

# 5000 台乗せを目指す S&P500

## Weekly Global

Mark Haefele, Chief Investment Officer Global Wealth Management, UBS AG

### 今週の要点

#### 5000 台乗せを目指す S&P500

S&P500 種株価指数は先週、史上初めて 4,500 を突破し、年初来の上昇率は 20% を上回った。7 月の米消費者物価指数が前月比で鈍化したことや新型コロナウイルスの感染再拡大など悪いニュースが続く中、株価指数の大台突破は意外に思えるかもしれない。しかし、経済の再開と景気回復に向けた勢いは衰えておらず、株価には一段の上昇余地があると我々はみている。S&P500 種の上昇は堅調な企業利益に裏付けられている。指標構成企業の 4-6 月期の売上高と利益は 85% 以上で事前予想を上回り、業績は 5 四半期連続で予想を上回った。企業利益は指数構成企業全体で 1 年前の水準から 90% 近く上昇し、企業利益は今や新型コロナの感染拡大前の水準を 30% 近く上回っている。原材料費や輸送費などコストの上昇懸念にもかかわらず、売上は極めて堅調に伸びており、コスト圧力を跳ね返している。事実、S&P500 種の 4-6 月期の利益率は 14% 近辺と、数十年ぶりの高水準を記録した。供給が需要に追い付き始めれば、企業のコスト圧力は弱まるだろう。また、この 1 年、コロナ禍で家計の貯蓄が積み上がっており、消費者のバランスシートは数十年ぶりの健全な水準にある。消費者の需要に対応しようと、小売企業は在庫の積み上げを継続してゆくとみられる。

**要点:** 以上から、我々は S&P500 種の目標値を今年末については 4,600、2022 年末については 5,000 とする。景気回復が拡大する中で、エネルギーや金融など、景気感応度の高いセクターが上昇をけん引すると予想している。

#### 原油価格に一段の上昇余地

ブレント原油価格は先週、3 週連続の下落から反発し、11.5% 上昇した。中国で新型コロナウイルスの国内新規感染者報告がゼロとなったことや、感染者 1 人の発生で操業を一部停止していた寧波・舟山港の大規模コンテナターミナルが 2 週間ぶりに再開されたことなどが好材料となった。原油価格は 7 月月初からこれまでに 3.8% 下落しており、デルタ株をめぐる懸念を受けボラティリティ(価格の変動)は続くと思われるが、世界経済の正常化が続き、石油輸出国機構(OPEC)による減産縮小は秩序だったペースで行われていることから、一段の上昇余地が見込まれる。国際エネルギー機関(IEA)の推計によると、北米と欧州で移動制限が緩和されたことを受け、6 月の原油需要は通常季の 3 倍増となった。5 月にインドで移動制限が解除されたときにも同様の動きが見られた。移動制限の解除に伴い、中国の原油需要は 9 月には回復するとみている。供給サイドでは、米・イラン間の核をめぐる交渉が暗礁に乗り上げていることから、イラン産原油が市場に戻る可能性は低いと考える。さらに、OPEC は先ごろ決まった日量 40 万バレルの減産縮小計画を必要であれば延期、または撤回することも可能であると、サウジアラビアが明言している。新型コロナ禍が再燃する中、OPEC プラス加盟国の中には、OPEC プラスの計画に沿った増産がここ数カ月進まず、さらなる増産に寄与できない可能性が高い国もある。

**要点:** 世界経済の再開に弾みがつく中、ブレント原油価格は年末までに 1 バレル=75 米ドルに上昇すると予想している。原油価格の上昇は世界のエネルギー株式の追い風となる。コモディティ総合指数については、今後 3~6 カ月で 1 桁台半ばから後半のトータルリターンを予想している。原油とコモディティはインフレヘッジの役割も果たす。

