

UBS Global Asset Management UBS グローバル・セミナー

2015年6月19日(金)
パレスホテル東京

開催レポート

＜第一部＞継続するグレート・ダイバージェンス(大いなる乖離)

- 2015年も米国とユーロ圏の大いなる乖離は継続
- 米国の利上げに関するFRBと市場の見通しの乖離
- ギリシャとEUの立場の乖離とその行方

＜第二部＞2015年後半における、世界の投資機会を探る

- パネル・ディスカッションによる2015年後半の見通し
- 運用担当者が想定する米国の利上げ開始時期は
- 様々な視点からの、魅力的な資産とは



商号 ユービーエス・グローバル・アセット・マネジメント株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第412号
加入協会 一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

本資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、信頼できる情報をもとにUBSグローバル・アセット・マネジメント株式会社によって作成されておりますが、その正確性・完全性が保証されているものではありません。本資料に記載されている内容・数値・図表・意見・予測等は、本資料作成時点のものであり、将来の市場動向、運用成果等を示唆・保証するものではなく、また今後予告なく変更されることがあります。

© UBS 2015. キーシンボル及びUBSの各標章は、UBSの登録又は未登録商標です。UBSは全ての権利を留保します。



- <第一部>
- 米国とユーロ圏の間には、金利サイクルや経済成長に**グレート・ダイバージェンス(大いなる乖離)**が継続
 - 米国の利上げに関するFRBと市場の見通しには、**タイミングとレベルにおいて乖離**が存在
 - ギリシャとEUの立場には乖離があり、妥協点が見出されずに**ギリシャのデフォルトおよびユーロ圏離脱の可能性**

<第一部> 継続するグレート・ダイバージェンス(大いなる乖離)

2015年も米国とユーロ圏の大いなる乖離は継続

2014年11月のセミナーで、“グレート・ダイバージェンス(大いなる乖離)”を提唱した。そして、6カ月経った現在もそのストーリーは変わっていない。つまり、**米国とユーロ圏**では、**金融政策、インフレ、景気に大きな違いがあり、それが継続している**ということだ。

乖離の状況が継続する中では、**米国では株式、ユーロ圏ではハイ・イールド社債が注目される**のではないかと。

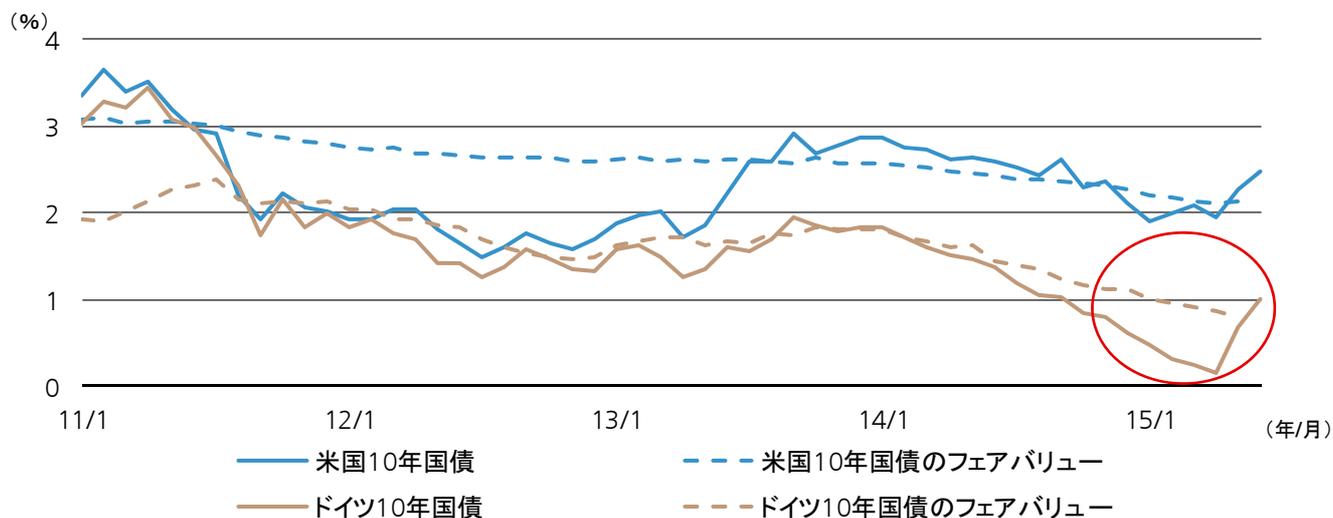
債券市場の乱高下については、ECB(欧州中央銀行)がQE(量的金融緩和)を開始したため、ドイツ国債はQEに過度に反応し、利回りは大きく低下した。その後、一転、利回りは上昇したが、行き過ぎの調整と見ている(グラフ①)。



