

UBS House View

Investor's Guide

日本版 | 2020年3月

チーフ・インベストメント・オフィスGWM

Investment Research



不透明な状況下での選択



CIOは3月2日付CIO Alert「相場急落でリスクオン継続-TAA変更」の中で、戦術的資産配分の3つの変更を発表しています。変更の詳細は同レポートをご参照ください。

目次

CIOは3月2日付CIO Alert「相場急落でリスクオン継続-TAA変更」の中で、戦術的資産配分の3つの変更を発表しています。変更の詳細は同レポートをご参照ください。

- 04 戦術的推奨
- 06 マンスリー・レター
 - 不透明な状況下での選択
- 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
25 February 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

CIOは3月2日付CIO Alert「相場急落でリスクオン継続-TAA変更」の中で、戦術的資産配分の3つの変更を発表しています。変更の詳細は同レポートをご参照ください。

資産配分

この1カ月は、中国での新型コロナウイルスの感染拡大がメディアの話題をほぼ独占した。足元で新たな感染者数が低下してきたことから、ウイルスの封じ込め戦略がひとまず一定の効果を示した模様である。とはいえ、2020年1-3月期(第1四半期)の中国の経済成長率は、生産活動の混乱により深刻な打撃を受けるだろう。中国経済は(政府による追加の景気刺激策の効果で)いつごろ回復に向かうのか、グローバル・サプライチェーンはどの程度混乱するのか、といった重要な点はまだ不透明である。最終的な景気への影響を判断するのは時期尚早である。プラス面では、各国の中央銀行は流動性供給により金融市場の支援を続けており、世界経済は米中貿易紛争による落ち込みから総じて回復しつつある。以上を背景に、我々は新興国株式の小幅のオーバーウェイトを維持する。とりわけ超低金利環境が続く中、新興国株式市場は魅力的なバリュエーションを提供している。

株式

ユーロ圏株式に対する日本株式の戦術的オーバーウェイトを終了する。日本の経済指標は軟化しており、企業利益の伸び率も我々の予想を下回った。年初から対ユーロで円高が続いていたことも、日本の国際競争力の足を引っ張っている。一方、ユーロ圏株式に対する新興国株式のオーバーウェイトは継続する。新興国企業の利益は底打ちしつつあり、我々の基本シナリオでは、新型コロナウイルスによる中国経済の鈍化は一時的であると予想している。悲観シナリオでは、輸出依存度の高いユーロ圏株式もリスクにさらされると想定している。

債券

株式市場は最近上昇トレンドに戻ったが、世界の国債利回りはこの1カ月は低い水準での推移が続いた。低インフレ率が長期化し、世界の景気回復がさまざまなリスクにさらされていることを背景に、市場参加者は政策金利が低水準のまま長期にわたり据え置かれるか、さらに低下するとさえ予想している。よって、高格付債に対して新興国株式をオーバーウェイトとする。クレジット市場では、投資家需要が引き続き強く、スプレッドは金融危機以来の最低水準に戻った。企業のファンダメンタルズ(基礎的諸条件)は、特に財務体質の弱い米企業などは脆弱な印象だが、スプレッドが比較的狭いにもかかわらず、投資家のキャリー(金利収入)を追求する姿勢が後退する兆候は見えていない。現時点では、戦略的(長期的な)資産配分に沿った保有比率を推奨する。

外国為替

世界的な低金利環境を背景に、一部の新興国通貨に魅力的な金利収入の機会が見いだせる。同時に、この資産クラスでは相場の方向性に賭ける取引は避けた。よって、スウェーデン・クローナ、豪ドル、台湾ドルに対するインド・ルピー、インドネシア・ルピア、ブラジル・レアルのオーバーウェイトのポジションを継続する。また、英ポンドは、投資家が年末までに英国・欧州連合(EU)間で新たな通商協定が締結されないリスクを過大に織り込んでいることから、引き続き割安とみている。よって、米ドルに対する英ポンドのオーバーウェイトを維持している。

資産クラス

戦術的資産配分(2020年2月20日現在)

CIOは3月2日付CIO Alert「相場急落でリスクオン継続-TAA変更」の中で、戦術的資産配分の3つの変更を発表しています。変更の詳細は同レポートをご参照ください。

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・レアルが含まれる

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

不透明な状況下での選択

感染拡大は抑えられるか？

新型コロナウイルスをめぐる状況は依然不透明だが、感染拡大を抑える方策が効果を示し始めた模様である。ウイルス感染拡大は3月末までに概ね収束するというのが我々の基本シナリオだ。

リスクオンのスタンスを継続

我々の基本シナリオでは、中国の国内総生産(GDP)成長率は、1-3月期(第1四半期)には大幅に落ち込むものの、第2四半期以降は累積需要と景気刺激策で景気回復に拍車がかかるとみている。我々は中国が困難な状況において、なんとか持ち堪えるとみていることから、リスクオンのスタンスを継続する。

新型コロナウイルスの長期的な影響

危機は変化を加速させることが多い。新型コロナウイルスの感染拡大による海外渡航の制限、テレワーク推進、医療テクノロジーの促進は、新たな「機会」を生み出す契機にもなりうる。

資産配分

ユーロ株式に対するポジションでは日本株式のオーバーウェイトは終了するが、新興国株式のオーバーウェイトは維持する。その他、先進国通貨バスケットに対する高利回り新興国通貨バスケット、および米ドルに対する英ポンドのオーバーウェイトも継続する。



Mark Haefele

Chief Investment Officer
Global Wealth Management

弾劾裁判、ブレグジット(英国のEU離脱)、空爆、感染症の拡大にもかかわらず、S&P500種株価指数は最高値水準にある。今年は既に歴史の教科書に載るほどの事件が起きているが、2020年はまだ始まったばかりだ。

我々は、「Year Ahead 2020: 選択の年 – 変革の10年が始まる」の中で、今年の投資成果を左右する3つの「選択」(①現状維持か変更か? ②合意に至るのか? ③金融政策か財政政策か?)について説明した上で、株式のオーバーウェイトで2020年をスタートさせた。新型コロナウイルスの感染拡大で不透明感が広がったものの、政治、通商、経済政策の方向性は株式市場を支えていると我々はみている。

市場参加者の大半は、トランプ大統領が再選され、現在の税制と規制環境があと4年続くとの見方を変えていない。大統領選挙が近づくと、この確信が揺らぐことは間違いない。とはいえ、米国人の過半数が、経済状態は3年前よりも今の方が良いと考えている模様である。しかも、1948年以降、現職大統領が立候補した11回の大統領選挙のうち、8回で現職が勝利している。

米中間の貿易紛争は峠を越えた。トランプ大統領は一般教書演説で、経済環境の好転と費用負担の大きい戦争を減らしたという実績を背に選挙活動に臨む意向を明確にした。その結果、米中間の貿易摩擦やイランとの紛争が新たに激化する可能性は低下したと考える。米国と中国は先月署名した「第1段階の合意」の一環として関税を一部引き下げている。

最後に、金融緩和政策は継続するだろう。2019年はメディア報道を注目しすぎるあまり、各国の中央銀行が「低金利の長期化」から「低金利の恒久化」へと方針転換したことを見逃していたと振り返る顧客の声が多く聞かれた。2020年も既に追加の景気刺激策が実施されている。中国は金融面・財政面から追加策を講じた。また、米10年国債利回りが年初来で30ベースポイント(bp)以上低下するなど、借り入れコストは世界的に低下している。

我々は全般的には楽観的な見通しを維持しているが、この見方は先進国の株式市場のバリュエーションには既に織り込み済みだ。そこで、株式市場への強気の見通しを新興国株式のオーバーウェイトに反映させている。その他では、選別した新興国通貨と英ポンドにも引き続き投資機会を見いだしている。

