、最近およそ2.5%ポイント周辺にとどまっていたが、今年は3.5%まで拡大するだろう。

しかし今後の見通しは明るい。新興国と先進国の経済成長格差は、最近およそ2.5%ポイント周辺にとどまっていたが、今年は3.5%ポイントまでの拡大を予想する。米中貿易交渉の「第1段階」の合意は、全体としては米国よりも新興国諸国に大きな利益をもたらすだろう。貿易摩擦の悪影響を最も大きく受けた製造業セクターは、米国GDPの11%を占めているが、新興国に占める割合は21%

だ。合意の影響はすでにデータに表われ始めている。新興国では、製造業の景況感が12月もやや改善したが、米国のISM製造業景況感指数は2009年以降で最低水準に落ちた。今年は、各国の金融緩和政策と米ドル安が寄与して新興国の経済成長率も支えられる見通しだ。

武漢市の新型コロナウイルス集団感染を注視

中国武漢市で発生した新型コロナウイルスによる肺炎の集団感染では、およそ4億5,000万人が中国国内や海外を旅行すると予想される春節を目前に、すでに複数の死者が出た。ウイルスの強さと感染拡大のスピードについては依然として不明な点が多い。

今回の集団感染への当局の初動対応は比較的迅速に行われている。武漢市と近隣の都市には移動制限が発令された。また、この件に関する報道が増えたために、市民の予防意識も高まっている。

今回ほど迅速な対応が取られなかったものの、アジア地域で発生した同様の事例を振り返ってみると、経済と市場に及ぼす影響に関して参考になるかもしれない。2003年に発生したSARSの集団感染は、8カ月間健康被害へのリスクであり続けたが、それによって中国の経済成長が大きく落ち込んだのはわずか1四半期の間で、その後は急速に回復した。日本を除くアジア市場が回復するまでの時間はたった2カ月だった。

我々は、集団感染の深刻化に対して警戒を続けるが、現時点ではそれによりポートフォリオの見直しが必要になるとは考えていない。我々は、中国株式とMSCIアジア（日本を除く）指数の下落は、これら市場へのエクスポージャーを増やす好機と見ている。直近のデータは、北アジア、特に中国と台湾のファンダメンタルズ（経済の基礎的諸条件）が改善しつつあることを示している。

我々は、今後もしばらくは新興国の経済成長が先進国を上回り続けると予想する。高中所得国では、生産年齢人口は2020年から2025年にかけてピークに達する可能性が高く、それを境にGDPの成長率は低下する可能性がある。これに対し、一部の新興国では、人口増加の続く若年層が経済成長の重要な牽引力となっている。高成長の原動力となりそうなその他の要素としては、技術革新を国内の生産プロセスに組み入れる能力や、インフラ投資資金の提供もしくは資金を引きつける能力が挙げられる。

新興国の企業業績も好調

新興国株式のバリュエーションは現在、S&P500種株価指数に比べて30%の割安と、10年平均の27%に近く過去水準に照らして特に割安というわけではない。しかし、他のほぼすべての市場が現在は10年平均を上回り、2018年のピーク時に近づいている。しかも、今後の投資リターンの主なけん引役になるのは、バリュエーションよりもむしろ、企業利益ではないかと考える。こうした環境は、新興国株式に有利に働くだらう。

新興国株式の推奨

新興国株式では中国株式を推奨する。中国の経済成長率は、昨年鈍化したものの安定してきた。12月の鉱工業生産高、小売売上高、固定資産投資はいずれもコンセンサス予想を上回る。金融緩和政策と財政拡張政策は続いている。中国人民銀行は今月、預金準備率を50ベースポイント(bp)引き下げたが、年内にさらに50～150bpを引き下げ、中期貸出制度金利も10～20bp引き下げられるだろう。企業利益のモメンタムは改善が続いている。業績の上方修正の数が下方修正の数を上回り、今年の増益率は、消費関連セクターに牽引されて10%前後になりそうだ。

最近ではブラジルのオーバーウェイト・ポジションも開始した。ブラジルは、世界的に景気サイクルが成熟化する中、「景気拡大の初期」に入った数少ない国の1つで、国家主導から市場主導への移行が進んでいる。そうになると、ブラジル企業の増益率も一段と高まるだろう(我々の予想では新興国企業の13%に対してブラジルは20%)。国内の構造改革も進んでおり、ブラジル株式の新興国株式平均に対するバリュエーション・プレミアムは、現在のゼロから10%まで拡大する見込みである。実質金利も記録的な低水準にあるため、国内外の資金が株式市場に流入しやすく、ブラジル・レアルが上昇すれば株式市場のさらなる追い風になるかもしれない。

今後12カ月のインド株式市場は2桁のリターンが望めそうだ。今年と来年はGDP成長率が伸び、政府による市場寄りの政策改革で成長モメンタムが回復するだろう。何と云っても、企業利益が2020年度(2020年3月期)には22.6%、2021年度にも15.6%と素晴らしい増益率が予想される。

地域別では、増益率が最も高いのは、日本を除くアジアと中南米になるだろう。

地域別では、2020年に企業の増益率が最も高いのは日本を除くアジア(13%)と中南米(15%)で、米国はわずか6%、ユーロ圏では2%の減益になる見込みである。新興国企業の高い増益率は今後10年にわたって続くと我々は予想する。先進国の株式市場のリターンは、過去10年よりもはるかに低くなりそうだ。具体的には、先進国の現地通貨ベースでの名目リターンは年当たり4～6%と予想する。これに対し、新興国企業は長期の増益率見通しが良いことから、株式市場のリターンは年率9%(米ドルベース)程度になりそうだ。

中国の経済成長が鈍化したにもかかわらず、新興国経済の成長率は、全体としては先進国よりも高い状況が続くと予想されるため、新興国を拠点とする企業の方が高い増収率を達成しやすいだろう。また、米国企業の利益率は記録的水準に近づいている一方、新興国企業は長期平均並みにとどまっており、利益率が大きく下振れする可能性は低い。

新興国市場への投資方法

株式

ユーロ圏株式に対するオーバーウェイト・ポジションを米国株式から新興国株式に移行する。

米国企業はユーロ圏企業よりも高い増益率を維持しているが、相対バリュエーションが拡大し、上昇余地が限られてきた。一方、新興国株式のバリュエーションはそれほど上昇しておらず、増益率も高い。新興国の企業は、2桁増益率予想

ユーロ圏株式と高格付債に対し新興国株式を戦術的なオーバーウェイトとする。

に加え、上方修正された銘柄数が下方修正された銘柄数を2年ぶりに上回る見込みだ。世界経済に安定化の兆しが見える中、グローバルPMIが底打ちした後は新興国株式がアウトパフォームする傾向が見え始めた。1998年以降、PMIが底打ちした後の6カ月で比較すると、新興国株式が平均26%(新興国アジアが31%)上昇したのに対し、ユーロ圏株式(EMU)の上昇率はわずか8%だ。よって、ユーロ圏株式と高格付債に対し新興国株式をオーバーウェイトとする。

高格付債に対する米ドル建て新興国債のオーバーウェイトを終了する。

債券

高格付債に対する米ドル建て新興国債のオーバーウェイトを終了する。

金融緩和政策、世界的な低金利、世界経済の低成長が新興国債を下支えし、クレジット・スプレッドは縮小した。そこで、同資産クラスのオーバーウェイト・ポジションで利益を確定し、新興国の株式と通貨といったリスク資産への投資継続を勧める。

