

スタグフレーション懸念も、株価は上昇

Weekly Global

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

今週の要点

エネルギー不足はスタグフレーションではなくボラティリティを招く

欧州の天然ガス価格は先週、過去最高値を更新した。経済の再開を受け、需要が急速に高まっていることがその背景だ。数年にわたり設備投資を抑制してきたため、供給不足の解消は容易ではない。在庫水準は低く、厳冬となった場合にはガス不足に陥るとの見通しから、インフレと景気停滞が共存するスタグフレーションへの懸念が強まり、先週初めは株式、国債ともに下落した。ロシアのプーチン大統領が欧州へのガス供給を拡大する可能性を示唆したものの、増産能力は限られており、厳冬シナリオが現実となれば、テールリスクとして停電の可能性が残る。ガス不足が深刻化するに伴い、投資家は市場のボラティリティ(相場変動)の一段の高まりに備えるべきではあるが、我々はスタグフレーションにいたるとはみていない。第1に、各国中央銀行は、燃料価格の短期的な動きには捉われない方針を明示している。第2に、世界の国内総生産(GDP)1米ドルに対して投入されるエネルギーの量は、ここ10年間で20%近く低減、1970年代比では半分以下に低減しており、供給の混乱による経済成長への潜在的な影響は小さくなっている。また、消費支出は物価上昇の影響を受ける可能性があるが、ロックダウン中に支出が抑制されたことで貯蓄額が異例の高水準にあるため、影響は限定的と考える。最後に、経済のファンダメンタルズは良好である。ワクチン接種の進展に加え、米大手製薬会社が米食品医薬品局(FDA)に新型コロナ向けの飲み薬の緊急使用許可を申請したことなども、経済再開の順調な進展を支えている。

要点: 引き続き、世界経済成長の恩恵を受ける勝ち組銘柄への投資を推奨する。

米国の予算協議は膠着状態ながらも方向はポジティブ

米国の9月の非農業部門新規雇用者数は194,000人と市場予想を下回った。一方、8月の同雇用者数は131,000人上方修正された。また、失業率は8月の5.2%から4.8%に改善した。議会の財政協議は膠着状態にあったが、打開に向けて進展し、債務上限を一時的に引き上げたことで債務不履行(デフォルト)のおそれが12月まで先送りされ、また年内には歳出案が約2兆米ドル規模に縮小して成立する可能性が高まった。こうした進展を背景に、米連邦準備理事会(FRB)が11月にテーパリング(量的緩和の縮小)を発表するとの見通しが維持されるだろう。しかし、FRBは早期引き締めが景気回復や市場にリスクとなることを警戒しているため、金融政策は緩和姿勢が続くと我々はみている。FRBは直近9月の会合で、債券購入の縮小は経済指標の好調が続くことが条件であると強調し、早期の利上げは示唆しなかった。また、インフレリスクが高まっていることを指摘したが、パウエル議長はこれらはいずれ「後退」し、「インフレ率は長期の目標である2%に近づいていく」との見方を示した。

要点: 経済成長が近く減速したり、予算審議の膠着により政治リスクが増大しても、株価の上昇基調が続くと我々の基本シナリオに変わりはない。S&P500種株価指数の来年後半の予想水準を5,000としている。ただし、投資家にはオルタナティブ投資を含む多様なリターン源泉を検討することを勧める。

今週の動き

1. **スタグフレーション懸念は後退し、世界のエネルギー価格は安定に向かうか?** 先週は天然ガス価格と石炭価格が高騰し、経済成長の鈍化とインフレ率が同時進行する懸念が高まった。投資家は化石燃料市場の鎮静化を示す兆候を探っている。我々の基本シナリオでは、世界経済はエネルギー価格の上昇に耐えようとみえており、投資家には引き続き世界経済成長の恩恵を受ける勝ち組銘柄への投資を推奨する。
2. **エネルギー不足は景況感を圧迫しているか?** 石炭とガスのスポット価格の上昇が直ちに電気代の値上がりにつながるわけではない。しかし、投資家は、燃料価格の上昇に対する懸念の兆候を探ろうと、ZEWによる10月のEUとドイツの景況感調査に注目している(訳注: 12日に発表された10月の景気期待指数は5カ月連続で低下した)。我々は経済成長見通しについては引き続き楽観視しているが、リターン源泉の多様化を求める投資家には、ヘッジファンドやプライベート・エクイティなどオルタナティブ投資への配分拡大を検討することを勧める。
3. **米国の消費は回復しているか?** 最近の米国の消費者信頼感には新型コロナのデルタ株の影響があらわれている。感染拡大はピークアウトした模様だが、15日に発表される10月のミシガン大学の消費者信頼感指数と9月の米国の小売売上高データが回復の兆しを示すかどうか注目される。