我々は、新型コロナウイルスをめぐる状況を、投資および経済への影響の点から監視している。新たな感染者数の伸びが鈍化している現状から、今回の感染拡大はおおむね第1四半期には収束し中国以外に大きく広がる可能性は低いとの見方を継続する。短期的な動きに注目するよりも、この世界的な公衆衛生上の非常事態発生をきっかけとして、脱グローバル化、遺伝子治療、デジタル・トランスフォーメーションなどの主要な長期投資テーマの進展に注目することで、投資家の大半がより多くの利益を得ることができると考える。

新型コロナウイルスによっても我々の見解が変わらない理由

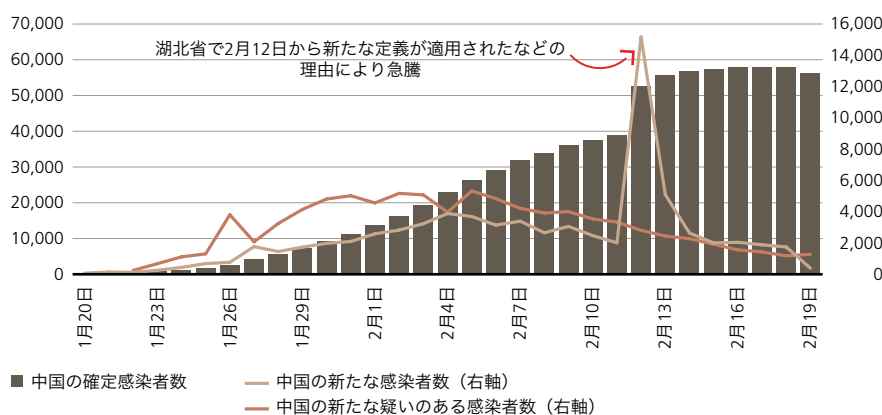
本稿執筆時点で、新型コロナウイルスをめぐる状況はなお不確定要素の方が多い。ウイルスは拡大を続けており、これが経済活動にどの程度の影響があるのか、その全貌を見極めるのは時期尚早だ。震源地である中国湖北省武漢以外で大規模な感染拡大の兆候がないかどうかを監視することがとりわけ重要になるだろう。

新型コロナウイルスの感染拡大は収束に向かいつつある兆候が見え始めた。

図表1

新型コロナウイルスの感染者数の増加は横ばいへ

中国の確定感染者数、新たな感染者数、新たな疑いのある感染者数の推移（2020年2月19日現在）



注記：湖北省では核酸試験キットが不足したため、CTをベースにした臨床診断も追加され、新たな定義に基づく感染者数が2月12～18日に正式に報告された。

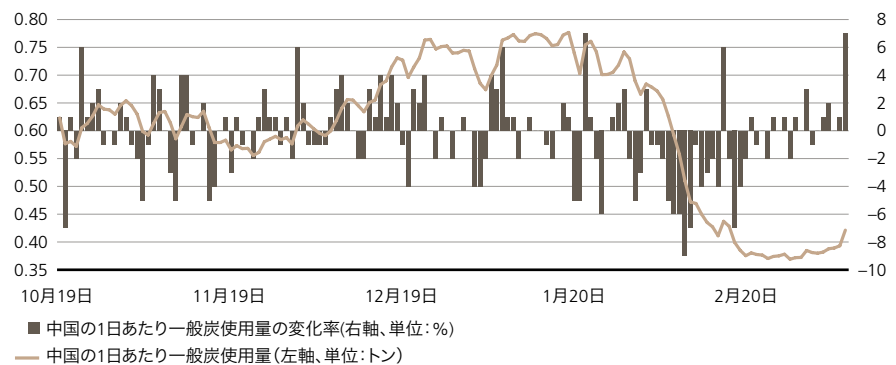
出所：中華人民共和国国家衛生健康委員会、UBS(2020年2月19日現在)

CTスキャンによる診断が始まって湖北省の感染者数が2月中旬に跳ね上がったが、全体的な感染者数の増加の勢いは収まりつつあるようだ。新しい病院の設立や数千人の医師の追加など、ウイルスを抑えこむべく追加的な措置が取られている。世界的な感染拡大も収束に向かい始めた模様で、感染者の99%が中国である。感染拡大に関する人々の不安も後退しているように見える。グーグルのデータによると、「コロナウイルス」の検索数は1月末にピークを打った。ウイルス感染拡大は3月末までに概ね収束するというのが我々の基本シナリオだ。

図表2

中国のビジネス活動はまだ正常水準に戻っていない

中国の1日あたり一般炭使用量（左軸）、中国の1日あたり一般炭使用量の変化率（右軸、単位：％）



出所：ブルームバーグ、中国石炭輸送・流通協会(2020年2月20日現在)

投資の5つの重要なポイント

新型コロナウイルス感染拡大がいつ収束するのかまだわからない。しかし、投資家は市場の反応から、ポートフォリオの管理方法について、いくつか教訓を引き出すことができる。

- **分散投資を進めて自分の計画を守る。**予想できないリスク・イベントに対する反射的な市場の反応を見て、むやみに投資資産を売却するのは勧められない。分散ポートフォリオを維持して個別リスクを緩和することがベストのアプローチだ。そうすれば、各自の資産計画に沿った長期の投資方針を維持することができる。感染拡大後に先進国の株式市場と債券市場がどう反応したかを見ると、このスタンスの有効性を確認できる。
- **感染拡大の影響を受けやすい銘柄を避ける。**航空会社やホテルなど、最も影響を受けやすい企業の保有比率が過剰にならないよう注意し、オンライン消費に関連する銘柄など、在宅する消費者の増加で需要が高まる銘柄を選ぶことで、新型コロナウイルスの影響を緩和できる。
- **段階的な市場参入を検討する。**株式市場が高値水準にある今、新型コロナウイルスにより不透明感が高まる中で資金を投じることに懸念を抱く投資家もいるかもしれないが、我々は3つのアプローチを推奨する。①まず債券に投資して、次にリスク資産に資金を投じる、②決まったスケジュールを守る、③市場が下落しても買いの好機が到来しなかった場合に一定のリターンを得られる戦略を検討する。
- **プロテクションを検討する際は銘柄や市場を選ぶ。**新型コロナウイルス感染拡大リスクに対するプロテクションを検討する場合には、新興国やアジア株式の中から選別するのが、コストと効率性の面からベストの戦略と考える。
- **ファンダメンタルズを重視する。**投資家にとって最も重要なのは、感情を排して経済的影響に注目することだ。

中国経済が打撃を受けることを考慮に入れても、新興国と先進国の成長率格差は拡大するだろう。

ウイルスの感染拡大は、来る「変革の10年」で市場を牽引する主な長期トレンドの一部を加速させるだろう。

中国の春節休暇の延長がウイルス拡大の抑制に寄与した後、中国経済は2月10日から活動を再開したが、日々の経済データによると、完全稼働にはほど遠い状況にある。その結果、我々の基本シナリオでは、中国の第1四半期のGDP成長率は100～300bp程度低下し、年率4～5%の成長率となる見込みだ。しかし第1四半期がすぎれば、累積需要と景気刺激策で景気回復に拍車がかかるとみている。つまり、中国経済が打撃を受けることを考慮に入れても、新興国と先進国の成長率格差は、今年と来年にはさらに拡大すると我々はみている。

