

UBS House View

Investor's Guide

日本版 | 2019年10月
チーフ・インベストメント・オフィスGWM
Investment Research



ヘリコプターを求む

目次

- 04 戦術的推奨
- 06 マンスリー・レター
ヘリコプターを求む
- 12 経済
- 14 金融市場を動かす要因
- 16 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
- 24 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

インベスターズガイドは今月号(10月号)が年内最終号となります。2020年は初回号が1月末に発行される予定です。

また、年末刊行物Year Aheadの日本語版は12月中旬に発行を予定しております。

UBS House View
Mark Haefele,
Chief Investment Officer
Global Wealth Management

Editorial deadline
1 October 2019

Desktop publishing
CIO Content Design
UBS Switzerland AG



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

我々は、米国が景気後退に陥るとはみていないものの、短期的には、とりわけ株式市場に関する目先のリスクが高まっていると考えている。米中貿易交渉に進展の兆しが見えかけたものの、世界経済の成長率と各国企業の増益率は減速しており、政治情勢の不透明感も引き続き高い。したがって、高格付債に対する株式、特に新興国株式のアンダーウェイトを維持する。これにより、戦術的リスクはやや低下するが、株式を大幅にアンダーウェイトする必要はないと考える。超低金利環境下で長期的な株式の魅力が高まっており、また、足元のリスクは、景気後退よりも地政学(政治)的要因が強いからだ。キャリー(金利獲得)ポジションは継続する。各国中央銀行による金融緩和政策を受け、投資家による利回り追求の動きが続いている。

債券

高格付債に対する欧州投資適格債のオーバーウェイトを継続する。欧州投資適格債は、とりわけECBによる(予め終了期限を定めないオープンエンド型)資産買い入れ再開に支えられるだろう。企業のファンダメンタルズ(基礎的諸条件)は健全で、かつ我々の基本シナリオでは、今後12カ月は景気後退入りの可能性はないと想定しているため、金利収入が魅力的とみる。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も維持する。利回り物色の動きが引き続き下支えとなるだろう。

長期資産配分(1~4年)

英国株式のアンダーウェイトを継続する。英国市場は従来、リスクの低い保守的な市場と捉えられてきたが、ブレグジットをめぐる長引く不透明感により、この市場の特性が変化し、リスク・プレミアムが上昇する可能性がある。また、米ドル建て新興国債は、長期的なリスク調整後リターンの見通しが相対的に高いと考える。さらに、投資家には通貨ヘッジをしない形で日本株式へ投資することを推奨する。日本円は大幅な割安水準にあり、米ドル、ユーロ、スイス・フランに対して、今後長期的に上昇する可能性があるからだ。

株式

夏場以降、景気減速のリスクが高まっており、米連邦準備理事会(FRB)と欧州中央銀行(ECB)が対策に動き出している。最近の景気指標は、製造業セクターの鈍化を主因に、世界の経済成長率の減速を示唆している。長期的には、株式のバリュエーションが債券よりも魅力的とみられるが、米中貿易をめぐる短期的なリスクは引き続き高い。これを踏まえ、高格付債に対する新興国株式をアンダーウェイトとしている。新興国の企業は、市場のボラティリティ(変動)の高まりやグローバル経済の減速、そして貿易摩擦の激化の影響を強く受けるからである。ユーロ圏株式に対する日本株式と米国株式のオーバーウェイトも継続する。ユーロ圏と日本は共に世界の景気サイクルの影響を大きく受けるが、ユーロ圏がマクロの景気回復をすでに織り込んでいるのに対し、日本はまだ織り込んでいない。ユーロ圏株式は、日本株式よりも割高に見える。また、2019年と2020年の米国企業の増益率が欧州企業を上回る見通しであるため、ユーロ圏株式に対し米国株式もオーバーウェイトとする。貿易摩擦がさらに激化した場合も、ECBよりFRBの方が景気下支えの手段を多く持ち合わせていると考えられる。

外国為替

豪ドルに対する米ドルのオーバーウェイトを開始する。オーストラリアの国内経済悪化により、オーストラリア準備銀行(中銀)は追加利下げを継続する可能性が高く、豪ドルは引き続き米中貿易摩擦の影響も受けやすい。我々の新興国通貨バスケット(豪ドル、台湾ドルに対するインド・ルピー、インドネシア・ルピアのオーバーウェイト)は、米中貿易摩擦の影響をそれほど受けずに金利収入を得ることを狙っている。中央銀行間の金融政策の乖離から利益を得るため、カナダ・ドルとユーロに対するノルウェー・クローネのオーバーウェイトを継続する(ノルウェー中央銀行は、主要中央銀行の中で唯一、タカ派姿勢を続けている)。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。英ポンドが購買力平価よりもかなり割安であることに加え、10月末の合意なきブレグジット(英国のEU離脱)の可能性は低いと我々はみているからだ。

資産クラス

戦術的資産配分(2019年9月26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¹			
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		⊖	
オーストラリア・ドル	⊖ ← ○		
ブラジル・レアル		⊖	
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

¹ 我々は戦術的資産配分を一部保護するため、S&P500種株価指数のプロテクションを保有している。

* 新興国国債(米ドル建て)に対する英国株式のアンダーウェイト、ベース・カレンシーに対する日本円のオーバーウェイトは、投資期間を1~4年とする景気循環的取引。その他の取引はすべて、投資期間を12カ月以内とする。

** 日本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・ルピーおよびインドネシア・ルピアが含まれる。先進国通貨バスケットには豪ドルおよび台湾ドルが含まれる(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

ヘリコプターを求む

金融緩和が進む

現在の景気減速に対処するには、金融緩和政策に再び頼る必要があるようだ。今後数カ月で金融緩和はさらに進むだろう。

効果は限定的

金利は世界中ですでにかなり低くなっているため、金融面からの景気刺激策の効果は限定的だろう。

潮流の変化

各国の中央銀行は、財政政策の出番が来たと考えているようだが、我々は景気刺激策によっても市場がここから大きく上向くとはみていない。

資産配分

株式のアンダーウェイトを継続する。ユーロ圏株式よりも米国株式を、また現在の投資環境ではインカム収入獲得戦略を推奨する。



Mark Haefele
Chief Investment Officer
Global Wealth Management

フランス・コッポラ監督は、映画「地獄の黙示録」の撮影には政府のヘリコプターが必要だとわかると、ロケ地をフィリピンにし、同国マルコス大統領(当時)は軍用機の貸し出し要請に応じた。

政府のヘリコプターの必要性は、退任が近づく欧州中央銀行(ECB)のドラギ総裁の最近の記者会見でもテーマになった。「ヘリコプター・マネー」で欧州景気を刺激できるのか、との質問に対し、ドラギ総裁は「人々に金を渡すのは、それがどのような形であれ財政政策の仕事であって、金融政策ではありません」と述べた上で、「財政政策の出番が来たとは私は考えています」と付け加えた。

中央銀行の幹部たちの判断と期待はともかく、朝の地平線に豊富な紙幣を積み込んだヘリコプターはまだ見えてこない。「地獄の黙示録」で使われたヘリコプターによる効果に対する見解やヘリコプター・マネーに対する経済的見識は横に置き、本レターでは、市場に影響を及ぼす財政政策と金融政策の動きに目を向けたい。

ドイツには財政面から景気刺激策を実施する余地がある。しかし、経済危機が本格化するまでは積極的にそうする気がないようだ。一方、米議会は上下両院で多数政党が違うねじれ状態にあるため、来年の米大統領選挙までは大規模な景気刺激策の障害となるだろう。中国には財政政策の手段も意欲もあるが、債務の伸びを抑えるために、現在の景気サイクルでは緩やかな刺激策にとどめる可能性が高い。

現在の景気減速に対処するには、金融政策に再び頼ることに
なりそうだ。

現在の景気減速に対処するには、金融政策に再び頼る必要があるようだ。各国中央銀行は今後数カ月で追加金融緩和策を実施するだろう。その結果、米国とユーロ圏経済は景気後退を回避し、市場の下落は緩和されるだろう。さらに、予定されている追加関税が発動される前に、通商交渉が予想外の進展を見せる可能性もある。米中貿易交渉の進展なしでは、各国中央銀行は市場を本格的に押し上げるほどの影響力があるとは考えにくい。しかも、貿易交渉合意への期待はこれまで何度も裏切られてきた。

我々は、戦術的(短期的)ポジションとして、株式をアンダーウェイトとする中で、ユーロ圏株式に対し米国株式をオーバーウェイトとし、一部の新興国通貨、米ドル建て新興国国債、欧州投資適格債をオーバーウェイトとするインカム収入獲得戦略を取る。

財政政策

政府がさらに支出すべきなのか、あるいは支出できるのかは、詰まるところ政治的な問題である。投資家として、我々は主要経済国の現在の政治哲学を理解し、それが財政刺激策の実現にどう寄与するかを解釈し、今後起こるさまざまなイベントによって、その哲学あるいは政府の対応がどう変わりうるかを考えなければならない。

