

# UBS House View

Monthly Letter

2021年8月19日

Chief Investment Office GWM  
Investment Research

## ゼロ・グラビティ

力強い名目成長率と異例の政策支援で「ゼロ・グラビティ」状態が作りだされ、これが今後6~12カ月続く可能性が高い。

## スムーズ・ランディング

スタグフレーションの懸念は杞憂であり、新型コロナウイルスも米連邦準備理事会の政策も成長の急減速を引き起こさないと考える。

## S&P500は5,000ポイントへ

企業利益と株式市場にはさらなる上昇余地があり、S&P500種株価指数は大幅な変動を繰り返しながらも、2022年末には5,000ポイントへの到達も可能とみている。

## 資産配分

株式は、力強い経済成長の恩恵を受けることが予想されるため、リスクオンのスタンスとポジションを維持する。日本株、金融、エネルギー、素材を推奨する。新興国株式と米ハイイールド債はニュートラルに引き下げる。



Mark Haefele

Chief Investment Officer  
Global Wealth Management

## 大気圏外からの帰還

この数カ月で宇宙飛行を実現したのは、ヴァージン・ギャラクティックの創業者リチャード・ブランソン氏とアマゾンの創業者ジェフ・ベゾス氏だけではない。米国経済は2020年に景気後退とデフレーションに見舞われたものの、莫大な景気刺激策と経済活動の再開のおかげで2021年4-6月期(第2四半期)の国内総生産(GDP)の実質成長率は前年同期比で+12%に達した。この期間のインフレ率はおよそ4.5%なので、名目レベルで17%成長と「大気圏外」にいるような復活を遂げたことになる。ユーロ圏では、第2四半期の実質経済成長率は前年同期比+13.2%で、過去3カ月のインフレ率はおよそ2%だ。データを見ると、経済成長率はまだ数カ月は大気圏外にとどまりそうだ。米国GDPの名目成長率は2022年第1四半期まで2桁を維持するものの、米連邦準備理事会(FRB)をはじめ各国中央銀行は利上げを急ぐ必要がないとの方針を維持するだろう。

戦術的(6カ月程度)には、投資家は現在のような力強い名目成長率と金融緩和政策で実現している「ゼロ・グラビティ」(無重力)状態を今後も利用し続けるのが得策と考える。企業利益と株式市場には上昇余地がさらにあるとみている。とりわけ日本株や世界的にはエネルギー、金融、素材セクターなど、世界の経済成長の恩恵を最も受けそうな市場とセクターが有望だ。

だが、宇宙飛行において離陸後に不確実性から最もリスクが高まるのが大気圏への再突入だ。したがって、今後数カ月間は、成長率とインフレ率を「大気圏外」からどう帰還させるかについての熱い議論が展開されるだろう。

これからは、インフレ率が2%を超える度に(今後数カ月では何度も超えると我々は予想している)、インフレ率が野放しに上昇しないよう、FRBをはじめとする中央銀行に対して金融緩和策を抑えるようにと要望する声が強まるだろう。同時に、インフレリスクの抑制に注力すると経済と市場が「ハード・ランディング」に陥ることをFRBはよくわかっている。しかし、経済も市場も「スムーズ・ランディング(滑らかな着陸)」に向かっていると我々の見方は変わっていない。FRBが忍耐強く待っているうちに、経済成長率が高水準を維持しながらインフレ率は2022年末までに低下するとみているからだ。我々はリスクオンのスタンスを維持しつつも、新興国株式と米ハイイールド債はニュートラルに引き下げる。

本稿はUBS AGが作成した“The return from orbit”(2021年8月19日付)を翻訳・編集した日本語版として2021年8月30日付でリリースしたものです。本レポートの末尾に掲載されている「免責事項と開示事項」は大変重要ですので是非ご覧ください。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。



### ゼロ・グラビティの中で宙返り

経済成長率とインフレ率は今後6~12カ月間は過去平均を大きく上回り、企業利益の伸びにも拍車がかかるだろう。2021年第2四半期には、米国の成長率とインフレ率が高い数値をつけ、S&P500種株価指数は前年比90%近くも上昇した。

