

UBS House View

Monthly Letter

2021年9月16日

Chief Investment Office GWM
Investment Research

ロックダウンの可能性は低い

一部の地域では新型コロナウイルスとの闘いに苦戦しているとはいえ、全体としては感染拡大の抑制は順調に進んでおり、ワクチン接種率の高い国では新たなロックダウンの可能性は低いとの見方を変えていない。

金融・財政政策は有効に機能

米国の財政刺激策はマクロ経済に大きな影響を及ぼしそうなものの、FRBのテーパリング(量的緩和策の段階的縮小)が株式相場の上昇を妨げることもないだろう。

コストに敏感

サプライチェーンの混乱とコモディティ価格の上昇でコスト増の懸念が高まっているが、売上高が大きく伸びて高利益率は維持されるだろう。コモディティ価格の上昇には投資機会があるとみている。

資産配分

株式には強気の見方を維持する。中でも景気敏感株、具体的には世界経済の成長での勝ち組企業を推奨する。地域別では、日本株が短期的には最も上昇する可能性が高いとみている。セクター・レベルでは、エネルギー、金融、ヘルスケア、および米国中型株を推奨する。



Mark Haefele

Chief Investment Officer
Global Wealth Management

新学期の始まり

北半球では新学期が始まったが、我々の世界でもさまざまな「教科」を学ぶことになる。「生物学」では、ワクチンが新型コロナウイルスによるさらなるロックダウン(都市封鎖)を妨げられるかどうかを学ぶ。「政治学」では、3兆5,000億米ドルの予算決議案を、上院と下院とも小差で可決しようとするとなることが起きるかを知る。「経済学」では、米連邦準備理事会(FRB)による債券購入額の縮小が債券市場と株式市場にどう影響するかを見ることになる。「経営学」では、売上高と費用の上昇が利益率に及ぼす影響について考える。「生態学」では、「グリーンフレーション」(銅、アルミニウム、リチウムなど再生可能技術に必要な原材料の価格が上がること)の影響を考える。そして「現代史」では、ドイツと日本の動向を観察する。両国とも首脳が交代するからだ。

先月のレター「大気圏外からの帰還」では、家計所得の増加、小売業者の在庫補充、労働市場の回復に支えられて、今後数四半期は高い経済成長率が続くものの、正常水準に戻るまでの過程が投資の見通しを決めると説明した。本レターでは、現在誰もが気になる疑問をいくつか取り上げ、それらがポートフォリオにどのような影響を与えるのか説明する。

一部の国では新型コロナウイルスとの闘いに苦戦し、景気回復が鈍化する可能性はある。だが全体としては感染拡大の抑制は順調に進み、ワクチン接種率の高い国では新たなロックダウンの可能性は低いとの見方を我々は変えていない。調達金利の上昇、投入コストの値上がり、米国の法人税の増税も潜在リスクではあるが、力強い経済成長率が続く限りはグローバル株式の持続的上昇が阻まれることはないだろう。

戦術的(6カ月程度)には株式に対し強気の見方を維持する。中でも景気敏感株、具体的には世界経済の成長での勝ち組企業を推奨する。地域別では、日本株は新たな財政刺激策への期待から急ピッチで回復し始めており、短期的には最も上昇余地が大きいとみている。セクター別では、エネルギー、金融、

本稿はUBS AGが作成した“Back to school”(2021年9月16日付)を翻訳・編集した日本語版として2021年9月27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。

ヘルスケア、および米国中型株を推奨する。債券については、スプレッドが縮小しており、利回りが低く、テーパリング(量的緩和策の段階的縮小)が迫っているため投資機会は限られるが、米国の変動金利シニアローン、アジア・ハイイールド債などを推奨する。

長期投資家には、炭素排出量ネットゼロへの移行が引き続き主要テーマだ。今月は、炭素排出量削減目標達成に向けた動きなどを受けて天然ガスと石炭価格が上昇した。これは、再生可能エネルギー生産量の確保とグリーン・テクノロジーへのニーズを示すものだ。オートメーションとロボティクス、サイバーセキュリティ、ヘルスケアなどのテーマにも長期的な投資機会が見出せる。

生物学:なぜワクチン接種率の高い国は秋から冬にかけて新たなロックダウンを避けられそうなのか？

図表1
経済活動の再開はまだ十分に市場に織り込まれていない

シクリカル・バスケット対テクノロジー株(2020年～)