新型コロナウイルスからの長期的な教訓

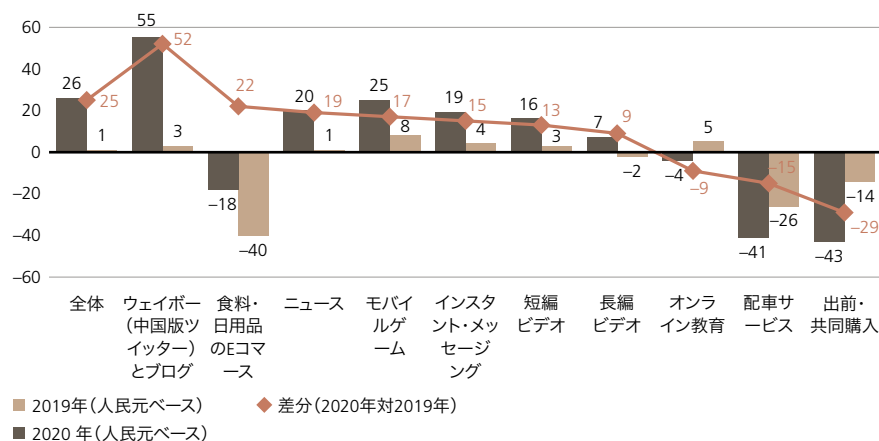
変革は危機によって加速することが多い。海外渡航が制限され、テレワークが奨励され、医療テクノロジーのさらなる進歩が促されるなど、新型コロナウイルスの感染拡大への対応が、投資家、消費者、政府当局、政策決定者に新たな「機会」を生み出す契機にもなりうる。

スマート・エブリシング: 今回の集団感染は、5Gやビッグデータ、AI(人工知能)を統合して「スマート・エブリシング(Smart Everything: あらゆるものがネットにつながるスマート化)」につなげていく事例を示す形となった。たとえば、科学者たちはAIを用いて中国以外へのウイルス感染拡大の前兆を探しており、中国の政府当局は、国民のIDを追跡してウイルスと接触した人の割り出しを進めている。イネープリング・テクノロジー(実現技術)への支出は、2019年の5,260億米ドルから2025年には1兆1,000億米ドルに増加するだろう。民間の投資以外にもAIと5Gへの政府支出が期待できるため、この試算は控えめな数字と言えるかもしれない。AIをベースにしたソフトウェア企業と、5G関連の半導体企業がこうした動きの恩恵を受ける可能性が高い。

図表3

テクノロジー活用の進展により勝者と敗者が生まれた

中国の春節期間中のインターネット利用時間の増加率(%)



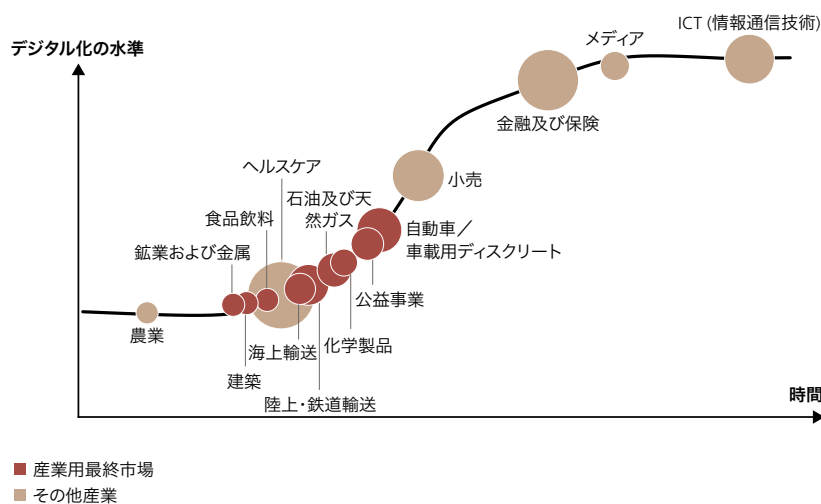
出所: ゴールドマン・サックス、Jiguang(2020年2月)

集団感染の拡大を受けて、中国ではテレワーク(遠隔勤務)への動きも加速し始めた。スポーツクラブや不動産会社でさえ、ライブ・ストリーミングやバーチャル・リアリティを使って遠隔サービスを提供し始めている。テクノロジーの利用は急速に伸びている。昨年の中国の春節には、ソーシャルメディア・プラットフォームに費やされた時間が3%増加したが、今年は55%増と急拡大した。

消費者が自宅で過ごすことを余儀なくされる結果、オンライン・ビジネスへの移行が加速している事実は、アリババやTALエデュケーション(中国の教育サービス大手)の最近の業績発表のプレゼンテーションでも強調された。遠隔技術とオンライン・プラットフォーム利用の増加は今や長期的なトレンドであり、世界全体でのインターネットの普及率は2020年の64%から2030年には82%まで伸びるだろう。eコマース、デジタル広告、オンライン教育はこうしたトレンドの恩恵を受ける可能性が高い。

図表4

デジタル化へのトレンドは更に続く



円グラフの大きさは潜在的市場規模を示す。

出所: ABB(2020年2月現在)

新型コロナウイルスはグローバル・サプライチェーンを混乱させ、ローカライゼーションへのトレンドを後押ししている。

脱グローバル化: 経済的ナショナリズムの高まりと第4次産業革命で現地化は既に進行しているが、新型コロナウイルスによるグローバル・サプライチェーンの混乱は、このトレンドの追い風にもなっている。BMWは中国外の自動車サプライチェーンの破壊を予想していない。欧州の自動車メーカーには「販売する場所で作る」戦略があるからだ。

さらに、新型コロナウイルスの感染源が動物だとすると、今回の事態を受けて、①衛生状態と動物愛護に関する懸念から、食品の産地に関する透明性の向上を求める声が、世界中の消費者の間で高まる。②植物由来の代替肉など、新たなハイテク食品へのシフトが加速する可能性がある。フード・デリバリー業界(出前)も、「非接触デリバリー」などのイノベーションをさっそく導入して、ウイルスの問題に対応し始めた。フード・デリバリーと植物由来の代替肉は、今後10年でそれぞれ年16%、28%の成長を予想する。詳しくは、我々のレポート“The food revolution(食料革命)”をご参照いただきたい。

新型コロナウイルスによって、遺伝子技術が最近格段の進歩を遂げていることが明らかになった。

遺伝子治療の重要性: 遺伝子技術は、ウイルスがいかに拡散するかを科学者が特定するのに有益なツールだが、新型コロナウイルスによって、この分野が格段の進歩を遂げていることが明らかになった。2002年から2003年にかけてSARS(重症急性呼吸器症候群)が集団発生した時には、米国とカナダの科学者がウイルスのゲノム解析を完了するまでに5カ月かかった。今回、中国の科学者が解読にかかった時間は約1カ月だ。集団感染の広がりにより素早く診断する必要があるため、携帯DNAシーケンサ(配列解読装置)への需要が高まっている。遺伝子治療は医療のパラダイムシフトを牽引するというのが我々の理解だが、個別の臨床的失敗のリスクを抑制するために、様々な企業への十分な分散投資でこのトレンドに乗ることを勧める。

サステナブル投資: 勝ち組と負け組について考える

2017年に開催された中国共産党第19回全国代表大会で、習近平国家主席は、中国人の基本的ニーズはすでに満たされたが、公平性、正義、安全、環境といった側面における「人民のより良い生活」に対する要求を満たすためには、一層の努力が必要だと述べた。

今年1月に、中国は小売店やファストフード店で非生分解性(微生物で分解できない)ビニール袋を段階的に禁止すると発表し、さらに今月には、国内を走行するディーゼル車を減らし、新エネルギー車を増やしていく意向を発表した。

政府による規制強化と消費者の嗜好の変化により、スマート・モビリティや再生可能エネルギーなど、世界の排出ガス削減に寄与できるディスラプター企業(既存のビジネススタイルを破壊する企業)には有利な状況が生まれそうだ。これとは対照的に、高コストの石油化学業界の先行きは一段と厳しい。