とはいえ、我々は戦略的(長期)には、米ドル建て新興国債の重要性を今後も重視する。米ドル建て新興国債のリスク調整後リターンは高く、魅力的な利回りを提供するとともに、ポートフォリオの分散化にも寄与している。2000年以降では、インフォメーション・レシオ(超過リターン/超過リターンの標準偏差)が1を上回り、世界の債券市場の中では抜群のパフォーマンスを記録した。デフォルト(債務不履行)、あるいは債務再編に直面している(今年で言えばアルゼンチンなど)新興国諸国がマスコミの見出しを飾り、新興国資産に関する悪印象が強まるかもしれない。しかし、JPモルガンEMBIグローバル・ディバースィファイド国債指数は73カ国、170の発行体から発行された債券で構成されており、十分な分散が図られている。例えば、アルゼンチンは指数の1.5%を占めるにすぎない。同資産クラスの信用度は、時間の経過とともに全般的に改善しており、今やおおよそ54%が投資適格債だ。

高利回り新興国通貨のバスケットをオーバーウェイトとする。

通貨

高利回り新興国通貨のオーバーウェイトにブラジル・レアルを追加する。

現在の通貨市場は、ボラティリティが史上最も低く、金融緩和政策が続き、先進国の金利が低いというキャリー取引に好都合な環境が揃い、新興国通貨の下支え材料になっている。

我々は、豪ドルと台湾ドルに対しインドネシア・ルピアとインド・ルピーをオーバーウェイトとしてきた。

図表4

外国為替市場のボラティリティは記録的低水準

JPモルガン・グローバルFXボラティリティ指数



出所: ブルームバーグ, UBS (2020年1月20日現在)

今月は、スウェーデン・クローナに対するブラジル・レアルのオーバーウェイトを加える。ブラジル・レアルの名目金利は3.7%で、他の新興国よりもやや低いが、低利回りのスウェーデン・クローナよりはかなり高い。国内の経済活動は改善しており、今年の成長率は(昨年の1.0%から)2.0~2.5%に上昇することが予想される。構造改革も続き、市場センチメントのさらなる改善要因になるだろう。一方、スウェーデン中央銀行は政策金利をゼロに引き上げたが、追加利上げは実施しないと我々はみている。今回の利上げ決定は、強い経済指標によるものではなく、マイナス金利の悪影響を懸念したためで、スウェーデンの景気見通しは引き続き弱い。スウェーデン・クローナの買い持ちポジションが利上げ前に積み上がっており、ポジション解消により下落しやすい状況にある。

戦術的資産配分

その他の戦術的資産配分は次の通りである。

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。**
 昨年の日本株式のトータルリターンは19%で、ユーロ圏株式の27%超を下回った。ユーロ圏市場は米中貿易交渉の「第1段階」の合意をすでに織り込んだ可能性がある。ユーロ圏のコンセンサス利益予想は楽観的過ぎであり、今年はさらなる減益を予想する。一方、日本企業は、2020年3月期は3%の減益予想だが、2021年3月期には3%増益と業績回復が期待できる。バリュエーションで比較しても、日本株式の方がユーロ圏株式よりも割安だ。日本株式のオーバーウェイトには戦略的に為替ヘッジをしないことから、円高はこのポジションの追い風になる。

米ドルに対する英ポンドのオーバーウェイトを開始する。

- 米ドルに対する英ポンドのオーバーウェイトを開始する。**
 英国は1月末までに欧州連合(EU)を正式に離脱し、年末までの移行期間に入る。英ポンドは12月の総選挙後に高値をつけたものの、新たな貿易協定が2020年末までに合意に至らないのではないかと懸念に加え、イングランド銀行が利下げを示唆しているため、その後は軟調に推移している。我々は、利下げのタイミングは近く、しかも1度限りとみている。さらに、年内12月までに限定的な貿易協定で合意に達すると予想しており、英国とEUの貿易協定への道筋がより明確になるにつれ、英ポンドの下支え材料になるだろう。貿易摩擦の緩和を受けて、今年は米ドルも軟化に向かう可能性が高い。緊張激化で米ドル高に向かったのと逆の動きである。我々は、戦術的な投資期間(短期)では英ポンドの最近の一時的下げを買いの好機とみている。英ポンド/米ドルは2020年末までに1.40に上昇するだろう。同時に、戦略的(長期)な英国株式保有分を通貨ヘッジせず、長期的な英ポンドへの強気姿勢を維持する。



Mark Haefele
 Chief Investment Officer
 Global Wealth Management

経済

ユーロ圏

上振れリスクを伴う 経済成長

ハウスビュー

確率: 50%*

Dean Turner, economist

2020年のユーロ圏経済は、貿易協議の大きな進展を背景に成長モメンタムが改善する可能性がある。一方、エネルギー関連のベース効果でインフレ率は緩やかに押し上げられる見通しである。欧州中央銀行(ECB)は中銀預金金利を2020年3月に0.1%引き下げることが予想されるが、貿易協議が合意に至れば、ECBによる追加利下げの確率は明らかに低下するだろう。

ドイツでは小規模な財政出動と世界貿易の回復により製造業セクターは安定に向かうと予想される。フランスでは内政改革、政府の景気対策等により底堅い国内経済成長率は維持されそうだ。

イタリア経済は、イタリア国債のリスク・プレミアムが低下し、成長率は引き続き安定に向かうだろう。スペイン経済は底堅い成長が続く見通しである。

CIO GWMの経済予想数値の策定にあたっては、CIO GWM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。

米国

成長率は潜在成長率 に近づく

ハウスビュー

確率: 60%*

Brian Rose, economist

国内総生産(GDP)成長率は今後数四半期は年率2%またはそれを下回る水準で推移する可能性が高い。

米中貿易協議の第1段階合意により不確実性は低下し、上振れリスクも緩和するだろう。しかし、現時点では2020年中に既存の関税がこれ以上引き下げられる可能性は低い。

労働市場は非常にひっ迫した状態が続いており、失業率もほぼ50年ぶりの低水準にある。企業の求人に応募が集まらないため、雇用の伸びは減速している。

賃金所得の上昇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の押し上げ要因となるだろう。

設備投資は底堅い企業利益と労働力不足に後押しされるだろう。投資は2020年には回復を見込む。

昨年の製造業セクターは、貿易紛争激化の影響で活動が減速し、購買担当者景気指数(PMI)は8月以来景気判断の節目となる50を下回っている。短期の見通しについては慎重な見方を維持する。

住宅投資は2019年7-9月期(第3四半期)にプラスに転じ、今後拡大基調を辿るだろう。住宅ローン金利は低下しており、堅調な労働市場を背景に住宅需要も支えられる見通しである。

食品とエネルギーを除くコアPCEデフレーター上昇率は2020年には米連邦準備理事会(FRB)の2%目標に達すると予想される。

FRBは昨年7月から10月までに合計75ベースポイント(bp)の利下げを実施した後、現在は中立姿勢を示している。今後経済情勢が悪化した場合でも、FRBには追加利下げの余地がまだ残されている。インフレ率が予想を上回る上昇を示さない限り、利上げの可能性は低い。