今のところ、短期的に市場をさらに押し上げるほどの財政刺激策が取られる見込みはない。

こうした点を考慮に入れると、今のところ、主要国・地域において、短期的に市場をさらに押し上げるほどの財政刺激策が取られる見込みはない。

ユーロ圏では、マーストリヒト条約により財政赤字を国内総生産(GDP)の3%以内に抑えるという財政規律があるため、域内各国が財政刺激策を実施できる余地は限られている。経済規模が最大のドイツには、この制約の中で刺激策を講じる余地があるが、2020年には財政均衡の維持を目指す模様である。

ドイツのシュルツ財務相は、「ドイツおよび欧州で、経済危機がもし本当に勃発した場合には、我々は数十億ユーロで対抗する準備がある」と述べた。しかし、これは単に、財政政策は能動的というよりも、受動的な措置であることを確認しているにすぎない。この発言の後で「数十億ユーロ」とは500億ユーロであることが確認されたが、これはドイツGDPの1.5%、ユーロ圏GDPの0.4%にすぎない。

ドイツでは、テクニカル・リセッションだけで政府支出が拡大することはなさそうだ。

ドイツのシニア・エコノミストや政策決定者との会話によると、財政均衡維持の変更が必要になる状況までには程遠いようだ。米中貿易紛争の激化、あるいは合意なしのブレグジット(英国のEU離脱)が起きないかぎり、テクニカル・リセッション(2四半期連続のマイナス成長)だけで政府支出が拡大する可能性は低い。

米国は従来、財政刺激策の意欲が他国よりも強い。最新の事例は2017年で、米議会予算局によると、この年に実施された減税の影響で、米国のGDPは2018年に0.3%伸びたという。しかし、現在はねじれ議会の状態にあるため、目先では大幅な景気刺激策は講じられそうにない。

米議会は、目先での景気刺激策の障害となる可能性が高い。

財政政策が国内経済に果たすべき役割を、米国がどう考えているのか。それを見極めるため我々は米国大統領選挙を注視していく。とりわけ、財政当局と金融当局による協調の必要性に対する候補者たちの考えに耳を傾けたい。両者の協調が進むと、高インフレのリスクを冒してでも財政赤字を拡大する方向に進みかねない。

中国も過去には景気刺激策を効果的に使ってきた。最も特筆すべきは2007～09年の世界金融危機後の対応で、世界経済のさらなる減速を食い止めるのに貢献した。そして今年、すでにGDPのおよそ2%に相当する減税と手数料削減を組み合わせるばかりでなく、地方債についても、昨年の2兆2,000億人民元から3兆1,000億人民元へと発行上限の拡大も認めた。この発行枠は、インフラ投資を支えるために10-12月期(第4四半期)に引き上げられる可能性さえある。

中国は過去には景気刺激策を効果的に使ってきたが、グローバル投資家は、過去数年ほどにはその効果を実感しない可能性が高い。

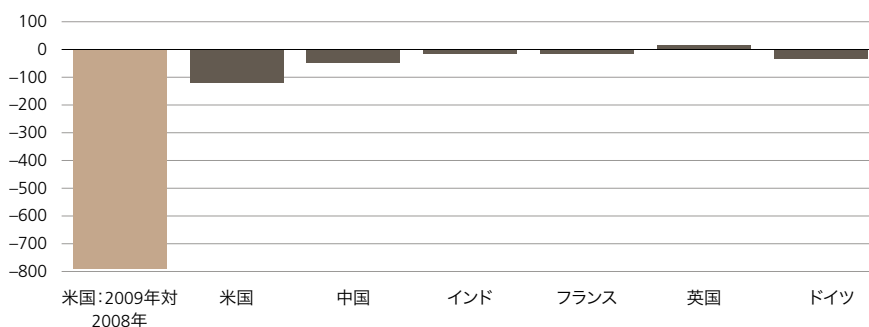
しかし、2008年の時とは違い、政策決定者たちは、過剰な景気対策に伴う副作用(インフレ率の高騰、債務拡大、不動産価格の上昇など)の可能性をはるかに強く意識している。したがって、経済への資金注入を続けるとしても、以前よりも慎重で受動的になっていることに加え、景気見通しの変動と米国との貿易交渉の進展を見ながら手を打つ可能性が高い。その結果、グローバル投資家は、過去数年ほどにはその効果を実感しないだろう。

以上のように、米国とユーロ圏で財政刺激策がすぐに実施される可能性は低く、中国政府がどう出るかは今後の経済情勢にかかっている。インドのような例外を除き、大半の主要国は、現在の経済成長の減速を緩和しようと金融政策に依存することになりそうだ。

図表1

主要国での財政刺激策には限界あり

財政収支の変化（2019年予想対2018年実績と米国の2009年対2008年）（単位：10億米ドル）



出所:UBS(2019年9月25日現在)

この1カ月で、主要8カ国の中央銀行が利下げを実施した。

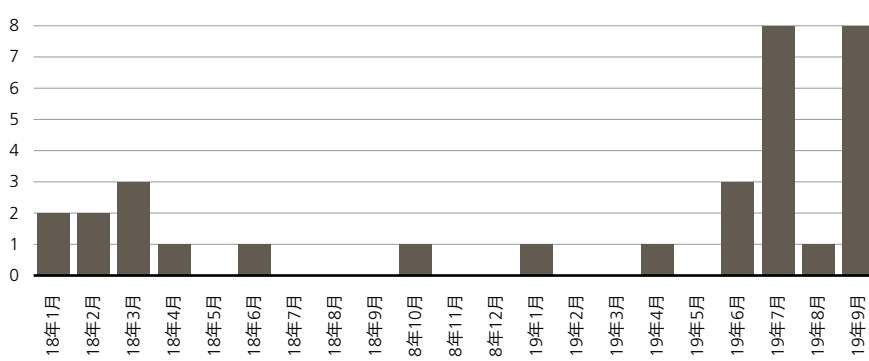
金融政策

経済成長を支えるには政策対応が必要だ、という各国中央銀行の主張は口先だけではなく、実際の行動にも現れている。この1カ月で、主要8カ国の中央銀行が利下げを実施した。

図表2

中央銀行はすでに行動を起こしている

中央銀行による利下げ回数



出所:ブルームバーグ,UBS(2019年9月25日現在)

ECBは、中銀預金金利の引き下げ、毎月200億ユーロの量的緩和、商業銀行への金融支援といった一連の施策を発表している。米連邦準備理事会(FRB)は、25ベーシスポイント(bp)の利下げを年初から2度実施し、今後の経済状況いかなんではさらなる利下げもありえる。日銀の黒田総裁は、現在-0.1%の政策金利の深掘りが政策オプションに入っているとされている。そして、中国人民銀行は預金準備率をさらに50bp引き下げており、さらなる緩和の可能性も予想されている。

中央銀行には行動を起こす体制が整っているが、現在の政策ツールの有効性については限界が見えている。たとえば、欧州における中銀預金金利の階層化(当座預金の一部にマイナス金利を適用すること)は、ECBがマイナス金利の副作用を緩和する新たな手段を模索する必要に迫られていることの現れである。

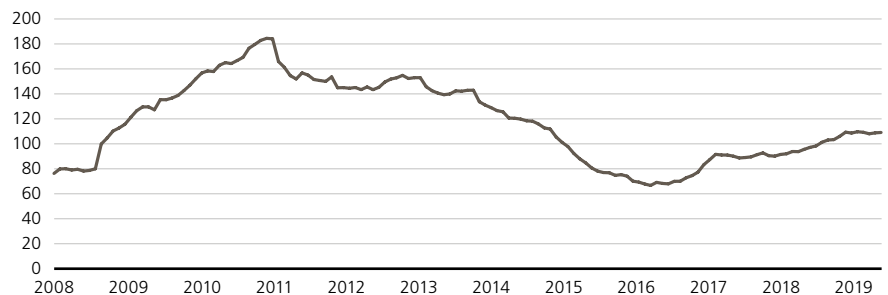
中国は、金融政策の波及メカニズムが非効率的で、銀行に十分な流動性を提供したにもかかわらず企業の調達コストが大きく下がらなかった。そこでこれを改善すべく、銀行貸し出しの新たな指標となる最優遇貸出金利(プライムレート)の導入を余儀なくされた。そして、日本では、2016年からマイナス金利を導入しているにもかかわらず、銀行の貸し出し姿勢は、相変わらず慎重である。

一方、FRBは、不透明な政治情勢が景気減速の主な理由となっているときには、利下げの効果は限られる可能性があることを意識するだろう。FRBのエコノミストが作成したある調査報告では、通商政策の不透明感が、この1年では世界のGDP成長率を0.8%ポイント押し下げたと試算されている。パウエルFRB議長は最近の記者会見で、金融政策の効果が現れるにはかなり時間がかかり、しかもその長さは一定しない点を改めて強調した。

図表3

政治情勢の不透明感が着実に高まった2019年

米国経済政策不確実性指数（ニュースに基づく指標。30日移動平均）



— 米国経済政策不確実性指数(30日移動平均)

出所:ブルームバーグUBS(2019年9月24日現在)

