

2022 年年初の 5 つの質問

Weekly Global

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

今週の要点

数十年ぶりの高いインフレ率がFRBのタカ派姿勢を後押し

12月の米消費者物価指数(CPI)は前年同月比7.0%上昇し、1982年以来の高い上昇率となった。変動の激しい食品とエネルギー価格を除いたコアCPIですら前年同月比+5.5%と30年ぶりの高水準をつけた。パンデミックに伴うサプライチェーンの混乱が一部品目の価格押し上げ要因となった模様で、中古車などは新型コロナウイルス感染拡大当初比で53%上昇しているが、物価上昇のすそ野は広がり続けている。クリーブランド連銀が発表する、変動率が大きい品目を除外した刈り込み平均CPIも、1年前の前年同月比2.1%から4.8%に上昇した。今回のCPIは、最近の米連邦準備理事会(FRB)のタカ派姿勢への転換を裏付けるものであり、現在、早ければ3月にも最初の利上げ、その後年内に2回の利上げが行われる可能性が高まっている。FRBの利上げは米国10年国債に一段と逆風になるため、米国債への投資は推奨していない。ただし、米国シニア・ローンなどの債券は、利回りが4.4%と魅力的なうえ、変動利付のため利上げ局面でも比較的マイナスの影響を受けにくいことから、引き続き投資妙味があるとみている。伝統的な国債やクレジットは高利回りの獲得が難しいため、長期投資を厭わない投資家にはプライベート・クレジットを推奨する。中小企業向け第一順位ローンについては、ベンチマークを400~600ベースポイント(bp)上回ることができると予想する。

要点: 伝統的な債券市場の上値は限定的だ。そのため、シニア・ローンや、プライベート・クレジットなどの非伝統的な市場に目を向けることを勧める。

市場の注目はFRBやパンデミック不安から決算発表に移るだろう

FRBの金融引き締めペースや新型コロナのオミクロン株の急拡大に対する懸念が高まる中、株式市場は年初から値動きの荒い展開が続いている。ジョンズ・ホプキンス大学の週次データによると、新型コロナウイルスの感染者数は、昨年4月のピーク時の3倍以上のペースで増加しており、従業員が感染して自宅待機を余儀なくされるなど、その影響に言及する企業が増えている。だが我々は依然として、オミクロン株の急速な感染拡大もFRBの金融引き締めも、株価上昇の妨げとはならないとみている。最初に感染が確認された南アフリカなどのデータからは、オミクロン株はきわめて感染力が強いため蔓延するまでの時間が短く、感染の波は短期に終わる可能性が示唆されている。英国やニューヨーク市でも感染状況はピークをつけたようだ。一方、金融引き締め関連に目を向けると、過去、FRBが利上げに転換する前の株式市場のパフォーマンスは好調であった。1983年以降、S&P500種株価指数はFRBが最初の利上げに踏み切る前の3カ月間に平均5.3%上昇している。また先週から始まった米国企業の2021年10-12月期(第4四半期)決算発表は好調で、市場の注目は再びファンダメンタルズに向かうと予想する。第4四半期の経済活動の持ち直しと底堅い消費支出を背景に、企業利益はコンセンサス予想を7ポイント上回り、前年同期比30%近くの増益になると予想している。

要点: 力強い世界経済成長に備えたポジションを引き続き推奨する。こうした状況下では、ユーロ圏や日本の株式など景気敏感市場の上値が大きいとみている。

今週の動き

1. **新型コロナの感染拡大は今がピークか?** 南アフリカや英国のデータは、オミクロン株の感染拡大の波が比較的早期に収束する可能性を示唆している。ニューヨーク市の新規感染者数もピークを打ちつつある模様だ。エンデミック(地域的流行)として新型コロナウイルスと共存する戦略に切り替える国が増えているようだ。この傾向が持続することを確認するために、投資家は引き続き感染状況に関するデータや政府の政策を注視するだろう。
2. **経済指標は欧州中央銀行(ECB)と日銀の超緩和的な姿勢を裏付けるだろうか?** FRBのタカ派姿勢への転換やインフレ率の高止まりを受けて、その他主要中央銀行の動向が注目されそうだ。今週は12月のユーロ圏CPI改定値(1月19日)、1月のユーロ圏消費者信頼感指数(1月22日)、ドイツのZEW景況感調査(1月18日)が発表される。日本の12月のCPI(1月21日)は依然としてわずかな上昇にとどまると予想されるが、12月のチェーンストア販売統計(1月25日)や貿易統計(1月20日)に景気回復の兆しが見られる可能性がある。1月18日には日銀政策決定会合も予定されている(訳注: 日銀はこの日、2022年度の消費者物価見通しを従来の0.9%から1.1%上昇に上方修正し、金融政策運営は現状維持を決めた)。
3. **原油価格の上昇は続くか?** プレント原油価格は年初から10%以上上昇している。今週はOPECと国際エネルギー機関(IEA)が月次レポートを発表するため、今後を占う重要な手掛かりとして注目されるだろう。