出所:ブルームバーグ、UBS(2021年9月現在)

デルタ株の感染拡大にもかかわらず、入院率と死亡率は非常に低い水準で推移しているため、多くの行動制限措置を再導入する必要はなさそうだ。

5月以降、MSCIACワールド指数のバリュー株はグロース株を8%アンダーパフォームしている。その一因として、デルタ株の感染拡大で新たなロックダウンが講じられ、景気感応度の高いセクターの活動が低迷するのではないかとの懸念が挙げられる。ところが、感染拡大にもかかわらず、入院率と死亡率は非常に低く、多くの行動制限措置を取る必要は避けられそうだ。北半球が秋から冬に近づいているものの、ワクチン接種率の高い国で新たなロックダウン措置が取られる可能性は低いとの見方を変更しない。

- ワクチンにより、新型コロナウイルス感染症がエンデミック(風土病)になる道筋ができつつある。ワクチンは新規感染者数、入院率、死亡率の間の関係を弱めたことで、新型コロナウイルス感染症をロックダウンの必要なパンデミック(世界的流行)としてではなく、特定地域に流行するエンデミックとして各国が管理するための鍵となっている。マッキンゼーの最近のレポートによると、米国でワクチン接種を終えた人の新型コロナウイルスによる入院率(8月29日までの1週間で、100万人当たり21人)は、ほぼインフルエンザ(2010年から2019年の間に平均で同26人)並みになった。
- 行動制限はワクチン接種の進んでいない国には引き続きリスクだが、接種は進行している。世界中のワクチン接種のペースを見ると、初期に接種を開始した地域では落ち始めたとはいえ、毎日ワクチンを接種している人数は世界的に人口1,000人当たり4~5名と過去最高水準を維持している。しかも、行動制限措置がまだ解除されておらず、ワクチン接種が完了した人々の割合が比較的低い多くの国では、ワクチン接種ペースが上がってきている。オーストラリア(32%が接種完了)、ニュージーランド(29%)、韓国(38%)、日本(50%)は現在、毎日の接種率が最も高い国々に入る。

英国のケーススタディ: 高いワクチン接種率がロックダウンのリスクを引き下げる

新型コロナ危機が始まって以来、英国は全国レベルのロックダウンを2回実施し、段階的に経済活動を再開している。最近、デルタ株の感染者数が拡大しているにもかかわらず、政府は行動制限の緩和継続を選び、ワクチンの有効性に頼って入院患者数と死亡者数を減らそうとしている。

イングランド公衆衛生サービスのデータによると、ファイザー製またはアストラゼネカ製ワクチンを2回接種した場合、デルタ株感染による入院がそれぞれ96%、92%の確率で回避できている。また、米国疾病管理予防センター(CDC)が今月発表したデータでも、デルタ株への有効性が90%を示しており、英国の事例と概ね一致している。さらにドイツの感染症研究機関ロベルト・コッホ研究所は、ワクチンを打っていない人は(打った人に比べて)10倍入院しやすいと発表している。

英国では、罹患すると入院しやすい16歳以上の人口の81%がワクチン2回接種を完了している。

ワクチン接種前の患者が1,000人入院していたと考える。現在、英国では81%がワクチン2回接種を完了しており、平均で94%の人々が入院を回避できている。ワクチン接種前の1,000人の入院患者に比べると、ワクチン

を接種せずに入院する患者数はわずか190人ということになるだろう(ワクチン未接種者の入院率が変わらないと想定する)。残りのワクチン接種をした810人のうち6%、つまりわずか49人が入院することになるので、入院患者数の合計は239人(=190+49)人となって、入院率は当初の1,000人に対して76%減少した計算になる。要するに、これはワクチン開始前に比べると、同じ入院者数に達するために計算上必要な感染者数が4.2倍になったことを意味する。