現在の環境における金融政策の有効性は疑わしい。

各国の中央銀行は、経済成長が鈍化する低インフレ率の時代に、手持ちの政策ツールを使って景気を刺激しようとしている。しかし同時に、意図しない結果を招くリスクを減らすために慎重に動く必要もある。というのも金利はすでに非常に低く、政策ツールの有効性が疑わしいからだ。金融政策が経済効果を発揮するには、貿易摩擦の解決が必要かもしれない。

民間企業のオーナーおよび経営幹部の見方

追加利下げの有効性が低いことは、我々が8月にインタビューを行った「UBS産業リーダー・ネットワーク」*のメンバーの意見にも明らかに示された。金利低下が起きても、自社の借り入れ計画を変更しないと言う。インタビュー対象者の多くがキャッシュでビジネスを行っており、負債を抱える方々も、景気サイクルの現段階では借り入れを増やすことによるメリットをほとんど見いだしていなかった。

借り入れコスト低下による恩恵よりも、製造業を中心とする一部セクターの経済活動の鈍化や消費者の先行き不透明感の高まりなど、そもそも金利を低下させている悲観的材料への懸念の方が上回ると指摘するリーダーも複数いた。

投資対象に関しては、民間企業のオーナーたちは、長期のサステナブル投資など安定成長の期待できる資産クラスへの配分を進めている。現在のような低金利時代には、こうした投資対象からの投資リターンや社会的リターンが、伝統的な金融資産からの投資リターンを上回ると予想している。

*「UBS産業リーダー・ネットワーク」は、世界中のUBSのお客様など、民間企業のオーナーと経営幹部で構成されています。メンバーの皆様のご意見はUBSと異なる場合があります。

資産配分

積極的な財政発動に乗り出そうという意思が大半の国に欠けており、金融政策の効果も疑問視されているため、景気刺激策が中期的に市場を本格的に押し上げる確率は、予想を下回りそうな気配である。しかし、経済成長率が今後さらに下がった場合、金融緩和策と受動的な財政政策が講じられれば、企業を襲っている圧迫感が緩和する可能性はある。

図表4

米ドル建て新興国国債の魅力的な金利収入

ブルームバーグ・パークレイズ・ユーロドル（格付けAa以上）に対するJPモルガンEMBIグローバル・ダイバーシファイド指数の спреッド(単位:%)



出所:ブルームバーグ,UBS(2019年9月24日現在)

今月は、主に3つの投資アイデアに焦点を当てる。①株式をアンダーウェイトとしつつ、②米国株式をユーロ圏株式に対してはオーバーウェイトとする、③米ドル建て新興国国債と選別した新興国通貨、欧州投資適格債のオーバーウェイトなどの利回り獲得戦略。

株式のアンダーウェイトを継続する。

- **株式のアンダーウェイトを継続する。**

株式市場は、米中貿易交渉に加え、米国での大統領弾劾手続きや不透明感を強めるブレグジットといった地政学的懸念などに振り回されている。各国中央銀行は、株式市場を下支えする方策を講じることはできようが、短期間で大幅に押し上げるほどの力があるとは思えない。とりわけ、新興国とユーロ圏の株式を戦術的(短期的)にはアンダーウェイトとする。

ユーロ圏株式に対して米国株式をオーバーウェイトとする。

- **ユーロ圏株式に対して米国株式をオーバーウェイトとする。**

株式市場全体はアンダーウェイトとするものの、米国市場はユーロ圏市場をアウトパフォームするだろう。これは、世界貿易に関する不透明感と、世界経済の成長率鈍化への不安が高まる環境下では、ユーロ圏株式の方が下がりやすいという我々の見方に基づいている。我々は、米国市場の方が底堅いと予想する。年初から50bpの利下げをした後でも、FRBの方がECBよりも多くの景気対策手段を持っているからだ。しかし、より明白な成長減速または貿易摩擦の激化に対する防御策として、S&P500種株価指数をヘッジする。

インカム収入獲得戦略を推奨する。

- **インカム収入獲得戦略を推奨する。**

経済成長が鈍化する環境では、各国では金融緩和政策が続くだろう。我々は、米ドル建て新興国国債、選別した新興国通貨、欧州投資適格債のオーバーウェイトで利回り収入を得る機会があるとみている。

さらに、資産配分では、次のポジションを継続する。

米ドルに対する豪ドルのアンダーウェイトを開始する。

米ドルに対して英ポンドをオーバーウェイトとする。

ユーロとカナダ・ドルに対してノルウェー・クローネ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。

• **米ドルに対する豪ドルのアンダーウェイトを開始する。**

世界規模の貿易摩擦は、アジアの経済成長のセンチメントに悪影響を及ぼしており、中国の経済成長の代替指標とみられがちな豪ドルの押し下げ要因となろう。オーストラリアでは、内需と雇用の伸びが急速に悪化しているため、豪州準備銀行は、これに対処するために金融緩和をさらに進める可能性もある。

• **米ドルに対して英ポンドをオーバーウェイトとする。**

ブレグジットをめぐる最近の予想外の展開は、合意なきブレグジットに強硬に反対している英国議会の閉会を違法とした英国の最高裁判所の判断だった。英国は合意なしでEUを離脱するのではなく、10月31日の離脱期限の延期を申し入れるという我々の基本シナリオは変わっていない。英ポンド/米ドルは現在購買力平価の1.58を大幅に下回る1.23で取引されている。イングランド銀行は政策金利を据え置いているが、他の多くの主要中央銀行は金融緩和政策を実施している。

• **ユーロとカナダ・ドルに対してノルウェー・クローネをオーバーウェイトとする。**

不透明な世界経済の見通しがノルウェー・クローネを現在押し下げているが、ノルウェー経済は潜在成長率を上回る成長を続け、インフレ率も目標水準に近い。ノルウェー中央銀行はなお、来年末までにもう一度利上げを実施する可能性がある。一方、ECBは、中銀預金金利の引き下げや量的緩和プログラムなどの金融緩和策を発表した。カナダの住宅市場は低迷が続き、カナダ中央銀行がハト派スタンスを維持しているため、カナダ・ドルの見通しには慎重姿勢を維持する。

• **ユーロ圏株式に対して日本株式をオーバーウェイトとする。**

ユーロ圏株式は年初来で21%上昇したが、日本株式は最近反発したものの、年初来の上昇率はわずか11%と出遅れている。ユーロ圏と日本は、いずれも世界の景気サイクルの影響を大きく受けるが、ユーロ圏がマクロの景気回復を織り込んでいるのに対し、日本はまだ織り込んでいない。我々はさらに、戦略的な日本株式保有分に通貨ヘッジを適用しない。



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、経済成長率の見通しと地政学が議論された。

- 単なる景気後退ではなく、業績リセッションに目配りすることの重要性が複数の参加者から指摘された。
- 米中貿易戦争、ブレグジット、および各国中央銀行による期待外れの施策がリスクとして挙げられた。このような環境では、投資対象の選別と分散投資が引き続き鍵となるとの指摘がなされた。
- 2020年の注目点としては、インフレ率の上昇、企業業績、米国大統領選挙、地政学的な緊張が挙げられた。

経済

ユーロ圏

下振れリスクを伴う 緩やかな成長

ハウスビュー
確率: 50%*

Ricardo Garcia, CIO Chief Economist Eurozone

貿易をめぐる不透明感が残る限り、経済活動は低水準が続くと予想する。貿易摩擦がさらに激化した場合は、成長は予想以上に減速する可能性がある。欧州中央銀行(ECB)は、米国の利下げに追随する形で、中銀預金金利を2020年3月に0.1%引き下げると予想する(2019年12月に早期利下げに踏み切る可能性も高い)。

ドイツでは、世界的に輸出環境が厳しい中、テクニカル・リセッション(2四半期連続でマイナス成長)リスクが高まっており、今後6カ月で緩やかな財政出動の可能性があると予想する。フランスでは、「黄色いベスト運動」(政府への抗議活動)の沈静化や内政改革、財政刺激策等により、国内総生産(GDP)成長率が安定化に向かうだろう。

イタリア経済は、欧州委員会との2019年予算案の合意および国債のリスクプレミアムの低下を受けて、成長は引き続き安定化に向かうだろう。スペイン経済は依然として力強い成長をみせているが、成長モメンタムは、グローバル経済の鈍化に伴い、引き続き正常化に向かうと予想される。

世界経済の2019年予想実質成長率は: **3.2%**

	Real GDP growth in %			Inflation in %		
	2018F ¹	2019F ¹	2020F ¹	2018F ¹	2019F ¹	2020F ¹
US	2.9	2.3	1.3	2.4	1.7	1.9
China	6.6	6.0	5.5	2.1	2.4	1.6
Eurozone	1.9	1.1	0.7	1.8	1.2	1.2
Germany	1.5	0.5	0.6	1.9	1.4	1.1
France	1.7	1.2	1.0	2.1	1.3	1.4
Italy	0.7	0.1	0.4	1.2	0.6	0.3
Spain	2.6	2.2	1.8	1.7	0.8	1.2
UK	1.4	1.1	0.9	2.5	1.9	1.9
Switzerland	2.8	0.7	0.9	0.9	0.5	0.8
Russia	2.3	1.0	2.1	2.9	4.6	3.7
World	3.8	3.2	3.0	3.0	2.9	2.8