中国は、ポリエチレンの消費量が世界の30%のシェアを占め、世界最大の輸入国でもある。コモディティのコンサルティング会社ICISは、使い捨てビニール袋を禁止すると、中国でのポリエチレンの需要は10%近く減少する可能性があるとして試算する。中国の措置は、規制強化、継続的プレッシャー、消費者の嗜好変化というトレンドの一貫であり、UBSの試算では、その結果プラスチック総生産量のおよそ42%を占めるプラスチック包装市場は、今後3～5年で10～20%縮小する可能性がある。以上の観測を踏まえると、2022年から2027年にかけては、グローバルな需給の不一致で石油化学セクターの収益性は急減し、高コストの石油化学メーカーは工場閉鎖に追い込まれる可能性がある。中でも危ないのは日本および欧州の中規模な石油化学関連施設だ。

景気刺激的な金融・財政政策を背景に、リスクオンのスタンスを継続する。

資産配分: 選択の年におけるポジショニング

我々は、米中間で第1段階の通商合意が調印されて市場への大きな逆風が収まると判断し、昨年末からリスクオンのポジションを拡大し始めた。米中は、年末まで比較的友好的な貿易関係を維持するとみられる。金融緩和政策と財政拡張政策に、あらゆる資産クラスの期待リターンは低下も重なったため、資産運用担当者は、目標リターンの達成を目指して株式の保有比率を上げざるを得ないだろう。

金融緩和政策は継続するだろう。中国は、リバースレポ金利と中期貸出制度(MTL)金利、さらには預金準備率(RRR)も既に引き下げているが、我々はMTLが10~20ベーシスポイント(bp)、RRRが100~300bpの追加引き下げを予想する。米連邦準備理事会(FRB)は、景気指標が悪化した場合には金融緩和に乗り出す準備ができている。欧州中央銀行(ECB)は、2003年以降で初めて政策の見直しを行っている。その中にはインフレ目標の変更が含まれるが、現時点ではユーロ圏の金利については「低金利の長期化」という我々の見方を変更する兆候は見られない。

財政政策も積極化している。新型コロナウイルスの集団感染を受けたインフラ投資の拡大を背景に、中国の地方政府債の発行額は2020年度に4兆人民元まで増える可能性がある。トランプ大統領の当初の予算案と、民主党候補たちによる政策提案を見ると、米国も大統領選挙後に財政拡大を実施すると考えられる。欧州諸国は景気指標が急速に悪化するか、環境投資プログラムの規模が予想以上に拡大した場合には、財政拡大策を講じる可能性もある。

今月の戦術的資産配分は次の通りである。

ユーロ圏株式に対する日本株式のオーバーウェイト・ポジションを終了する。

- **ユーロ圏株式に対する日本株式のオーバーウェイト・ポジションを終了する。**
ユーロ圏株式に対する悲観的な見方は変更しないが、日本株式に対して以前ほどの強気ではなくなった。2019年10-12月期(第4四半期)の日本経済は、主に消費税増税の影響で前期比年率-6.3%と、2014年初め以来の大幅なマイナス成長を記録した。日本はユーロ圏よりも新型コロナウイルスの影響を受けている。企業業績も、大半の企業がガイダンスの下方修正をするなど事前予想を下回っている。株式市場の株価収益率(PER)は、12カ月予想ベースで14倍と10年平均より5%高く、自己資本利益率(ROE)も景気変動に敏感な他の市場より低い。

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。

- **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。**
財政拡張政策と金融緩和政策を背景に、株式をオーバーウェイトし、中でも新興国株式を推奨する。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。UBSのGDP追跡データによると、新興国、とりわけアジアの経済成長率は、新型コロナウイルスの集団感染直前には急速に加速していた。新興国株式の予想12カ月ベースのPERは12.4倍で、先進国の17.3倍よりも28%割安だ。これは10年平均の22%よりも大きい。増益率も新興国企業の方が高い。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(12.4%)と中南米(15%)で、米国はわずか6%、ユーロ圏では-1%の減益になる見込みだ。

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。**
英ポンドは12月の総選挙後に高値をつけたものの、英国とEUが2020年末までに新たな貿易協定の締結までこぎつけるのは難しいとの懸念から、その後は軟調に推移している。我々は12月までに限定的な貿易協定を締結すると予想しており、英国・EU間の通商関係に関する方向性が明確になるにつれ、英ポンドは上昇するだろう。英ポンド/米ドルは2020年末までに1.40への上昇を予想する。同時に、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維持する。

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。

• **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。**

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、台湾ドル、スウェーデン・クローナに対するインドネシア・ルピア、インド・ルピー、ブラジル・レアルのオーバーウェイトを維持する。



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、2020年の投資展望が議論され、新型コロナウイルスの集団感染の投資見解への影響が検討された。

- 新型ウイルスの経済への影響は現在予想されているよりも大きい、第1四半期末までに収束するという点で参加者は概ね意見の一致を見た。しかし、中国政府による景気刺激策で、中国経済の金融リスクが再燃する可能性も指摘された。
- 参加者たちは、新型コロナウイルスが金融市場に及ぼす短期的な影響の先を見ている。
- バリューストックは米国以外で探す必要があるという意見が大勢を占めた。

経済

ユーロ圏

リスクバランスの とれた見通し

ハウスビュー

確率: 60%*

Dean Turner, economist

2019年の経済成長率が事前予想を下回る結果となり、加えて新型コロナウイルスの影響で中国経済も減速しているため、1-3月期(第1四半期)のユーロ圏経済は成長率が押し下げられるだろう。しかし、アジア発の景気低迷は一時的であり、第2四半期には反発に向かうと予想する。域内の底堅い労働市場に支えられ、内需は外需の軟化を相殺するとみられる。緩やかな金融政策が引き続き景気を下支えるだろう。

ドイツでは今後数カ月で製造業セクターが底打ちすると予想する。フランスでは構造改革により引き続き雇用の伸びが後押しされている。

イタリアは、政治リスクの後退に伴い、経済は引き続き安定に向かうだろう。

世界経済の2020年予想実質成長率は: 2.9%

	Real GDP growth in %			Inflation in %		
	2018F ¹	2019F ¹	2020F ¹	2018F ¹	2019F ¹	2020F ¹
US	2.9	2.3	1.4	2.4	1.8	1.9
China	6.7	6.1	5.4	2.1	2.9	3.3
Eurozone	1.9	1.2	0.8	1.8	1.2	1.2
Germany	1.5	0.6	0.6	1.9	1.4	1.2
France	1.7	1.2	1.0	2.1	1.3	1.3
Italy	0.7	0.2	0.3	1.2	0.6	0.5
Spain	2.4	2.0	1.7	1.7	0.8	1.1
UK	1.3	1.4	0.9	2.5	1.8	1.6
Switzerland	2.8	0.8	1.1	0.9	0.4	0.4
Russia	2.5	1.3	1.8	0.0	4.5	2.8
World	3.7	3.1	2.9	2.9	3.1	3.0

Sources: Reuters EcoWin, IMF, UBS; as of 25 February 2020

¹ UBS Forecasts

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。新型コロナウイルスは少なくとも短期的にマイナスの影響を与える新たなリスクとなる。

米中貿易協議の第1段階合意により不確実性は低下し、下振れリスクも緩和するだろう。しかし、年内は発動済み追加関税の大部分が据え置かれる見通し。

労働参加率は改善し、労働力不足は緩和しつつある。求人数が低下し、賃金の伸びは緩やかな状態が続いている。

個人消費の伸びは引き続き賃金の上昇により下支えられる見通しで、これが経済全体の成長を押し上げるだろう。

設備投資は、昨年先送りされていた計画が貿易をめぐる不確実性の低下により再開し、2020年は回復すると見込む。

製造業セクターは、昨年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)は年後半以降、景気判断の節目となる50を下回る状態が続いた。今年1月にPMIは再び50を上回ったが、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、今後も引き続き拡大基調をたどるだろう。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。