### 今週の動き

1. **非農業部門就業雇用者数などの米主要統計は FRB のテーパリング発表時期のヒントとなるか?** 米国の 8 月の非農業部門雇用者数が 9 月 3 日に発表される。また、これに先立ち ISM 景況感指数、工場受注、耐久財などの主要統計も発表される。FRB によるテーパリング発表の時期に関する手がかりを求めて、これらの統計に注目が集まっている。
2. **アジアのグローバルサプライチェーンはデルタ株の影響を被るか?** 中国では先週、新型コロナウイルスの新規感染者報告がゼロになり、寧波・舟山港の大規模コンテナターミナルの一部閉鎖も解除されるなどしたが、東南アジアでは状況が悪化した。マレーシアとベトナムでは新規感染者数が史上最多を更新し続け、インドネシアとタイでもワクチン接種の遅れから新規感染者数は最多水準が続いている。アジアの感染拡大が世界のサプライチェーンに及ぼす影響の兆候に対し、投資家の警戒感が高まるだろう。
3. **ユーロ圏の CPI を受け、ECB は 9 月会合で超低金利の長期化を再確認するか?** 先週 26 日、欧州中央銀行(ECB)のチーフエコノミストであるレーン理事が債券購入の縮小に前向きな姿勢を示すと、ドイツ 10 年国債利回りは 1 日としては 3 月以降で最も高い上昇率を示した。ユーロ圏は 31 日にインフレ統計を発表する。総合インフレ率は大きく上昇しているものの、食料品とエネルギーなど変動の激しい項目を除いたコアインフレ率は落ち着いて推移していると ECB が強調していることから、コア消費者物価指数に注目が集まっている。(訳注: 31 日発表されたユーロ圏の 8 月のコアインフレ率は前年同月比 1.6% と、2012 年以来の高水準となった。)

### FRB、ジャクソンホールで緩やかなテーパリングを示唆

8月27日に米カンザスシティ連銀主催の経済シンポジウム(通称「ジャクソンホール会議」)がオンライン開催された。米連邦準備理事会(FRB)のパウエル議長はその講演で、このところの労働市場の回復を受け、年内にも債券購入の縮小を開始する可能性を示唆した。しかし、その論調がハト派寄りと捉えられたことから市場の反応は小幅にとどまり、同日のS&P500は0.9%上昇、米国10年国債利回りは低下した。まず、パウエル議長はテーパリングの時期に柔軟性を持たせ、新型コロナのデルタ変異株の感染状況を含め、「今後のデータとリスクの動向を慎重に評価する」と述べた。第2に、FRBはテーパリング開始後も利上げを急がないと述べた。利上げに向けた試金石は「かなり厳しく」、「最大雇用の達成に向けてクリアすべき多くの条件がある」と強調している。また、最近のインフレ上昇はパンデミックの影響を受けた比較的限られた財とサービスによるところが大きく、インフレによってFRBが早期の利上げを迫られることはないことを強調した。加えて、インフレ圧力は今後後退してゆく見込みだとも述べている。7月の総合インフレ率は前年同月比5.4%と依然高い水準となったものの、「持続的に2%のインフレ率に達したかを判断するには時間が必要だ」と述べた。

*要点:FRBは利下げを急いでおらず、金融緩和を継続することが予想される。そのため、利回りの追求は困難になるが、安定的に高配当が期待できる銘柄など、投資先の選択肢はほかにもあると考える。*

## 深読み

# 5000 台乗せを目指す S&P500

Mark Haefele

チーフ・インベストメント・オフィサー

S&P500 種株価指数は先週、今年 50 回目の過去最高値更新を記録し、更新回数は過去 3 年で最多となった。S&P500 種は初めて 4,500 を突破し、年初来の上昇率も 20% を上回った。新型コロナウイルスの感染再拡大に加え、7 月の米小売売上高の下振れなど、ここ数週間の米国経済指標は強弱まちまちであることなどを踏まえると、大台突破は意外に思えるかもしれない。ジョンズ・ホプキンス大学のデータによると、世界の新規感染者数は 9 週間連続で増加している。米国では 1 日当たりの死亡者数が今年 3 月以来初めて 1,000 人を突破した。

