

UBS House View

Monthly Letter

2021年10月21日

Chief Investment Office GWM
Investment Research

構造的な問題ではない

今日のサプライチェーンの障害とエネルギー問題の多くは、サービスよりも財への異例だが一過的な需要に起因するものだ。

1970年代とは違う

価格高騰した原油を石油依存度の高い国が輸入したことが、1970年代のスタグフレーションの一因だった。その他の要因は、もはや今日には当てはまらない。

政策判断に動揺はない

政策当局は期待インフレ率を注視しているが、中央銀行の責務と最近の声明からすると、時期尚早の利上げが行われることはないだろう。

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。また、ユーロ圏株式を推奨に引き上げる。通貨市場では、米ドルを推奨に引き上げ、スイス・フランを非推奨に引き下げる。



Mark Haefele

Chief Investment Officer
Global Wealth Management

スタグフレーションは起きるのか？ 「64セント」の疑問

「マーク、車から降りて見てみなさい。アメリカ経済の衰退の始まりだ」。私の父は1972年製シボレー・キングスウッド・エステート・ワゴン(燃費:1ガロン当たり10マイル)*の窓を叩いて私にこう叫んだ。家族旅行でガソリンスタンドに立ち寄った際に目にしたガソリン価格は、1ガロン当たりで64セントと驚愕の金額だった。ガソリン価格は、1970年代半ばまで上昇し続け、父は不平を漏らしていたが、64セントは父には譲れない一線だった。というのも、私が思うに、その日父は、それ以上の値上がりは一時的な危機ではなく、永久に値上がりし続けることだと気づいたのだろう。振り返ると、父にとって64セントがアメリカン・ドリーム¹の終焉の到来を示唆するかのよう思えたのだろう。

1970年代のことをよく覚えている我々の世代にとって、現在のスタグフレーションの話題は軽視できない。今日、エネルギー価格の上昇に加え様々な製品と労働市場の供給をめぐる混乱で、経済成長率が低下しインフレ期待が高まっている。

ところが、新型コロナウイルスのパンデミック(世界的流行)が我々に示したのは、困難な期間があっても永続しなければ、市場はそれを過去のものとして捉えることができるということだ。現在のところ、我々はエネルギー、製品、労働市場の諸問題を、新たな「スタグフレーション的」経済体制への移行というよりも一時的な現象とみている。

その理由として第1に、今日のサプライチェーンの障害とエネルギー問題の多くは、サービスよりも財への異例だが一過的な需要に起因するものだ。経済活動が再開し、消費者需要が財からサービスへと移行するにつれ、在庫補充が進み、配送上の混乱は収まり、コモディティ価格の急騰は落ち着くと考えている。

*米国では1ガロン=約3.785ℓ、1マイル=約1.6km

本稿はUBS AGが作成した“Stagflation: The 64-cent question”(2021年10月21日付)を翻訳・編集した日本語版として2021年10月29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。

第2に、現在の労働力の供給問題と、未熟練労働者とサービス業の賃金上昇圧力は、時間とともに緩和するだろう。第3に、父の「64セント」の瞬間は、産油国による原油の禁輸が引き金となったものだが、1980年までにガソリン価格を2倍にした多くの要因は、現在は認識されていない。価格統制、労働者の賃金交渉、敗北主義的な金融政策が、一時的なエネルギー危機をスタグフレーションの時代に転換する主な要因だった。

しかしながら、我々は不透明な時代に備えなければならない。現在は、労働市場の供給制約とサプライチェーンの混乱から、利益率の持続に対する投資家の自信が失われる恐れもあるが、7-9月期(第3四半期)の業績発表シーズンでは、関連データと企業の実態に注目して現状を見極めたい。北半球が寒候期に入り、厳冬がエネルギー市場に新たな圧力をかける可能性がある。高インフレ率が消費者と企業のインフレ期待を助長している兆候が見える中で、各国の中央銀行がインフレ率の上昇にしびれを切らせていないか注視していく。