家計所得の伸び、小売業者の在庫補充、労働市場の回復に支えられて、高い成長率が続くだろう。

我々は、この高成長率が今後さらに4四半期は続くとみている。

- 消費者は2020年に蓄積した過剰貯蓄を使っているため、耐久消費財需要は過去平均を大幅に上回る水準まで押し上げられた。だがその効果は徐々に消え始めている。同時に、勤務先からの家計所得も増加しているため、好調な個人消費はしばらく続きそうだ。さらに、可処分所得に占める支払利息の割合は40年来の低水準にある。つまり消費者にとっては望めば借入れを増やす余裕がでてきている。
- 製造業者の在庫水準が新型コロナ危機前の水準を優に上回っている一方で、小売業者の在庫は依然として低い。小売業者の在庫は最近増加しているとはいえ規模は非常に小さく、売上高は依然として在庫よりも早い水準で伸び続けている。つまり、小売業者は在庫を積み増す必要があり、これが今後数四半期における実質経済成長の源泉になるだろう。米供給管理協会(ISM)製造業景況感指数の顧客在庫は現在25と過去最低水準にある。過去実績を振り返ると、この数値が39を下回った時には、ISM総合指数はその後1年にわたって54を上回った。つまり顧客在庫の低下は好調な企業の景況感と実質成長率の拡大を示唆してきたのである。
- 雇用は今の勢いで伸び続けそうだ。米国7月の非農業部門雇用者数は、前月比94万3,000人増と事前予想を上回り、前月分も上方修正された。7月の失業率は前月の5.9%から5.4%へと低下して労働市場のスラック(需給の緩み)は低下したものの、雇用者数はコロナ禍前の水準をなお570万人下回っており、仮に毎月12万5,000人ずつ(過去平均のペース)で雇用者数が伸びていたと考えると、潜在雇用者数を800万人下回ることになる。

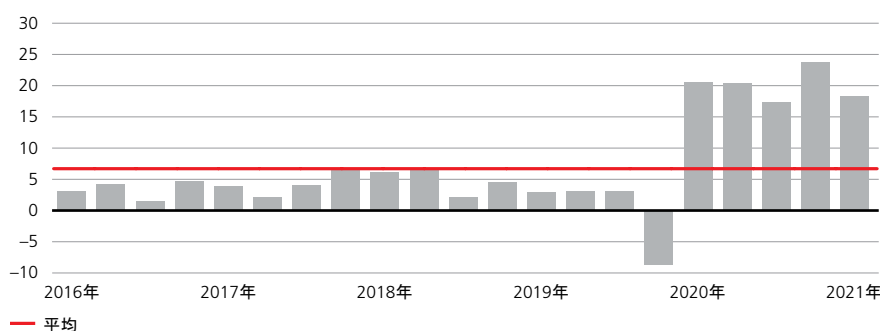
新型コロナウイルス危機による需給不均衡で跳ね上がったインフレ率は、年末までに落ち着きそうだ。

財に対する需給不均衡が続いており、これがインフレ率上昇に寄与している。原材料の不足と人手不足に加え、トラック運転手不足を含む物流面に関する諸問題がコスト高に寄与している。ISM非製造業景況感指数の仕入価格指数は7月に82.3と、2005年以来の高水準を記録した。この状況は年内に改善する見込みだが、中には2022年まで長引きそうな問題もある。とりわけ、半導体不足は深刻で、生産量が現在の需要を満たすまでには時間がかかるだろう。

図表2

### 第2四半期利益は非常に好調で事前予想を上回る

S&P500指数全体の1株当たり利益(EPS)はコンセンサス予想を上回る(%、各年表示は第2四半期時点を示す)



出所: ファクトセット、UBS (2021年8月12日現在)