Sources: Reuters EcoWin, IMF, UBS; as of 1 October 2019
¹ UBS Forecasts

米国

貿易紛争激化で 経済成長は減速

ハウスビュー
確率: 50%*

Brian Rose, economist

2019年4-6月期(第2四半期)の国内総生産(GDP)成長率は年率2.1%となり、2%程度とみられる潜在成長率の水準に近づいている。今後数四半期は、潜在成長率近辺、またはそれを下回る水準で推移する可能性が高い。

雇用の伸びは減速し、求人件数も減っていることから、労働需要の低下が示唆される。しかし、労働市場は引き続き非常にひっ迫しており、失業率もほぼ50年ぶりの低水準にある。

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。ここ数カ月にわたって見られた非常に力強い小売上の勢いは、今後後退する可能性が高い。

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。ただし、貿易政策等の政治的な不確実性が足かせとなっている。

製造業セクターは、貿易紛争激化の影響で活動が減速しており、8月の購買担当者景気指数(PMI)は好不況の節目の50を下回り、年初来の製造業生産高も低下している。しかし、国内需要により、深刻な落ち込みは回避できるだろう。

住宅投資はここ数四半期は低下しているが、まもなく上昇に転じるだろう。住宅ローン金利は低下しており、住宅需要も堅調な労働市場に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インフレ率は、ここ数カ月は力強い上昇を示しており、2020年には米連邦準備理事会(FRB)の2%目標に達する見通しである。

FRBは7月と9月に各25ベースポイント(bp)の利下げに踏み切り、利下げ継続の可能性も残っている。FRBは、今後は、積極的に予防的な措置を講じるよりも、リスク事象に事後対応的に対処するものと予想する。

財政政策の効果剥落に加え、貿易紛争がさらに激化する場合には、景気回復を阻害するリスクが高まる可能性がある。

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。

中国

緩和策継続で成長
減速に歯止め

ハウスビュー

確率: 70%*

Yifan Hu, economist
Kathy Li, economist

各種経済指標が弱いため、緩和バイアスが続きそうだ。8月の小売売上高は、自動車セクターが重石となって前年同期比+7.5%に減速した。しかし、底堅い生活必需品に支えられ、通年の伸び率は引き続き8%を超えそうだ。固定資産投資の年初来8月までの伸びも、製造業と不動産投資の減速が響いて前年同期比5.5%へと若干減速したが、インフラ投資の持ち直しで一部相殺された。貿易の伸びは引き続き低調だった。国内総生産(GDP)成長率は2019年後半も引き続き減速基調をたどると予想されるが、通年では6%を超え、政府の目標レンジ6~6.5%には収まると予想する。

8月の消費者物価指数(CPI)インフレ率は、7月から横ばいの前年同月比2.8%となり、17カ月ぶりの高水準を維持している。豚肉価格の急騰で、年末まで上振れリスクがある。8月の食品・エネルギーを除くコアCPIインフレ率は前年同月比+1.5%と、依然として低位で推移した。一方、8月の生産者物価指数(PPI)インフレ率は、内需の低迷と、基準となる前年のコモディティ価格が高かった影響で、前年同月比-0.8%となり、7月の-0.3%からさらに低下した。

金融政策は引き続き緩和的である。中国人民銀行は9月6日に、市中銀行の預金準備率の50ベースポイント(bp)引き下げを発表した。9月16日から実施する。さらに一部の市中銀行向けには、10月15日と11月15日にも50bpずつ(計100bp)追加で引き下げを実施し、9,000億元の流動性を市場に供給する。年内にはさらに、すべての市中銀行を対象に預金準備率の50~150bpの追加引き下げ、および中期貸出ファシリティー(MLF)金利の10~20bpの引き下げを予想する。8月の信用の伸びは、地方債に支えられて前年同月比10.7%増で安定推移した。

財政政策も引き続き積極的に実施されている。インフラ投資に向けた地方債の発行割当が9月に限度額(3兆1,000億元)に達する見込みで、10-12月期(第4四半期)に引き上げられる見通しである。

米中貿易摩擦は引き続き主要なリスクだ。8月に追加関税の報復合戦が再燃した後、両国は10月に協議を再開することで合意した。9月13日、中国は米国産の豚肉と大豆を追加関税の対象から除外すると発表した。これは米国が10月1日に課す予定だった追加関税の延期を受けた措置である。米国が新たな追加関税の発動を延期する見返りとして、中国が米国産品の購入を増やすという暫定的な合意に達する可能性が高い。

スイス

成長回復の兆しは
見えず

ハウスビュー

確率: 50%*

Alessandro Bee, economist
Sibille Duss, economist

スイスの国内総生産(GDP)成長率は、2019年4-6月期(第2四半期)に前期比および前年同期比でいずれも0.3%加速し、コンセンサス予想(0.2%)を若干上回った。

スイス経済省経済事務局(SECO)が直近のGDP成長率を大幅に下方修正したことを受けて、我々は今年のスイス経済の成長率予想を0.7%に修正する(従来予想は1.3%)。現在の弱い成長ペースが続いた場合、2020年のGDP成長率は0.9%にとどまる可能性がある(従来予想1.6%)。

スイス経済は2018年半ば以降、経済成長モメンタムが大幅に低下している。米中貿易摩擦の激化により、不透明な政治情勢と経済成長の鈍化が当面続きそうだ。スイス経済も2020年半ばまでは回復が見込めないだろう。

景気の先行指標も、製造業セクターを中心に成長減速を示唆している。8月の製造業購買担当者景気指数(PMI)は、7月の44.7から47.2へと小幅な改善にとどまり、今後数カ月は製造業の低迷が続きそうだ。

スイスは世界貿易の影響を受けやすいものの、内需が堅調なこともあり、経済活動全般は安定している。労働市場は大幅に改善しており、民間消費をけん引する可能性がある。

今年は、スイス・フラン高基調がインフレ率の押し下げ要因となるだろう。昨年の消費者物価指数(CPI)は0.9%上昇したが、今年の上昇幅は0.6%を予想する。

政治情勢の不透明感とユーロ圏の景気見通しの低迷を背景に、ECBは来年、追加の金融緩和策を実施すると予想する。追加利下げが実施された場合、スイス・フランに上昇圧力がかかり、スイス国立銀行(中銀:SNB)は利下げを迫られる可能性がある。我々は、世界経済が本格的に鈍化した場合には、SNBが来年3月に中銀預金金利を現行の-0.75%から-1.0%に引き下げると予想する。

金融市場を動かす要因

金融市場を動かす要因

ハウスビュー 確率: 60%*

Brian Rose, economist
Ricardo Garcia, CIO Chief Economist Eurozone
Dean Turner, economist

米連邦準備理事会(FRB)は9月18日に政策金利を25ベースポイント(bp)引き下げ、世界経済の成長鈍化と米中貿易紛争によるリスクに言及した。長短金利の逆転現象(逆イールド)も利下げの理由の1つである。FRBは、明確には表明しなかったが、経済成長率が潜在成長率近辺を維持したとしても、利下げ継続の準備があるようだ。経済環境が悪化した場合には利下げ幅を広げる可能性もある。

欧州中央銀行(ECB)も9月12日に10bpの利下げを含む緩和パッケージを発表した。月額200億ユーロの資産購入(量的緩和)も実施する。しかし、適格債券が不足しているため、銘柄や発行体ごとの購入上限や、ECBへの出資比率(キャピタル・キー)に応じた買い入れ制限が踏襲される場合、ECBの政策手段は限られるだろう。深刻な景気後退に陥らない限り、こうした資産購入ルールが変更される可能性は低いとみている。我々は2020年3月に10bpの追加利下げを予想する。

FRBとECBの両行が利下げを実施したため、新興国を中心に、他の中央銀行も追随した。インフレ率の世界的な低迷も、景気下支えに向けた追加利下げの根拠となるだろう。

利益成長率は引き続き低迷

ハウスビュー 確率: 60%*

Jeremy Zirin, CIO strategist
David Lefkowitz, CIO strategist

米国では、減税による一時的な効果が剥落し、グローバル経済の成長率も鈍化しているため、企業収益の伸びは引き続き減速している。資本へのアクセスといった先行指標は依然として底堅く、大幅な減益は考えにくいものの、この数カ月で利益の押し上げ要因の勢いは弱まった。企業景況感は鈍化、貿易摩擦は激化、金利は低下し、主要各国の経済成長率も減速している。

これらを踏まえ、我々は8月後半に、米企業の利益成長率の予想を引き下げた。2019年と2020年のS&P500種株価指数構成企業のEPS予想をそれぞれ、164米ドル(前年比+1%)、173米ドル(同+5%)に修正する。

我々の予想は、これまでに発表された米中間の関税の影響を、全部ではなく一部加味している。発表された関税措置が全面的に実施された場合には、我々の2020年の利益成長率予想はさらに1~3%押し下げられる。企業および消費者の信頼感が低下すれば、上限の3%まで低下する可能性がある。

企業利益の伸びは、景気拡大が続き、前年比効果がプラスに働き、ハイテク市場も安定に向かう中、10-12月期(第4四半期)以降には緩やかに再加速するだろう。しかし、関税が全面的に実施された場合は、成長回復が遅れる可能性もある。