ジョシュア・マッカラン

債券部門シニア・エコノミスト/エグゼクティブ・ディレクター
債券部門経済調査ヘッドとして、マクロ経済環境や債券市場を調査分析。UBS入社以前は、英国財務省の国際経済部門でヘッドを務めた経験を有する。

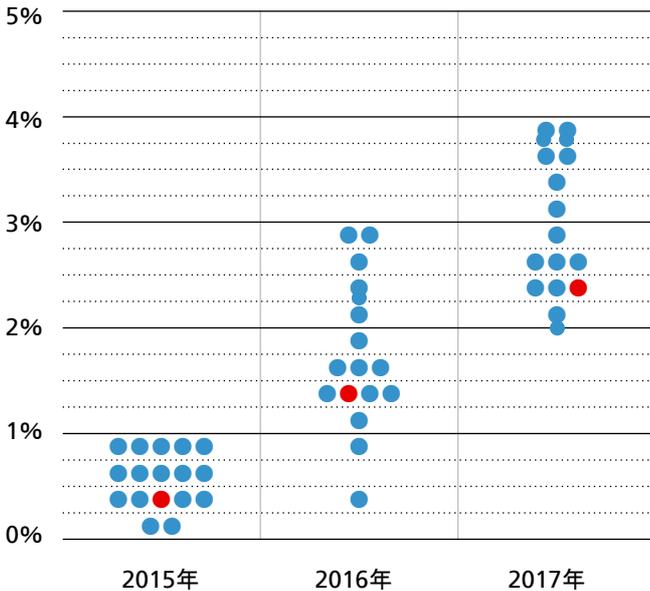
■ グラフ① 米国・ドイツ10年国債利回りと、経済指標に基づくモデルによるフェアバリュー見通しの推移 (2011年1月～2015年6月、フェアバリューは2015年5月時点、利回りは2015年6月10日時点)



米国の利上げに関するFRBと市場の見通しの乖離

6月16-17日にFOMC(公開市場委員会)が開催され、政策金利見通しが発表された。17人の委員会メンバーによる各年末の政策金利予測分布を示す「ドット・チャート」(グラフ②)の見方として、影響力の大きいイエレン議長がどこにあるかを考えることが有効だ。市場ではイエレン議長は下から5番目にハト派(グラフ②の赤いドット)と言われている。この5番目のドットに基づいて、今後の金利予測をすると、年内は1回、来年は4回と考えられる。市場参加者の予測であるインプライド・フォワードレート(グラフ③)を見ても、今後2年間に限っては、市場はイエレン議長と思われる5番目のドットを

■グラフ②FOMCメンバーによる政策金利見通し
(2015年6月17日時点)