現在の諸問題が構造的というよりも一時的に見えているため、株式市場は今後も上昇を続けるだろう。

投資家は何をすべきだろうか。現在の諸問題がなお構造的というよりも一時的に見えているため、株式市場は今後も上昇を続けるだろう。実際、インフレ期待がわずかに上昇しても、それがデフレ懸念の払拭に貢献するなら、市場にはプラスとなる可能性がある。さらに、世界経済の成長率は現在も強く、サプライチェーンの課題は2022年には次第に後退し、企業利益は伸び続けると、我々は予想する。また、地域、セクター、資産クラスで分散投資を行い、現在の相場変動にうまく対応することが重要だ。世界経済の成長に備えたポジションとして、金融、エネルギー、ユーロ圏、日本を推奨する。ディフェンシブ・セクターの中では、ヘルスケアを推奨する。さらに、インフレ率の上昇が続いて株式と債券の相関性が高まった場合には、ポートフォリオのボラティリティ(変動率)の低下を狙いヘッジファンドなどの代替商品でポートフォリオのもう一段の分散を進めることができる。米ドルも推奨に引き上げる。

あの「64セント」は、私の家族にとっての大きな転換点を示していた。父は仕事を失い、通常の生活に戻るまでには、先の見えない中で転居もせざるを得なかった。80代となった父は、世界で不正だと思ふ様々な事柄について公然と意見を言うだけの情熱をいまだに持っている。父がガソリンスタンドで「64セント」の瞬間に再び遭遇したら、読者にまた報告しようと思う。ただし、今はフォルクスワーゲンの電気自動車に乗り換えているが。

1. 供給障害は構造的な問題ではない

現在のエネルギーと労働市場に関する諸問題は一時的なもので、経済成長に「蓋」をするような構造的な問題ではないと我々はみている。短期的なインフレ期待は高まっており、目先の成長予想も下方修正が続いていることは確かだ。しかし、2022年については、減速はあってもなお力強い成長と、インフレ率の低下を引き続き予想しており、これが株式相場の押し上げ要因となるだろう。

エネルギー

新型コロナウイルスのパンデミックが収束し経済活動が再開するとともに、エネルギーへの需要は急速に高まった。国際エネルギー機関(IEA)は、今年のエネルギー需要は4%増加して、事前予想よりも早く2019年の水準に戻ったと推定している。同時に、天候が起因する電力不足、再生エネルギーの導入に伴う諸問題、サプライチェーン障害といった様々な要因でエネルギー供給は制約を受けている。その結果、化石燃料の価格は史上最高値または数年ぶりの高値を記録した。米国天然ガス価格(ヘンリーハブ価格)は年初来95%値上がりし、2014年以来の水準に達した。欧州天然ガスのスポット価格は300%以上急騰し、史上最高値をつけた。欧州とアジアのベンチマークとなる石炭価格も記録的な水準に達している。ブレント原油価格は、3年ぶりに1バレル当たり84米ドルを上回った。WTI原油価格は2014年後半以来の高値圏にある。

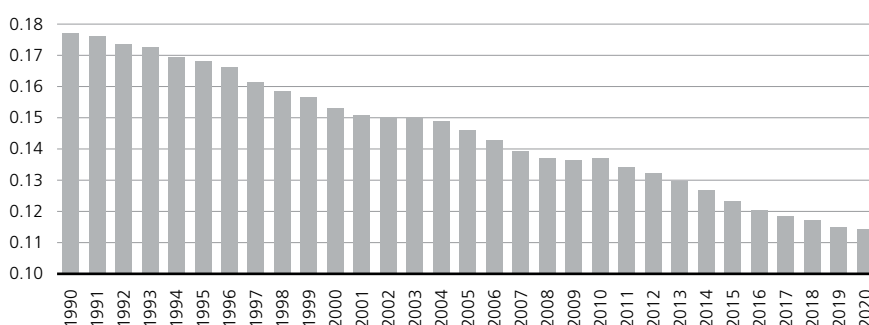
経済活動の再開と供給制約が同時に起きて、エネルギー需要は急速に高まった。

エネルギー供給が増え在庫も回復するため、エネルギー価格はパンデミック前の水準は上回るだろうが、安定化するだろう。天然ガスと石炭の生産設備が新設された場合、シーズンオフに需要が鈍化するか、北半球の冬が予想よりも暖かいと、いずれの価格も大幅に押し下げられるだろう。全体として、足元のエネルギー価格の上昇による、経済成長率とインフレ率への影響はわずかな程度にとどまりそうだ。世界の国内総生産(GDP)のエネルギー強度(エネルギー消費量をGDPで割った値)は1990年以来25%、1970年初頭から50%、いずれも低下している。我々の見解に関するリスクとしては、厳冬または石油輸出国機構(OPEC)の供給抑制の強化が考えられる。どちらもエネルギー価格を年内に急騰させる可能性がまだある。