足元のインフレ率は軟調に推移しているが、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年には少なくともFRBの2%目標に届くと予想される。

米連邦準備理事会(FRB)は引き続き中立スタンスを示唆している。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(訳注: FRBは3月3日、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大に伴う景気下振れリスクに対応するため、緊急利下げに踏み切った)。

中国

新型肺炎受け、 政策支援強化

ハウスビュー

確率: 70%*

Yifan Hu, economist

Kathy Li, economist

構造改革と米中貿易協議をめぐる不確実性を背景に、2019年の中国経済の成長率は6.1%へと減速したが、新型コロナウイルスの影響でさらなる下振れが予想される。新型コロナウイルスの影響は1-3月期(第1四半期)がピークと予想され、主に個人消費と設備投資が打撃を受けるだろう。

1月の消費者物価指数(CPI)インフレ率は、豚肉価格の高騰と新型コロナウイルスの感染拡大による影響で前年同月比5.4%と、8年ぶりの水準まで上昇した。一方、コア(食品とエネルギーを除く)CPIインフレ率は1.5%と、引き続き低い水準となった。インフレ圧力は2020年第1四半期にピークに達し、2020年の年間平均では3%前後に落ち着くと予想する。1月の生産者物価指数(PPI)インフレ率はプラスに転じたが、新型コロナウイルスの影響で工業製品価格が軟化するため、短期的には下げ圧力を受けるだろう。

金融・財政両面の政策緩和はさらに強化されるだろう。2月3日、中国人民銀行は7日物/14日物のリバースレポ金利をいずれも10ベーシスポイント(bp)引き下げるとともに、2月3日~4日にかけて、リバースレポを通じて総額5,500億人民元(満期償還分を差し引いた純額)の資金を金融市場に投入した。今後は、全金融機関の預金準備率(RRR)、中期貸出ファシリティー(MLF)金利をそれぞれ50~150bp、10~20bp引き下げると予想する。悲観シナリオでは、それぞれ50~100bp、5~10bpの追加引き下げもあり得る。財政政策も積極的に講じられており、地方債の発行額も拡大されてインフラ投資を後押ししている。中小企業支援に向けた融資拡大や消費奨励金、減税・社会保険料引き下げ、医療・教育施設等への投資拡大などの追加策も講じられる可能性がある。

米中貿易摩擦は緊張が緩和してきた。1月15日、米中は第1段階の合意に署名し、両国は関税引き下げを発表した。2月6日、中国は米国からの750億米ドル相当の輸入品に対する10%もしくは5%の追加関税率を、それぞれ5%と2.5%に半減させると発表した(2月14日に発効)。米国も、中国からの1,060億米ドル相当の輸入品に対する追加関税率を中国と同日に15%から7.5%に引き下げると発表した。関税引き下げは、米中貿易協議が進展しているとの好印象を内外に発信するだけでなく、新型コロナウイルスの感染拡大による医療品・食料品への値上げ圧力の緩和にも寄与するだろう。ただし、中国のハイテク製品に対する米国の圧力は依然続いている。

スイス

グローバルリスクで 見通しに陰り

ハウスビュー

確率: 50%*

Alessandro Bee, economist

2019年のスイスの経済成長率は0.8%になる見通し。スイスは、好調な医薬品セクターの輸出に支えられて景気後退を免れたものの、他の多くの輸出セクターは米中貿易摩擦とブレグジット(英国のEU離脱)をめぐる不透明感による打撃を受けた。

今年の国内総生産(GDP)成長率は1.1%と、ほぼ2019年並みとなり、長期平均(潜在成長率)の1.5%~1.75%を引き続き下回ると予想する。輸出と設備投資は、長引く通商政策の不透明感で低迷し、伸び率は長期平均を大幅に下回る可能性がある。しかし、個人消費は堅調な労働市場を背景に、景気安定化の機能を果たすだろう。

製造業の購買担当者景気指数(PMI)は1月も50を下回り、今年前半のスイス経済の見通しは芳しくないことが窺える。

2020年後半から2021年にかけて世界経済が回復し、各国の中央銀行も緩和姿勢を維持すれば、2021年のスイスのGDP成長率は1.3%に達する可能性がある。

2019年のインフレ率は減速した。今年のインフレ率はプラス圏を維持する見通しだが、引き続き弱いだろう。スイス・フラン安に起因するインフレ率の上昇モメンタムはさほど見られず、原油価格の下落は2020年の物価上昇圧力を低下させる可能性が高い。潜在成長率を下回る経済成長率も、インフレ上昇率の押し上げ要因にはならないだろう。

スイス国立銀行(SNB)は政策金利を今後数四半期は据え置くと予想する。米国とユーロ圏で利下げが行われればSNBに利下げ圧力がかかる可能性もあるが、スイスの政策金利はすでに非常に低いため、追加緩和余地が限られ、利下げを急ぐ状況にはないと考える。ただし、予想外の事態(中東の紛争、あるいは新型コロナウイルスのパンデミック化など)が起きれば、SNBは追加緩和に踏み切る可能性もある。

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(訳注:FRBは3月3日に50bpの緊急利下げに踏み切る)。しかし、トランプ米大統領はハト派寄りの2名をFRB理事に指名したい考えだ。

欧州中央銀行(ECB)の政策理事会は政策方針をめぐり以前から意見が対立している。しかし、現在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。ECBのラガルド総裁は金融政策再評価で政策全般を広範囲に見直す述べている。

市場の予想に反して、イングランド銀行(中銀)は政策金利を据え置いた。次にどう動くかは英国の経済動向次第となるが、潜在成長率に対する同行の見解を踏まえると、利下げへのハードルは若干高くなった。

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10-12月期の決算発表はS&P500種株価指数構成企業の84%(時価総額ベース。社数では379社)が発表を終え、まもなく終了する。これまで業績が堅調だったビジネスセグメント(個人消費とIT投資)が引き続き好調で、低調だった分野も大半は明らかな改善が見られるか(半導体)、または安定し始めた(資本財)。しかし、コモディティ・セクター(エネルギーおよび素材)は供給過剰が解消されていない。

新型コロナウイルスをめぐる不透明感にもかかわらず、企業側が発表する業績予想は依然強気である。加えて、新型コロナウイルスの影響を受けている米国企業は非常に少ない。ウイルス感染拡大による生産活動の混乱がどれだけ続くかを現時点で予想することは難しいが、過去の事例を振り返ると、ウイルスがいったん収束すれば、生産活動は比較的早く回復するとみられる。我々は、2019年のS&P500種構成企業の1株当たり利益(EPS)を164米ドル(前年比+1%)、2020年は174米ドル(+6%)と予想している。

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。だが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。

一部の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、今年は利益の伸びが再び加速するとみられる。

S&P500種構成企業の利益率は2019年は0.4%低下したが、2020年には0.1%上昇する見通しで、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あることから、利益率も若干の改善が見込まれる。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には至っていない。

主要日程

3月12日

欧州

欧州中央銀行(ECB)理事会

3月18日

米国

米連邦公開市場委員会(FOMC)

資産クラス 概況

主な予想

19 February 2020

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

Equities

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	1,720 (Jun 2020)	1,850	1,400
Switzerland	=	Swiss Market Index	10,800 (Jun 2020)	12,000	9,500
Emerging markets	+	MSCI EM	1,220 (June 2020)	1,340	1,000
Listed real estate		RUGL Index	5,950 (Jun 2020)	6150	5200

Bonds

USD duration	=	10-year US Treasury yield	1.70 (Jun 2020)	1.2 (yield)	2.4 (yield)
European duration	=	10-year German Bund yield	-0.30 (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