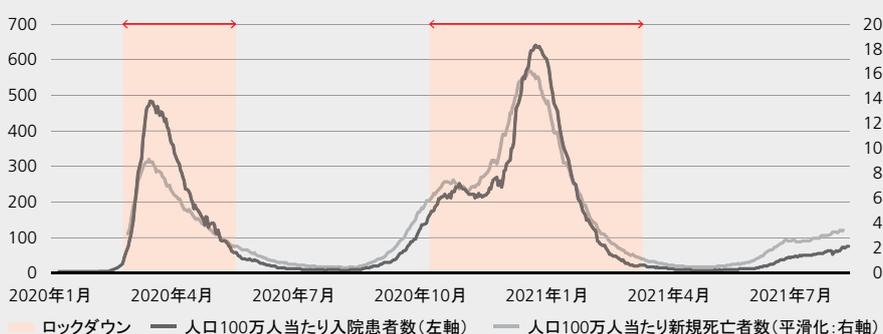
英国では新規感染者数が2021年1月1日に6万1,000人(7日間平均)でピークに達し、その後国内病院への入院患者数(7日間平均)が1月18日に3万9,000人でピークに達した。今日、同水準の入院患者に達するには、1日当たりの平均感染者数は25万人を超えなければならない計算となる。

もちろん、入院率を引き上げる新たな変異株が出現する、季節要因でデルタ株の次の感染の波が冬に発生する、ブースター(3回目の)接種が必要になる、といったリスクは存在するが、ワクチン接種によって入院者数が減少することを考慮すると、全国レベルでロックダウンがさらに実施される可能性は低い。

図表2

英国では高いワクチンの接種率が、入院者数と死亡者数に対するデルタ株の影響を緩和

人口100万人当たりの入院患者数(左軸)、人口100万人当たりの新規死亡者数(平滑化:右軸)
矢印はロックダウン期間、英国で不要不急ではない店舗の再開をもってロックダウン終了と定義
(ロックダウン第1回: 2020年3月23日~6月15日、第2回: 2020年11月5日~2021年4月12日)



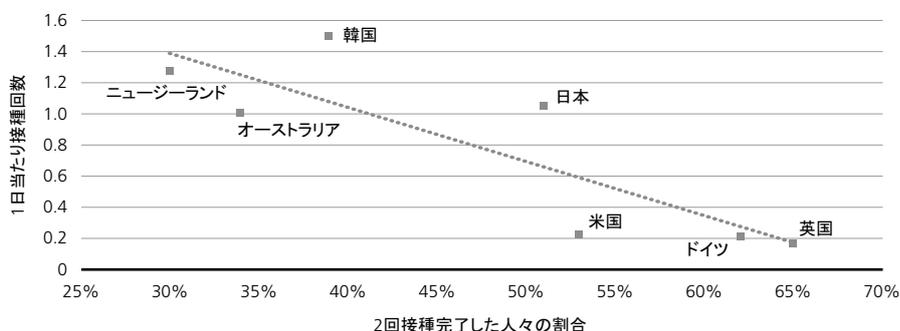
出所: Ourworldindata.org、UBS(2021年9月現在)

デルタ株の感染拡大に関する懸念が広がる中で、世界的な感染率は低下している。

図表3

ワクチン接種に出遅れた国も挽回中

2回接種完了した人々の割合(単位%、x軸)、人口1人当たり1日当たり接種回数(7日移動平均、y軸)



出所: Ourworldindata.org、UBS (2021年9月現在)

- デルタ株の感染拡大に関する懸念が広がる中で、世界的な感染率は6月以来で初めて低下した。オックスフォード大学が運営するOur World in Dataによると、9月10日までの1週間の新規感染者はおよそ400万人で、4月に記録した580万人を大きく下回っただけでなく、最近のピークの460万人(8月25日までの1週間)も下回った。米国でもこれと非常によく似た傾向を示しており、人口10万人当たりの新規感染者の7日間移動平均は8月27日の332人から9月9日には288人まで減少した(CDC調べ)。

政治学: 財政刺激策の影響は?

現在、米国議会では2つの財政支出法案が検討されている。1つがインフラ投資法案(新規支出額は5,500億米ドル)で、これは超党派の賛成を得てすでに上院を通過している。下院も通過する見通しだが、タイミングは現時点では未確定だ。もう1つは、10年間で最高3兆5,000億米ドルとなる投資計画だが、こちらは共和党が反対の姿勢を変えておらず、民主党内でも規模と内容について異論があるなど問題含みで、なおかつ上下両院とも与野党の議席数が伯仲している。

2022年の中間選挙が視野に入っているため、何らかの妥協が図られる可能性は高く、抵抗をなるべく抑えるために予算額は縮小に向かうだろう。上下両院の民主党議員の多くは、予算案の全額を通したいと考えているが、財源として3兆5,000億米ドル分を増税することで合意に至るのは難しそうだ。したがって、最終的な予算規模は1兆5,000億~2兆米ドルの範囲に落ち着くと予想する。両法案の支出額を合計すると、2兆~2兆5,000億米ドルになる公算だ。

