

株式市場の楽観は妥当

Weekly Global

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

今週の要点

米国のインフレ高進は長引かない見通し

米国のインフレ率は9月に再び高進し、消費者物価指数(CPI)は6、7月に続き、再び13年ぶりの高水準である前年同月比5.4%をつけた。CPIの構成品目の70%超が前年比で上昇し、下落した品目は7%にとどまったことから、物価上昇圧力が広範囲に広がっていることが読み取れる。インフレの裾野はこれまで予想されていた以上に広く、且つ長期化しているが、この状況が持続するとは考えていない。前月比で見たインフレ率は、第2四半期の平均0.8%から第3四半期は平均0.4%へと減速しており、低下基調にある。新型コロナのパンデミックを受けた需要の増大で上昇した財・サービスの価格は正常水準へと戻りつつある。例えば中古車価格は6月には前月比で10.5%上昇していたが、9月には0.7%の下落に転じた。また、政策当局もインフレに対し過剰反応はしていない。直近のCPIデータが発表される前の9月21~22日に開催された米連邦公開市場委員会(FOMC)の議事要旨が13日に公開されたが、これによると、米連邦準備理事会(FRB)は足元のインフレ高進を「一時的」とする見方を引き続き強調している。また、債券購入の縮小時期が近付いている一方で、利上げの時期が近付いているわけではないことも改めて強調している。

要点: 我々は、インフレ率の高進が長期化し、FRBが足元の想定よりも大胆な金融引き締めを余儀なくされるとは予想していない。FRBが金融緩和を継続する中、投資家には、プライベートクレジットなど利回り追求への多様なアプローチを検討することを勧める。

サプライチェーンの混乱が米企業利益の回復を妨げる可能性は低い

株式投資家はここ数カ月間で慎重な姿勢を強めている。サプライチェーンの混乱をめぐり不安がその一因だ。米大手通信機器メーカーが世界的な半導体不足を理由に新型スマートフォンの2021年の生産目標を1,000万台引き下げたことなどからも、サプライチェーンの混乱による影響が読み取れる。しかし、こうした不安は早晩後退し、先週始まった米国企業の7-9月期(第3四半期)決算発表の重しとなることはないだろう。新型コロナ禍での東南アジアの半導体チップ製造の遅れや、8月に米国を襲ったハリケーンの影響によるメキシコ湾の石油化学工場の操業停止といった悪材料は、すでに改善に向かっている。こうしたサプライチェーンの混乱の影響として、S&P500種株価指数の今年の1株当たり利益が1%程度押し下げられると推定しているが、S&P500企業の今年の増益率については45%と予想しており、これに照らすと影響の程度はさほど大きくはない。経済面については、世界の新型コロナウイルス新規感染者数が6週間連続で減少している(ジョンズ・ホプキンス大学のデータによる)中、経済再開の進展が企業収益の支援要因となる見通しだ。また、米国の消費は、これまでのロックダウン中に積み上がった約2.4兆米ドルに上る家計の過剰貯蓄に支えられるだろう。

要点: S&P500種株価指数構成企業の第3四半期決算については、コンセンサス予想を17%上回った4-6月期(第2四半期)の前年比88%増益には届かないものの、コンセンサス予想を5%上回る30%程度の増益を予想している。シクリカル(景気敏感)セクターが引き続き最も高い増益率を示すと我々は予想する。

今週の動き

1. **第3四半期決算シーズンは期待通りとなるか?** S&P500種構成企業の決算発表シーズンが先週始まった。投資家は、好調な業績がサプライチェーンの混乱をめぐり懸念の払拭材料となることを期待している。我々は引き続き、世界的な経済成長の恩恵を受ける銘柄を推奨する。
2. **経済指標の軟化に中国は一段の金融緩和を図るか?** 中国の第3四半期GDPと鉱工業生産はともに市場予想を下回った。投資家は、政府が景気減速の対応に動く兆しを注視している。中国の景気は弱含んでいるが、我々はまだアジアには選別的な投資機会があるとみている。
3. **主要中銀は裾野の広いインフレ上昇にどう対応するか?** 来週は、サンフランシスコ連銀のデイリー総裁やアトランタ連銀のポスティック総裁、シカゴ連銀のエバンス総裁などFRB高官の発言が予定されている。テーマはさまざまだが、足元の予想以上に高いインフレ率を当局がどう捉えているかを知る手がかりが注目されている。このほか、10月20日にはFRBのページブック(地区連銀経済報告)が公表される。FRBが金融緩和を継続する中、投資家には、利回り追求への多様なアプローチを検討することを勧める。