中国

2020年も徐々に成長減速

ハウスビュー

確率: 70%*

Yifan Hu, economist
Kathy Li, economist

2019年のGDP成長率は、投資と個人消費の減速を主因に、2018年の6.6%から6.1%へと減速した。個人消費、資本形成、純輸出の寄与度はそれぞれ3.53%、1.90%、0.67%だった。2020年には、構造改革の継続と長引く貿易摩擦の影響で、経済成長率は6%前後へとさらに鈍化する見込みである。

2019年の消費者物価指数(CPI)インフレ率は、豚肉価格の急騰で前年比平均2.9%と、2018年の2.1%から上昇したが、コア(食品とエネルギーを除く)CPIインフレ率は、1.6%と低水準を維持した。インフレ圧力は2020年第1四半期にピークに達し、2020年通年の平均では3%前後に落ち着くと予想する。2020年の生産者物価指数(PPI)インフレ率は、需要の安定と2019年の-0.3%からの前年比効果で1桁台前半のプラスに転じるだろう。

金融・財政両面で緩和的な政策が維持されるとみている。中国人民銀行は預金準備率を2019年に150ベースポイント(bp)、2020年1月に50bp引き下げた。年内にさらに50~150bpの引き下げが実施されると予想する。最優遇貸出金利(ローンプライムレート)は、新規分に加えて既存契約分の融資にも適用が拡大された。こうして融資残高の伸びが安定する中、市場金利は低下傾向をたどっている。財政面では、インフラ投資向け地方債の発行額が2019年には3兆1,000億元に達したが、2020年は年間4兆元に到達する見通しで、特別債発行枠のうち1兆元が第1四半期に前倒しされた。

米中貿易摩擦は引き続き主要なリスクだ。米中は1月15日に第1段階の合意に署名した。今回の合意内容には、中国による米国の農産品、エネルギー、工業製品およびサービスの購入額の引き上げとともに、金融セクターのさらなる開放、通貨体制の透明性の向上、知的財産権の保護の強化などが盛り込まれている。産業補助金などの複雑な構造問題は次回以降に先送りされた。米中関係は長期的に対立と対話を繰り返す「新たなパラダイム」に入りつつある。

スイス

GDP成長率は堅調も、見通しに陰り

ハウスビュー

確率: 50%*

Alessandro Bee and Sibille Duss, economists

2019年第3四半期のスイスのGDP成長率は前期比0.4%と、コンセンサス予想を上回った。前年同期比では1%へと加速した。貿易は医薬品業界の力強い輸出に押し上げられたが、その他の輸出セクターは世界経済鈍化の影響が徐々に顕在化している。

2019年のGDP成長率は0.8%、2020年は1.1%と予想する。

米中貿易協議の第1段階は合意したが、今後数四半期は米中間の貿易摩擦が世界の経済成長率の重石となるだろう。スイスの2019年第3四半期のGDPは好調だったが、世界経済の低成長見通しを背景に、第4四半期から2020年前半までは低成長が続くとみている。2020年後半までスイス経済の本格的な回復は見込めそうにない。スイスの経済成長率は輸出依存度が高過ぎるため、世界の景気サイクルから切り離すことができない。

スイスの製造業購買担当者景気指数(PMI)は2019年3月以来初めて50の節目を超えた。しかし、輸出セクターにみられるセンチメントの低下は今後も続く見通しである。

スイス・フラン高と原油価格の(対前年比での)下落により、今年のインフレ率は抑制されるだろう。CPIは昨年の0.4%から今年は0.5%になると予想する。来年は0.7%を予想する。

スイス国立銀行(SNB)は、現時点では為替市場への介入を見合わせている。しかし、ユーロ圏における政治情勢の不透明感と低成長見通しを背景に、ECBがさらなる緩和策に踏み込むと予想される。この動きがスイス・フランへの上昇圧力となって、SNBも利下げに踏み切らせる可能性がある。SNBは3月に中銀預金金利を現行の-0.75%から-1.0%に引き下げると我々は予想する。

金融市場を動かす要因

各国の金融政策

ハウスビュー

確率: 60%*

Paul Donovan, Global Chief Economist, UBS GWM

米連邦準備理事会(FRB)は、失業率が歴史的な低水準にあり、インフレ率の上昇も限定的であるにもかかわらず、2019年に利下げを実施した。経済成長率は、鈍化してはいるものの極端に弱いわけではない。これまでの利下げは、貿易紛争による不透明感に対応するための一種の保険として機能してきたようだ。FRBは当面は現状の金融政策を維持する方針を示唆している。しかし、トランプ米大統領はハト派寄りの2名をFRB理事に指名する模様だ。

欧州中央銀行(ECB)は政策をめぐる意見の対立が鮮明化している。しかし、緩和方向の政策スタンスを目先で変更するというコンセンサスはない模様だ。ラガルドECB総裁は、理事会開催を前に、この問題について強力なリーダーシップを発揮していない(訳注:23日の理事会で金融政策の据え置きを決定した)。

イングランド銀行の利下げ観測が市場で広がっている。今年には財政政策が拡大される見込みであり、これにより利下げの決定は遅れる可能性がある。

米国の企業収益は底打ち

ハウスビュー

確率: 60%*

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

2019年の米国企業の利益は、財政刺激策の効果剥落、世界経済の成長減速、関税引き上げ、コモディティ価格の低下、米ドル高等を背景に、押し下げ圧力を受けていた。とは言え、大幅な減益は考えにくい。貸出態度などの先行指標は引き続き底堅く、2020年には利益成長が改善する見通しである。

セクター別では、2019年の企業利益はエネルギーと素材セクターで急落した。ハイテク(特に半導体)と資本財セクターも減益となった。しかし、世界の鉱工業生産とコモディティ価格のサイクルに底打ちの兆しが見え、半導体の在庫も低下しているため、2020年はこれらのセクターが足かせになる可能性は低い。

S&P500種株価指数構成企業の2019年の1株当たり利益(EPS)は164米ドル(前年比+1%)と予想する。2020年については、米中関税の一部撤廃と金融セクターの環境改善を背景に、今回1米ドル引き上げて174米ドル(同+6%)に変更した。

一部大企業の業績低迷も、昨年の指数全体の業績を押し下げた。2019年は、指数全体では利益は横ばいにとどまったが、平均的な企業の利益はおよそ6%伸びているため、今年は増益率が再び加速するとみられる。

2019年10-12月期(第4四半期)の業績発表は、各社とも例年並みに事前予想を上回る順調な滑り出しとなった。第4四半期の増益率は1%と予想する。エネルギー、素材、資本財セクターは引き続き弱い。情報技術(IT)と金融セクターは過去数四半期からはやや改善するだろう。

S&P500種構成企業の利益率は2019年は0.4%低下となるが、2020年には0.1%の上昇が見込まれ、利益率低下が続くとの懸念が和らいでいる。増収率が2.7%から3.6%に持ち直す見通しで、利益率も若干の改善が見込まれている。賃金水準は上昇しているが、賃金コストの上昇が利益率を圧迫するほどではない。

主要日程

2月7日

ユーロ圏

ドイツ鉱工業生産

2月7日

米国

米国雇用統計

2月13日

米国

米国消費者物価指数(CPI)

資産クラス 概況

主な予想

22 January 2020

Asset class	TAA ¹	Benchmark	6 month forecast		
			House View	Positive scenario	Negative scenario