2019年通年の企業の利益率は0.5%程度下がると予想する。とはいえ、利益率の低下がこのまま続くとは見ていない。今年の低迷は、収益の伸び悩みに加え、通信サービス・セクターの設備投資、生活必需品とハイテク・セクターに対する通貨市場の逆風など、固有の要因によるものである。利益率の主な押し下げ要因は、賃金の上昇ではない。労働集約的な一般消費財セクター企業は、人件費高騰の影響を最も受けやすいが、それ以外のセクターでは、平均的な企業は、生産性の改善と目標価格引き上げにより賃金コストの上昇を相殺できるだろう。また、賃金が増えると、通常、個人消費支出も増える。

主要日程

10月24日

ユーロ圏

欧州中央銀行(ECB)記者会見

10月30日

米国

米連邦公開市場委員会(FOMC)

11月7日

英国

イングランド銀行金融政策委員会

資産クラス 概況

主な予想

25 September 2019

Asset class	TAA ¹	Benchmark	6 month forecast		
			House View	Positive scenario	Negative scenario
Equities					
US	+	S&P 500	2,950	3,250	2,350
Eurozone	-	Euro Stoxx	360	390	310
UK	=	FTSE 100	7,000	7800	6600
Japan	+	TOPIX	1,600	1,780	1,380
Switzerland	=	Swiss Market Index	10,600	10,900	9,000
Emerging markets	-	MSCI EM	1000	1,100	870
Listed real estate		RUGL Index	5,500	5,600	4,800

Bonds

USD duration	=	10-year US treasury yield	1.60 (yield)	1.2 (yield)	2.4 (yield)
European duration	=	10-year German Bund yield	-0.50 (yield)	-1.0 (yield)	0.0 (yield)
USD corporate bonds	=	Bloomberg Barclays US Int. Corp. spread	80-100bps	75bps	200-250bps
Euro corporate bonds	+	Bloomberg Barclays EuroAgg Corporate spread	90-110bps	75bps	200bps
USD high yield bonds	=	ICE BAML US high yield spread	380-420bps	300bps	800bps
Euro high yield bonds	=	ICE BAML Euro High Yield Index spread	340-380bps	300bps	900bps
Emerging Market Sovereign Bonds in USD	+	EMBIG Diversified ex-Venezuela*	320-340bps	260bps	450bps
Emerging Market Corporate Bonds in USD	=	CEMBI Diversified	330-350 bps	270bps	520bps

Alternative investments

Gold	Gold (6 months)	USD	USD	USD
		1,600/oz	1,700/oz	1,400/oz
Brent crude oil	Brent crude oil (6 months)	USD	above USD	USD
		55/bbl	70/bbl	40-50/bbl

Currencies

	01.10.2019	Currency pair	
USD	=	USDCHF	0.96
		USDJPY	104
EUR	-	EURUSD	1.12
		EURCHF	1.07
		EURGBP	0.89
GBP	+	GBPUSD	1.26
		GBPCHF	1.20

- ⊕ 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

* The weight of Venezuelan bonds will gradually move to zero in the JPMorgan EMBIG Div index over the coming months, as decided by the index provider. Excluding Venezuelan bonds (as per the EMBIG Div ex-Venezuela index), we expect spreads to remain range-bound in the next six months.

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

+ オーバーウェイト

我々は、企業利益の伸びが他の地域を上回っている米国株式をオーバーウェイトとする。ほかの地域に比べると、米国は景気後退を回避するために利用可能な手段も多い。米連邦準備理事会(FRB)には、他国の中央銀行よりも利下げの余地が大きく、米国政府には財政赤字の削減を積極的に行う姿勢もみられない。我々の基本シナリオでは、米中貿易紛争がさらに激化し、引き続き相場の大きな変動を引き起こすと予想している。ただし、貿易紛争が、米国に景気後退をもたらすほど悪化することはないと考える。財政刺激策の効果が薄れ、利上げの影響が時間差で現れることから、米国経済は減速しているものの、景気先行指標は景気後退のリスクが低いことを示唆している。我々は、2019年の企業の増益率を1%とみているが、2020年にはコモディティ価格とITセクターからの逆風が後退するため、5%へ持ち直すと予想している。健全な成長率が続きながらもインフレ率は低水準にとどまっている現状では、バリュエーションは適正に見える。

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

S&P 500

As of 25 September 2019: 2985

Six-month target

House View	2,950
↗ Positive scenario	3,250
↘ Negative scenario	2,350

+ 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。域内の経済活動は引き続き弱い。企業業績は今年が4%の減益、来年在3%の減益を予想する。しかし、株式市場は年初来で力強く反発しており、現在は過度に楽観的なマクロ経済シナリオを織り込んでいるようだが、一方、域外のリスクは高止まっている。さらに、12カ月予想の株価収益率(PER)でみたバリュエーションは特に割安というわけではない。MSCI EMU指数は20年平均並みで、10年平均を若干上回った水準にある。その他、世界経済の影響を受けやすい日本などの市場の方が割安で、上昇余地が大きい。セクター別では生活必需品、情報技術(IT)、公益を推奨する。

Wolf von Rotberg, strategist
Bert Jansen, analyst

Euro Stoxx

As of 25 September 2019: 378

Six-month target

House View	360
↗ Positive scenario	390
↘ Negative scenario	310

英国

⊖ ニュートラル

英国株式は、12カ月PERが12.1倍、配当利回りも5%と割安な水準にあると判断する。しかし、今後6カ月の戦術的投資期間では、英ポンドや原油価格、世界経済の成長率の見通しが不透明なため、ニュートラルを継続する。英ポンドの方向性は国内政治とブレグジット(英国のEU離脱)の行方次第だ。ブレグジットの延期またはEUとの合意案が議会で可決して英ポンド高となれば、英国株式(MSCI英国)の下落リスクが高まる可能性がある。ブレグジットの影響としては、株価指数の総合値の上下よりも国内セクター間の変動の方が大きいと予想される。英国市場ではエネルギー・セクターが15~20%を占めるので、原油価格が我々の12カ月予想通り1バレル当たり55米ドルになると、英国の企業利益に悪影響を与える可能性がある。世界経済の成長率に方向性が見えず、ブレグジットの先行きも不透明なことから、現在の英国株式には配当分散戦略を推奨する。1~4年の投資期間では英国株式をアンダーウェイトとし、米ドル建て新興国国債の方が投資機会を見いだせると判断する。

Caroline Simmons, Strategist

FTSE 100

As of 25 September 2019: 7,290

Six-month target

House view	7,000
↗ Positive scenario	7800
↘ Negative scenario	6600

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。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。減速しているものなお健全な水準にある売上高の伸び、金融セクターのコスト削減、一般消費財セクターその他企業の売上高の伸び、保険会社の正常化した経費水準などにより、今年の増益率は緩やかながらも堅調な伸びを示すだろう。よって、2020年も増配が期待できる。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 25 September 2019: 9,915	Six-month target
House View	10,600
↗ Positive scenario	10,900
↘ Negative scenario	9,000

日本

+ オーバーウェイト

日本株式のオーバーウェイトを継続する。世界経済の影響を受けやすい市場の中では年初来のパフォーマンスで出遅れているために下値リスクが限られ、今後世界の景気指標が改善すれば上昇が期待できるからだ。貿易摩擦の激化と円高を根拠に、2020年3月期の企業業績予想を-2%から-4%減益へと最近下方修正したが、この点を考慮しても、バリュエーションは(特にユーロ圏株式と比べた場合に)魅力的に見える。10-12月期は、主に前年同期の水準が低かった影響で回復が見込まれるとの見方を変えていない。日本株式のオーバーウェイトには為替ヘッジをつけていないため、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。バリュエーションが割安な優良企業と安定的な高配当利回りを維持している銘柄、および環境、社会、ガバナンス(ESG)に関して確固とした戦略を持つ企業も推奨する。

Toru Ibayashi, analyst
Chisa Kobayashi, analyst

TOPIX

As of 25 September 2019: 1,620	Six-month target
House view	1,600
↗ Positive scenario	1,780
↘ Negative scenario	1,380

新興国

⊖ アンダーウェイト

米中貿易紛争の緩和を受けて、新興国株式は8月の安値からおよそ6%反発した。さらに、新興国株式ファンドは4カ月ぶりの資金(純)流入となった。ただし、経済指標は引き続き弱い。製造業活動には安定の兆しが見えてきたが、中国の投資データは依然として弱い。バリュエーションが過去平均を上回り、貿易紛争の行方がまだ見え、世界景気の見通しもよくないため、上昇余地はあまりないように見える。したがって、グローバルなポートフォリオ内の新興国株式のポジションをアンダーウェイトとする。新興国市場内でのポジショニングでは、メキシコ株式に対するブラジル株式のオーバーウェイト、香港株式に対する中国株式のオーバーウェイト、タイ株式に対するマレーシア株式のオーバーウェイトをいずれも維持する。

Jorge Mariscal, CIO Emerging Markets
Xingchen Yu, strategist

MSCI EM

As of 25 September 2019: 1,006	Six-month target
House View	1,000
↗ Positive scenario	1,100
↘ Negative scenario	870

