

# 金利上昇も株価抑制には働かず

## Weekly Global

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

### 今週の要点

#### 中国恒大集団をめぐるリスクは制御可能

アジアで最も多額のハイイールド債を発行する中国最大級の不動産開発会社、恒大集団が資金繰りにあえいでいる。高騰する不動産価格の抑制に向けて中国当局が不動産融資規制を強化したことがその背景だ。同社の債務再編の可能性をめぐる懸念から、世界の金融市場が動揺した。ただし、事態の進展によってはボラティリティ(市場の変動率)がさらに高まる可能性はあるものの、中国あるいは株式全般をアンダーウェイトとするような幅広いシステミックリスクにつながることは想定していない。中国の不動産や金融など、影響を被るセクターについては慎重な投資姿勢をとることを勧める。不動産セクターが政府から手厚い支援を受ける可能性は低く、金融銘柄は不動産セクターへの融資をめぐる懸念が重しとなっている。そのため、中国の不動産株についてはエクスポージャーを限定することを推奨し、金融銘柄については投資推奨を中立としている。アジアのハイイールド債指数は恒大集団の構成比率を時価ベースで2%足らずに引き下げた。我々の基本シナリオは、他の中国不動産債券に重大な影響が波及するとは予想しておらず、アジアのハイイールド債の足元の利回りはリスクに見合うと考える。

*要点: 不動産市場や規制変更による逆風の影響が少なく、政策の追い風が期待できるセクターを推奨する。グリーンテック、サイバーセキュリティ、5Gなどのセクターは構造的成長も追い風となる。また、利回りの魅力が高いことから、グローバル・ポートフォリオにおいてアジアのハイイールド債を引き続き推奨する。*

#### FRBのタカ派姿勢と債券利回りの上昇は株価上昇の妨げとはならず

先週21日から22日にかけて米連邦公開市場委員会(FOMC)が開催された。会合では、パウエル米連邦準備理事会(FRB)議長が11月にも債券購入の縮小を開始し、2022年半ばには終了する可能性を示唆するなど、予想以上に早い金融引き締めへの道筋が示された。予想外にタカ派の姿勢は他にも見られ、FOMCメンバーの金利予想を示すドットチャートが早期且つ速いペースでの金融引き締めを示唆したほか、コアPCEインフレ率が2022年と2023年に低下すると予想されているにもかかわらず、FOMCメンバーは2024年末までに6~7回の利上げを予想している。これは、インフレ目標を上回るインフレ水準に対する許容度が低下していることを示す。FOMCがタカ派寄りのトーンとなったことに加え、その後米国10年国債利回りが17ベースポイント(bp)上昇して1.49%で週を終えたが、我々は金融緩和の縮小によって株価の上昇が終わるとは考えていない。FRBの金融緩和政策の緩やかな巻き戻しは、インフレ懸念を要因としたものではなく、経済成長に対する楽観的な見方を反映したものだ。経済成長のペースは、ピークは打ったとしても、今後も高い水準で推移するだろう。インフレ率がFRBの予想通り現在のの上昇ペースから減速すれば、FRBは統計重視の姿勢を維持しやすくなり、金融引き締めを緩やかに行うことで低成長局面に対応するだろう。

*要点: 株価には引き続き上昇余地があるとみており、エネルギーや金融など世界の経済成長の恩恵を受けるセクターがアウトパフォームすると予想する。一方、FRBは全体的には金融緩和を維持し、国債利回りの上昇圧力を抑えるだろう。利回り追求に向けて多様なアプローチを探ることを投資家には勧める。*

### 今週の動き

1. **中国恒大集団の資金繰り問題はどのような展開となるのか、また世界市場は不安定な状態が続くのか?** 世界で最も多額の負債を抱える中国不動産開発会社、恒大集団は、9月23日に米ドル建て債券の利払い8,350万米ドルの支払い期限を迎えたが、この利払いを見送り、30日間の猶予期間に入った。今週29日にも4,750万米ドルの利払いが控えている。投資家は、中国の関連セクターおよび世界市場への影響とともに、状況を注視している。
2. **米国の主要経済指標はFRBのテーパリング計画を支持するか?** FRBは先週開催されたFOMCで、11月にもテーパリングを開始し、2022年半ばまでに終了する可能性を示唆した。ただし、このスケジュールは好調な経済指標が続くことを前提としたものだ。今週発表される9月のISM製造業購買担当者指数、コンファレンスボードの消費者信頼感指数、第2四半期GDPの確定値が、景気回復ペースの判断の手がかりになるだろう。
3. **コア・インフレ指数はECBのハト派姿勢を強めるか?** 今週10月1日にユーロ圏の9月の消費者物価指数(CPI)の速報値が発表される。他の主要中央銀行が金融緩和の早期終了を打ち出す中で、市場はCPIがECBの金融緩和姿勢を支持するかに注目している。