Equities

Asset class	TAA ¹	Benchmark	House View	Positive scenario	Negative scenario
US	⊖	S&P 500	3,400 (Jun 2020)	3,650	2,650
Eurozone	⊖	Euro Stoxx	400 (Jun 2020)	450	370
UK	⊖	FTSE 100	7,500 (Jun 2020)	8,200	6,600
Japan	⊕	TOPIX	1,700 (Jun 2020)	1,850	1,400
Switzerland	⊖	Swiss Market Index	10,100 (Jun 2020)	11,000	9,200
Emerging markets	⊕	MSCI EM	1,220 (Jun 2020)	1,340	1,000
Listed real estate		RUGL Index	5,950 (Jun 2020)	6,150	5,200

Bonds

Asset class	TAA ¹	Benchmark	House View	Positive scenario	Negative scenario
USD duration	⊖	10-year US Treasury yield	1.70 (Jun 2020)	1.2 (yield)	2.4 (yield)
European duration	⊖	10-year German Bund yield	-0.50 (Jun 2020)	-1.0 (yield)	0.0 (yield)
USD corporate bonds	⊖	Bloomberg Barclays US Int. Corp. spread	100bps (Jun 2020)	60bps	200–250bps
Euro corporate bonds	⊖	Bloomberg Barclays EuroAgg Corporate spread	110bps (Jun 2020)	75bps	200–250bps
USD high yield bonds	⊖	ICE BAML US high yield spread	440bps (Jun 2020)	300bps	800bps
Euro high yield bonds	⊖	ICE BAML Euro High Yield Index spread	400bps (Jun 2020)	280bps	900bps
Emerging Market Sovereign Bonds in USD	⊖	EMBIG Diversified spread	320bps (Jun 2020)	260bps	450bps
Emerging Market Corporate Bonds in USD	⊖	CEMBI Diversified spread (bps)	330bps (Jun 2020)	270bps	500bps

Alternative investments

Asset class	TAA ¹	Benchmark	House View	Positive scenario	Negative scenario
Gold		Gold	USD 1,600/oz (Jun 2020)	USD 1,700/oz	USD 1,400/oz
Brent crude oil		Brent crude oil	USD 62/bbl (Jun 2020)	above USD 70/bbl	USD 45–55/bbl

Currencies

Asset class	TAA ¹	Currency pair	28.01.2020
USD	⊖	USDCHF	0.96
		USDJPY	110
EUR	⊖	EURUSD	1.15
		EURCHF	1.10
		EURGBP	0.85
GBP	⊕	GBPUSD	1.35
		GBPCHF	1.29

- ⊕ 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

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

⊖ ニュートラル

金利引き下げの効果が实体经济に浸透し、貿易関連リスクが緩和するとともに、2019年の経済活動の低迷に歯止めがかかってきた模様である。賃金上昇と低い住宅ローン金利を背景に、個人消費支出が支えられているため、経済環境は改善に向かい、2020年の増益率は6%と、昨年より1%から伸びる見込みだ。世界中のハイテクとエネルギーといった景気敏感セクターに吹いていた逆風が和らぐことで、企業利益の緩やかな伸びが見込まれる。ただし、株式市場のバリュエーションに目を向けると、投資家はすでに企業利益のモメンタムの改善を織り込んでいるため、ここからの上昇余地は限られそうだ。

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

S&P 500

As of 22 January 2020: 3,322 Six-month target

House View	3,400 (Jun 2020)
↗ Positive scenario	3,650
↘ Negative scenario	2,650

ユーロ圏

⊖ アンダーウェイト

ユーロ圏株式のアンダーウェイトを継続する。域内企業の利益の伸びは依然として弱い、MSCI EMU(欧州通貨圏)株価指数はこの1年で20%上昇した。今年は増収率が鈍化し、利益率にも下押し圧力がかかるため、1%減益を予想する。ユーロ圏の株式市場は、昨年の力強いパフォーマンスを受けて、過度な楽観シナリオを織り込んでいる模様だ。債券に比べるとバリュエーションは魅力的に見えるが、絶対水準が特に低いわけではない。12カ月先予想株価収益率(PER)は14.3倍と、過去平均よりも15%高い。日本や新興国など、世界経済の影響を受けやすいその他の市場の方が割安で、上昇余地が大きいとみる。

Bert Jansen, strategist
Wolf von Rotberg, strategist
Claudia Panseri, strategist

Euro Stoxx

As of 22 January 2020: 409 Six-month target

House View	400 (Jun 2020)
↗ Positive scenario	450
↘ Negative scenario	370

英国

⊖ ニュートラル

英国株式市場は、12カ月先予想PERが13.1倍と割安で、配当利回りは4.6%である。相対バリュエーションは驚くほど低く、MSCI英国指数はMSCIワールド指数よりも22%割安と、過去20年で最低水準にある。ユーロ圏株式に対しても8%割安だ。にもかかわらず、英国株への戦術的(6カ月)投資期間での資産配分はニュートラルを継続する。英ポンド高の影響で今年の増益率は鈍化が予想されるからだ。我々の英ポンド/米ドルの6カ月予想は1.35である。英ポンド高は、海外収益が多いFTSE100指数構成企業の1株当たり利益(EPS)の重石になると予想される。財政支出その他の政策が実施されると、景気は短期的には浮揚するだろう。これに予想される英ポンド高が組み合わさると、英国の内需株が海外収益の多い大型株のパフォーマンスを上回る可能性が高い。

Caroline Simmons, strategist
Claudia Panseri, strategist

FTSE 100

As of 22 January 2020: 7,572 Six-month target

House view	7,500 (Jun 2020)
↗ Positive scenario	8,200
↘ Negative scenario	6,600

+ 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

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。しかし、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。企業の緩やかな売上高の伸び、コスト削減、M&A案件などにより、今年の増益率は引き続き堅調な伸びを示すだろう。よって、2020年も増配を予想する。今年は、通貨の影響は若干マイナス効果を予想する。

Stefan R. Meyer, analyst

Swiss Market Index

As of 22 January 2020: 10,895

Six-month target

House View	10,100 (Jun 2020)
↗ Positive scenario	11,000
↘ Negative scenario	9,200

日本

⊕ オーバーウェイト

ユーロ圏株式に対する日本株式のオーバーウェイトを継続する。日本株は、景気変動の影響を受けやすい他の市場のパフォーマンスをこの4カ月間上回ってきたが、年間パフォーマンスではまだ出遅れている。政府の発表した景気刺激策は、2020年以降の日本経済を支えるだろう。企業利益は、主に対前年比効果によって2019年10-12月期以降回復に向かうだろう。2021年3月期の企業利益は+3%と、2020年3月期の-3%から上向くと予想する。バリュエーションで比較しても、ユーロ圏株式よりも割安だ。日本株式のオーバーウェイトには為替ヘッジをしないことから、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。我々は、安定的に配当を払い続けている企業と、堅固なESG(環境、社会、企業統治)戦略を実行している企業、そして割安な自動車メーカーを推奨する。

Toru Ibayashi, analyst
Chisa Kobayashi, analyst

TOPIX

As of 22 January 2020: 1,744

Six-month target

House view	1,700 (Jun 2020)
↗ Positive scenario	1,850
↘ Negative scenario	1,400

新興国

⊕ オーバーウェイト

米中貿易交渉の最近の進展と、新興国の景気見通しの改善を背景に、新興国株式のオーバーウェイト幅を拡大する。現在のバリュエーションは過去平均に比べると割高なため、株価上昇が続くには業績回復が必要だ。企業利益に関するさまざまな主要指標が改善する中で、新興国と先進国間の経済成長率が拡大し、新興国の企業利益モメンタムが好転してプラスを維持している。新興国ポートフォリオでは、メキシコに対するブラジル、およびタイに対するマレーシアのオーバーウェイトをいずれも維持する。香港のアンダーウェイト・ポジションは、バリュエーションが低下したので利益を確定し、大陸中国に対する台湾のオーバーウェイトにポジションを移す。