投資の観点からすると、市場はある程度の追加支出を織り込んでいるものの、この景気刺激策には株式市場の方向性を左右するほどの影響力はなさそうだ。

- 景気に対する正味の刺激という点では、10年に及ぶ3兆5,000億米ドルの追加支出ですら、それ自体では米国または世界の国内総生産(GDP)成長率を大きく左右するものではない。予算総額は下方修正される可能性が高いことに加え、増税による負の影響も考慮すると、経済成長の押し上げ効果はそれほど大きくはなさそうだ。
- 考えられる増税の規模は企業利益に大きな影響を及ぼさないだろう。我々は、S&P500企業の2022年の1株当たり利益(EPS)が10%伸びると予想しているが、これはすでに法人税増税による4~5%ポイントのマイナス分を考慮している(法人税率の25%への引き上げ及び米国外軽課税無形資産所得(Global Intangible Low-Taxed Income、GILTI)の税率が2倍になることを

投資の観点からすると、市場はある程度の追加支出を織り込んでいるものの、米国の景気刺激策は株式市場の方向性を左右するほどの影響力はなさそうだ。

計算に入れている)。長期キャピタルゲイン課税の5%の増税案は投資家の行動を本格的には変えないだろう。

– 財政政策の影響は、FRBによる金融政策の変更により軽減しそうだ。

投資家にとって重要なのは、今回の財政刺激策による長期トレンドへの影響である。財政調整措置を用いて成立を目指す財政支出計画には、気候変動と環境への取り組みとして、建物と住宅のエネルギー効率、連邦政府車両の電化といった政策が含まれる。それとは別に、医薬品会社とマネージドケア(管理医療)会社は、漸く薬価の方向性に関する不透明性が幾分払しょくされ医療保険の対象が拡大することで恩恵を受ける可能性がある。不動産と公益事業セクターは、法人税増税の影響は最も受けにくいだろう(公益事業会社の大半は規制下にあり、全てのコストを利用者に転嫁する。また、不動産投資信託(REIT)は構造上、一般的には法人税が免除)。

経済学: FRBが債券購入額を減らしているときに、株式相場はどうして上がるのか?

2013年の「テーパー・タントラム」が再び起き、利回りが上昇し、株価が一時的に下落することはないだろう。

FRBは今夏、市場に対し、金融緩和の出口戦略に一步踏み出す可能性を伝えてきた。ジャクソンホール会議での演説で、パウエル議長は、月額1,200億米ドルの資産買入れ額の段階的縮小(テーパリング)が、年末までに始まる可能性があるとし唆した。

それ以降、FRBはこのプロセスが段階的に進むこと、雇用市場が改善しなければならないこと(8月の非農業部門雇用者数は23万5,000人と、事前予想の75万人を大幅に下回った)、その後の利上げは、「実質的により厳格なテスト」の結果次第で判断すると述べて投資家を安心させた。これまでのところ、FRBが透明で慎重な指針を示してきた結果、市場は落ち着いている。FRBがテーパリングの開始を以前よりも明示的に示唆するようになって、米10年国債利回りは低下したままで、本稿執筆時点で1.29%にとどまっている。

にもかかわらず、FRBの政策目標に近づくと債券利回りには上昇圧力ががかかり始めるだろう。米10年国債利回りは2021年末までに1.8%まで上昇し、その後の数カ月で2%に達すると予想する。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)が再び起きて、債券利回りが上昇し、株式市場が一時的に急落するとは予想していない。

我々の分析によると、1997年以降、期待インフレ率の拡大を伴う景気回復を受けて、3カ月で名目利回りが50~100ベースポイント(bp)上昇したときのMSCI米国指数のリターンは5.7%、MSCI ACワールド指数は5.8%だった。これに対し、景気回復だけでなく金融政策の引き締め懸念がある場合、3カ月で実質利回りの上昇が50bpを超えると、株式市場への重石となる可能性が高く、特に新興国市場の打撃は大きい。だが、1997年以降のデータを見ると、そのような損失もその後の3カ月で反転している。

経営学: インフレ率の上昇にもかかわらず、企業はなぜ高い利益率を維持できるのか?