上場不動産

2019~2020年は、内部成長機会と一部の賃料引き上げによって年率4.8%(新興国を除く)の利益成長率が期待できる。各社はポートフォリオの期間延長、再ポジショニングに取り組んでいる。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・スプレッドが拡大する企業が増えるだろう。よって銘柄の厳選が重要となる。同資産クラスは、中央銀行の利下げによってサポートされることはないだろう。不動産販売は2018年、2015年以来の高水準に達したが、2019年は上期で9%超下落している。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。賃料の伸びが不十分のため、キャップレートが上昇すると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は現地通貨建てで14.5%だが、その殆どがここ6カ月の上昇分だ。年率3.6%の配当利回りがパフォーマンスのけん引役を果たしてきた。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 Maczej Skoczek, analysts

RUGL Index

As of 25 September 2019: 5,689	Six-month target
House view	5,500
↗ Positive scenario	5,600
↘ Negative scenario	4,800

債券

米国長期国債

⊖ ニュートラル

9月前半の2週間は、米中貿易協議に新たな楽観論が広がって米10年国債利回りが急騰した。オーバーウェイト・ポジションの一部手仕舞いもこの動きに拍車をかけた。米2年国債利回りは月初から30ベースポイント(bp)上昇した。キャッシュに対する米2年国債のアンダーウェイトは、若干の利益を獲得し終了した。キャピタルゲインをさらに獲得する機会が限られていることに加え、このポジションを維持できるほどの金利収入が望めないと判断した。米連邦準備理事会(FRB)は、9月18日に25bpの利下げを実施し、経済見通しに対する世界動向の影響を追加利下げの理由として挙げた。我々は、今後数四半期で景気の悪化に対応したさらなる利下げを予想している。

Douglas S. Rothstein, strategist

10-year US treasury yield

As of 25 September 2019: 1.74 (yield) Six-month outlook

House view	1.60 (yield)
➤ Positive scenario	1.2 (yield)
➤ Negative scenario	2.4 (yield)

欧州長期国債

⊖ ニュートラル

米中貿易紛争に関する楽観論と欧州中央銀行(ECB)の追加金融緩和策に対する期待から、ドイツ10年国債利回りは前月比で最大0.3%上昇した。9月12日、ECBは10bpの利下げ、新たな資産購入、金利の階層化(当座預金の一部にマイナス金利を適用すること)を含む包括的な刺激策を発表した。ECBの利下げ幅が小さかったため、スイス国立銀行(中銀:SNB)は9月19日の政策決定会合で金利を据え置いた。市場はECBによる来年の追加利下げを織り込んでいる。利下げ幅は10bpになる可能性が高いと我々は考えており、自国通貨高を抑制したいSNBは、ECBに追随して利下げをするだろう。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と我々は予想する。今後12カ月では、長期債利回りの上昇は微々たるものになるだろう。低失業率は賃金を緩やかに押し上げるだろう。ECBによる債券購入などリスクフリー資産への需要があることに加え、ECBは当面利上げをしないと予想を根拠に、我々は、債券利回りの上昇余地は限られていると予想する。

Douglas S. Rothstein, strategist

10-year German Bund yield

As of 25 September 2019: -0.58 (yield) Six-month outlook

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

米国社債

⊖ ニュートラル

米中貿易交渉が進展しそうな一時的な兆しと景気指標の安定化を根拠に、米投資適格社債のスプレッドは8月半ばのピークから反転し、2019年の最小値に向けて縮小した。米投資適格社債のスプレッドは、2019年1-3月期(第1四半期)以降、20bpという比較的狭いレンジで取引された。主な変動要因は政治動向である。FRBは9月にも利下げを実施した。金利収入のある債券への需要は引き続き高く、発行債市場は活況を呈し、9月の米投資適格社債の発行額は、過去最高水準並みを記録した。景気後退を回避できさえすれば、これはキャリー(金利獲得)資産への十分な下支え要因となる。米投資適格社債のスプレッドは、我々の予想レンジの中央値近辺にある。発行体である米国企業の負債比率は過去のピークを上回ったが、低水準の支払利息が続き企業の利益率も高いなど、高い負債比率の悪影響を緩和する強力な要因が存在する。景気後退に陥っていない現在、市場全体の信用度は重要なリスクではない。

Philipp Schöttler, Carolina Corvalan and Vittorio Bosio, strategists

Bloomberg Barclays US Int. Corp. spread

As of 25 September 2019: 88bps Six-month outlook

House view	80-100bps
➤ Positive scenario	75bps
➤ Negative scenario	200-250bps

欧州社債

⊕ オーバーウェイト

我々の予想通り、ECBは新たな債券購入プログラムを開始する。月額200億ユーロの債券買い入れ(終了月は未定)には、欧州投資適格社債が30億~50億米ドル含まれると予想され、これは純発行額が平均で毎月120億ユーロ(ただし、今回もECBの買い入れ対象外となる金融債を除く)になる発行市場の需給には力強い追い風となる。欧州投資適格社債のスプレッドは、量的緩和策の発表に好反応を示したが、なお7月の最低水準を上回っている。目先では、スプレッドがさらに縮小する可能性はわずかながらありそうだ。欧州適格社債は、高格付債に比べると十分な金利収入と魅力的なリターン見通しを提供するため、戦術的(短期的)には引き続きオーバーウェイトを継続する。欧州企業(発行体)の負債比率は底打ちし、利益の伸びが急速に減速しているため負債比率は上昇傾向にあり、現在の水準は長期平均を若干上回っている。

Philipp Schöttler, Carolina Corvalan and Vittorio Bosio, strategists

Bloomberg Barclays EuroAgg Corporate spread

As of 25 September 2019: 112bps Six-month outlook

House view	90-110bps
➤ Positive scenario	75bps
➤ Negative scenario	200bps

米国ハイイールド債

⊖ ニュートラル

米国ハイイールド債のспレッドは、米中貿易交渉に改善の兆しが見られ、米国の景気指標が事前予想を上回ったことを受けて、8月前半に拡大した分を完全に戻した。米国債利回りの上昇がこの動きの一部を相殺したが、月初来のトータルリターンはまだ0.5%だ。中央銀行のハト派姿勢で国債利回りには下げ圧力がかかり、投資家はリスクの高い資産クラスに乗り換えざるを得ない。投資家が利回りを求めて米国ハイイールド債を購入する結果、クレジット・リスク・プレミアム、つまり投資家が要求するデフォルト(債務不履行)損失に見合う利回り上乗せ分は、金融危機以降の中間値を当面上回らないだろう。今後6カ月でспレッドは横ばい、もしくは若干拡大を予想する。世界貿易をめぐる不透明感が残っており、来年は米国経済の鈍化も予想されることから、世界金融危機後の最低水準に再び到達することは考えにくい。過去12カ月ベースのデフォルト率(発行体数加重平均)は、8月には2.6%へと若干上昇した。今後12カ月のデフォルト率は、3%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 25 September 2019: 391bps Six-month outlook

House view	380–420bps
↗ 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のクレジット・спレッドは、ECBによる無期限の債券購入の発表により、年初来最低水準を付けた。トータルリターンは月初来-0.2%となっている。ハト派のECBと低調な景気指標で、ドイツ国債利回りは過去最低水準に押し下げられた。投資家が利回りを求める結果、クレジット・リスク・プレミアム、つまり投資家が要求しているデフォルト(債務不履行)損失に見合う利回り上乗せ分は、過去実績の中間値を下回ったままだ。今後6カ月でспレッドは若干縮小するだろう。とはいえ、世界経済の成長見通しが引き続き不透明なため、縮小の動きには歯止めがかかると我々はみている。過去12カ月ベースのデフォルト率(発行体数加重平均)は、8月には0.2%を維持した。今後12カ月では徐々に2%に向けて上昇するだろう。ユーロ圏経済は、成長率は鈍化しているものの景気後退は回避するだろう。景気見直しへの懸念から、銀行の融資条件は厳格化したが、ECBはハト派姿勢を変えておらず、調達コストは低水準を維持するだろう。

Philipp Schöttler, Carolina Corvalan and Vittorio Bosio, strategists

ICE BAML Euro High Yield Index spread

As of 25 September 2019: 360bps Six-month outlook

House view	340–380bps
↗ Positive scenario	300bps
↘ Negative scenario	900bps

米ドル建て新興国国債

⊕ オーバーウェイト

米ドル建て新興国国債は、各国中央銀行のハト派姿勢への傾き、米国債利回り低下、中国の景気刺激策による恩恵を受けてспレッドが縮小し、年初来リターンは12.9%となった。我々は、価格水準が割安な発行体、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。我々は、短期的には対高格付債で、1~4年の投資期間では対英国株式で米ドル建て新興国国債をオーバーウェイトとしている。前者は現在がキャリー(金利獲得)戦略にとって好環境であること、後者はリスク調整後リターンで英国株式が相対的に不利と判断したからだ。

*ベネズエラ債の比重は、今後数カ月でJPモルガンEMBIグローバル・デバースファイド指数の中で徐々にゼロに近づけるとの判断が、同社から示されている。ベネズエラ債を除いた指数では、今後6カ月のспレッドは若干拡大すると予想する。