Jorge Mariscal, CIO Emerging Markets
Xingchen Yu, strategist

MSCI EM

As of 22 January 2020: 1,133

Six-month target

House View	1,220 (June 2020)
↗ Positive scenario	1,340
↘ Negative scenario	1,000

上場不動産

2019~2020年は、内部成長機会、一部の賃料引き上げ、ポートフォリオの期間延長、再ポジショニングによって年率4.8%(新興国を除く)の利益成長率が期待できる。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、リスク・プレミアムが拡大する企業が増えるだろう。よってテナントの厳選が重要となる。不動産販売は2018年にピーク水準に達したが、2019年は第1-3四半期に前年同期比で低下している。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。賃貸の伸びが弱く、空室リスクが高まっている中、キャップレートが上昇するとリート用不動産の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が現地通貨建てで10%だが、その殆どがここ10カ月の上昇分だ。配当利回りは年率3.7%だ。REIT(不動産投資信託)は純資産価格に対して5%プレミアムで取引されている。

Thomas Veraguth, analyst
Maciej Skoczek, analyst

RUGL Index

As of 22 January 2020: 5,942

Six-month target

House view	5,950 (Jun 2020)
↗ Positive scenario	6,150
↘ Negative scenario	5,200

債券

米国長期国債

⊖ ニュートラル

政治情勢の不透明感が和らぎ金利ボラティリティ(変動率)がかなり縮小した。米中貿易紛争が急速に沈静化し、ブレグジット(英国のEU離脱)をめぐる不透明感も低下した。米10年国債利回りは昨秋上昇したが、その後3カ月間は1.8%を中心に狭いレンジの中で推移した。米連邦準備理事会(FRB)は、設備投資と輸出の低迷を懸念して昨年7月、9月、10月に25ベースポイント(bp)ずつの利下げを実施した。米国経済の良好な見通しを支えるにはこの予防的な利下げで十分というのがFRBの判断だ。FRBは、短期金融市場の変動に対応すべくバランスシートの拡大を再開し、流動性(資金枯渇)問題を効果的に抑制している。FRBは、現在の金融政策スタンスに満足している模様だ。パウエル議長は、現在のスタンスを変更するには「経済見通しの重大な再評価」が必要と述べた。景気指標がさらに悪化しない限り、追加金融緩和は実施されないという見解に我々は同意する。

Douglas S. Rothstein, strategist

10-year US Treasury yield

As of 22 January 2020: 1.77 (yield) Six-month outlook

House view	1.70 (Jun 2020)
➤ Positive scenario	1.2 (yield)
➤ Negative scenario	2.4 (yield)

欧州長期国債

⊖ ニュートラル

ドイツ10年国債利回りは、昨年8月後半に底打ちし、その後絶対水準でも、米国債利回りとの相対水準でも上昇している。これは、米中貿易紛争の急速な沈静化、ブレグジットをめぐる不透明感の低下、欧州中央銀行(ECB)内外での追加利下げに対する抵抗感といった要因が重なった結果と考えられる。経済成長率の低迷と低インフレ率を根拠にECBが追加の金融緩和策を実施しても不思議ではないが、FRBが利下げするまでは動かないだろう。市場は昨年9月には大幅な利下げを織り込んでいたが、現在はそうになっていない。スイス国立銀行(中銀)は、今後もECBの動きを見極めた上で追随するだろう。我々の予想では、短期債利回りは、ECBによる措置の影響で低水準にとどまる。最近の長期債利回りの上昇は行きすぎに見える。したがって、どこかの段階で利回りは低下し、その後今年後半には経済成長率が伸びて金利上昇を支えるだろう。ECBが継続している、資産購入を含む金融緩和姿勢によって、債券利回りの上昇余地は限られると予想する。

Douglas S. Rothstein, strategist

10-year German Bund yield

As of 22 January 2020: -0.26 (yield) Six-month outlook

House view	-0.50 (Jun 2020)
➤ Positive scenario	-1.0 (yield)
➤ Negative scenario	0.0 (yield)

米国社債

⊖ ニュートラル

米投資適格社債のスプレッド(米国債との利回り格差)は、過去1カ月ほぼ横ばいで推移したが、米国債利回りの低下に合わせてトータルリターンは改善した。現在のスプレッドは、世界金融危機以降で最低水準にあるため、さらなる価格上昇の余地は限られている。とはいえ、クレジット・サイクルが転換する材料は当面現れそうにない。2019年は投資適格債には非常によい年で、トータルリターンは10%を上回った。世界的な金融緩和政策により、スプレッド縮小と米国債利回りの低下が同時に起こった。米投資適格債への需要は強く、どのファンドにも2019年の1年間で当初資産の9%の資金流入があった。2020年には、経済成長率が依然として冴えない中、企業の脆弱なファンダメンタルズ(基礎的諸条件)が再び注目されて、スプレッドがやや拡大するだろう。米国企業(発行体)の負債比率は過去のピーク水準を超えている。しかし、低水準の金利コストが続き、利益率も高いなど、状況を逼迫させない要素もある。よって、米投資適格債への戦術的資産配分はニュートラルを維持する。

Philipp Schöttler, Carolina Corvalan and Vittorio Bosio, strategists

Bloomberg Barclays US Int. Corp. spread

As of 22 January 2020: 69bps Six-month outlook

House view	100bps (Jun 2020)
➤ Positive scenario	60bps
➤ Negative scenario	200-250bps

欧州社債

⊖ ニュートラル

欧州投資適格債のスプレッドは、この1カ月間低水準で安定し、トータルリターンはほぼ横ばいだった。2019年を振り返ると、年初の利回りがわずかに1.3%だったにもかかわらず、年間のトータルリターンは6%を超えた。債券相場は上期に上昇したが、下期のリターンはかなり低水準だった。2020年は2019年よりもはるかに厳しい1年になるだろう。ECBによる社債購入は、毎月30億~50億ユーロ相当の債券を市場から吸い上げると予想されている。これは、強力な市場の買い支え材料となるものの、現在のスプレッドはECBの量的緩和プログラムをすでに織り込んでおり、ここからさらに縮小することはないだろう。負債比率やインタレスト・カバレッジ比率からみると、ユーロ圏企業の財務状況は比較的堅固とみられ、銀行の融資基準も現在は緩和を続けるなど、財務ファンダメンタルズはますます健全である。しかし、以上の状況は現在ではすでに市場に織り込み済みで、スプレッドは概ね横ばいに推移することが予想される。

Philipp Schöttler, Carolina Corvalan and Vittorio Bosio, strategists

Bloomberg Barclays EuroAgg Corporate spread

As of 22 January 2020: 90bps Six-month outlook

House view	110bps (Jun 2020)
➤ Positive scenario	75bps
➤ Negative scenario	200-250bps