図表1

グローバルGDPのエネルギー強度は低下を続けている

一定の購買力平価の下での、世界GDPのエネルギー強度
(石油換算キログラム(koe)／\$15p*)、1990～2020年のトレンド



*エネルギー強度は、任意の国のエネルギー総消費量を、2015年(15)を基準年とした国の購買力平価(p)で算出したGDPで除して計算する。

出所: Enerdata, Global Energy Statistical Yearbook 2021(2021年10月現在)

長期的視点からみた市場への主な疑問は、エネルギー供給が拡大して需要の拡大に応えながらも価格は経済成長を阻むほど高値にならず、しかも炭素排出量ネットゼロの目標を達成できるのか、という点だ。我々は、炭素排出量ネットゼロへの移行を、世界経済の成長の抑制要因よりもエネルギー市場を変動させる一因として捉えている。

我々は、エネルギー市場が大きく変動する主な要因として、世界経済の成長の抑制要因よりも炭素排出量ネットゼロへの移行の方が大きいとみている。

エネルギー需要は過去30年(1990～2020年)で63%拡大したが、今後30年では25～30%伸びるとみている。これは、IEAの公表政策シナリオ(Stated Policies Scenario)での26%という予測にも概ね沿っている。最近発行された『世界エネルギー見通し2021年版』で、IEAは、継続的なエネルギー価格の大きな変動を防ぐには、世界の再生可能発電能力を2030年までに3倍にする必要があると指摘している。これは、現在の伸び率では達成可能に見える。再生エネルギーの過去10年の平均伸び率はおよそ12%なので、このペースが維持されると今後9～10年で発電能力は3倍になるだろう。だが、この転換はスムーズに進みそうにない。再生可能エネルギー発電設備の設置規模は拡大する一方、発展途上国におけるインフラ面の限界が深刻な問題であることから、これほどの高い伸び率は持続しない可能性がある。再生可能エネルギーの生産能力と信頼性の地域格差が今後も何度となく問題となり、その度に化石燃料への需要が急拡大する可能性は高い。

米国の求人数が記録的水準に達し、賃金を押し上げている。我々はこれを一時的な現象と判断する。

労働市場

経済活動の再開とともに、多くの企業は労働者の確保に困難をきたすようになった。米国の求人数が7月に1,110万人と記録的な数に達し、8月も1,040万人と好調だったことにも、こうした状況は現れている。また8月の自発的な離職者数は430万人と過去最多を記録した。未熟練労働者の賃金の伸び率を見ると、時間給の労働者で前年比4.3%、一方でサービス業従事者の賃金の伸び率は4.3%、転職者では5.4%だ。9月の賃金伸び率の中央値は3カ月移動平均で4.2%と、過去5年間の趨勢であった3.9%水準を若干上回った。

現在の賃金上昇圧力は一時的と思われる。その理由は第1に、労働市場に戻っていない労働者がまだ多い。9月の米国の労働参加率は61.7%と、新型コロナのパンデミック前の63.3%を下回っている。貯金の引き出しと一時解雇・失業手当の減額も労働参加率を引き上げる可能性が高い。第2に、パンデミックによって多くの労働者が自分の住む場所や自分の価値観を見つめなおし、労働市場では通常よりも高い摩擦が生じている。だが、このプロセスは正常化に向かい、賃金の伸び率は以前の水準に戻るだろう。一方、新型コロナウイルスの影響を受けなかった労働者は、賃金の伸び率は低い。たとえば、賃金の上位25%の層と正規労働者(時給で働いていない労働者)の賃金の伸びは、過去6年で最低(3.5%未満)となっている。

2.「スタグフレーション」はエンデミック(風土病)にはならないだろう

スタグフレーション懸念というと、エネルギー危機を連想されることが多い。1973年のOPECによる禁輸措置で原油価格は300%上昇し、父の「64セント」の瞬間が訪れた。

