

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見ると、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ろう。

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。中国人民銀行は今年、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。

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。

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。

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、今やおよそ54%が投資適格債だ。

通貨

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に、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

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年の景気見通しと投資展望が議論された。今年のパラダイムシフト(経済の基礎的諸条件)が健全に見える、という点で参加者の見方は一致したが、市場を揺るがしかねない主要リスクをいくつか確認した。

- インフレ率は低水準を維持しそうだが、物価上昇が加速すると、各国の中央銀行が金融引き締めを余儀なくされ、市場が不安定化する可能性がある。参加者は、量的緩和策とマイナス金利の効果がすでに低下し始めているとの見方で一致した。
- 米中間の「第1段階の合意」は概ね評価された。とはいえ、新たな紛争の火種が残っているとの見方もあり、特に、中国が合意通りに米国製品の輸入を拡大できず、あるいは拡大する意思を示さなかった場合の懸念が残る。
- ブレグジットは引き続き地政学リスクとなっている。参加者は英国とEU間の交渉は難航するとみているが、停滞するにしても比較的短期間で済むとの意見もあった。英国とEUの規制の相違は、英国の経済成長の足かせになる可能性がある。

UBS産業リーダー・ネットワークの見方

UBS産業リーダー・ネットワーク*は、人脈やイベントを通じて集う企業のオーナーや経営者のネットワークだ。最近では、地政学およびテクノロジーをめぐる環境について話し合った。

- 米中間の第1段階の合意は主にメディア向けで、今後の行方はトランプ大統領の「変わりやすい」外交政策のスタンスに左右されるとの懸念が示されるなど、好意的に捉えられたとはいえ、手放しでの楽観論は示されなかった。
- むしろ、米中両国は戦略的に袂を分かち、その結果、例えば米国の投資家が中国のプロジェクトに資金を出さなくなり、中国の投資家も同様の動きを示すのではないかと懸念する企業オーナーもいた。
- 他にも、「クラウド」について議論されたが、一貫してサイバーセキュリティに関心が集まった。クラウドのセキュリティが自社内運用より堅固であったとしても、重大な不正アクセスが起きると、クラウド上の自社のデータの漏えいを防ぐことができないというリスクがある。また、クロスボーダーのデータとその所有者に関する問題は重要性を高めている。

*「UBS産業リーダー・ネットワーク」は、UBSの世界中の顧客と見込み顧客のネットワークで、企業のオーナーと経営幹部で構成されています。ネットワークの見解はUBSと異なる場合があります。

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ありますが、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けます。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けます。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場合があります。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