米国ハイイールド債

⊖ ニュートラル

2019年の米国ハイイールド債は、米国債利回りの低下とともにスプレッドも著しく縮小して、トータルリターンは14%を超えた。この1カ月では、スプレッドが2018年9月以来の低水準まで縮小し、価格は0.9%上昇した。特に、CCC格付債の価格上昇が最近では顕著で、エネルギー・セクターの好調にも支えられ、目先のテクニカル要因およびFRBの支援も強力な追い風になっているが、この上昇は長続きしないだろう。ファンダメンタルズが弱く、構造的な問題に直面している発行体も多い。BB格付債と一部のB格付債はすでに割高圏に入っているため、2020年にはスプレッドが拡大すると我々はみている。過去12カ月ベースのデフォルト率(債務不履行率、発行体数加重平均)は、12月には2.9%で安定している。経済活動の鈍化に加え、銀行の融資基準がやや厳しくなることで、今後12カ月のデフォルト率は3.5%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 22 January 2020: 349bps	Six-month outlook
House view	440bps (Jun 2020)
↗ Positive scenario	300bps
↘ Negative scenario	800bps

欧州ハイイールド債

⊖ ニュートラル

2020年の欧州ハイイールド債は、堅調な滑り出しとなった。スプレッドは過去1カ月で11bp縮小し、トータルリターンは+0.8%だった。主に米中貿易交渉の第1段階の合意による市場センチメントの改善と、世界の中央銀行による強力な流動性供給が、キャリー(金利収入)資産の下支えとなった。2019年は、欧州ハイイールド債にとって2012年以降で最高の年になった。トータルリターンは、指数レベルで11%を上回った。その反面、2020年を迎えた現在、スプレッドは2018年半ば以来で最も狭い。ファンダメンタルズは悪化が続き、スプレッドは若干の拡大を予想する。12月時点での過去12カ月のデフォルト率は0.4%と全般的に安定していた。今後12カ月は2%まで徐々に上昇し続けるだろう。今後数四半期は、企業利益の伸びへの阻害要因が続きそうだが、ECBはハト派姿勢を続け、調達コストを低位に抑えそうだ。

Philipp Schöttler, Carolina Corvalan and Vittorio Bosio, strategists

ICE BAML Euro High Yield Index spread

As of 22 January 2020: 306bps	Six-month outlook
House view	400bps (Jun 2020)
↗ Positive scenario	280bps
↘ Negative scenario	900bps

米ドル建て新興国債

⊖ ニュートラル

米ドル建て新興国債は、2019年に価格が15%上昇し、2020年は堅調な滑り出しとなった。世界の経済成長見通しと地政学が不透明な環境にあるにもかかわらず、同資産クラスは、各国中央銀行のハト派姿勢への傾きと中国の景気刺激策を背景に、スプレッドの縮小と米国債利回りの低下による恩恵を受けた。最近の価格上昇を受けて、我々は戦術的なオーバーウェイトを終了し、利益を確定した。利回りが5%に近く、十分な金利収入をなお見込めるとはいえ、現在の水準からの価格上昇余地は限られていると判断した。戦術的(短期的)には、新興国株式と一部の新興国通貨のリスク調整後リターンの方が良好にみえる。新興国債の中では、割安な価格で取引されている発行体、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。

Michael Bolliger, analyst
Alejo Czerwonko, strategist
Carolina Corvalan, strategist

EMBIG Diversified spread

As of 22 January 2020: 295bps	Six-month outlook
House view	320bps (Jun 2020)
↗ 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は、2019年に価格が13.6%上昇し、2020年は堅調な滑り出しとなった。世界の経済成長見通しと地政学環境が不透明にもかかわらず、同資産クラスは、各国中央銀行のハト派姿勢への傾きと中国の景気刺激策を背景に、スプレッドの縮小と米国債利回りの低下による恩恵を受けた。米ドル建て新興国社債のスプレッドは2020年半ばまで若干拡大を続け、主に金利収入から若干のリターンが見込まれる。我々は投資家に対し、新興国社債のニュートラルの継続を推奨するとともに、今後も鍵となるのは銘柄選別だという点を強調する。

Michael Bolliger, analyst
Alejo Czerwonko, strategist
Carolina Corvalan, strategist

CEMBI Diversified spread (bps)

As of 22 January 2020: 286	Six-month outlook
House view	330bps (Jun 2020)
↗ Positive scenario	270bps
↘ Negative scenario	500bps

通貨

Thomas Flury, Head FX Strategy
Gaëtan Peroux, strategist
Wayne Gordon, strategist

ユーロ/米ドル: 突然の相場変動の可能性は当面低い

ユーロ/米ドルは1.10~1.12のレンジ内で推移している。各国中央銀行は世界的な不確実性に備えており、オプション取引のインプライド・ボラティリティ(予想変動率)はユーロ導入以来の最低水準に近づいている。とはいえ、今後数カ月間は引き続き対米ドルでユーロに下振れリスクが存在する。米中間の第1段階の貿易合意は、ユーロにとってはプラスにもマイナスにもなり得る。しかし今年後半にはユーロは対米ドルで上昇するだろう。欧州と米国との経済成長率格差が縮小し、米国の大統領選挙も米ドルの新たな不確定要因になるとみられるからだ。

米ドル/スイス・フラン: 為替介入の制限を再検討

スイス国立銀行(SNB、中銀)の利下げ余地がなくなり、一方で米ドル安が進むため、米ドル/スイス・フランは2020年12月までに0.92まで下落するだろう。米財務省がスイスを為替操作国の監視リストに再び指定したことを受けて、米ドル/スイス・フランは最近下落した。今年は、貿易摩擦の緩和と米国の大統領選挙をめぐる不透明感の高まりを背景に、米ドルに対するスイス・フランとユーロの上昇を予想する。

ユーロ/スイス・フラン: 上昇圧力が高まりつつある

ユーロ/スイス・フランについては2020年3月末時点で1.07という予想を維持するが、年内には1.10まで戻るとみている。SNBに対してマイナス金利政策の修正を求める声が高まりつつあり、ユーロ/スイス・フランの上昇余地は限られている。SNBはスイス・フラン安となった局面で利上げに踏み切る可能性が高い。米財務相がスイスを為替操作国の監視リストに載せたことを受けて、ユーロ/スイス・フランの下振れ余地は拡大した。

英ポンド/米ドル: 予防的利下げが近いのか?

英国の総選挙を受けて政治情勢の不透明感がかなり晴れたため、今後の英ポンド/米ドルの下げ圧力は2019年よりも弱まるだろう。英ポンド/米ドルは6月までは1.30~1.40のレンジ内で推移し、1.30を下回る場面があったとしても一時的な下落にとどまると予想する。英ポンドは引き続き長期的な投資先として推奨する。短期的には、市場の変動に惑わされず、適切なタイミングがあれば押し目買いを入れることを勧める。イングランド銀行(中銀)の金融政策委員会には、ここ数週間でハト派に転じた委員もいるため、1月末に予防的利下げに踏み切る可能性は否定できない(訳注: イングランド銀行は30日、政策金利の据え置きを決定)。

米ドル/円: 短期的には安定

ドル円の2020年3月、6月、9月、12月の予想をそれぞれ1米ドル=110円(従前予想は104円)、110円(同102円)、108円(同100円)、106円(100円)へと変更する。短期的には、ドル円は米中貿易摩擦の緩和とそれに伴う世界経済成長の回復に下支えられるだろう。2020年後半については引き続き円に対する米ドルの下落バイアスを維持する。世界経済の安定や昨年の消費増税の悪影響一巡などから、円高が再開する可能性が高い。