S&P500種株価指数は、一直線に進むことはないだろうが、2022年末までに5,000ポイントに達する可能性もある。

スタグフレーションへの懸念がマスコミの紙面を賑わせるだろうが、これは我々の基本シナリオではない。

インフレ率は、それが原価の上昇を意味する場合、企業には懸念材料になり得る。だが実際は、第2四半期に多くの企業が記録的な利益を上げた。強い名目GDP成長率を背景に、企業にとっては固定費の上昇よりも売上高の伸びの方が大きかったからだ。米国では、90%の企業が業績見通しを上回り、全体でおよそ20%コンセンサス予想を超える結果となった。我々は、2021年のS&P500種構成企業の増益率を45%と予想しており、2022年のコンセンサス予想は10%近く上方修正されると予想する。企業業績の回復傾向が確認されるなか、S&P500種株価指数は2022年末までに5,000ポイントに達する可能性があるかと予想する。

### スムーズ・ランディングを計画する

今後数四半期の経済成長率とインフレ率は高水準を維持しそうだ。だが、今後数カ月で市場参加者の議論が分かれそうな重要な課題は、成長率が正常化したときに高インフレ率が続くかどうかだ。

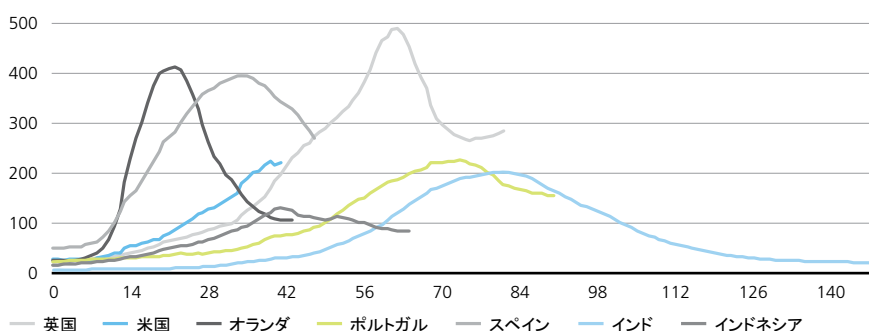
我々の基本シナリオでは、インフレ率は2022年を通して低下する。なぜなら、今年は、中古車やガソリンといった比較的少数の品目がインフレ率の高騰に突出して寄与しているからだ。インフレ率の中央値は、昨年の2.1%から今年は2.3%に上昇しているにすぎない。インフレ率を押し上げていたこれら少数品目の価格上昇は、2022年半ばまでに鈍化するか、値下がりさえあると予想される。こうしたマイナスのベース効果によって、個人消費支出(PCE)のコア価格指数(食品とエネルギーを除く)はFRBの目標である2%を下回ると考えている。

多くの評論家が「スタグフレーション」の可能性を懸念している。新型コロナウイルスから住宅市場、政策の失敗に至るまで様々な要因を引き金として、経済が高インフレと低成長に直面するのではないかという指摘である。我々はこうしたリスクの存在を認めつつも、こうした要因により経済がスタグフレーションの状態に向かう可能性は低いとみている。

図表3

### デルタ株感染拡大の波が早く到達した国は感染者数が減少に向かい始めている

新型コロナウイルス新規感染者数(過去7日間、人口10万人あたり)



出所: マクロポンド、UBS (2021年8月11日現在)

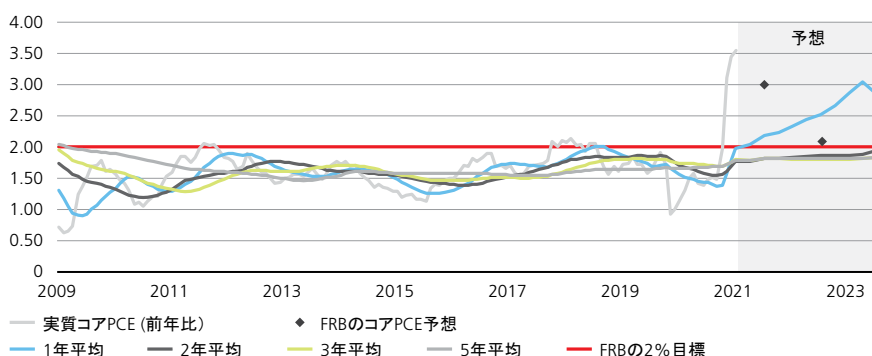
- 新型コロナウイルスの変異株。デルタ株の蔓延で個人消費が後退し、成長率が低下し、サプライチェーンが混乱し、インフレ率が上昇するのではないかと、といった懸念が広がった。需要サイドでは、米国サービス・セクターの回復は、消費者がウイルスをそれほど恐れていないことを示唆しており、欧州でも同じようなパターンが見られる可能性がある。ワクチンの効果で医療体制への負担は軽減され、各国政府は新規感染者増加への警戒を徐々に緩和していることをデータは示し続けており、その結果、新たなロックダウンの可能性は低下している。もちろん、地域によって状況は異なる。中国は国内旅行の制限を開始し各地の観光旅行地を閉鎖した。グローバル・サプライチェーンは世界3位のコンテナ取扱量を誇る寧波舟山港の閉鎖による影響を