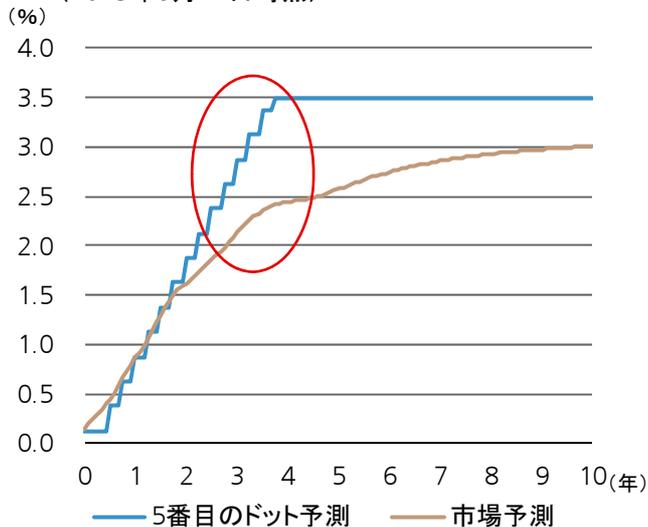


反映している。しかし、2年後の2017年辺りから、5番目のドットと市場の間には乖離が見られるようになる。市場はFRB(米連邦準備制度)が大幅な利上げを続けていくとは思っていないようだ。FRBと市場の間には2つの点で乖離がある。それはタイミング(どれくらいのスピードで上げるか)とレベル(どれくらいの水準まで上げるか)だ。レベルについては、5番目のドットは長期的に3.5%まで引き上げるようだが、市場予測は3.0%に留まるようだ。つまり、市場はFRBよりもハト派に寄っていると考えられる。

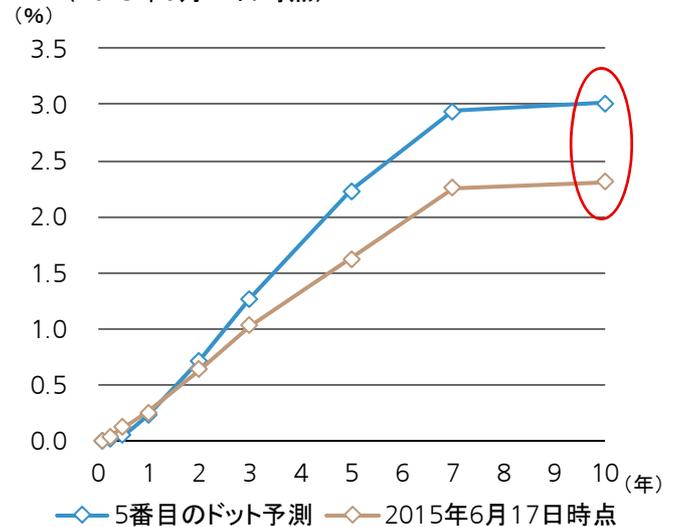
続いて、イールドカーブ(グラフ④)を見てみよう。同様に長期ゾーンでFRBと市場には乖離がある。その背景は、市場が長期停滞(低成長・低インフレ)を予測しているのか、金融規制による国債需給の高まり(利回り低下)なのかが考えられる。長期停滞のストーリーでは低インフレを織り込んでいるが、金融規制のストーリーではFRBや金融機関が国債を買った結果でしかないため、低インフレを反映したものではない。しかし、結果としては、現在の長期

金利は、インフレ率がそれほど上昇しないことを織り込んだものになっている。サプライズが起こるとすれば、インフレ率が上昇する場合だ。長期金利は現在の水準より上昇するリスクがあると考えられる。

■グラフ③インプライド・フォワードレート(1ヵ月)
(2015年6月17日時点)

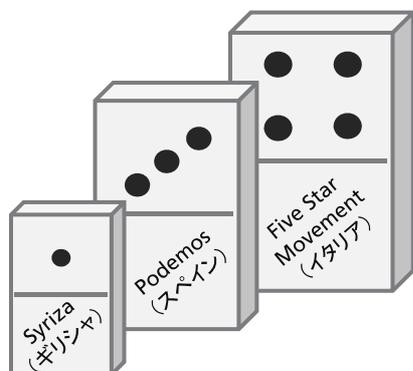


■グラフ④インプライド・イールドカーブ
(2015年6月17日時点)