しかし、株式には、以下のような理由から、さらなる上昇の可能性がある而我々はみており、S&P500 種は 2022 年末までに 5,000 に達すると予想する。

1. **堅調な利益成長に支えられた S&P500 種の上昇。増益基調は今後も続く見通し。** S&P500 種企業の業績は 5 四半期連続で事前予想を大幅に上回った。指数を構成するほぼすべての企業が 4-6 月期(第 2 四半期)の決算発表を終えたが、そのうちの 85% 以上が予想を超える利益および売上高を計上した。合計の企業利益は 1 年前の水準を 90% 近く上回っている。これは我々が当初予想していた 80% の増益率を大きく上回っており、景気後退局面からの通常の回復ペースをはるかに凌ぐ結果となった。事実、企業利益はパンデミック前の水準を 30% 近く上回っており、好調な株価を支える一因となっている。この増益基調は、いくつかの理由から、今後も当面続くと思われる。収益は底堅い消費支出と企業による投資支出の追い風を受けるだろう。この 1 年で家計は貯蓄を積み増しており、消費者のバランスシートはここ数十年で最も健全な内容となっている。元利払いの対可処分所得比率もパンデミック前の 10% 程度から 8% 程度に低下した。一方、企業は需要拡大に供給が追いつかない状況にあり、設備投資を活性化させて在庫を再構築する必要があることから、これらも成長見通しを下支えする。最後に、多くの企業では投入コストが上昇しているものの、S&P500 種の第 2 四半期の利益率は 14% 近辺と、数十年ぶりの高水準を記録した。経済の供給サイドが需要に追いつき始めるにつれ、利益率はさらに上昇するだろう。
2. **経済シンポジウム「ジャクソンホール会議」で、FRB 高官はテーパリング後も金融緩和を維持すると表明。**パウエル議長は先週の講演で、「資産購入縮小のタイミングとペースは、利上げ開始時期に関する直接的なシグナルを意図するものではなく、利上げについては別の、さらに厳しいテストがある」と発言し、量的緩和の縮小(テーパリング)開始に向けて市場への地ならしを続ける一方で、利上げ開始については急がない考えを表明した。FRB の段階的なアプローチからは、2013 年のテーパ・タントラムの再発を警戒する政策当局の慎重な姿勢がうかがえる。当時、バーナンキ元 FRB 議長が市場の想定より早いタイミングで金融緩和の一部引き締めを示唆したため、債券利回りが急上昇し、株価は下落した。パウエル議長が講演を行った 27 日、S&P500 種は 0.9% 上昇し、米国 10 年国債利回りは 1.33% 近傍に低下、米ドルも下落した。我々の基本シナリオでは、FRB は、現在月間 1,200 億米ドル規模で実施している資産購入を、12 月から毎月 150 億米ドルずつ減額すると想定している。
3. **経済の正常化は、足並みに多少のズレはあるも、進捗が続いている。**先週は 7 月以来初めて、中国の新型コロナウイルスの新規感染者がゼロという好材料が発表された。コンテナ取扱量世界 3 位の寧波舟山港も、2 週間の閉鎖を経て、操業を再開した。こうした動きは、中国の感染再拡大は、グローバル・サプライチェーンの混乱や世界のインフレ率上昇につながることなく、いずれ収束に向かうとの我々の見方を裏付ける形となった。アワー・ワールド・イン・データによると、先週は世界のワクチン接種回数が 1 日平均で約 3,800 万回に加速した。ピークだった 6 月の 4,300 万回は下回るものの、5 月の 2,000 万回からは増加した。一方、ワクチン接種後の感染率、入院率、致死率は低下するとの調査結果も引き続き報告されている。デルタ株の感染が先行して広まったオランダ、ポルトガル、スペインなどでは感染がピークアウトしつつある。

インフレや地政学など、くすぶるダウンサイド・リスクに備えたポートフォリオを構築する必要があるが、株式をめぐる投資環境はなお堅調とみており、経済再開と景気回復を捉える戦略が有効と考える。我々は S&P500 種の目標水準を 2022 年 6 月については 4,800、2022 年末は 5,000 としており、力強い経済成長からの恩恵が期待できる銘柄に注目している。セクター別では、10 年国債利回りの上昇が株価支援要因となる金融や、今年後半に見込まれる原油価格の上昇が追い風となるエネルギーを推奨する。世界の景気回復の影響を受けやすい日本株も有望と考えている。

## 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 SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社(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ものではありません。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。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。

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、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。また当社では税務、法務等の助言は行いません。

## 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 SuMi TRUST ウェルス・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 3233 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

当社における国内株式等の売買取引には、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社のお客様の場合、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。これらの株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されています。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)(国内投資信託の場合、最大 2.20%(税込、年率)。外国投資信託の場合、最大 2.75%(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)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。

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0.5%または0.5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1%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。

#### **その他のご留意事項**

当社の関係法人である UBS AG 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、本資料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、本資料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。

©UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント 2021 無断転載を禁じます。UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社はすべての知的財産権を留保します。事前の許可なく、本資料を転載・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 SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者

商号等： 三井住友信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長(登金)第 649 号

加入協会： 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

金融商品仲介業務を行う金融商品仲介業者

商号等： UBS SuMi TRUST ウェルス・アドバイザー株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号