受けている。貿易港の閉鎖によるサプライチェーンの混乱が続くと、新型コロナウイルス関連のインフレ圧力が長引き、短期的には中国の経済成長に重石となる可能性がある。だが、その影響が来年の世界経済を大幅に減速させ、インフレ率を高めるほど大きくなるとは我々は考えていない。

- 住宅価格。住宅購入費用の増加が生活費上昇の主な要因だとメディアがよく指摘している。米国の住宅価格はこの30年で最速のペースで上昇している。だが、非常に低い長期金利によって毎月の住宅ローン費用が抑えられているので、住宅所有者は直接的な住宅費用の大幅な上昇には直面していない。住宅価格は、インフレ指数にも間接的な影響しか及ぼさない。住宅価格は(帰属)家賃を用いて計算されているので、影響が比較的少ない。
- 財政政策。米国の財政刺激策によって、多くの消費者が給付金を直接受け取るなど、コロナ禍で過剰貯蓄を積み上げた。こうした施策は、供給が依然として目詰まり状態にある経済に提供されているので、現在のようなインフレ率の高騰を招いているのだ。だが、これまで貯めた貯蓄を使い切り、供給側の問題が緩和されれば、財政政策がインフレ率に大きな影響を及ぼす理由がほとんどなくなる。現在議会で審議されているインフラ法案は、(米国のGDPに比べると)さほど大規模ではなく、8年間にわたって執行されるため、毎年の影響は小さいだろう。そして、バイデン政権の残りの支出計画がもし議会を通過すると、少なくとも一部は企業や個人富裕層への増税によって賄われる可能性が高い。こうした措置で需要が刺激されて供給を上回るとインフレ率はやや高まるかもしれないが、支出は成長も促すため、スタグフレーションにはなりそうにない。
- 金融政策。FRBによるインフレ予防的な金融引き締めは、成長を抑える可能性があるため、スタグフレーション・ストーリーに含まれる。だが、それは考えにくい。第1に、FRBは平均インフレ目標政策を導入して以来、予防的対応をするこれまでの政策スタンスを変えている。最近のFRBの声明やFRB高官の発言も我々の見方を裏付ける。アトランタ連銀のボスティック総裁は、「米連邦公開市場委員会(FOMC)はもはや、過熱した労働市場が最終的にインフレにつながることを懸念して、予防的利上げを実施することはない」と述べている。第2に、米国のインフレ率データに平均インフレ目標政策を適用すると、FRBは行動を起こす必要がない。移動平均で見たコアPCE価格指数は、2年でも、3年でも、5年でも2%を十分に下回っているからだ。第3に、FRBは2013年の「テーパー・タントラム」(米国の量的緩和縮小観測を受けた市場の波乱)で教訓を学んでいるため、金融緩和からの撤退については十分かつ時間をかけて指針を示すことで、政策の意図を事前に周知できずに米10年国債利回りを急伸(または急低下)させるリスクを引き下げようとしている。

図表4

平均インフレ目標の導入で、FRBはインフレ率上昇時の対応に余裕あり  
 実質コアPCE(前年比: 1、2、3、5年平均)、FRBのコアPCE予想(単位: %)、FRBの2%目標



出所: ブルームバーグ、FRB、UBS (2021年8月12日現在)