だが1970年代のオイルショックは、原油価格以外の様々な要因によっても引き起こされた。そして現在それらの要因の重要性は低い。

- 政府による賃金と価格の統制は、今日あまり行われていない。
1970年代、米国と欧州諸国はインフレ抑制を狙って賃金と物価の統制を図った。これは、供給抑制という意図せざる結果を生み、その後この政策がついに崩壊すると、賃金引き上げと値上げに対するペントアップ(繰越)需要と、インフレ期待のさらなる上昇を招いた。今日は、消費者に対する価格変動の影響を和らげるために政府が補助金を使うことがあるとはいえ、製品や賃金に対するあからさまな価格統制は稀である。
- 労働組合は弱体化している。
賃金をめぐる団体交渉の性格と影響力も1970年代のスタグフレーションに貢献をしたのかもしれない。1970年には、経済協力開発機構(OECD)加盟国の労働者のうち、およそ38%が労働組合の賃金交渉の対象であり、インフレ上昇分が自動的に賃金上昇に組み込まれるという生活費調整を含むことも多かった。ところが『エコノミスト』誌のデータによると、2019年までには労働組合の加入率は16%まで低下していた。
- 各国中央銀行は物価安定を今日ほど重視していなかった。
1970年から1978年まで米連邦準備理事会(FRB)議長を務めたアーサー・バーンズ氏は、「インフレ率は賃金コスト上昇圧力の影響を強く受けているため、これを抑えるために金融政策ができることはほとんどない」と述べた。これに対し、現在のパウエル議長は次のように述べている。「インフレ率の上昇が続いて深刻な懸念材料となった場合には、我々は間違いなくこれに対処し、手持ちのツールを使って、確実にインフレ率が我々の長期目標である2%を維持するよう対応する」。金利上昇という現実味のある脅威も、インフレ期待の抑制に寄与していると考ええる。

1970年代のオイルショックは、原油価格以外の様々な要因によっても引き起こされたが、現在それらの重要性は低い。

政策決定者は、現在のインフレ圧力を「無視」しがちだ。

こうした要素を考慮すると、短期のインフレ率上昇が1970年代に経験したようなスタグフレーション的状況へと我々を押しやる可能性は低いと考える。リスク監視にあたっては、いくつかの要素に注意していく。名目賃金の上昇はインフレ率込みであること(実質賃金の上昇は現在もおマイナスである)、コモディティの新規供給が需要に追いつかず価格上昇が続く状況、中央銀行の金融政策が市場からの信認を失いつつある兆候、といった要素である。現在、インフレ期待の指標の1つであるブレイクイーブン・インフレ率は、2.5%(米10年国債利回り)に抑えられている。

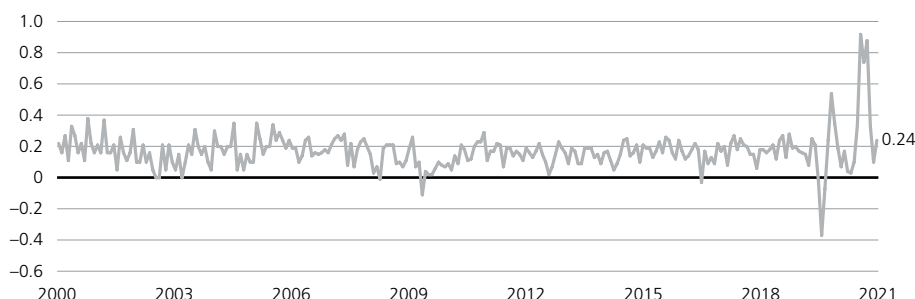
3.スタグフレーション懸念から時期尚早の利上げが実施されることは考えにくい
もう1つのリスクは、スタグフレーション懸念から実施される時期尚早の利上げである。確かに、政策の誤りは過去の景気後退の重要な引き金になってきた。今日、政策当局は、インフレ率の安定化のためにインフレ期待を注意深く観察しているが、FRBの責務と最近の声明から窺えるのは、各中央銀行とも相変わらず足元の状況は無視しがちだという点だ。

米連邦公開市場委員会(FOMC)議事録では、出席者が「今年のインフレ率の上昇は一過性との見方を維持した」との表現が繰り返された。2022年に関しては、「供給問題を原因とする消費者物価の高騰は一部反転し、輸入価格の上昇は急激に減速するだろう」と述べている。一方、欧州中央銀行(ECB)のラガルド総裁は今月、「金融政策は供給不足やエネルギー価格上昇に直接的な影響を与えないため、ECBはこれらに過度に反応すべきではない」と述べた。

図表2

インフレ率は正常化に向かうだろう

米国コアCPI変化率(前月比、%)



出所: ブルームバーグ、UBS (2021年10月現在)

インフレ率の上昇に伴い、金融緩和政策と財政拡張政策の組み合わせによる景気刺激策への意欲は低下した。

とはいえ、インフレ率高騰の副作用の1つとして我々が確認しているのは、超緩和的で協調的な金融・財政政策への意欲が低下しているという点だ。この1年間、FRBによる平均インフレ目標政策(AIT)と巨額の財政赤字の組み合わせは、現代貨幣論(MMT)という経済学の理論が現実味を帯びてきたことを示唆した。だがバイデン米大統領の歳出案が様々な抵抗にあっていることを踏まえると、財政赤字を伴う最も拡張的なビジョンが政策として結実する可能性は低い。そうなると、市場に漂う長期的なスタグフレーション懸念の一部は低下する可能性がある。