投入コストが上昇している幅広い証拠とセクターごとのサプライチェーンの混乱にもかかわらず、S&P500企業の第2四半期利益率は数十年ぶりの高水準に達している。

投入コストが上昇している幅広い証拠とセクターごとのサプライチェーンの混乱にもかかわらず、S&P500企業の4-6月期(第2四半期)利益率は14%近くと、数十年ぶりの高水準に達している。我々はこの数値におけるノイズとシグナルをどう見分ければよいのだろうか?

– サプライチェーン問題は、マクロではなくミクロの課題: 世界のマクロ経済レベルでは、サプライチェーンの混乱が生じているという明白な証拠はそれほど見られない。世界の製造業生産高は最高水準に近い。工場の在庫量は

絶対レベルで過去トレンドを上回っているが、売上高に対する在庫品の比率は低いため、問題は供給の制約よりも需要の拡大の方にあると思われる。

- 賃金上昇は全体としては引き続き抑制的:大半の企業にとって、賃金の負担は原材料よりもはるかに大きい。サービス・セクターが再開するとともに、人手不足が報じられているが、そうした状況は低スキル労働者の賃金の上昇に現れている。アトランタ連銀の賃金トラッカーによると、労働者の時間給の3か月移動平均は8月に4.1%上昇し、5月の3.1%を上回った。しかし、労働者全体を見てみると、賃金の伸びは懸念するほどではない。8月の賃金上昇率(3か月移動平均)は3.9%で、2015年以來の3~4%の枠内に収まっている。
- 一部セクターがサプライチェーン問題に直面しており、この状況が今後数カ月以上続く可能性がある:米国では半導体不足が深刻化し、自動車業界からヘルスケア、および一部の産業機械へと影響が広がっている。供給不足はピークを迎えそうだが、在庫が正常に戻るには2022年後半までかかる可能性がある。需要の急拡大で米国の港湾の混雑状況が悪化していることから、服飾や住宅資材が不足しているとの報告が企業各社から上がっている。よって、原材料価格およびその他の投入コストの上昇が一部企業の第3四半期の業績および業績見通しに反映される可能性が高い。
- しかし、力強い売上高の伸びがコスト上昇圧力を上回り利益を支える:全体的な傾向として、第2四半期のS&P500企業の売上高は前期比4.9%の伸びを見せ、利益率は全セクターで前期比並みか前期を上回った。今後数四半期の利益率は堅調に推移しそうだ。GDP成長率が我々の予想通り今後も堅調に伸び続けるとすると、今年下期には企業の売上高は2桁台前半の伸びを予想する。一方、コスト上昇圧力は、需要の伸びが緩やかとなり需給バランスが再び均衡するため、特に来年になると和らぎ始めるだろう。

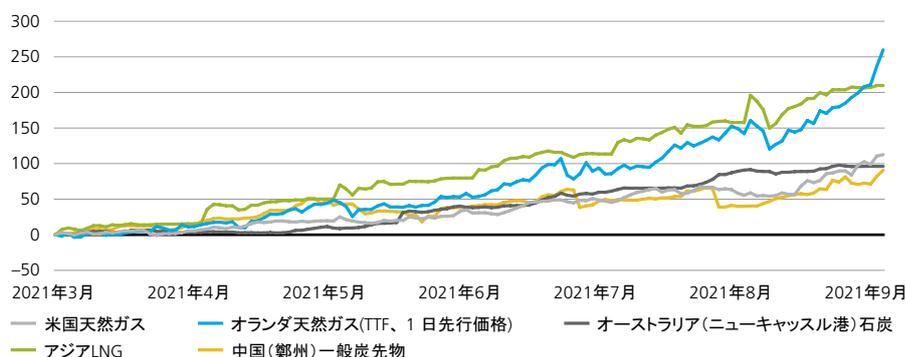
今年はいくつもの特殊要因がエネルギー関連のコモディティ価格を押し上げたが、この上昇は炭素排出量ネットゼロの目標達成への意欲の表れでもある。

生態学:炭素排出量ネットゼロを目指す過程でなぜコモディティ価格が上昇するのか?