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 45–50/bbl

Currencies

	25.02.2020	Currency pair	
USD	+	USDCHF	0.96
		USDJPY	108
EUR	=	EURUSD	1.13
		EURCHF	1.08
		EURGBP	0.84
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実体経済に浸透し、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、昨年の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。新型コロナウイルス感染拡大は株価を大きく押し下げるが、影響は一時的とみられる。

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

S&P 500

As of 19 February 2020: 3,386 Six-month target

House View	3,400 (Jun 2020)
➤ Positive scenario	3,650
➡ Negative scenario	2,650

+ 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

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。MSCI EMU (欧州通貨圏) 株価指数はこの1年で18%上昇したが、域内企業の利益の伸びは依然として弱い。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14.4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
Claudia Panzeri, strategist

Euro Stoxx

As of 19 February 2020: 421 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4.7%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20%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9%割安だ。しかし、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 Panzeri, strategist

FTSE 100

As of 19 February 2020: 7,457 Six-month target

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

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 19 February 2020: 11,263

Six-month target

House View	10,800 (Jun 2020)
Positive scenario	12,000
Negative scenario	9,500

日本

ニュートラル

日本株式をニュートラルとする。日本株式は、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1年間下回ってきた。特に最近の低パフォーマンスは、新型コロナウイルスへの懸念と軟調な景気指標に牽引されてのものである。発表された政府の景気対策は2020年以降の日本経済を支えるだろう。2019年10-12月期の企業利益は、主に在庫調整によって我々の予想を下回った。しかし、2021年3月期の企業利益は3%増益と、2020年3月期の減益から回復すると予想する。バリュエーションで比較すると、MSCIオールカントリー・ワールド指数よりも引き続き割安だが、長期平均をわずかながら上回った水準にある。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 19 February 2020: 1,672

Six-month target

House view	1,720 (Jun 2020)
Positive scenario	1,850
Negative scenario	1,400

新興国

オーバーウェイト

新興国市場は、中国発の新型コロナウイルスの感染拡大で大きく揺れ動いた。中国のサプライチェーンと貿易活動への依存度の高い地域の経済成長率は2020年1-3月期に大打撃を受けるものの、その後V字回復するだろう。新興国の企業利益への影響は、限定的かつ一時的なものと予想される。2020年の企業利益は前年比12%の増益と、なお堅調な伸びが予想される。新興国株式のバリュエーションは、今や他の地域よりも割安になっている。対先進国株式では、過去平均を下回るまで割安が進んだ。したがって、グローバルなポートフォリオにおける新興国株式を引き続きオーバーウェイトとする。新興国株式内では、タイに対するマレーシア、台湾に対する中国のオーバーウェイトを維持する。ブラジルの新興国に対するオーバーウェイトは継続するが、メキシコでは金融緩和が長引いて株価に上昇余地が生じたため、メキシコに対するオーバーウェイトは終了する。

Jorge Mariscal, CIO Emerging Markets
Xingchen Yu, strategist

MSCI EM

As of 19 February 2020: 1,104

Six-month target

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

上場不動産

ポートフォリオの組み換え、再ポジショニング、期間延長、および調達コストの低下によって、2019~2020年は4.9%、2020~2021年は6.1%(新興国を除く)の利益成長率が期待できる。リテール店舗をテナントに抱える一部の家主は、債務削減の必要がある。不動産市場が減速しつつある中、テナントの厳選が重要となる。中央銀行から供給される潤沢な流動性が価格全体を支え、不動産販売は歴史的なピーク水準にとどまっている。しかし、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)の縮小サイクルは、一部の物件を除き、ほぼ終了した。とはいえ、リテール用不動産の資産価値が下落してキャップレートが上昇している事例はなお非常に少ない。新規供給の増加により空き室率はやや上昇することが予想される。上場不動産は、今後も株式を若干アンダーパフォームするだろう。2019年1月以降の累積リターンは22%と、株式の32%(いずれも米ドル建て)を下回っている。配当利回りは年率3.6%だ。またREIT(不動産投資信託)は純資産価格に対して7%プレミアムで取引されている。

Thomas Veraguth and Maciej Skoczek, analysts

RUGL Index

As of 19 February 2020: 6031

Six-month target

House view	5950 (Jun 2020)
Positive scenario	6150
Negative scenario	5200

債券

米国長期国債

● ニュートラル

新型コロナウイルスが経済成長に及ぼす影響への懸念から、安全資産を求める投資家の動きが加速し、その中でも米国債は最も需要の高い資産の一つになった。その結果、米中間の貿易摩擦が緩和したにもかかわらず、米10年国債利回りは過去6カ月で推移してきたレンジの最低水準に向かった。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の判断だった。FRBは、短期金融市場の変動に対応すべくバランスシートを拡大し、流動性(資金枯渇)問題を効果的に抑制している。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」が必要と述べている。今後新型コロナウイルスの影響は低下することで、米国債利回りは次第に上昇に向かうと予想する(訳注:FRBは3月3日、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大に伴う景気不振リスクに対応するため、緊急利下げに踏み切った。利下げ幅は50bpで、政策金利を年1.5~1.75%から1.0~1.25%へ引き下げた)。

Douglas S. Rothstein, strategist

10-year US Treasury yield

As of 19 February 2020: 1.57 (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

新型コロナウイルスの感染拡大以来、安全資産を求める動きは米国債と同様に独10年国債利回りを低下させた。経済成長率の低迷と低インフレ率を根拠に欧州中央銀行(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(訳注:FRBは3月3日に50bpの緊急利下げに踏み切る)。ECBは金融政策の戦略的な見直しを行っており、新たな物価目標などの一部の結果を早ければ年央に公表する見込みだ。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による金融政策の影響で低水準にとどまる。ウイルス感染拡大の影響で、長期債利回りは低下しているが、年後半には経済成長の回復が見込まれることから、利回りは緩やかに上昇するだろう。ECBが資産購入を含む金融緩和を継続していることから、債券利回りの上昇余地は限定的だろう。

Douglas S. Rothstein, strategist

10-year German Bund yield

As of 19 February 2020: -0.42 (yield) Six-month outlook

House view	-0.30 (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、新型コロナウイルス感染拡大への懸念から一時急拡大したが、現在は通常の狭いレンジに戻った。米国債利回りの急落の影響から、過去1カ月でトータルリターンが上昇し、年初来で1.2%となった。2019年は投資適格債には非常に好調な年となり、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 and Carolina Corvalan, strategists

Bloomberg Barclays US Int. Corp. spread

As of 19 February 2020: 70bps Six-month outlook

House view	100 (Jun 2020)bps
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、年初来90-95bpの間で安定していた。トータルリターンはユーロ建て国債利回りの低下で、年初来1%超となっている。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 and Carolina Corvalan, strategists

Bloomberg Barclays EuroAgg Corporate spread

As of 19 February 2020: 89bps Six-month outlook

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

米国ハイイールド債

⊖ ニュートラル

米国ハイイールド債は、新型コロナウイルス感染拡大懸念から0.8%下落したが、直ぐに回復した。平均スプレッドはここ最近の取引レンジ内に収まった。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、好調なCCC格付債の価格上昇が年末まで続くことはないだろう。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、1月には3.6%と12月からやや上昇している。今後12カ月は、エネルギー、小売、医薬品といった社会構造的に厳しい状況にあるセクターを主因とし、3.5%程度の水準を維持すると見込まれる。

Philipp Schöttler and Carolina Corvalan, strategists

ICE BAML US high yield spread

As of 19 February 2020: 357bps	Six-month outlook
House view	440 (Jun 2020)bps
➤ Positive scenario	300bps
➤ Negative scenario	800bps