## 中国株の保有比率をどう考えるべきか？

先月、我々は中国株式の見通しを推奨からニュートラルに引き下げた。現在、ニューエコノミー・セクターが規制リスクの高まりに直面しているが、同セクターはMSCI中国指数に占める比率が高い。教育、ギグエコノミー（インターネット経由で単発の仕事を請け負う働き方がもたらす経済）、ソーシャル・メディア、ゲーム・セクターに対する監視強化により、中国政府の国内政策の方向性と海外からの投資に対するスタンスに懸念が広がり、既に緊張感の高まっている米中関係の先行きに影を落としている。

我々の見解は次の通りだ。

### 中国株式には弱気というわけではない。

我々が中国株式にニュートラルな見方をしているのは、将来の上昇可能性を認めながらも、不確定要因も増えているため、我々の戦術的投資期間中に中国市場が他市場をアウトパフォームするという確信を持ってないからである。長期的には、中国はグローバル・ポートフォリオの中でなお一定の役割を果たすと見ている。中国株式は2015～2016年には43%、2018年には32%下落したが、いずれもその後株価を完全に戻している点を忘れてはならない。MSCI中国指数は2月に史上最高値をつけた後31%下落している。

### 規制強化の動きはまだ続くと考える。

我々は、不動産など社会的変化に影響を受けやすいセクターに加え、ニューエコノミーの様々な分野で今後もさらに規制が強化される可能性があると考えている。その結果、中国株式については、現在の規制サイクルが緩和されるという明確なきっかけか兆候が見えるまでは、これらのセクターには慎重に臨みたい。その一方で、グリーンテックやサイバーセキュリティ、耐久消費財、エネルギーといった規制強化の影響を受けにくい、あるいは政府の政策を支えるセクターを推奨する。

### 他の主要産業が非営利事業への転換を強制されるとは考えていない。

教育産業の営利事業を認めるかどうかについての政治的論争は中国では珍しくない。中国政府は、学習塾セクターを統制する目的は教育費の家計への負担を減らすためだと明言している。他のセクターでは、中国政府は自給自足とグローバル・レベルでの技術覇権を実現するという長期目標を堅持しており、それを達成する上で利潤誘因の役割を認識している。

### 中国企業の外国市場上場は存続。

大半の外国人投資家は、VIE(変動持ち分事業体: 法的に資産を保有することなしに、投資先会社の利益配分を得られる契約)またはADR(米国の証券取引所に上場されている外国企業の株式)によって中国企業のポジションを保有している。規制当局による監視が厳しくなったため、中国が明示的にVIEを非合法にするかもしれないとの懸念が高まっている。また、米国の規制当局も外国企業に対する報告義務を厳格化しており、今後、米国の証券取引所から上場廃止になる企業が出る可能性もある。

中国政府は現在も企業による資本基盤の分散の追求を支持しており、VIEを禁止すると中国のイノベーションと技術発展を阻害する可能性があることを理解している。実際、政策担当者たちがこの仕組みに新たに注目しているのは、この仕組みを法的に有効とするための段階的なプロセスであると思われる。中国本土と香港の規制当局は、VIE企業に新たな遵守要件と開示要件を加えてそれぞれの取引所への上場を認めるという提案を行った。一方、中国ADRIは3年で米国の規制に従う必要があり、その間に、米国に上場している中国企業が香港市場に重複上場する動きが活発化すると予想される。

### 投資にあたってこの問題をどう考慮すべきなのか。

どの国にも固有の政治リスクと規制リスクが存在する。規制リスクに対処するには、様々な市場やセクターに分散投資を図ることが重要だ。投資家は中国への長期戦略的な配分を維持しつつ、様々な上場スタイルの中国企業に分散的に投資を行い、成長分野への投資と、コストの抑制と、リスクの軽減のバランスを取ることを勧める。