### **市場のリスクに応じてオルタナティブ投資で分散投資**

市場は先週、大きく変動した。中国の不動産市場の信用リスク、FRBによるテーパリング、新型コロナのデルタ株による感染拡大、世界のサプライチェーンの混乱をめぐる懸念などがその背景だ。株価は引き続き上昇余地があるものの、様々なリスクがあることから、年末にかけてはリスクとリターンの源泉を分散させることを検討してもよいだろう。ヘッジファンドやプライベートエクイティなどのオルタナティブ投資は、ポートフォリオのリターンを促進し、分散を高める効果が期待できる。ヘッジファンド指数の HFR 指数によると、ヘッジファンドは 2020 年に 2 桁台のリターンを記録しており、今年も年初来で平均 5~10% 上昇している。プライベート市場も好調に推移しており、2,000 以上のファンドで構成するグローバル・ケンブリッジ・アソシエイツ・プライベート・エクイティ指数は 1-3 月期に 7.7% 上昇し、MSCI ワールド指数の 5% を上回った。そのほか、世界のヘルスケア・セクターは、製薬会社などにみられるディフェンシブ性とや、メドテックや遺伝子療法などにみられる長期成長性など、様々な特性を併せ持っている。

*要点: 直近では下落したものの、株式市場ははまだ史上最高値に近い水準で推移しているため、投資家には多様なリターン源泉を検討することを勧める。*

## 深読み

# 金利上昇も株価抑制には働かず

Mark Haefele

チーフ・インベストメント・オフィサー

投資家がこれまでの予想よりも早いペースでの金融引き締めを織り込み始めたことから、先週は各国の国債利回りが上昇した。23日には米国10年国債の利回りが13ベーシスポイント(bp)上昇し、1日の上げ幅としては2月以降で最大を記録した。ドイツ国債と英国国債の利回りも上昇し、8月後半からの上昇幅はドイツ国債が25bp、英国国債が40bpとなっている。この動きは、ノルウェー中央銀行の利上げに加え、イングランド銀行でも早期利上げがありうるとの観測、さらには米連邦準備理事会(FRB)がタカ派姿勢を強めていることを反映したものである。

しかし、利回りが上昇しても株価は堅調で、むしろS&P500種株価指数は1週間で0.5%上昇している。我々は利回りの動きが株価上昇に水を差したり終わらせたりするとは予想していない。

**FRBがテーパリングのスケジュールを発表したが、債券利回りの大幅な上昇には至らなかった。**FRBはここ数カ月にわたり、2013年のテーパータントラムの二の舞を避けるため、周到に地ならしを進めてきた。当時、FRBによる突然のテーパリング(量的緩和縮小)の発表で債券利回りが急上昇し、株式は下落した。先週の米連邦公開市場委員会(FOMC)でFRBメンバーは、経済統計が基準を満たしている限り、年内にテーパリングを開始し2022年半ばごろに終わるのが適当であろうとの見方を示した。

**中央銀行の段階的な政策シフトは、インフレ懸念よりも経済成長に対する楽観的な見方を反映している。**経済成長のペースがピークを打ったとしても、高止まりが続くとみられる。9月のFOMCで、FRBはGDP成長率見通しを今年が5.9%、来年を3.8%としており、景気回復が順調に進んでいることを示唆している。コアインフレ率については今年の3.7%から来年は2.3%に低下すると予想しており、FRBが導入した2%の「平均インフレ目標政策」を踏まえ、若干の2%超えは容認されそうだ。先週発表された購買担当者景気指数(PMI)も、経済活動が緩やかに減速しているとはいえ依然堅調であることを示した。米国の総合PMIは54.5と、4カ月連続で低下したとはいえ、依然景気判断の分かれ目となる50を上回っている。ユーロ圏と英国の同指数も50台半ばだった。

**投資家は株式の見直しについて慎重になっているが、これは歴史的に見ると逆張りのサインである。**全米個人投資家協会(AAII)が毎週実施している調査によると、今後6カ月で株式が上昇すると予想した回答者は全体の22%に留まり、ここ1年あまりで最も慎重な結果となった。この数字は、調査が開始された1987年以降に発表された数字全体の95%を下回っている。しかし、この数字は逆の指標としての確度も高く、強気の回答者が25%未満の場合、翌年は株式が好調に推移する傾向がある。現在のように事業環境が好調な時は、この傾向はさらに強まる。ISM製造業景況感指数が長期平均の53を上回っている(先月は60)局面で投資家が慎重姿勢の場合、S&P500種株価指数は翌年に平均で22%上昇する。しかも「ヒット率」も高い。こうした条件が揃うと、株式は常に翌年にかけて上昇してきた。最低リターンは4%だった。

**金利の緩やかな上昇は株式市場全体に水を差すのではなく、セクターの相対パフォーマンスに影響する可能性が高い。**1997年までさかのぼるデータによると、米国10年国債利回りの上昇が3カ月間で100bp未満の場合は株価は上昇し、それよりも速く、かつ大きく利回りが上昇した場合に限り株価は下落した。10年国債の利回りが2021年末までに1.8%、その後2%に上昇しても、他の条件がすべて同じであれば、債券と比べた株式の相対的な魅力を示す株式のリスクプレミアムは、株式の方が依然魅力があることを示すとみられる。利回りの上昇は全体的な株価上昇を抑制するよりも、テクノロジーなどのグロース・セクターと比べて、金融やエネルギーなどの景気に敏感なシクリカル・セクターに有利に働くと予想する。将来のキャッシュフローの現在価値に対し、グロース・セクターは金利の上昇からの足かせが大きいからである。

よって、我々はグローバル景気回復からの勝ち組銘柄を推奨する。金融引き締めペースは各国で異なるものの、主要中央銀行は当面金融緩和を継続し、需給ギャップが縮小し雇用環境が改善しない限り引き締めには転じないと予想される。これを踏まえ、エネルギー、金融、日本株を含め、景気敏感セクターが市場をアウトパフォームするとみている。

## 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