法人税最低税率の世界的な統一は投資家の懸念にはおよばず

多国籍企業の法人税率については、過去40年間にわたって引き下げ競争が行われてきた。その法人税率について、先週、世界の巨大企業に対する法人税率を最低15%に統一することで136カ国が合意した。投資家が企業収益への課税率引き上げを歓迎することはめったにないが、今回の改革にはいくつかのメリットがあると我々はみている。税制が国ごとに異なると、企業は実務面での負担を強いられ、また企業の投資意欲がそがれることもある。そのため、統一化することによりコストが削減されると同時に、投資への押し上げ効果も期待できる。また、今回の措置が実際の企業収益に及ぼす影響は限定的とみられる。我々の分析によると、米企業にとっては、バイデン政権が提案している「米国外軽課税無形資産所得税制(GILTI)」の影響の方が大きくなるだろう。これは、企業が海外に保有する特許などの無形資産から得た「超過」収益に課す最低税率を現行の10.5%から16.56%に引き上げるというものだ。ただこの場合でも、GILTIの税率引き上げによる影響は、我々の試算では企業利益を1~2%押し下げるにとどまる。国際的な取り決めで導入することで、テクノロジー企業に対する各国のデジタル税の脅威は後退する見通しだ。フランスやインド、英国などは、大手IT企業からの税収増を狙ったデジタルサービス税を導入している。こうした動きが国際的な取り決めで完全に阻止されるわけではないが、これにより、デジタル税などの規制の導入を求める政府への圧力は軽減されるだろう。

要点: 法人税の最低税率の導入がグローバル投資家にとって重大な脅威になるとはみていない。各国政府は国内の法整備を進めるが、今回の法人税改革が実施されるのは2023年以降となる見通しで、投資家には十分な調整の時間があるだろう。ただし、公開市場以外への分散投資を検討している投資家には、オルタナティブ投資にも幅広い魅力的な投資先がある。

今週の動きをどう見るか

株式市場の楽観は妥当

Mark Haefele

チーフ・インベストメント・オフィサー

市場はどう動いたのか？

S&P500種株価指数は先週1.8%上昇した。第3四半期の決算発表シーズンが好調なスタートを切ったことと堅調な経済データが好感された結果であり、週間上昇率としては7月以来の高さとなった。最大の伸びは木曜日に確認され、500の構成銘柄のうち479銘柄の株価が上昇した。一方、米国10年国債利回りは先週4ベーシスポイント(bp)低下している。米国2年・10年国債利回りのイールドカーブは12bpフラット化しており、投資家が米連邦準備理事会(FRB)による最初の利上げ時期を前倒しで織り込んでいる様子が見え始める。コモディティ価格が過去最高を更新する展開を見せているため、スタグフレーションへの警戒感も消えていない。

市場の動きをけん引した要因は何か？

1. 米国の7-9月期(第3四半期)決算シーズンが好調な幕開けとなったことで、サプライチェーンの混乱やエネルギーの供給不足をめぐる懸念が薄れたようだ。決算発表は従来通り金融機関で始まり、9社中8社が予想を上回る利益を報告した。
2. 金利低下が全面的な株価下支え要因となっており、特にグロース株でその傾向が強い。9月からの金利の急上昇は、ペースが減速している様子だ。金利上昇ペースの減速は、S&P500種の全24業種が木曜日に上昇した一因だ。
3. 債券市場はFRBによる早期の利上げリスクを重視する度合いが強いようである。というのも、最近の10年国債の利回り低下をけん引していたのは、マイナス1%を割り込んで低下した実質金利だからだ。イールドカーブのフラット化と合わせて、こうした市場の動きは、FRBがこれまでの予想より利上げ開始時期を早め、長期的成長に影響が及ぶ可能性を債券市場が懸念していることを示唆している。

これらの市場のけん引役をどう解釈すべきか？

第3四半期決算が好調にスタートしたことは、金融やインターネット、ソフトウェア、ヘルスケアを始めとするS&P500種の最大構成セクターの多くにとって、サプライチェーンをめぐる足元の懸念がさほど大きく影響していないことを再確認している。総じて、サプライチェーン混乱による影響は今年の1株当たり利益(EPS)を1%押し下げる程度だと我々はみている。我々が予想する今年通年の増益率45%に照らすと、打撃は軽微にとどまるものと見込まれる。

また、我々はFRBが足元のインフレ高騰に惑わされないとの見方を変えていない。FRBは平均インフレ目標(AIT)政策を取り入れることでインフレ率についての考え方を変えている。この政策は、短期的な指標のみを注視するのではなく、一定期間の平均インフレ率に金融政策をリンクさせるものだ。そして、米国の平均インフレデータから判断すると、FRBは行動に出る必要がないと考えられる。2年、3年、5年間の移動平均のいずれでも、個人消費支出(PCE)コア物価指数は2%を大きく下回ったままだ。労働市場が持続的に回復していくに伴い、利回りは年内に1.8%まで上昇すると予想している。利回りがこのように徐々に上昇した場合、これまでの経験では、株価が上昇する。

これは投資家に何を意味するのか？

株式市場と債券市場の動きからは相反するメッセージが読み取れるため、我々は、株式投資家の強気スタンスに注目する。成長見通しが明るいことは、14日に発表された堅調な雇用データにも現れており、9日までの1週間の新規失業保険申請件数と失業保険の継続受給者数はともに、昨年のパンデミック以来の低水準になった。家計の強いバランスシートも需要を支える要因になると我々はみている。米国の家計はパンデミックによるロックダウン中に2.4兆米ドルの貯蓄を積み上げており、新型コロナウイルスの直近の波が収束するに従い、これが支出に向けられる可能性は高い。第3四半期決算は第2四半期ほど好調なものとはならない見通ししながら、30%程度の利益の伸びは見込めると予想している。これはコンセンサス予想を5%上回る水準である。我々は、基本シナリオで引き続き株式の上昇余地を見込んでおり、エネルギーや金融など、世界的な経済成長の恩恵を受ける銘柄を推奨する。

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