主要シナリオと資産クラスへの影響

		楽観シナリオ	基本シナリオ	悲観シナリオ	
シナリオ	インフレ／中央銀行	堅調な経済成長を受け、インフレ懸念が後退、またはインフレが加速する(「良いインフレ」)。各国中央銀行は緩和姿勢を維持するが、予想を上回るペースの景気回復を受け、2021年末までに資産購入規模の縮小に転じる。	米国のインフレ率は年内は高止まりで推移するが、その後徐々に沈静化し、2022年半ばには2%に低下する。各国中央銀行は金融緩和を継続する。米FRBはテーパリング(金融緩和の縮小)について協議するが、実施は2022年になる。	インフレ率の上昇が続く一方で、経済成長率は予想を下回り(「悪いインフレ」)、FRBが2022年初頭の金融緩和の縮小開始を表明する。	
	経済成長	経済成長が加速している。先進国のGDPは2021年第3四半期までに新型コロナ危機前の水準を回復する。	経済成長率は長期平均を上回る高い水準が続く。先進国のGDPは2021年第4四半期までに新型コロナ禍以前の水準を回復する。	経済成長が予想よりも早期に失速する。先進国のGDPが新型コロナ禍以前の水準を回復するのは2022年となる。	
	財政	裁量的財政刺激策が引き続き経済を下支えする。	各国政府が景気回復に合わせて財政刺激策を縮小する。	財政刺激策が縮小され、景気後退の影響を補いきれない。	
	新型コロナ	ワクチン接種の普及により、先進国で長期持続的な集団免疫が形成される。また主要新興国では2021年末までに大半の成人がワクチン接種を終える。	現行のワクチンで感染・重症化のリスクが十分に低下し、強制的な行動制限が再施行されることはなくなる。	免疫の持続性が想定よりも低い、またはワクチンが効きにくい変異株が発生する。人々の不安が高まり、経済活動の規制措置が再導入される。	
	地政学的情勢	既存の関税が部分的に撤廃され、世界の経済成長を押し上げる。	米国の貿易政策は、多国間協調路線をとり、より予測可能なものになる。	貿易や台湾問題をめぐり米中摩擦が再燃し、経済成長を下押しする。	
資産クラスへの影響	現在値*				
(2022年6月末の予想)	S&P500種株価指数	4,388	5,000	4,800	3,800
	ユーロ・ストックス50指数	4,115	4,800	4,550	3,600
	MSCI新興国指数	1,233	1,500	1,400	1,100
	SMI指数	12,373	13,800	13,000	10,600
	TOPIX	1,890	2,300	2,150	1,600
	米国投資適格債スプレッド**	66	45bps / -2%	70bps / -1.5%	150bps / -2%
	米国ハイイールド債スプレッド**	335	270bps / +1.5%	300bps / +1.5%	550bps / -12%
	EMBIグローバル・スプレッド**	354	300bps / -1%	340bps / -0.5%	550bps / -10%
	ユーロ／米ドル	1.17	1.20	1.15	1.10
	金(Gold)	1,784	1,300-1,400米ドル/オンス	1,600米ドル/オンス	1,800-1,900米ドル/オンス

\* 2021年8月19日のスポット価格。

\*\* 市場が混乱している期間中は、クレジットのビッド／オファー・スプレッドは拡大してレンジが大きくなる傾向があります。パーセント表示の変化率は、表示されているスプレッド水準の予想されるトータルリターンを示します。

注：資産クラスの予想水準は、それぞれのマクロ経済シナリオを前提としています。個別の資産価格は、マクロ・シナリオで言及されていない要因の影響を受けることがあります。

出所:UBS、2021年8月現在

## 投資ポジショニング

現在の経済成長から最も恩恵を受けるセクターと地域を推奨する。

### 経済再開と景気回復に向けたポジショニング

現在の力強い経済成長から最も恩恵を受けるセクターと地域を推奨する。エネルギー株は今年下期に見込まれる原油価格のさらなる上昇から恩恵を受けるだろう。金融株は米10年国債利回りの上昇に支えられると考える。素材は、コモディティ価格の上昇による業績上方修正企業の純増と、市場全体に対して割安なバリュエーションの恩恵を受けるだろう。