米ドルへの追い風は続く

DXY 米ドル指数は 9 月初めに降約 2% 上昇している。債務上限をめぐる議会審議が行き詰まるなか、安全性が高いとされる通貨へ資金が流入したことも米ドルの後押し要因になっている。議会が先週のように一時しのぎの決定を下すのではなく、我々の予想どおり膠着状態を打開すれば、米ドルは短期的に下落する可能性がある。しかし、今後数カ月間は、米ドルを支える追い風が見込まれる。最近の米国債の利回り上昇傾向は今後も続き、金融政策の引き締めからは程遠いユーロやスイスフラン、円に対する米ドルのプレミアムは拡大するだろう。さらに、今年下期から世界経済成長は減速すると我々は予想しており、そのためユーロやスイスフランなど米ドルよりも景気感応度の高い通貨は下落するだろう。最後に、米国は燃料の純輸出国であるため、エネルギー価格の上昇の恩恵を受ける。アジアや欧州の多くなどのエネルギー純輸入国とは対照的だ。欧州では天然ガス在庫が過去の季節水準を約 20% 下回り、中国では石炭在庫が低水準にあるなど、欧州やアジアは化石燃料価格の上昇に対する耐性が米国よりも弱い。

要点: 第 4 四半期は既存の米ドルの買い持ちを維持する一方で、米ドル相場が下落すれば、その機会をとらえて円やユーロ、スイスフラン、新興市場通貨に対して米ドルのポジションを積み増すことを勧める。

今週の動きをどう見るか

スタグフレーション懸念も、株価は上昇

Mark Haefele

チーフ・インベストメント・オフィサー

市場はどのように動いたか？

エネルギー価格の急騰を受け、スタグフレーションをめぐる懸念は先週初めの相場を支配したものの、米国の財政審議の進展の兆しが好感され、株価はプラス圏を回復して週を終えた。グローバル株式は過去 1 週間で 0.7% 上昇し、S&P500 種株価指数は 0.8% 上昇した。最高値に対し、グローバル株式は 4.1%、S&P500 種は 3.2% の範囲に戻っている。米国の 10 年債利回りは 13 ベーシスポイント(bp) 上昇し、6 月以来初めて 1.6% を超えて終えた。米国の 10 年債利回りは、8 月上旬の低水準以来 44bp 上昇している。

市場の主な牽引要因は？

スタグフレーションの懸念が...

米国の経済指標は、景気の鈍化をめぐる投資家の懸念を裏付ける形となった一方、インフレは期待されたよりも一過性が低いように思われる。アトランタ地区連銀の経済予測モデル「GDP ナウ」による第 3 四半期の経済成長率予想は、10 月 5 日に 1.3% に低下した（わずか 10 日前には 3.2%）。インフレ面では、8 月の個人消費支出 (PCE) コア価格指数 (FRB が注目する物価指標) は前年同月比で 3.6% 上昇した。

...エネルギー価格の急騰によって増幅するも...