株式市場にはまだ上昇余地がある

S&P500企業の第3四半期業績は、株式市場に更なる上昇余地があるとの我々の見方を裏付けるだろう。

我々は、足元のインフレ懸念は杞憂であり、中央銀行は過剰反応せず、現在の世界経済は1970年代とは大きく異なり、スタグフレーションを回避できると考える。

S&P500企業の第3四半期業績は、我々の見方を裏付け、投資家がエネルギーとサプライチェーンのリスクの規模と期間を定量的に把握する指標となるだろう。サプライチェーン障害の企業利益への悪影響はかなり小さく、S&P500企業の1年間の増益率を約1%ポイント引き下げる程度だと我々はみている。

金融、インターネット、ソフトウェア、ヘルスケアといったS&P500種株価指数で大きな割合を占めるセグメントは、(不動産、公益、エネルギー、および大半の素材産業など時価総額の小さなセクターは言うに及ばず)サプライチェーンの問題によって影響を受けないだろう。業績の悪影響を最も受けるセクターは資本財と一般消費財で、影響が比較的少ないのは生活必需品とテクノロジー・ハードウェアだ。注目すべきは、コモディティ(エネルギーを含む)のコストがS&P500企業の売上高に占める割合は5%にすぎないという点だ。

サプライチェーン障害が改善する兆候も見える。ベトナムとマレーシアで新型コロナウイルスの感染が拡大し、アパレルと半導体の生産が混乱しているが、この波も収束に向かっている。一方、米国では輸入量がピークとなる季節(8月と9月)が過ぎたため、米国の港湾の混雑障害も悪化に歯止めがかかった。南カリフォルニアの主要港は配送の遅れを一掃すべく24時間体制にシフトした。現在までのところ、米大手企業の大半は、売上高の伸びが非常に好調なため、コスト増にもかかわらず収益性を改善できている。この状況は第3四半期も変わらず、S&P500企業はおおよそ15%の増収を達成するだろう。

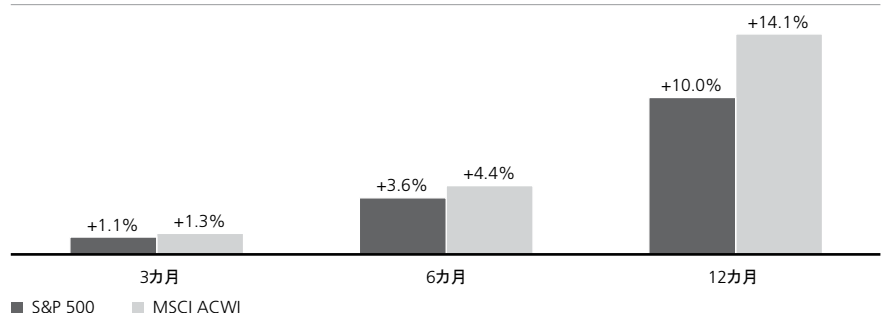
経済成長率がピークに達し、インフレ期待が上昇していても、株式にはなお上昇余地がある。

以上を総合し、我々はS&P500企業の1株当たり利益(EPS)の伸び率を、2021年が45%で、2022年が10%と予想する。グローバル全体ではそれぞれ43%、9%と見込んでいる。現在のバリュエーションを考慮し、インフレ期待が上昇する中で、経済成長率がピークを迎えるので株式市場が不安定化するのではないか、と懸念する声も聞かれる。だが過去の経験に照らせば、こうした懸念は杞憂に思われる。1998年以降、米10年ブレイクイーブン・インフレ率が2.5%を超えて米ISM製造業景況感指数が低下していた時期が2回(2004~05年と2011年)あるが、いずれの時もその後3カ月、6カ月、12カ月で株式のリターンは上昇した。

図表3

インフレ期待が上昇し、ISM指数が低下している場合 株式リターンはプラス

米10年ブレイクイーブン・インフレ率が2.5%を上回り、米ISM製造業景況感指数が3カ月前より低下した場合の、S&P500種株価指数とMSCI ACワールド指数の予想リターン(3カ月、6カ月、12カ月)



出所: ブルームバーグ、UBS (2021年10月現在)