Michael Bolliger, Jérôme Audran, analysts and Alejo Czerwonko, strategist

EMBIG Diversified ex-Venezuela**

As of 25 September 2019: 315bps Six-month outlook

House view	320–340bps
↗ 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の年初来リターンは、不透明なグローバル環境にもかかわらず、各国中央銀行のハト派姿勢への傾き、米国債利回り低下、中国の景気刺激策による恩恵を受けてспレッドが縮小し、年初来リターンは11%となった。今後6カ月の新興国社債利回りは、時に大きく変動しながらも、ほぼ横ばいから若干の拡大を予想し、金利収入によってリターンは1桁台前半を見込む。不透明感の増す世界のマクロ経済見直しと地政学・政治リスクが同資産クラスのリスク調整後リターンの足かせとなっている。下落している新興国通貨にエクスポージャーのある発行体の債券は、リスク回避的なセンチメントが続けば下落しやすいだろう。しかしこれは我々の基本シナリオではない。我々は投資家に対して、新興国社債のニュートラルの継続を推奨する。今後も鍵となるのは引き続き銘柄選別だ。

Michael Bolliger, Jérôme Audran, analysts and Carolina Corvalan, strategist

CEMBI Diversified

As of 25 September 2019: 323bps Six-month outlook

House view	330–350bps
↗ Positive scenario	270bps
↘ Negative scenario	520bps

通貨

Thomas Flury, Head FX Strategy
Daniel Trum, strategist
Wayne Gordon, strategist

ユーロ/米ドル: 貿易紛争の先行き不透明感が米ドルを支える

米連邦準備理事会(FRB)の利下げにもかかわらず、貿易紛争と輸入品に対する米国の関税が米ドルを支えている。我々は、米ドルが今後数カ月間上昇するとみている。ただし、長期的にはユーロ/米ドルは反発するとの見方は変えていない。欧州、とりわけドイツは、現在景気の底にある。米国では、2020年春に景気が底入れすると予想される。

米ドル/スイス・フラン: リスク回避の駆け引き

米中貿易紛争が続くため、今後数カ月は全面的な米ドル高が進むだろう。FRBの利下げは米ドル高の勢いを止めることはできていない。スイス国立銀行(中銀:SNB)はスイス・フラン高を食い止めるための常套手段を持っているが、9月の政策決定会合では利下げを実施せずに万が一に備える決定をした。しかし、もしスイス・フランが急騰すれば利下げに踏み切るかもしれない。

ユーロ/スイス・フラン: 次の動きに備えるSNB

ユーロ/スイス・フランへの下落圧力が今後どれだけ高まるかは、FRBとECBがどの程度の金融緩和を行うか、そして世界経済がどの程度不透明かによって決まるだろう。9月には、ECBとFRBが金融緩和を行ったにもかかわらず、SNBは、9月の金融政策決定会合では利下げを実施せずに万が一に備える決定をした。

英ポンド/米ドル: 不透明感が続く中、英ポンドが反発

合意なきブレグジットのリスクが後退して英ポンドを支えている。この動きは続くかもしれないが、ブレグジット問題はまだ解決していないことを忘れてはならない。FRBによる段階的な利下げで、米ドルは短期的には英ポンド安と歩調を合わせて下げる可能性がある。英ポンド/米ドルは今後6カ月で1.26と予想するが、これは様々な可能性を総合した数値である。

米ドル/円: 金融政策の乖離が予想される

FRBと日本銀行が開いた9月の政策決定会合は、市場にインパクトを与えるほどの意外性がほとんどなく、ドル円は107.5~108.5の狭いレンジを維持した。今後12カ月では、FRBはさらに100ベースポイント(bp)利下げして、米国経済の急速な成長鈍化の影響を和らげようとするだろう。この期間中、日銀は15bp程度の緩やかな緩和を実施すると予想される。よって、ドル円は下落に向かうだろう。

米ドル/カナダ・ドル: カナダ銀行の中立姿勢で、カナダ・ドルの安定性にリスクあり

9月のカナダ銀行(中銀)の政策声明は予想以上に中立的で、米中貿易紛争と世界の経済成長への楽観論が高まっ

て、米ドル/カナダ・ドルは1.33近辺で推移した。しかし、我々はこの良好な環境が続くとは予想していない。世界の経済成長率は鈍化し、原油価格が下落する気配があるため、カナダ銀行のスタンスは揺らぎ、米ドル/カナダ・ドルは押し上げられる可能性がある。今後3カ月と6カ月の米ドル/カナダ・ドルは1.35までの上昇を予想する。

豪ドル/米ドル: 成長鈍化で豪ドル安へ

オーストラリアは、成長鈍化見通し、雇用の伸びの鈍化、個人消費の軟化、交易条件の悪化という問題を抱えている。その結果、オーストラリア準備銀行(RBA)は、2020年末までに3度の利下げで政策金利を0.25%まで引き下げると予想する。RBAは量的緩和さえ検討している。一方FRBは、2019年の10-12月期(第4四半期)または2020年第1四半期に利下げを一服する可能性がある。その期間中、豪ドル/米ドルは0.65までの下落を予想する。これは現在の0.68に比べるとRBAにとって望ましい水準だと思われる。

ユーロ/ノルウェー・クローネ: 世界景気の見通し悪化が長期予想に影を落とす

景気指標の乖離が続くと、ユーロ/ノルウェー・クローネは短期的に押し下げられる可能性はあるが、その動きは長続きしないだろう。世界経済は2020年上半期に軟化が予想され、そうなるノルウェー・クローネの流動性に関するリスク・プレミアムが上昇し、今後6カ月間のどこかの段階でユーロ/ノルウェー・クローネが10.0を上回る可能性がある。

ユーロ/スウェーデン・クローナ: 下落圧力にさらされ続けるスウェーデン・クローナ

スウェーデン中央銀行は、脆弱なスウェーデン経済を支えるためにさらにハト派になると予想する。これはスウェーデン・クローナにとっては悪材料になるだろう。世界経済の見通しが不透明なことから、今後6カ月では流動性の低いスウェーデン・クローナよりもユーロが市場では選好され、ユーロ/スウェーデン・クローナは11.2まで押し上げられると予想する。

Foreign exchange forecasts

	01.10.19	Dec-19	Mar-20	Jun-20	Sep-20	PPP
EURUSD	1.088	1.09	1.12	1.15	1.17	1.29
EURCHF	1.09	1.07	1.07	1.10	1.10	1.20
USDCHF	1.00	0.98	0.96	0.96	0.94	0.93
GBPUSD	1.23	1.25	1.26	1.29	1.31	1.56
EURGBP	0.89	0.87	0.89	0.89	0.89	0.83
GBPCHF	1.23	1.23	1.20	1.23	1.23	1.45
USDJPY	108	106	104	102	100	75
EURJPY	118	116	116	117	117	96
USDCAD	1.33	1.35	1.35	1.33	1.32	1.20
AUDUSD	0.67	0.65	0.68	0.68	0.68	0.68
NZDUSD	0.62	0.61	0.63	0.65	0.65	0.57
EURSEK	10.8	11.0	11.2	11.2	11.2	9.83
EURNOK	9.94	9.80	10.0	10.1	10.2	10.6

Sources: Reuters EcoWin, IMF, UBS; as of 1 October 2019
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、今後6~12カ月で1オンスあたり1,600~1,650米ドルまでの上昇を予想する。

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

Gold (6 months)

As of 25 September 2019: USD 1,504/oz	Six-month target
House view	USD 1,600/oz
➤ Positive scenario	USD 1,700/oz
➤ Negative scenario	USD 1,400/oz

原油

原油市場への参加者は、余剰生産能力が非常に限られる中で、中東のエネルギー施設に対する新たな攻撃のリスクを理由に原油価格への高いリスク・プレミアムを要求し続けるとみられ、短期的にはこれが原油価格の下支え材料になりそうだ。2020年の原油価格の見通しは引き続き厳しい。2020年の経済成長率の低下予想が需要の伸びを抑制し、米国、ノルウェー、ブラジルといった石油輸出国機構(OPEC)非加盟国の供給が堅固な伸びを続けると予想されるからだ。原油市場は、来年に供給不足から供給過剰になることが予想され、その場合、ブレント原油価格は今後6カ月~12カ月で1バレル当たり55米ドルまで下落するだろう。

Brent crude oil (6 months)

As of 25 September 2019: USD 62.4/bbl	Six-month target
House view	USD 55/bbl
➤ Positive scenario	above USD 70/bbl
➤ Negative scenario	USD 40-50/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

- 日本株式
- 米国株式
- グローバル高クオリティ銘柄
- 米国スマート・ベータ
- 米国株式へのプロテクション

債券

- 米ドル建て新興国債
- 欧州投資適格社債
- 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
- 新興国クレジット: 選別を進める時

外国為替

- ノルウェー・クローネ (vs...)
- ノルウェー・クローネ (vs...)
- 英ポンド (vs...)
- 米ドル ↑ (vs...)
- 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) (vs...)
- 日本円(投資期間1~4年) (vs...)