図表4

エネルギー関連コモディティ価格が今年は急騰

一部コモディティ価格の過去6カ月間の上昇率(%)



出所:ブルームバーグ、UBS(2021年9月現在)

2021年には発電に使われる主要コモディティの価格が大幅に上昇した。この1カ月、米国の天然ガス価格が7年ぶりの高値をつけた。液化天然ガスと石炭価格は年初から倍以上に値上がりしている。そしてイエローケーキ(ウラン精鉱)は年初からおよそ33%値上がりし、2014年以來の高値をつけた。

今年はいくつもの特殊要因が価格を押し上げたが、この上昇は炭素排出量ネットゼロ達成への意欲の表れであり、再生可能発電への投資拡大の必要性を示唆している。

今年是一般炭の値上がりから始まったが、それにはいくつかの背景がある。供給サイドでは、中国によるオーストラリア産の石炭の輸入禁止やインドネシアによる石炭輸出制限(現在は緩和されている)、安全と環境を理由とする中国の鉱山閉鎖(こちらも現在は緩和されている)、ロシアと南アフリカ産石炭の輸出に絡む諸問題などがある。石炭価格の上昇は連鎖反応を招いた。余力のある電力会社による燃料切り替えのあおりで天然ガス価格も上昇したのである。

この価格上昇は炭素排出量ネットゼロへの動きとも結びついている。企業が株主リターンを重視し、再生可能エネルギーへの移行が進む中で投資家が石炭業界の寿命に疑問を呈し始めていることから、石炭生産への投資額を減らす傾向が定着したことに加えて、供給制約が起きたというわけだ。ウラン市場では、電力会社は原材料の獲得競争を繰り広げている。投資ファンド業界は、二酸化炭素排出量ネットゼロを目指すトレンドの一環として原子力が重要な役割を果たすという見方を支持している。天然ガスへの需要は、今年こそ石炭の需給逼迫で押し上げられたが、炭素ガス排出量が石炭よりも低いという利点からも裏付けられる。コモディティとネットゼロとの相互関係は化石燃料にとどまらず、再生可能エネルギー技術やインフラにとって必要不可欠な銅やニッケル等の産業用金属にも及んでいる。

我々は、グリーン・テクノロジーだけでなく、従来型のエネルギーや産業用金属への投資も、炭素ガス排出量ネットゼロに向けたトレンドに乗るための分散された現実的な方法と考える。

化石燃料への投資は減少を続けているが、まだ化石燃料を代替するのに十分な再生可能発電能力には到達していない。よって、今年の供給不足とそれに伴うコモディティ価格への影響は、今後数年間続く可能性がある。たとえば、英国では9月に入っても気温がまだ暖かく風力発電量が減少し、その結果、電力需要をまかなうべく、休止していた石炭火力発電の再開が必要になった。

世界的なエネルギー転換が今後も続くと同時に、化石燃料と再生可能エネルギーのせめぎ合いも続くだろう。政府や企業、消費者は再生可能エネルギーの生産・貯蔵能力を高めると同時に、二酸化炭素排出量の削減も目指しているが、これは一夜にして実現できるものではない。したがって我々は、グリーン・テクノロジーだけでなく、従来型エネルギーや産業用金属への投資も、この大きなトレンドに乗るための分散された現実的な方法と考える。この文脈の中で、炭素排出量ネットゼロ達成を目標として掲げ、再生可能エネルギーをエネルギー・ミックスの一部として積極的に取り込もうとしている大手エネルギー会社を推奨する。炭素市場もこのテーマで投資家が参加できるもう1つの方法である。

現代史:ドイツと日本の首脳交代により、両国の株式市場は下支えされるか?

新たな財政拡大期待の後押しを受け、東証株価指数(TOPIX)は今年30年来の高水準に達したが、我々は上昇余地がまだあるとみている。

日本では菅義偉首相の辞意表明を受けて新たな財政刺激策の期待が高まり、この1カ月で他市場を上回るパフォーマンスを上げた。与党自民党の総裁選は9月29日に投開票が行われる予定で、すでに「数十兆円程度」の補正予算を公約している候補者もいる。我々は、新総裁就任後に自民党が、10月から11月に実施される衆議院議員総選挙で過半数を維持した上で、大型の財政刺激策を実施するとみている。

新たな財政拡大への期待から、東証株価指数(TOPIX)は押し上げられて今年30年来の水準に達し、過去3週間ではグローバル株式を9%ポイント上回っている。だが、我々は上昇余地がまだあるとみている。新たな景気刺激策以外にも、市場を支える要素がいくつかあるからだ。第1に、ワクチン接種が拡大すると、国内の経済成長率が高まり、投資家センチメントも改善するだろう。第2に、好調な企業業績はまだ株価に織り込まれていない。日本の株式市場