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年後半には2%に低下する。各国中央銀行が金融緩和を継続する。米連邦準備理事会(FRB)は11月の米連邦公開市場委員会(FOMC)でテーパリング(量的緩和の縮小)を発表し、その直後に開始して、2022年の半ばまでに終了する。	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る(「悪いインフレ」)。FRBが予想外に利上げを前倒しで実施する。エネルギー価格が急騰し、少なくとも2022年半ばまで高止まりする。	
	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が、米国では債務上限が引き上げられるか凍結される。	財政刺激策が縮小され、景気後退の影響を補いきれない。米国の債務上限は遅れて凍結されるにとどまり、引き上げられない。	
	新型コロナ	主要新興国では大半の成人が2021年末までに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。	強毒性の変異株の発生により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などし、消費が完全には回復しない。	
	中国	中国は新型コロナ感染をゼロに抑え込むゼロトレランス方針を終了する。規制による締め付けが緩和される。	中国の経済成長率は横ばいとなる。	中国では新型コロナ感染をゼロに抑え込むゼロトレランス方針の下で生産と消費が減速する。不動産市場の資金繰り問題が拡大し、規制がさらに強化される。	
	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	4,471	5,000	4,800	3,800
	ユーロ・ストックス50指数	4,153	4,800	4,550	3,600
	MSCI新興国指数	1,284	1,450	1,400	1,100
	SMI指数	11,972	13,800	13,000	10,600
	TOPIX	2,019	2,320	2,250	1,800
	米国投資適格債スプレッド**	61	45bps / -0.5%	80bps / -0.5%	150bps / -1.5%
	米国ハイイールド債スプレッド**	312	270bps / +3%	350bps / +0.5%	550bps / -9.0%
	EMBIグローバル・スプレッド**	357	300bps / +3%	360bps / +1.5%	550bps / -7%
	ユーロ／米ドル	1.16	1.18	1.12	1.09
金(Gold)	1,762	1,350-1,450米ドル/オンス	1,650米ドル/オンス	1,850-1,950米ドル/オンス	

* 2021年10月18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10月現在

投資アイデア

株式

減速の兆しは見えるものの依然力強い経済成長を背景に、引き続き株式を推奨する。とりわけ金融、コモディティ関連セクター、ユーロ圏株式、日本株式など世界経済の成長の恩恵を受けるセクターと地域を有望とみている。

金融

米国では第3四半期の業績発表が始まり、我々の推奨する金融セクターは好調である。米国の金融サービス企業のおよそ45%が業績発表を終えた中で、89%が事前予想を上回った。平均すると、事前予想を21%上回っている。商業銀行は貸倒引当金の戻入、投資銀行はM&A(合併及び買収)活動でそれぞれ業績が向上した。FRBが量的緩和策のテーパリング(段階的縮小)に向けて動き出せば、長期金利は上昇し(米10年国債利回りが年末までに1.8%に到達すると予想)、純金利マージンは増加するだろう。

エネルギー

今後数カ月で原油価格にさらなる上昇余地を見込んでいる。けん引するのはOPEC加盟・非加盟の産油国で構成する「OPECプラス」の増産に対する慎重姿勢と、ワクチン接種済みの旅行者を対象に経済活動が再開することによるジェット燃料の需要拡大だ。ブレント原油は来年3月に1バレル当たり90米ドル、6月、9月、12月は85米ドルを予想する。だが、エネルギー関連銘柄は、ブレント原油の長期水準として1バレル当たりでまだ55~60米ドルを織り込んでいるにすぎない。

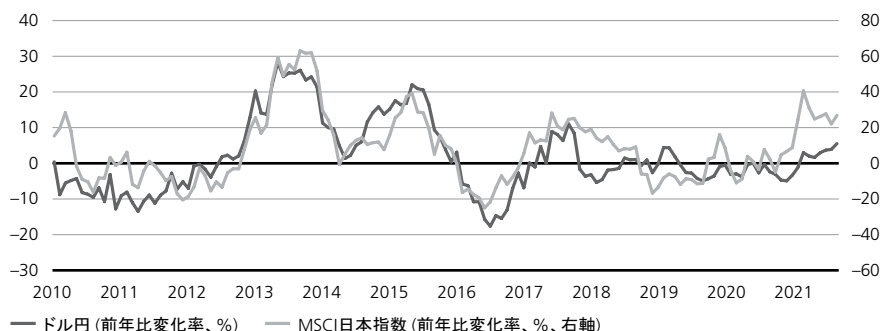
力強い業績が金融セクターの推奨を支える。

原油価格にはさらなる上昇余地が見込まれるが、エネルギー・セクターにはまだ織り込まれていない。

図表4

円安は日本株に有利

ドル円レート、MSCI日本指数(右軸、前年比、%)