欧州ハイイールド債

⊖ ニュートラル

欧州ハイイールド債は、新型コロナウイルスをめぐる最近の懸念にもかかわらず、年初からの利益を維持した。スプレッドは短期間拡大した後、2月に入ってから再び堅調なパフォーマンスを示し、結局スプレッドは一定範囲内で推移した。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。しかしその結果、スプレッドは相当縮小している。ファンダメンタルズは悪化が続き、スプレッドは緩やかに拡大するだろう。今後数四半期は、企業利益の伸びに不透明感が残るものの、2020年のデフォルト率は2%を上回らないだろう。ECBはハト派姿勢を守り、調達コストを低めに維持している。社債購入プログラム(CSPP)もハイイールド債には追い風になるだろう。

Philipp Schöttler and Carolina Corvalan, strategists

ICE BAML Euro High Yield Index spread

As of 19 February 2020: 301bps	Six-month outlook
House view	400 (Jun 2020)bps
➤ Positive scenario	280bps
➤ Negative scenario	900bps

米ドル建て新興国国債

⊖ ニュートラル

米ドル建て新興国国債は、15%のリターンとなった2019年に続き、2020年は年初来同2%程度と堅調な滑り出しとなった。新型コロナウイルスの感染拡大や地政学的リスクの再燃により世界経済の成長見通しの不透明感が増しているにもかかわらず、同資産クラスは、米国債利回りの低下や金融緩和状況下の利回り追求の動きによる恩恵を受けている。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。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, and Carolina Corvalan, strategists

EMBIG Diversified spread

As of 19 February 2020: 302bps	Six-month outlook
House view	320 (Jun 2020)bps
➤ 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、13.6%のリターンとなった2019年に続き、2020年は年初来同2%程度と堅調な滑り出しとなった。新型コロナウイルスの感染拡大や地政学的リスクの再燃により世界経済の成長見通しの不透明感が増しているにもかかわらず、同資産クラスは、米国債利回りの低下や金融緩和状況下の利回り追求の動きによる恩恵を受けている。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し、主に金利収入から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, and Carolina Corvalan, strategists

CEMBI Diversified spread (bps)

As of 19 February 2020: 289bps	Six-month outlook
House view	330 (Jun 2020)bps
➤ 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：ユーロの回復には時間

ユーロ／米ドルの年末と2020年6月末時点の予想をそれぞれ、1.19、1.13に据え置く。ただしこの予想へのリスクは高まっている。最近の情勢変化を受けてユーロ／米ドルはこれまでの取引レンジを下回った。長期的に米ドルを支持できる要因が少ないため、この下げは一時的なものと我々はみている。しかし、ユーロ／米ドルが現在の1.10～1.12のレンジを(ユーロ高方向に)上抜けるには世界貿易の回復が必要だが、現状を見る限り、それにはなお時間がかかりそうだ。

米ドル／スイス・フラン：不透明感の高まりにもほとんど波立たず

今年12月までには経済活動が回復し、大半の輸出国通貨が上昇相場に乗り、米ドル／スイス・フランは0.92まで低下すると予想される。米財務省がスイスを為替操作国の監視リストに再び掲載したことを受けて、米ドル／スイス・フランは下落した。新型コロナウイルスによる市場の混乱はほとんど影響していない。もし、我々の予想に反して事態が悪化した場合には、米連邦準備理事会(FRB)にはスイス国立銀行(SNB、中銀)よりも利下げ余地があるため、米ドル／スイス・フランは下げる可能性が高い。

ユーロ／スイス・フラン：安全通貨は引き続き「安全」

ユーロ／スイス・フランの2020年6月末時点での予想レートは1.08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。スイス・フランが少しでも軟化すればSNBは政策金利を引き上げる可能性が高い。米財務相がスイスを為替操作国の監視リストに掲載したことを受けて、ユーロ／スイス・フランの下振れ余地は拡大した。新型コロナウイルスの感染拡大で市場にはリスク回避スタンスが広がり、ユーロ／スイス・フランは下落した。

英ポンド／米ドル：市場の関心はブレグジットから景気動向へ

英国の総選挙後に政治情勢の不透明感が後退しつつあることが、英ポンド／米ドルを下支えしている。英ポンド／米ドルは当面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、相場変動に惑わされず、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(BoE、中銀)は予想に反して利下げを実施しなかった。BoEは、経済見通しの中で、政策金利を据え置いたためのハードルが以前よりも大幅に下がったとの認識を示した。

米ドル／円：リスク・センチメントの高まりで上昇

我々はドル円が引き続き下方トレンドをたどるとみており、ドル円の年末予想を106に据え置くとともに、来年3月末の予想を104に設定する。さらに、2020年6月の予想をこれまでの110から108に修正する。短期的には、金融市場は新型コロナウイルスへの懸念で大きく変動する可能性があり、安全通貨としての日本円に資金が集まりやすい。年後半については引き続きドル円は下落するとの予想を維持する。世界経済の安定や昨年の消費増税の影響一巡などから、円高が再開する可能性が高い。

米ドル／カナダ・ドル：短期のグローバル・リスクでカナダ・ドルの低迷が続く

カナダ・ドルは2020年1-3月期(第一四半期)を通じて下げ圧力に晒されそう。新型コロナウイルスによる世界的な成長懸念が高まることで原油価格が低下し、すでに減速しているカナダ経済がさらに打撃を被る可能性があるからだ。しかし、我々の基本シナリオは、世界経済の混乱は急激ではあるが一時的なもので終わると想定している。世界経済とカナダ経済は今年半ばにかけて回復に向かい、カナダ・ドルもそれに伴って回復するとの見方を我々は維持する。米ドル／カナダ・ドルは年央までは1.33近辺で推移すると予想する。世界経済の成長率改善と、米ドルの全面安により、2021年1-3月期までには1.29まで下がる(カナダ・ドル高が進む)だろう。

豪ドル／米ドル：豪中銀は政策金利を据え置き

豪ドル／米ドルの2020年6月末の予想を、従来の0.71から0.69に(豪ドル安方向に)引き下げた。また、2021年3月末の予想を0.73とした。森林火災の被害に加え、新型コロナウイルスの影響が2020年前半の景気の下押しリスクとなっているが、労働市場は力強く、民間部門の信用も安定している。オーストラリア準備銀行(RBA)は2月4日の理事会で政策金利を据え置いた。RBAは経済成長への下押しリスクが長引く可能性は低いとの見方を示した。しかし、我々は今年前半に少なくとも1回の利下げを予想する(訳注：オーストラリア準備銀行は3月3日、新型コロナウイルス感染による経済への影響を緩和する目的で、政策金利を0.25ポイント引き下げた)。

ユーロ／ノルウェー・クローネ：上昇リスクがなお残る

新型コロナウイルスに起因する世界経済成長への不安から安全通貨の需要が強まり、ノルウェー・クローネはさらに下落した。世界経済成長の見通しが明確になるまで、ユーロ／ノルウェー・クローネの上昇リスクは残るだろう。ノルウェーの景気・物価動向は明らかに軟調だが、一方のユーロ圏経済は不振から徐々に立ち直りつつある。2020年後半には、世界経済がさらに回復し、ユーロ／ノルウェー・クローネは安定に向かうだろう。よって、ユーロ／ノルウェー・クローネは夏場は10.2付近で推移し、その後2021年にかけて10.0に向かって徐々に(ユーロ安方向に)下落すると予想する。

ユーロ／スウェーデン・クローナ：不透明感から上昇後、安定へ

新型コロナウイルスを契機とする世界経済の成長不安からリスク・センチメントが悪化し、スウェーデン・クローナはその影響で下げた。世界経済の不透明感は当面続く見通しで、ユーロ／スウェーデン・クローナは、短期的には押し上げられるだろう。しかし、2020年後半に世界経済の成長率が回復すれば安定するだろう。ユーロ／スウェーデン・クローナの予想は、2021年1-3月期まで10.8で据え置く。