ギリシャとEUの立場の乖離とその行方

EU(欧州連合)によるギリシャ救済プログラムは6月末に失効するが、**ギリシャがEUの要求する緊縮財政政策を受け入れるかは一触即発の流動的な状況**になってきた。利害関係に基づいて全体像を捉えてみたい。前回の欧州危機では、



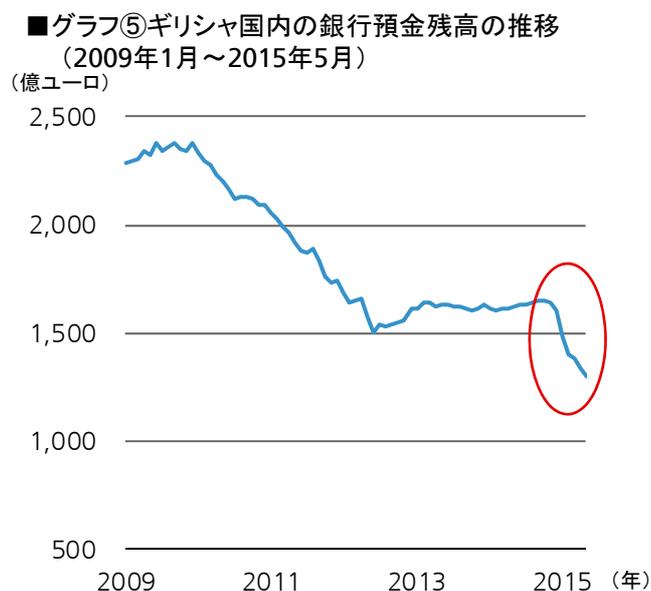
ドミノ倒しの影響が懸念された。ギリシャがデフォルトしたら、民間銀行が破綻し、スペインやイタリアなど周縁国に深刻な影響が及ぶことが想定され、ドミノ倒しの懸念から、交渉の上ではギリシャが有利な立場にあった。今回のケースは、**ドミノそのものがギリシャに不利に作用している**ようだ。ギリシャのチプラス首相率いるSyrizaがEUから譲歩を引き出すことに成功したら、より経済規模の大きい国で反緊縮掲げる政党が台頭する恐れがあるからだ。前回よりセーフティ・ネットが整った中、EUはギリシャがデフォルトしても、ここで止めたいと考えるはずだ。

国民投票「No」の後～自ら橋を焼き落とすギリシャ～(2015年7月6日)

7月5日の国民投票の結果が緊縮策に対し「No」となり、チプラス首相は戦術が成功したと思っているかもしれないが、戦略的には失敗に終わる可能性がある。**ギリシャは自ら交渉による妥協という退路を断った格好だ**。そして、EUもまた妥協することは難しいことに気が付くだろう。まず、新たな救済プログラムの制定にはドイツを含む国の議会での承認がいるからだ。加えて、今ここでギリシャに譲歩すれば、スペインやイタリアで反緊縮政権が誕生する恐れがある。従って、多くの政治家は妥協せずに、ここで決着させたいと考えるだろう。

グレグジット(ギリシャのユーロ圏離脱)の可能性はかなり高くなっていると思われる。ギリシャとEUの交渉は続いているものの、ECBが保有するギリシャ国債の償還が7月20日にやってくる。ここでギリシャがデフォルトとなれば、ECBは現在続けているELA(緊急流動性支援)を停止する可能性が高い。ELAが停止となった場合、ギリシャの市中銀行の資金(ユーロ)は枯渇(グラフ⑤)し、独自に新通貨(かつての通貨ドラクマ)を発行する以外に道はなくなるだろう。