出所: ブルームバーグ、UBS (2021年10月19日現在)

ユーロ圏株式

ユーロ圏株式を推奨に引き上げる。その理由は第1に、ユーロ圏は、来年GDP成長率の加速が予想される数少ない地域の1つである(ユーロ圏のGDP成長率は今年の5.1%から来年は5.3%へ上昇を予想)。財政支出も下支え要因になるだろう。欧州連合(EU)復興基金からの分配の効果が出始め、ドイツの新連立政権も前政権に比べると財政支出に対する保守色が弱まる可能性が高いからだ。第2に、景気敏感セクターの比率が高いため、ユーロ圏市場はグリーン関連の投資や設備投資、サプライチェーン障害の終息、在庫補充等による恩恵を受けやすい。第3に、ここ数年はパフォーマンス面で他市場に後れを取っていたため、同資産クラスへの配分が低い。我々の顧客のユーロ圏株式の平均保有比率(一任勘定を除く)は3%と、推奨水準となる(リスク特性によって異なるもの

ユーロ圏株式を中立から推奨に引き上げる。

の)およそ9%を大幅に下回っている。第4に、バリュエーションが魅力的だ。とりわけインカム面を見ると、MSCI EMU指数の配当利回り2.8%は、国債利回りを大きく上回っている。最後に、ポートフォリオの観点から見ると、ユーロ圏株式は以前からインフレ期待の上昇時とバリュー株がアウトパフォームする局面で上昇する傾向がある。

我々のポジションの主なリスクは、新型コロナウイルス感染者数が冬に急拡大する可能性と、エネルギーその他のコスト増による企業利益の下げ圧力だ。

日本株式は引き続き推奨する市場の1つである。

日本株式

日本株式を引き続き推奨する。第1に、緊急事態宣言の解除とワクチン接種の進展で内需が一段と刺激され、投資家センチメントは大幅に改善するだろう。第2に、我々は、岸田新政権の下で、約30兆円規模(GDPのおよそ5%)の追加経済対策が打ち出されると予想する。第3に、日本企業の収益力の強さはまだ株価に織り込まれていない。2022年3月期の企業業績は42%増益を予想している。東証株価指数(TOPIX)は、12カ月予想EPSでみた株価収益率(PER)が現在14倍と、MSCI ACワールド指数の17.7倍、S&P500種株価指数の20倍よりも割安となっている。第4に、MSCI日本指数構成企業は売上高の40%以上を海外で上げているため、TOPIX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成長率は今年6.1%、来年は5%が見込まれている。第5に、円安は企業利益の押し上げ要因になると期待される。

米国の薬価をめぐる不透明感が解消すれば、ヘルスケア業界には朗報となるだろう。

ヘルスケア

ヘルスケア・セクターの最近の低迷は、主に米国での法改正をめぐる不透明感と、債券利回りの上昇にけん引されている。その結果、米国のヘルスケア・セクターは現在、2022年の利益予想ベースではS&P500種株価指数よりも17%割安だ。これは過去10年の最低水準に近く、2011年以降の同セクターの平均4%割安を大きく下回っている。同様に、グローバルでは、ヘルスケア・セクターはMSCI ACワールド指数に対するプレミアムがわずか2%と、長期平均の10%を大幅に下回る。

しかし、民主党の上院議員を選出している多くの主要州では製薬会社の影響力が強いため、製薬会社にとって厳しい薬価改定の最悪シナリオは起こりそうにない。我々は、薬価をめぐる不透明感は、穏健な薬価政策で解決に向かうと予想する。今後6~12カ月で方向性が明らかになれば株価にプラスに作用し、米国ヘルスケア・セクターは対S&P500種株価指数で過去平均のバリュエーションに達する可能性がある。米国のヘルスケア市場は世界最大であり、大半の企業が米国市場向けに販売活動を行っているため、米国の改革が明確になれば、世界中のヘルスケア・セクターに好影響を及ぼすだろう。

炭素排出量ネットゼロへの移行は、グリーンテックにとって非常に大きな投資機会になる。

グリーンテック

グリーンテックは、世界的なエネルギー移行の中で魅力度を維持している。移行の実現には政府、企業、そして消費者が再生可能エネルギーを生産し、貯蔵する能力を高めなければならない。我々は短中期的な投資機会として、①クリーン・エネルギー、②エネルギー効率とデジタル化、③電動化と電池、④バイオエネルギー、⑤グリーン・ファイナンス、の5つの分野に注目している。