米ドル/カナダ・ドル: 成長鈍化でカナダ・ドルが下落リスクにさらされる

カナダ経済は過去平均を下回るやや軟調なペースで昨年を終えた模様である。しかし、12月の雇用統計が改善したため、カナダ銀行(中銀)は、中立バイアスを維持するかもしれない。景況感が軟化したにもかかわらず、年末年始のカナダ・ドルは、景気循環的な他の資産とともに上昇した。だが、カナダ銀行がハト派スタンスに戻るリスクがあるため、短期的には警戒が必要である。米ドル/カナダ・ドルは2020年3月末までに1.34まで上昇すると予想する。

豪ドル/米ドル: 転換点が近い

豪ドル/米ドルの2020年後半のレートについては9月末、12月末の予想をそれぞれ0.71(従前予想は0.69)、0.73(同0.68)へと上方修正する。ただし、3月末までに0.68、6月末までに0.71という前半の予想は据え置く。アジアの景気回復見通しに加え、5月発表の連邦予算案では政府支出の拡大が見込まれ、2020年10-12月期には住宅主導で個人消費の伸びも予想されることから、量的緩和導入の可能性は低い。主要通貨に対する米ドル安(および人民元高)も、年後半における豪ドル/米ドルの上昇を後押しするだろう。

ユーロ/ノルウェー・クローネ: 反発の可能性が高い

ノルウェー経済の回復基調と原油価格の上昇により、ユーロ/ノルウェー・クローネは昨年12月に10を下回った。しかし、原油価格の上昇モメンタムは終了した模様で、その後9.80を底値にユーロは対クローネで上昇に転じた。ノルウェーの経済成長とインフレ率は軟調ではあるものの、絶対水準はユーロ圏に比べると高い。ノルウェー経済は世界経済成長の恩恵も受け、景気動向の影響を受けやすいノルウェー・クローネも回復に向かうだろう。よって、ユーロ/ノルウェー・クローネは2020年3月末には10.3まで反発し、その後年末までに10.0に向けて徐々に下落するとの予想を維持する。

ユーロ/スウェーデン・クローナ: スウェーデン中央銀行にハト派回帰の可能性

ユーロ/スウェーデン・クローナは、スウェーデン中央銀行が12月に利上げを実施後数日のうちに10.4で底打ちした。スウェーデンのインフレ率は目標水準を下回り、景気指標もおお低迷しているため、スウェーデン中央銀行が金融緩和に回帰する可能性は残されている。そうすると、ユーロ/スウェーデン・クローナには一定の上昇余地が生まれるが、現時点では、グローバル市場がリスクオン・センチメントになっているためクローナは安定的に推移している。しかし長期的にはスウェーデン・クローナは下落傾向が続く。ユーロ/スウェーデン・クローナの3月末時点の予想レートは10.7、その後年末までは10.8との見通しを維持する。

Foreign exchange forecasts

	28.01.20	Mar-20	Jun-20	Sep-20	Dec-20	PPP
EURUSD	1.102	1.12	1.15	1.17	1.19	1.30
EURCHF	1.07	1.07	1.10	1.10	1.10	1.19
USDCHF	0.97	0.96	0.96	0.94	0.92	0.92
GBPUSD	1.30	1.35	1.35	1.38	1.40	1.57
EURGBP	0.85	0.83	0.85	0.85	0.85	0.83
GBPCHF	1.26	1.29	1.29	1.29	1.29	1.44
USDJPY	109	110	110	108	106	74
EURJPY	120	123	127	126	126	96
USDCAD	1.32	1.34	1.33	1.31	1.29	1.21
AUDUSD	0.68	0.68	0.71	0.71	0.73	0.66
NZDUSD	0.65	0.65	0.67	0.67	0.69	0.55
EURSEK	10.6	10.7	10.8	10.8	10.8	10.00
EURNOK	10.08	10.30	10.2	10.2	10.0	10.7

Sources: Reuters EcoWin, IMF, UBS; as of 28 January 2020
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

米中貿易摩擦の先行きが見えにくく、ハト派に転じた米連邦準備理事会(FRB)が米国の実質金利を押し下げていることから、我々は金価格には強気の見方をしている。米ドル安予想、景気サイクルの終盤に伴うさまざまな要素、そして2020年の米国大統領選挙に向けた政治的ノイズ(雑音)の継続も金価格に追い風となっている。我々は、これからも金をポートフォリオの中で貴重な保険的資産とみなし、2020年は1オンスあたり1,600米ドルまでの上昇を予想する。

Wayne Gordon, analyst
Giovanni Staunovo, analyst
Dominic Schnider, analyst

Gold

As of 22 January 2020: USD 1,559/oz Six-month target

House view	USD 1,600/oz (Jun 2020)
➤ Positive scenario	USD 1,700/oz
➤ Negative scenario	USD 1,400/oz

原油

米国・イラン間の緊張から原油の供給が減るとの懸念は収まっていないが、現時点で中東の原油生産量は影響を受けていない。2020年前半には原油市場は供給過剰になる見通しであり、大幅な供給途絶が起きない限り、プレント原油は1バレル当たり60~65米ドルの範囲内で取引されると予想する。2020年の原油需要は日量百万バレル増と、2019年の日量90万バレル増に比べて若干の増加となるだろう。一方、供給サイドは、米国、ノルウェー、ブラジル、カナダ、ガイアナなどに牽引されて、OPEC非加盟国の原油生産量が日量180万バレル増加すると予想する。

Brent crude oil

As of 22 January 2020: USD 63.2 /bbl Six-month target

House view	USD 62/bbl (Jun 2020)
➤ Positive scenario	above USD 70/bbl
➤ Negative scenario	USD 45-55/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:

推奨していないテーマ:

株式

- 日本株式
- 新興国株式 ↑
- 🌱 新興国の持続可能な価値の創造 ↑
- ブラジル:見通しは「快晴」 ↑
- グローバル高クオリティ銘柄

- ユーロ圏株式

↑ 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

債券

- グローバル・グリーンボンド
- 「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

- 「ギャップに注目」 – 投資不適格級に格下げが予想される「フォーリン・エンジェル」候補銘柄

外国為替

- 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、ブラジル・リアル) ... vs ↑
- 英ポンド vs ... ↑

- ... 先進国通貨バスケット(豪ドル、台湾ドル、スウェーデン・クローナ) ↓
- ... 米ドル ↓

ブラジル：見通しは「快晴」

我々は、新興国市場に強気のスタンスを取っているが、中でもブラジルは「景気拡大の初期」に入っている数少ない国で、魅力的な投資機会を提供している。ブラジル株式には、今後6～12カ月も新興国株式のパフォーマンスを10～15%上回る余地がある。

Corinne de Boursetty, strategist
Xingchen Yu, strategist
Ronaldo Patah, strategist
Michael Bolliger, analyst



投資期間

中期(6-12カ月)

資産クラス

株式

ブラジルは、「景気拡大の初期」に入っている数少ない市場で、国家主導経済から市場経済への移行を進めている。国内総生産(GDP)成長率は、民間への与信の伸びと企業の設備投資に牽引されて、今後3年間で2.5%へと倍以上に伸びる見通しである。最近の景気指標を見ると、ブラジル経済は景気回復の途上にある。財政改革と行政改革の進捗も考え合わせると、企業利益は2019年のほぼゼロ成長から、2020年には20～25%の伸びが期待できる。利益水準は前回ピーク時のまだ55%にあり、成長モメンタムが続く余地は十分にある。2020年に注視すべき重要なけん引要因は、景気回復に伴う企業利益の回復である。今年および来年に利益の回復が最も見込めるセクターは素材、金融、生活必需品、エネルギーで、今後6～12カ月のブラジル株式市場ではこれらのセクターを推奨する。