推奨していないテーマ:


- 英国株式(投資期間1~4年)
- 新興国株式
- ユーロ圏株式

- 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

- ... ユーロ
- ... カナダ・ドル
- ... 米ドル
- ... 豪ドル ↓
- ... 先進国通貨バスケット(豪ドル、台湾ドル)
- ... ベース・カレンシー*

↑ 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

* ベース・カレンシーに対する日本円のオーバーウェイトは、投資期間を1~4年とする景気循環的取引。その他の取引はすべて、投資期間を12カ月以内とする。

水不足

長期投資(LTI)

世界人口が増加する中、限られた天然資源の逼迫が深刻化している。こうした状況は、社会に悪影響をもたらす、繁栄をむしばむ。人口増加は、増加の仕方と場所が、資源管理における難題となっている。水不足は、人類が直面する最大のリスクの1つとなっている。

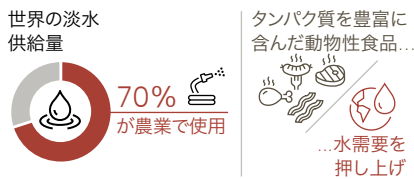
Alexander Stiehler, analyst



今後の成長予想と投資機会

世界の淡水需要

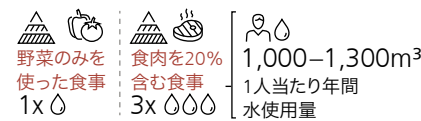
現在、世界の淡水供給量の70%が農業で使用されている。動物性タンパク質を豊富に含んだ食品の摂取の増加が、淡水需要を一段と押し上げるだろう。



出所:世界銀行

水消費

食肉と穀物の生産では、水消費のレベルが異なるため、食肉を20%含む食事による年間水消費量は1人当たり1,000–1,300立方メートルとなり、野菜のみを使った食事のおよそ3倍となる。



出所:スイス連邦水科学技術研究所 (EAWAG, A. Zehnder等)

海運セクター

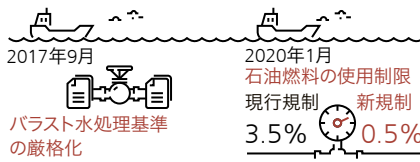
今後数年で、海運セクターは、環境規制の大幅改正に直面する見通しだ。このことは、スクラバーやバラスト水処理装置へのクリーンテック投資につながるだろう。



出所:国際海事機関(IMO)、UBS

外航船基準

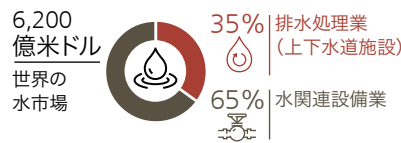
2017年9月以降、すべての新造船は、バラスト水処理に関する厳格化された基準を満たさなければならなくなっている。また、すべての外航船には、2020年1月から、硫黄分濃度の低い燃料の使用が義務付けられる。



出所:国際海事機関(IMO)、UBS

世界の水市場

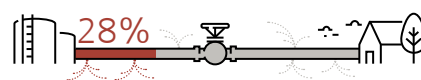
我々は、世界の水市場の年間規模を6,200億米ドル超と見積もっている。最大セクターは35%を占める排水処理業で、残りの65%を主に水関連設備業が占める。



出所:UBS、2019年

無収水

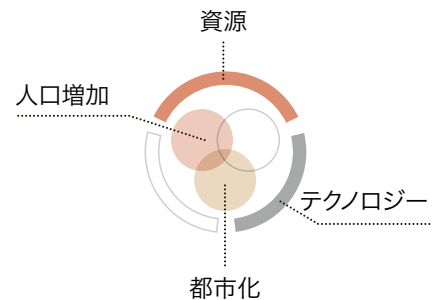
世界の国々では、排水管からの漏水、盗水、不適切な配水で料金が徴収されずに失った水は、平均で全体の28%に及ぶ。



出所:ノースイースト・グループ、2016年



水不足への投資の性質



○ 影響を及ぼす要因 ⊗ 主な成長要因



短期の成長牽引要因

- 水インフラへの投資拡大
- ボラティリティが高い時期に、変動の影響を受けにくい上下水道業の性質



サステナブル投資の影響

- 新興国市場に特に焦点を絞った、水および排水の管理



インパクト投資

(国連の持続可能な開発目標)

- SDG 6: 安全な水とトイレを世界中に
- SDG 12: つくる責任つかう責任

米国スマート・ベータ

スマート・ベータは最も急速に成長を遂げている投資スタイルの一つである。学問的に裏づけられ、以前から成功している伝統的なリスク・プレミアム戦略を低コストで提供する。

Karim Cherif, strategist



投資期間

長期(12カ月超)

資産クラス

株式

スマート・ベータとは何か？

株式におけるスマート・ベータとは、時価総額加重で構成された通常の株式指数(MSCI米国株指数など)を基本にしつつ、負担するに値するリスクを集中して取ることでリスク・プレミアム(リスクをとることで期待されるリターン)を獲得しようと株式構成に偏りを持たせる準パッシブ戦略のことである。

どのようなポートフォリオの傾きを推奨するのか？

成長モメンタム、財務体質、小型株、リスク加重、バリュー株、高利回りが非常に優れたパフォーマンスの記録をもつスマート・ベータ・ファクター(リスク要素)として最も頻繁に用いられている。この6つのファクターは、長期的には時価総額加重による株式指数のパフォーマンスを上回ってきた(もっとも、短期的には指数を下回るファ

クターもあり得る)。米国株式に関しては、パフォーマンス改善には複数のスマート・ベータ・ファクターを組み合わせることを推奨する。

スマート・ベータがこれまで株式指数のパフォーマンスを上回ってきたのはなぜか？

スマート・ベータ・ファクターの変動要因はそれぞれ異なるため、分散投資効果をもたらすからだ。例えば、ベンジャミン・グラハム氏とウォーレン・バフェット氏によって有名になった「バリュー株」投資は、リスクを回避して「割安」株を買いたいという投資家の傾向を利用した戦略である。また、ヘッジファンドスタイルでは、「モメンタム」によっておよそ3,000億米ドル資産が拡大した。この戦略が効いているのは、投資家にはすでに上昇したものを買う傾向があるからだ。「小

型株」を支える理由はもっと単純である – 小規模な企業は業務の多角化を図れないので、それを補うために超過リターンを提供するというわけだ。

この戦略はどの程度のパフォーマンスを達成しているか？

最も頻繁に利用されている6つのスマート・ベータ・ファクターを等金額投資したポートフォリオのパフォーマンスを2001年にさかのぼって測定すると、MSCI米国株指数を毎年2.3%ポイント上回っている。さらに、スマート・ベータ投資は、総じてアクティブ運用よりも手数料が低い。

最近の展開

米国株式相場は8月に下落した。株式時価総額指数は前月比-1.8%、均等加重ファクターのポートフォリオは同-1.9%のリターンとなった。

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、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・ボンドの発行体は保守的なセクターに偏り

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。景気動向に敏感な消費財(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・ボンド市場ではこれまでほとんど注目されてこなかった。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、保守的な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。反対に、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。

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(UBSAGまたはその関連会社)が作成したリサーチレポートをもとに、UBS証券株式会社が作成したものです。なお、本レポートは、UBS証券株式会社(以下、「当社」)のほか、その業務委託先であるUBS銀行東京支店を通じて配布されることがあります。本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したものではありません。本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。UBS AG(以下、「UBS」)およびUBSグループ内の他の企業(またはその従業員)は随時、本レポートで言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人として取引したりすることがあります。あるいは、本レポートで言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、また、過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。当社は、お客様固有の投資目的、財務状況、ニーズを考慮に入れることはできません。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家に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

UBS証券株式会社における国内株式等の売買取引には、ウェルス・マネジメント本部のお客様の場合、約定代金に対して、最大1.00%(税抜)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.25%(税抜)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらの手数料を超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。インベストメント・バンク部門のお客様については、お客様ごとの個別契約に基づいて手数料をお支払いいただくため、手数料の上限額や計算方法は一律に定められておりません。国内株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されます。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社における投資信託のお取引には、直接的にご負担いただく手数料として申込手数料があり、申込代金に対して上限3.00%(税抜)です。間接的にご負担いただく手数料として運用報酬(信託報酬)があり、各ファンドの平均純資産額の年率2.34%(上限)(ファンドごとに異なりますので、各ファンドの目論見書または販売用資料をご覧ください。)およびその他費用がある場合があります。その他の費用は、保有期間等によりご負担が異なりますので、表示することができません。投資信託は組み入れた有価証券の価格や為替相場などの変化により価格が変動し、損失が生じるおそれがあります。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの1%または1円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの2%を上限とします。

本レポートは、資産クラスや市場に関する参考情報の提供を目的としており、特定の商品の取引を想定したものではありません。本レポートに記載されている資産クラスや商品群には、当社または業務委託先であるUBS銀行東京支店で取り扱っていないものも含まれています。

金融商品仲介等業務を行う登録金融機関

商号等:ユービーエス・エイ・ジー(銀行)東京支店 登録金融機関 関東財務局長(登金)第605号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

© 2019無断転載を禁じます。UBSはすべての知的財産権を留保します。UBSによる事前の許可なく、本レポートを転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBSは、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