ポートフォリオのインカム収入を得るために、オルタナティブ投資に目を向ける。

債券

各国の中央銀行は金融緩和の縮小を始めているが、我々は、当面、主要国の金利が大幅に上昇するとはみていない。こうした環境に加え、上場債券市場全体でクレジット・スプレッドが縮小していることから、「利回り物色」の投資対象がオルタナティブ投資へと広がりを見せている。具体的には、債券のアクティブ投資や米国シニアローン、プライベート・クレジット、サステナブル債券、高配当株式などだ。

伝統的な債券では、アジア・ハイイールド債を推奨する。現在のバリュエーションには相当程度の悪材料が織り込まれていると我々はみている。JACIハイイールド債指数のスプレッドは、この3カ月で620ベースポイント(bp)から800bpへと拡大した(そして894bpでピークを付けた)。12カ月のインプライド・デフォルト率は18%(中国恒大集団と花樣年集団を除く)で、これは各社の数値を積み上げた推定デフォルト率8.6%を大幅に上回る。金融政策が緩和されれば与信枠が拡大するため、現物不動産市場には追い風になるだろう。

通貨

積極的に金融政策正常化に向けた動きを進めている国の通貨を推奨し、金融緩和の巻き戻しが遅れる見通しの国の通貨を引き続き回避する。この点を念頭に、日本円とスイス・フランよりも英ポンドと米ドルを推奨する。FRBはテーパリングの開始を間もなく発表し、2022年半ばまでにテーパリングを完了すると予想する。その結果、米国の双子の赤字にもかかわらず、米ドルは押し上げられると予想する。化石燃料の純輸出国である米国は、エネルギー価格の上昇も米ドル高に間接的に寄与する可能性がある。年末時点のユーロ／米ドルは1.15、米ドル／円は114を予想している。

一方、スイスではマイナス金利が終わる気配が見えない。スイス国立銀行(SNB)は最近、スイス・フランはなお「割高」であるとの見方を明らかにし、必要があれば為替市場に介入する意向を示した。SNBとECBで金融政策の正常化のペースが鈍化すると、英国や米国のように金融緩和を積極的に縮小している国との金利差は広がるだろう。

オルタナティブ投資を使った分散投資

ここ数年、歴史的な低水準にある債券利回りがポートフォリオのリターン全体を押し下げたばかりではなく、株価の変動を補う債券の有効性も低下させてきた。我々は今のところスタグフレーションを予想していないが、高インフレ環境の中では、債券による分散投資の効果がさらに脅かされるかもしれない。インフレ率が上昇すると、株式と債券の正の相関性が強まる傾向があり、マルチアセット・ポートフォリオにおける分散投資を以前から支えてきた負の相関関係が崩れてしまう。

ポートフォリオを分散したい投資家には、ヘッジファンドが重要な役割を果たすと考えられる。同資産クラスは、魅力的なリスク調整後リターン、株式よりも強い下方硬直性、他の資産クラスとの低い相関性といった魅力を兼ね備えている。ファンド・マネジャーが株式、金利、通貨、コモディティ市場の価格上昇を利用し、ポジションを機動的に調整できるのも重要な特徴だ。持続可能性、デジタル化、グローバル化の変容、経済正常化の格差、といった構造的なテーマも、マネジャーによる超過リターン獲得の機会となる。



Mark Haefele
最高投資責任者
Global Wealth Management

米ドルを推奨に引き上げ、スイス・フランを非推奨に引き下げる。

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、インフレ率と債券利回りの見通しが議論された。エネルギー価格の最近の上昇とサプライチェーンの混乱が、スタグフレーションを招く可能性が高いか検討された。

- 投資家は、足元の供給障害がいつごろ解消するのか、また賃金交渉で賃上げが実現する兆しが見られるかに注視していく必要がある、というのが大方の意見だった。
- 高い成長率を見る限り、スタグフレーション、つまり低成長と高インフレ率の組み合わせは杞憂だとある参加者は指摘した。
- 以上を背景に、国債利回りは非常に低いが極端に低すぎるわけではない。したがって、利回りの上昇があるとしても比較的小さいだろうとの見方で一致した。全体として、今月も株式市場にはおおむね楽観的な見方が示された。

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もありません。銘柄の選定はお客様ご自身で行って頂くようお願い致します。

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