直近で30%近く上昇したブラジル株式市場のバリュエーションは高すぎるのだろうか？我々はそうは思わない。MSCIブラジル株価指数の12カ月予想株価収益率(PER)は13.2倍と、過去平均の11倍を上回っているものの、実質金利が記録的な低水準にあり(結果として株式コストも低水準)、市場の企業業績見通しも良好であることを考えれば、今の株価水準は妥当であると言えよう。我々の試算によると、MSCIブラジル株価指数のバリュエーションは、MSCI新興国株価指数とほぼ同水準で取引されているが、構成企業の今年の増益率は20%と、新興国の13%を上回る。ブラジルの構造改革が順調に進めば、今後6～12カ月でブラジル株式のプレミアムはさらに10%拡大するだろう。さらに、対米ドルでのブラジル・レアル高も株価上昇のさらなる追い風になるだろう。ブラジル中央銀行による利下げサイ

クルが最終局面に差し掛かっており、経済成長が再び加速するなか、米ドル/ブラジル・レアルが3.85になると想定すると、レアルは現行水準からさらに約7%上昇することになる。

米中貿易協議が進展し、中国の経済成長モメンタムが持ち直すなど、新興国株式の投資環境は好転している。そうした状況下でブラジルは「景気拡大の初期」に入っている数少ない国として企業利益の回復が望め、さらに構造改革も進展していることから、外国人投資家の資金も市場に還流してくるだろう。

最近の展開

2019年のブラジル株式市場は新興国株式のパフォーマンスを8%上回った。今後6～12カ月ではさらに10～15%上回る余地があるとみている。

長期の投資テーマ

長期的な人口増加、都市化、高齢化を背景に世界の食糧供給、ヘルスケア、都市交通問題を解決できる企業が今後数年で恩恵を受ける可能性が高い。

Mark Haefele, Global Chief Investment Officer GWM
Philippe G. Müller, Head Global Investment Themes



正確な予測というのは難しい。しかし、都市化、人口増加、高齢化といった大きなトレンドについては、ある程度推測が可能だ。

- 世界の人口は現在73億人だが、2050年までには100億人近くに達することが予想される。この人口増は圧倒的に低中所得国で起きるだろう。
- 国際連合は、2030年には世界人口の9%近くがわずか41の巨大都市に居住することになると推定している。
- 2030年までに、先進国では60歳以上の人口が25歳未満の人口を超える。

こうしたトレンドから、成果が期待できるいくつかの投資テーマが浮かび上がってくる。例えば、農業分野での収穫量の増加というテーマを取り上

げてみよう。都市に流入する人口が増え続けると、食糧需要も増加するはずだ。耕地面積が限られる中で、1日当たり20万人の人口が増えている現在、土壌サンプリング、各地の天気予報、肥料の効率的な使用など、生産効率を高められる企業が長期的に勝ち残るはずだ。

2番目の事例は、都市のインフラ整備である。世界の主要都市を訪れたことのある人なら、交通渋滞の原因と、その解消に大きな効果をもたらす効率的な公共交通機関システムの必要性を実感しているだろう。今後10年間で、アジア諸国は2,000億米ドル以上をかけて新たな交通インフラを整備し都市化のさまざまな課題に取り組むと我々はみている。

さらに、これからはかつてないほど多くの人々が80代、90代に突入することから、ヘルスケアは今後極めて重要な問題になる可能性が高い。科学が

発達して、今や先進国でも新興国でも死亡原因の第1位になってきたがんのような重病に対処できるようになった。

最近の展開

こうした分野への投資を検討している投資家向けには、次の桁外れの技術革新を狙うのではなく、ゆっくりとしたトレンドから利益を得られる企業を狙って分散投資を徹底することが最も合理的だと判断する。理想的な投資期間は、景気サイクルが一巡する期間となる。

グリーン・ボンド

景気サイクル後半に持続可能な投資

我々はグリーン・ボンドを、グローバル投資適格債に代わる健全で、持続可能な投資対象とみている。

Thomas Wacker, analyst

投資期間

中期(6-12カ月)

資産クラス

債券



グリーン・ボンド = 通常債券 + グリーン・ボンド原則(GBP)の遵守

グリーン・ボンドは、発行体がグリーン・ボンド原則(GBP)を遵守すると公約している点が他の債券と異なる。GBPは、グリーンプロジェクトの調達資金の用途と管理、および調達資金の管理に関する定期的なレポートイング、ならびにプロジェクトの気候関連目標の達成度を定めている。グリーン・ボンドは、この点以外では通常債券と全く同じで、その保有者は発行体が支払不能に陥った場合にも通常債券と同一の請求権がある。したがって、信用格付け、利回り、パフォーマンスは通常債券と変わらない。

グリーン・ボンドの発行体はディフェンシブ・セクターに偏り

公益、銀行、開発援助機関は、概してGBPの基準に照らして「グリーン」として適格な資産とプロジェクトを大量に保有している。消費財(自動車など)、情報技術(IT)、メディア、素材、石油および天然ガスといった景気敏感セクターの多くは、グリーン・ボンド市場

では存在が薄い。グリーン・ボンドは資産クラスとしては日が浅いため、金融市場ではまだ大きな調整期間を経験していない。しかし、2014年からの限定的な実績を見る限り、ディフェンシブ・セクターの組み合わせは、リスク・プレミアムが拡大している期間にはアウトパフォーマンスしやすく、景気敏感セクターのリスク・プレミアムが縮小している期間にはアンダーパフォーマンスする傾向が高い。

投資事例

最近の市場回復を受けて、クレジット市場のリスク・プレミアムは再び長期平均を下回っている。同時に、世界の経済成長率は鈍化しており、今後数年は景気後退リスクを無視できないだろう。景気循環リスクを織り込むタイミングについては、クレジットは通常、株式に先行する。したがって、投資適格債の一部を分散されたグリーン・ボンドと入れ替えて、予想外の悪材料が明らかになった場合の耐性を強化するとともに、リスク・プレミアムが引き締まっている期間でも、投資適格

債並みのパフォーマンスを達成できるポートフォリオの構築を推奨する。しかも、この銘柄入れ替えによる持続的な価値の追加にはコストがかからない。

最近の展開

クレジットのリスク・プレミアムは2018年初めの低水準までは戻りそうにないと我々はみている。実際、景気サイクルがかなり進行しており、今後2~3年での景気後退リスクを考えると、今後はリスク・プレミアムが徐々に上昇していく可能性が高そうだ。分散ポートフォリオを保有している投資家は、特に景気敏感銘柄を中心とする株式と高リスク債券の保有によって、この投資環境に晒されている。そこで、ポートフォリオの投資適格債への配分の一部を分散されたグリーン・ボンドと入れ替えることで、景気循環への耐性が強化されてボラティリティ(変動率)も低下し、市場が「横ばい」に移した場合にも、リターンをそれほど犠牲にする必要がないだろう。

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)が作成したりサーチレポートをもとに、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。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・アドバイザー株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号