化石燃料価格は過去最高値または数年ぶりの高値圏に押し上げられている。パンデミック後に経済が再開するにつれて、エネルギー需要は急激に回復している。天候が要因の電力不足や電力系統等への再生可能エネルギーのインテグレーション (統合) の課題、地政学、サプライチェーンのボトルネックなどの問題もエネルギー供給を制約している。欧州 (英国 NBP、オランダ TTF) の天然ガス価格は年初来 330~410% 上昇し、最高値を更新した。欧州 (ARA) とアジア (ニューカッスル) の石炭価格は記録的な水準に達しており、1 トン = 200 米ドル以上で取引されている。ブレント原油価格は現在、3 年ぶりの高値である 1 バレル = 80 米ドルを上回っている。

...米国の財政の崖問題における進展によって相殺される。

米国上院は、12 月初めまでの連邦政府の債務上限の一時的な引き上げを承認した。先に、同期限まで政府機関の閉鎖を回避するための継続予算決議が可決されている。このつなぎ予算は約 8 週間で失効するものの、米国債の即時のテクニカル・デフォルトを回避し、双方が 2022 年の予算法案に関する合意に達するための時間的猶予が確保できる。

これらの市場の牽引要因に対する我々の見方は？

我々の基本シナリオでは、成長率はピークに達している可能性があるものの、今後の数四半期は堅調に推移する一方、インフレ率が今年の急上昇からは後退するとみている。我々はスタグフレーションの懸念は行き過ぎだと考えている。

現在は 1970 年代ではなく...

エネルギー価格の急騰は成長を鈍化させる一方、現在では生産活動における石油の投入量とインフレへの影響 (実質所得の伸び) が小さくなっているため、リセッションを引き起こす程ではないと考える。例えば、世界の GDP に対する石油消費量 (石油強度) は、1990 年以来 25%、オイルショックがリセッションを招いた 1970 年代初め以来 50% 以上、それぞれ低下している。さらに、石油が支出に占める割合は以前よりも小さくなっている。米商務省・経済分析局 (BEA) のデータによると、米国の個人消費支出に占めるガソリンの割合は 2014 年には 3.26% (当時の原油価格は 1 バレル = 80 ドル前後) だったが、現在は 2.35% にすぎない。

... 2013 年でもない

歴史的に、リセッション入りの重大な要因は政策ミスである。現在、中央銀行は、時期尚早に行動せず、2013 年のような「テーパード・タントラム (量的緩和縮小観測を受けた市場の混乱)」を回避するために慎重である。先週、欧州中央銀行 (ECB) のラガルド総裁は、「我々の金融政策は供給不足やエネルギー価格の上昇に直接影響を与えないことができないため、我々はこうした状況に過剰反応すべきではない」と述べた。FRB は、債券購入の縮小は引き続き経済指標の好調が続くことが条件であることを強調している。米国の 9 月の非農業部門雇用者数は 194,000 人と予想を下回った。8 月の雇用者数は 131,000 人上方修正され、失業率は 8 月の 5.2% から 4.8% へ改善された。指標は強弱まちまちであることから、FRB が 11 月にテーパリング (量的緩和の縮小) を発表する可能性は残るが、これが早期の利上げにつながる訳ではないことを FRB は明言している。

これは投資家にとって何を意味するか？

全体として、現在のエネルギー価格の上昇による経済成長とインフレ率への影響は小幅にとどまると予想している。我々の分析に対するリスクは、北半球の厳冬によるエネルギー価格の再急騰や鉱工業生産の混乱と GDP への影響である。米議会は債務上限とインフラ支出に関する合意を先送りしたものの、いずれ妥協点に着地し、デフォルトは回避され、2 兆~2.5 兆米ドル規模の支出法案が通過すると予想される。投資の観点からは、市場はある程度の追加支出を織り込んでいるものの、刺激策が株式市場に大きな影響を与えるとは考えていない。

我々の基本シナリオでは、引き続き株価の上昇を見込み、エネルギーや金融など世界的な成長の恩恵を受ける勝ち組銘柄への投資を推奨する。エネルギー価格上昇の要因の一部は、まだエネルギーが十分な再生可能エネルギーに置き換えられていない状況下で化石燃料への投資が減少したことであると考えれば、従来のエネルギーと工業用金属、そしてグリーンテック双方への分散投資が、炭素排出量ネットゼロへの移行の潮流を捉える現実的な投資戦略だと考える。

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・アドバイザーズ株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号