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」)。主要国中央銀行は超低金利政策を継続するが、予想を上回るペースの景気回復を受け、資産購入規模の縮小時期を早める。	米国のインフレ率は年内は高止まりするが、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2022年にテーパリング(量的緩和の縮小)を開始する。	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年初頭からのテーパリング開始を表明する。	
	経済成長	経済成長が再加速する。	経済成長率は減速するが、長期平均を上回る高い水準を維持する。	経済成長が予想よりも早期且つ急激に失速する。	
	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	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。中国は新型コロナ感染をゼロに抑え込むゼロトランス方針を終了する。	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。	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。中国では新型コロナ感染をゼロに抑え込むゼロトランス方針の下でロックダウンが実施され、その影響で消費が急減速する。	
	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	4,469	5,000	4,800	3,800
	ユーロ・ストックス50指数	4,180	4,800	4,550	3,600
	MSCI新興国指数	1,302	1,500	1,400	1,100
	SMI指数	12,079	13,800	13,000	10,600
	TOPIX	2,119	2,400	2,250	1,800
	米国投資適格債スプレッド**	62	45bps / -1%	70bps / -1%	150bps / -2%
	米国ハイールド債スプレッド**	305	270bps / +1.5%	300bps / +1%	550bps / -13%
	EMBIグローバル・スプレッド**	343	300bps / 0%	340bps / 0%	550bps / -11%
	ユーロ／米ドル	1.18	1.20	1.15	1.10
	金(Gold)	1,792	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9月14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9月現在

は、12カ月予想株価収益率(PER)で見るとグローバル株式市場(MSCIオールカントリー指数)に対して14%割安水準にある。第3に、MSCI日本指数構成企業は売り上げの40%以上を海外で上げているため、指数は世界景気の影響を受けやすい。そうした中で世界の実質GDP成長率は2021年は6.2%、2022年は5.1%が見込まれている。第4に、投資家の日本株保有比率は低く見える。UBSの顧客ファンド保有比率に基づく、自主運用型の投資家の日本株の投資比率はわずか1.6%で、投資信託などの合同運用ファンドの顧客の保有比率は5%なので、まだ拡大余地がある。

図表5

日本株式は、好調な業績見通しにもかかわらずバリュエーションは低い

12カ月予想EPSに基づくPER



出所:ファクトセット、UBS(2021年9月現在)

ドイツの金融市場は、さらなるスマート化、グリーン化、かつデジタル化を促す規制、財政、政治の動きによる影響を受けることになるだろう。

ドイツも9月26日に総選挙が予定されているが、世論調査によると、主要3党が伯仲しそうな雲行きで、数十年ぶりに3党連立の可能性も見えてきた。どの連立の組み合わせになっても選挙後には若干の財政拡大が見込まれるため、株式市場の下支え材料にはなりそう。歴史を振り返ると、ドイツの選挙は投資家にとって大きな懸念材料になってこなかった。ドイツの選挙制度は安定と段階的な変化を好むからだ。今回も同じ状況が予想されるが、ドイツの金融市場は、さらなるスマート化、グリーン化、かつデジタル化を促す規制、財政、政治の動きによる影響を受けることになるだろう。このシナリオでは、再生可能エネルギー事業者、電気自動車に特化している自動車会社、半導体、グリーン・テクノロジー・セグメントが最も恩恵を受けるだろう。

投資アイデア

エネルギー、金融、ヘルスケア、米中型株、経済活動の再開の恩恵を受ける企業を推奨する。

世界経済が成長する中での勝ち組企業を買う: GDP成長率はピークを過ぎた模様だが、個人消費、小売業者の在庫補充、金融及び財政刺激策に支えられ、成長率は高水準を維持するだろう。前述したように、さらなるロックダウンは回避できそうであり、FRBのテーパリングにもかかわらず株式市場は上昇を続け、コスト圧力にもかかわらず企業の利益率は高水準を維持すると我々はみている。その結果、企業利益は力強く伸び続けるだろう。我々は世界の企業利益の伸び率を今年42%、来年9%と予想する。これは株式市場全体に有利な環境で、特にエネルギー、金融、ヘルスケア、米中型株、および経済活動の再開の恩恵を受ける企業が有望だ。地域別では、上述したように、日本株式のさらなる上昇余地があると判断する。