市場はグレグジットの可能性をある程度織り込んでいた模様だ。また、ECBによるOMT(非常時の国債購入プログラム)などのセーフティ・ネットもあることから、周縁国の国債利回りの急騰は見られない(グラフ⑥)。情勢次第で短期的に市場は過度に反応するかもしれないが、ギリシャ問題そのもので市場が大きな混乱に陥る可能性は低いと見ている。





<第二部>

- 会場の出席者の皆様に電子投票をしてもらいながら、パネル・ディスカッションを進行
- 会場での調査によると、**米国の利上げ開始は10月～12月、現在の水準より日本株は上昇、ドル円は円安方向**
- 注目度の高い株式において、運用担当者の視点からは**日本と欧州に投資妙味**

<第二部> パネル・ディスカッション 2015年後半における、世界の投資機会を探る

パネリストおよびモデレーター



ステファン・レッヒャー／GISストラテジスト・チーム・グローバルヘッド

グローバル・インベストメント・ソリューション部 (GIS) のストラテジスト・チームにおいて、商品設計・開発及び全世界のGISストラテジストを統括。それ以前は欧州・中東・アフリカ地域のシニア・アセットアロケーション・ストラテジストを歴任。2004年UBSグローバル・アセット・マネジメント入社。業界経験年数17年。



ティム・ヴァン・クラベレン／オーストラリア債券チーム シニア・ポートフォリオ・マネージャー

オーストラリア債券チームにおいて、主にセクター・アロケーションを担当。オーストラリア債券チームを監督し、各戦略を管理する役割も担っている。それ以前はロンドン・オフィスにて投資適格社債のクレジット・リサーチのヘッドを歴任。1994年UBSグローバル・アセット・マネジメント入社。業界経験年数26年。



プロジット・チャッタージー／新興国・アジア太平洋株式チーム 株式ストラテジスト

株式ストラテジストとして、新興国・アジア株式全般の戦略設計・開発とマーケティング業務を管掌。新興国・アジア株式の投資戦略委員会のメンバー。新興国・アジア高配当株ファンドの運用も兼務。1999年UBS証券からUBSグローバル・アセット・マネジメントに転籍。業界経験年数19年。



笹井 正史／運用本部長

運用本部長として日本拠点における全運用を統括。日本株式を主としたポートフォリオ・マネージャーおよびクオンツ・アナリストも兼務。英国のInvestment Management Certificate (IMC)を保有。2006年UBSグローバル・アセット・マネジメント入社。業界経験年数15年。

米国の利上げタイミングは？

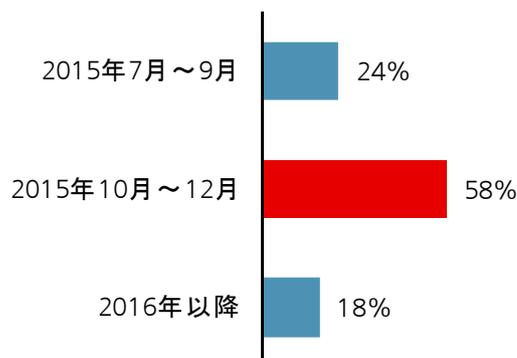
笹井 会場の皆様に最も注目される米国の利上げ開始時期を聞いてみたいと思います・・・、58%が10月～12月という結果ですが、債券のティムに聞いてみましょう。

ティム 我々も10月～12月と考えています。一方、2016年以降ということも想定しています。FRBは慎重に25bpずつ実施すると思います。

ステファン アセット・アロケーションの視点からは、緩やかなペースで利上げが実施されれば、株式やハイ・イールド社債などのリスク・アセットにはプラスであると思います。

プロジット 2013年5月以来の利上げシグナル、米国の経済成長、日本やユーロ圏のQEなどから、株式には強気の見方をしています。

■会場での調査①: 米国の利上げ開始時期



2015年12月末のドル円為替水準は？

笹井 米国の利上げに絡んで、2015年末の為替のドル円はどれくらいと予想するかも聞いてみたいと思います…。現在の水準からの円安を見込んでいる方が多いようですが、ステファンに聞いてみましょう。