日本株式の推奨を継続する。新型コロナウイルス感染急拡大を受けた緊急事態宣言の延長により、日本株式は上値が重い展開となっている。だが我々は今後数カ月で他市場に追いつく可能性があると思込んでいる。第1に、日本株式は世界の経済成長の影響を受けやすい。MSCI日本指数構成企業の40%以上が外国から収益を得ている。第2に、日本企業は主要国の中でも営業レバレッジが最も高い。つまり、売上高が回復すると利益が急反発しやすい。我々は日本企業全般の2022年3月期の増益率を42%とみている。最後に、日本のワクチン接種は、9月末までに人口の半数が完全接種を終えるという我々の予想通りのペースで進んでいる。このトレンドは、国内の経済成長率を促進し、投資家センチメントを改善させると考える。

一方、新興国株式については推奨からニュートラルに引き下げる。新興国株式は、世界経済の成長とコモディティ価格上昇の影響を受けやすく、バリュエーションも魅力的だ。予想ベースの株価収益率(PER)で比較すると、MSCI新興国指数は現在MSCI ACワールド指数よりも30%割安と、過去15年の平均18%よりも割安の度合いが大きい。それでも、グローバル株式をアウトパフォームするのは厳しいと我々はみている。FRBがテーパリングに向けて動き出すと、2022年には米10年国債利回りは上昇し、米ドル高に向かうと予想されるが、これは従来新興国株式にとって逆風となってきた動きである。しかも、中国はMSCI新興国指数の35%を占めているので、中国で規制強化がさらに進むと投資家センチメントが悪化して、リターンの重石となる可能性がある。

資本財セクターも非推奨に引き下げる。経済成長率が高水準でなおかつ上昇しているときに資本財は最も高いパフォーマンスを上げる傾向がある。成長率は高止まりが予想されるが、先進国では主要指数がピークを過ぎた可能性が高く、中国経済のモメンタムも徐々に弱まってきている。加えて資本財セクターはバリュエーションも高い。同セクターの12カ月予想PERは21.2倍と、過去15年平均よりも34%高く、MSCI ACワールド指数よりも11%高い。

### 利回りを追求する

米国ハイイールド債と中国国債を推奨からニュートラルに引き下げる。

ベンチマーク利回りが低下し、クレジット・スプレッドが記録的な水準近くまで縮小するなど、投資家にとっての主な課題は引き続き利回り獲得となっている。

我々はポートフォリオのリターンを高めるために米国ハイイールド債をこれまで推奨してきたが、現在はバリュエーションの高さとテクニカル上の理由でニュートラルに引き下げる。残存する米国ハイイールド債のうち、価格が任意償還(コール)価格を超えている割合が現在は75%と記録的な水準となっているため、企業の発行意欲が高まり、さらなる価格上昇余地が小さくなってきている。過去を振り返ると、残存債券のうちこれだけ大きな割合の債券が任意償還価格を超えてくると、その後6カ月のリターンは抑えられてきた。ICE BofA米国ハイイールド



ド債指数の2022年6月末までのトータルリターンはわずか1.5%と予想する。すべてのハイイールド債が任意償還価格を上回っているわけではないため、超過リターンの獲得にはボトムアップ・アプローチ、つまり個別企業の業績に着目した銘柄選定を推奨する。利回り確保の手段として米シニアローンも引き続き推奨する。

アジアのポートフォリオでは中国国債を推奨してきたが、このポジションのリターンを牽引する条件が変化したため、ニュートラルに引き下げる。我々は昨年10月に、米国債に対する魅力的なキャリー収入(当時の10年国債利回りと比較すると、米国債の0.7%に対して中国国債は3.2%)、金融正常化における利回り低下の見通し、そして対米ドルでの中国人民元高の可能性を理由に中国国債の推奨を開始した。今やこの条件がすべて実現し、このポジションを推奨してから中国国債指数の上昇率は9%を超え(米ドルベース)、米10年国債指数は2%下落した。だが今後数カ月の中国人民元は対米ドルで下落するとみている。米国では間もなくテーパリングが始まり、中国ではマクロ経済の成長モメンタムが先進国に後れ始めるので、金融当局の金融引き締め政策が緩むと見込まれるからだ。したがって、中国国債は、魅力的なキャリー収入をなお期待できるものの、投資判断はニュートラルに引き下げる。