追加のインカム収入を求めている投資家は、代替的な利回り獲得手段を検討することを勧める。

「非伝統的な」利回りを追求する: 2021年には債券利回りが著しく低下し、クレジット・スプレッドが縮小した。これは上場債券市場の投資機会が今や限定され、米国と欧州では「ハイイールド」クレジットすらリターン余地が限られてい

リスクとリターンの源泉を分散したい投資家には、ヘッジファンドとプライベート市場を推奨する。

ヘルスケア・セクターはディフェンシブ性と長期成長という魅力的な特徴を提供する。

炭素排出量ネットゼロへの移行は、グリーンテックや大気清浄化技術の開発に携わる企業に今後も恩恵を与えるだろう。

デジタル・トランスフォーメーションは輸送から製造業、金融サービスに至るまで様々なセクターで投資機会を継続的に生み出している。

ることを意味している。もっとも、アジアの見通しはまだ明るいと考える。キャッシュまたは伝統的な債券を保有しているが追加のインカム獲得手段を求めている投資家は、プライベート・クレジット、シニアローン、債券のアクティブ運用、プライベート(実物)不動産、通貨市場などへの投資を検討することができる。

オルタナティブ投資を使った分散投資:債券利回りが低いため、ポートフォリオの分散が次第に難しくなっている。リスクとリターンの源泉の分散を図りたい投資家には、ヘッジファンドやプライベート市場など、代替投資を利用した分散投資でポートフォリオの収益を強化することを勧める。

ヘルスケアに投資機会を見出す:ヘルスケア・セクターは、比較的安定した需要というディフェンシブ性と、長期成長の特性を兼ね備えている。同セクターは、景気指標のピークアウト後に他セクターをアウトパフォームする傾向がある。この中で最もディフェンシブな産業は医薬品で、新型コロナウイルス危機後の景気回復には医療テクノロジー株が恩恵を受けやすい。ヘルステックや遺伝子治療といった時代を変革する投資テーマは、長期成長に向けたポジションだ。投資家はポートフォリオにこうしたテーマをすべて取り入れるのが望ましい。

炭素排出量ネットゼロに向けたポジション:グローバル市場は最高値を更新し続けているが、地球の温度も同様で、7月にはかつてないほどの高温を記録した。こうした状況のなか、炭素排出量ネットゼロへの移行は続いている。すでに指摘したように、この移行はコモディティ市場に影響を及ぼしており、グリーンテックや空気清浄の開発に携わっている企業に恩恵をもたらし、炭素市場に新たな投資機会をつくり出している。この分野への投資は、我々がグローバル・ポートフォリオで推奨するサステナブル投資に該当する。我々のグリーンテックの投資テーマは、世界的なエネルギー転換において今後重要な役割を担う企業に注目している。カーボン・ニュートラル目標は長期的な課題であるが、短中期でも魅力的な投資機会が見出せる。

長期投資テーマへの投資:ヘルスケアとサステナビリティに加えて、デジタル・トランスフォーメーションは輸送から製造業、金融サービスに至るまで様々なセクターで続いている。我々は特にスマートモビリティとオートメーション、デジタル資産の成長から恩恵を受ける企業、そしてオートメーションとデジタル化を支えるサイバーセキュリティに投資機会があるとみている。



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、FRBのテーパリング計画を踏まえた市場見通し、およびインフレ、サプライチェーン問題、新型コロナウイルスに関する懸念が議論された。

- 大半の参加者はリスク資産に強気で、今年の株式市場は上昇を続けるとの見方で一致した。しかし、市場の高いバリュエーションと流動性見通しを踏まえ、来年には市場がある程度調整しかねないとの指摘もあった。
- 各国の金融当局は、現時点ではインフレ率が一時的に上がりすぎているとみているようだ。だが参加者たちは、テーパリングの見通しよりもむしろ、高インフレ率が持続した場合に各国中央銀行がそれにどう対処するかを懸念していた。
- 新型コロナウイルスのデルタ株による新規感染者数の増加は大きな懸念材料とみなされていないが、ワクチン接種のスピードの違いから、地域間で新型コロナウイルスの影響に差が出るとの見方が示された。ニュージーランドや中国で見られたように、新型コロナウイルスのゼロ・トレランス戦略は続かないというのが大方の見方だった。

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。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