Foreign exchange forecasts

	25.02.20	Jun-20	Sep-20	Dec-20	Mar-21	PPP
EURUSD	1.086	1.13	1.17	1.19	1.19	1.30
EURCHF	1.06	1.08	1.10	1.10	1.10	1.19
USDCHE	0.98	0.96	0.94	0.92	0.92	0.92
GBPUSD	1.30	1.35	1.38	1.40	1.40	1.57
EURGBP	0.84	0.84	0.85	0.85	0.85	0.83
GBPCHE	1.27	1.29	1.29	1.29	1.29	1.44
USDJPY	111	108	108	106	104	74
EURJPY	120	122	126	126	124	96
USDCAD	1.33	1.33	1.31	1.29	1.29	1.21
AUDUSD	0.66	0.69	0.71	0.73	0.73	0.66
NZDUSD	0.63	0.66	0.67	0.69	0.69	0.55
EURSEK	10.5	10.8	10.8	10.8	10.8	10.00
EURNOK	10.14	10.20	10.2	10.0	10.0	10.7

Sources: Reuters EcoWin, IMF, UBS; as of 25 February 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

新型コロナウイルスの感染拡大を受けてリスク回避的な動きが強まり、金価格は現在、先月一時的に記録した7年ぶりの高値近辺で推移している。短期的には、世界経済の成長リスクの見直しに伴い新たに高値を試すだろう。しかし、ウイルス関連の混乱が1-3月期に収束した場合、金投資によるリターンは限定的となるかもしれない。ウイルス感染拡大による成長懸念は米国債利回りを低下させ、金価格を押し上げた。我々は分散投資の観点から、引き続き金を有効な投資先とみている。

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

Gold

As of 19 February 2020: USD 1,612/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

今年の原油価格は、前半が下落、後半は上昇という展開を予想する。ブレント原油価格は年央までは供給過剰と新型コロナウイルスの流行による需要低迷が嫌気されて値を下げ、その後1バレル当たり64米ドルへと回復に向かうだろう。経済環境の改善、米国の原油生産の減速、今年後半には石油輸出国機構(OPEC)が減産幅を拡大するとの見通しから、原油価格の需給は引き締まると我々はみている。

Brent crude oil

As of 19 February 2020: USD 59.1/bbl Six-month target

House view	USD 62/bbl (Jun 2020)
➤ Positive scenario	above USD 70/bbl
➤ Negative scenario	USD 45-50/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：


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

推奨していないテーマ：

- 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
- 先進国高格付債
- 「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・レアル) ... 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)
- 英ポンド vs ...
- ... 米ドル

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使途と管理、および調達資金の管理に関する定期的なレポート、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、予想外の悪材料が顕在化し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」に推移した場合にも、リターンをそれほど犠牲にする必要がないだろう。

新興国でのサステナブルな価値の創造

我々は、ESG(環境、社会、ガバナンスに配慮している)を実践している評価の高い企業への投資により、投資リターンの向上を図ることが可能だと考える。とりわけ、持続可能性に配慮した新興国企業には株式市場全体をアウトパフォームする傾向が見られる。

Alexander Stiehler, analyst



投資期間

長期(12カ月超)

資産クラス

株式

サステナブル投資への需要は新興国の投資家の間でも広がりつつある。同時に、サステナブルという視点から新興国企業に投資しようという投資商品の数も増加している。ESGの要素をポートフォリオに取り入れたい投資家への投資機会が拡大しているため、これはポジティブな動きだ。ここ数年に発表された各種の学術研究および我々の分析によると、新興国はESGへの配慮をしつつ、ポートフォリオの価値を高められる最も魅力的な機会を提供しているとも言える。

我々の分析では、MSCI新興国ESGリーダーズ指数は、今後12カ月でMSCI新興国株価指数のリターンを一桁台

前半の差(%)でアウトパフォームすると期待できる。というのも、サステナビリティに配慮した新興国企業には、株価指数よりも高パフォーマンスを上げる傾向が見られるからだ。長期的には、ESG評価の高い企業は銘柄の固有リスクが低いため、投資家はこうした銘柄を保有することでテールリスク・イベント(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リスク・イベント)のポートフォリオへの影響を減らすことができるだろう。

アウトパフォームの予想に加え、ベンチマーク指数との相対パフォーマンスも安定しており、同資産クラスは魅力的な投資機会を提供している。

最近の展開

この投資テーマは、新興国株式を保有したいが、ESGへの配慮が足りない企業を避けたいと考える投資家に投資機会を提供する。年初来リターンは好調で、ベンチマーク指数であるMSCI新興国株価指数をアウトパフォームしている。年末までの間、一桁台前半(%)のアウトパフォームを予想する。

銘柄のクオリティを重視

我々は、銘柄のクオリティを重視する投資スタイルが、今年も市場全体よりも高いリターンと低リスクを提供するとみている。経済成長率が潜在成長率を下回るか鈍化しているときには、「クオリティ」がアウトパフォームする傾向があるからだ。

Claudia Panseri, strategist
Caroline Simmons, strategist



投資期間

長期(12カ月超)

資産クラス

株式

景気サイクルは後半に入っている。株式市場がおおむねプラス・リターンを維持しつつも、先行き不透明感が高まってボラティリティ(相場変動率)が高まっている事実がその裏付けだ。景気サイクルに伴うリスクに加え、米国のクレジット・サイクルの成熟化や世界経済成長の鈍化リスクといった要因もボラティリティを高めている可能性がある。

こうした環境では、利益成長を支える健全なファンダメンタルズ(基礎的諸条件)を備えた銘柄を重視しつつ、市場全体よりも相場変動に耐えられそうな戦略を推奨する。クオリティの高い銘柄は従来、経済成長が鈍化するか、景気後退に入った時や、市場でのリスク回避傾向と相場変動率が大きく上昇している時に、市場全体を上回るパフォーマンスを上げてきた。

クオリティ重視の戦略では、収益性(自己資本利益率)が高く、財務レバレッジ(株主資本に対する負債の割合)が低く、利益水準の安定した企業に注目する。

過度なセクター・バイアスを取りたくない投資家は、セクター・ニュートラル戦略を採用すれば、保護貿易主義に伴う下振れリスクへの防御にもなるだろう。確かに、米中貿易交渉は最近大きな進展をみせたが、貿易摩擦が解決するかどうかはなお不透明だ。だからこそ、今後6~12カ月で株式市場全体をアウトパフォームするには、グローバルなセクター・ニュートラル戦略を通じたクオリティ銘柄への投資スタイルが有効と判断する。

最近の展開

1月のグローバル株式市場は、米国・イラン間の緊張の高まりはしのいだものの、中国湖北省武漢発の新型コロナウイルスの感染拡大で世界の経済成長の減速が相場に織り込まれ、MSCIオールカントリー・ワールド指数は前月比マイナスとなった。先進国債券の低利回りと企業利益の伸び悩みは、2020年には高クオリティ銘柄に有利に働くと我々はみている。経済成長率のV字回復もインフレ率の上昇も望めず、債券利回りが現在のレンジを抜ける見込みも

ないため、我々は、購買担当者景気指数(PMI)の改善によって、高クオリティ銘柄からの資金流出がおこるとは考えていない。したがって、投資家にはセクター・ニュートラルなグローバル・クオリティ指数の継続保有を勧める。この指数は現在の経済環境では底堅く推移すると予想され、極端なファクターの変更による影響は受けにくいからだ。我々の戦略は、1月にMSCIワールド株価指数を18ベシスポイント(bp)、2019年7月の設定以来では3.3%ポイント、いずれも上回っている。

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)が作成したリ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で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もありません。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、お客様で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

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