今後6カ月のアジア・ハイイールド債のリスク調整後リターンはプラスとみている。

とはいえ、アジア・ハイイールド債には今後も投資機会があるとみている。中国の不動産セクターの引き締め政策、負債比率の高い不動産デベロッパーめぐる報道、および規制当局の方向性の不透明感が、ここ数カ月はアジア・ハイイールド債に重石となっている。しかし、目先は弱い市場センチメントが続くものの、今後6カ月のリスク調整後リターンの見通しは明るく、現在のバリュエーションからはさらなる大幅下落は考えにくい。我々はBB格付債、優良な中国不動産企業の短期債、コモディティおよび資本財セクター企業発行の債券を推奨する。

英ポンドのような一部の通貨は、中央銀行のタカ派寄りのスタンスから恩恵を受けるだろう。

リスク許容度の高い投資家は、非上場のクレジット市場やヘッジファンド等を検討してもよい。通貨市場では、経済の正常化と活動再開のスピードが国により異なる中、英ポンドのような一部の通貨は、中央銀行の比較的タカ派寄りのスタンスの恩恵を受けるとみている。

### ダウンサイド・リスクに備える

FRBが経済のスムーズ・ランディングを目指して舵を取りつつも、新型コロナウイルスをめぐる不透明感が続いているため、投資家も利用できる投資機会を見直して、公開市場に保有する資産の一部をオルタナティブ投資に分散するか、一部の低ベータ・セクターの保有比率を増やすことも検討できる。

魅力的な長期成長、高い株主リターン、ディフェンシブ／高品質といった特徴を有する世界のヘルスケア・セクターを推奨に引き上げる。12カ月予想PERと比較すると、MSCI ACヘルスケア指数は19.5倍と、MSCI ACワールド指数の18.3倍よりも7%割高だが、これは過去平均並みで、生活必需品など他のディフェンシブ／高品質のセクターよりも大幅に割安となっている。来年のヘルスケア・セクターのEPS伸び率は7%と予想されている。これは市場全体の8%予想を下回るが、業績上方修正企業の純増率はベンチマークよりも改善しつつある。そして過去実績をみると、これがヘルスケア・セクターの相対パフォーマンスを支えてきた。ディフェンシブ・セクターの中では、多くのヘルスケア企業が価格決

定力の高い企業の特徴を備えている。つまり長期にわたる安定した高利益率の継続である。費用の変動にも柔軟に対応できるため、インフレ率が高止まりした場合にも利益率を守りやすい。同セクターの短期リスクは、主に米国での医療制度改革と政府による薬価政策の大幅変更の影響である。しかし、大幅な薬価引き下げの可能性は低いだろう。共和党と民主党中道派は、いずれも薬価の引き下げ幅を各社が対処可能な水準に抑えようとする可能性が高く、市場予想よりもやや高くなりそうな気配である。



Mark Haefele  
最高投資責任者  
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、デルタ株感染の広がり、中国の規制強化、米国の低金利の中で市場の先行きをどうみるかが議論された。

- 中国については、株式市場の急落は最悪期を過ぎており、特に長期投資家にとっては魅力的な銘柄やセクターも出始めたという指摘が複数の参加者から示された。ただし、規制強化の動きはまだ終わっておらず、さらなるボラティリティ(相場変動)の可能性が高いというのが大方の意見だった。
- 成長への最大のリスクは、依然として新型コロナウイルス感染症の拡大であり、感染拡大とワクチン接種の競争との指摘もあった。デルタ変異株の感染拡大を考慮すると、一部の地域ではパンデミック(感染症の世界的流行)によって経済成長が阻害されるとの懸念がある一方で、世界経済の回復基調に変わりなかった。
- 米10年国債利回りは人為的と言える水準まで低下してしまったため、世界経済の回復への確信度が高まれば上昇するという点で意見の一致を見た。株式市場では、グロース株からバリュー株へのローテーションが再び活発化すると予想する声いくつかあった。ある参加者からは、新興ハイテク企業への期待感が高まり過ぎており、この分野のほとんどの企業は長期的な勝ち組としての期待値がすでに株価に織り込まれているとの指摘があった。

## 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。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。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