ステファン ドル円は120円～125円程度のレンジに留まると見ています。相反する要因が拮抗しているため、大きく動かないと思います。円高要因としては実効為替レートで円は米ドルに対して安過ぎる水準にあること、円安要因としては金融政策で米国が引締め方向に対して日本は緩和を維持することです。

笹井 オーストラリアのティムに、豪ドル円も聞いてみましょう。

ティム 2013年から豪ドルは対米ドルで30%近く安くなっていますが、オーストラリアの株や不動産を買う海外投資家による資本流入もあり、対米ドルでは底堅いのではないかと見ています。対円では90円～100円のレンジを想定しています。

2015年12月末の日経平均株価水準は？

笹井 続いて、2015年末の日経平均株価はどれくらいと予想するかを聞いてみたいと思います…。54%が20,000円～22,500円という結果で、現在の水準から下がると思っている方は少ないようですが、株式のプロジットに外国人から見た日本株について聞いてみましょう。

プロジット 私は日本株には中長期的にかなりポジティブな見方をしています。企業がROEなど収益性に焦点を当てていること、円安の恩恵があること、相対的な割安感があることなどが理由です。

ステファン 世界の株式市場を見ても、欧州と日本に最も投資妙味があると思います。個別企業だけでなく、マクロ経済の要因もプラスに作用すると見ています。景気サイクルの回復は確かなものになってきているため、上昇余地はまだあると思われます。

笹井 良い面ばかりのようですが、リスクはあるのでしょうか。

プロジット 中国経済はリスクだと思います。また、ギリシャ問題で投資家心理が冷え込む可能性も否定できません。

ステファン 再びデフレ経済に陥ることがリスクだと思います。

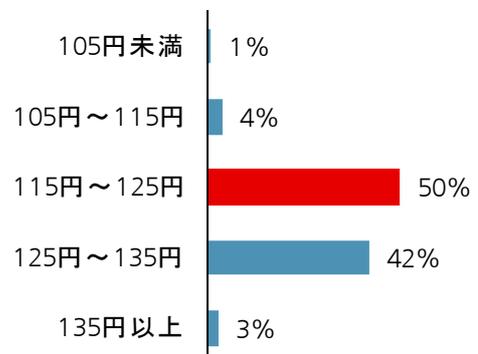
今後、魅力的と思われるアセットクラスは？

笹井 最後に、今後、短期的に魅力的と思われるアセット・クラスを聞いてみたいと思います…。71%が株式という結果なので、プロジットにコメントをもらいましょう。

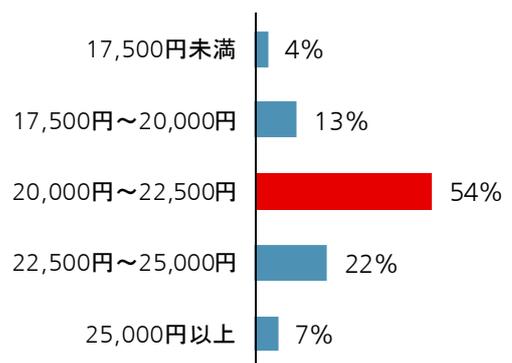
プロジット 日本の他に欧州にも注目しています。QEが始まったこと、ユーロ安が輸出を拡大させること、企業収益に改善余地があることなどが理由です。個別銘柄ではアジアの中小型株にも面白い投資機会が存在すると思います。

ステファン コモディティは人気がないようですが、意外な結果を生むかもしれません。コモディティには金属、原油の他に、農産物があります。私は農産物に注目しています。今年はエルニーニョ現象による天候不順が予想されるため、農産物の価格が上昇する可能性があります。また、他の資産との分散投資という意味でも有効だと考えます。

■会場での調査②: 2015年末のドル円



■会場での調査③: 2015年末の日経平均



■会場での調査④: 今後、魅力的な資産