2022年はエネルギー株が好調の見通し

今年の各国株式市場はまちまちなスタートを切ったが、原油価格は50%上昇した昨年に続いて今年も約10%上げている。エネルギー株は昨年35%上昇したコモディティに対して出遅れており、今年は追いつく余地があるといえる。足元の原油価格は1バレル当たり85米ドル近辺で推移しているのに対して、エネルギー・セクターはいまだに1バレル当たり60~65米ドルを織り込んでいる。今年の世界の石油需要は2019年の水準を上回る勢いである一方、OPECプラス（石油輸出国機構（OPEC）とロシアなど非加盟の主要産油国で構成）の生産余力は低下しており、ブレント原油は今年1バレル80~90米ドルで推移することが予想される。利回りを見いだすのが難しい中、S&P500種企業とユーロ・ストックス50企業の平均配当利回りがそれぞれ1.7%と2.4%であるのに対して、エネルギー・セクターの配当利回りは6%と非常に高い。脱化石燃料の流れを見据えた戦略は重要であるが、石油・ガス需要も2030年代までは堅調に拡大するものとみている。一方、市場は石油・ガスの大幅な需要減少を織り込んでいる模様であることから、エネルギー株はきわめて割安に見える。

要点：世界経済の持続的な回復と高まるエネルギー需要を背景に、原油・ガスのみならず幅広いコモディティ市場で事業展開する企業について強気の見方を維持する。

2022 年年初の 5 つの質問

Mark Haefele
チーフ・インベストメント・オフィサー

米連邦準備理事会(FRB)の引き締めペースやオミクロン株の感染急拡大をめぐる懸念が高まる中、金融市場は変動の激しいスタートを切っている。以下はよく聞かれる 5 つの質問と我々の回答である。

1. FRB の金融引き締めによって株式市場の上昇局面は終わるのか？

米国の金融政策については、最初の利上げが 2022 年 3 月に実施され、年内の利上げは計 3 回(各 25 ベーシスポイント)と予想している。年後半にはバランスシートの縮小に着手する可能性もある。FRB は従来の想定よりも速いペースで金融政策の正常化を進める方向性を示唆している。だが、我々は、正常化が進んでも企業利益の見通しが悪化するとはみていない。企業利益は堅調な経済成長、力強い個人消費、依然容易な資金調達によって下支えされている。2022 年の米国の経済成長率は引き続きトレンドを上回る水準で推移すると見込む。また S&P500 種株価指数構成企業の利益成長率は 2022 年が 12%、2023 年が 9%と予想する。過去の事例を振り返ってみても、FRB の引き締めサイクルの開始によって株式市場のパフォーマンスが悪化することはなかった。1983 年以降、S&P500 種株価指数は FRB が最初の利上げを実施する前の 3 カ月間に平均で 5.3%上昇し、利上げ後の 6 カ月間でもさらに 5.3%上昇している。

2. インフレの高止まりは続くのか？

12 月の米消費者物価指数(CPI)の前年同月比上昇率は 7.0%となり、1982 年以来の高水準に達した。データにより、自動車など一部セクターの供給制約が続いていることが明らかとなった。新車の供給が滞る中、中古車の価格はパンデミックの発生以来 53%上昇した。インフレ率は当面は高止まりの状態が続くものと見込まれる。新型コロナウイルスの新規感染者数は過去最多の水準が続く、労働力不足に拍車をかけ、正常な経済環境への移行を遅らせている。しかし、総合インフレ率は 1-3 月期にピークをつけ、年末には 2%まで沈静化すると予想する。経済成長率が正常化に向かうにつれて、需要の急拡大も落ち着き始めるとみている。サプライチェーンの問題が解消すれば、中古車など価格高騰が著しい一部の物価が明確に低下し、インフレ沈静化に寄与するものと考えられる。また、エネルギー価格が安定化し、労働市場の需給ギャップが解消することで、賃金上昇圧力が弱まると予想する。

3. オミクロン株は株式市場の上昇を損なうか？

我々は株式市場の上昇が損なわれるとはみていない。これまでに入手されたデータによると、オミクロン株が感染の主流となる動きが強まっているが、感染力は強いものの、デルタ株よりも症状が軽いことが示されている。感染者数と重症化率や死亡率との関係は低下傾向にある。感染力が強く、重症者数は絶対ベースで上昇したが、感染の波は短くなる可能性がある。感染率は、南アフリカ、英国など最初に感染が確認された国ではピークを打った。株式市場は、第 1 波を除き、感染拡大の局面でも上昇した。第 1 波(2020 年 2 月上旬~同年 4 月)到来後 3 カ月のトータルリターンは、グローバル株式市場が-13.4%、米国株式市場が-11.3%とマイナスになった。しかし、2020 年 6 月の第 2 波到来後 3 カ月のトータルリターンは、グローバル株式市場が+6.6%、米国株式市場が+9.4%となり、プラスリターンに転じた。2021 年 5 月のデルタ株の波の到来後 3 カ月のトータルリターンは、グローバル株式市場が+7.8%、米国株式市場が+10.1%となった。

4. テクノロジー株は買えるのか？

ナスダック総合指数は 11 月に最高値をつけたが、その後 7.4%低下している。利上げ懸念がグロース株のバリュエーションの重石となった。FANG+指数は当該期間に 9%下落した。テクノロジー・セクターは利上げによりさらに 5~10%下押しされる可能性があるが、世界の同セクターの今年の利益成長率予想は約 15%であることを踏まえてこれを考慮する必要があると考える。投資家には以下の投資行動をとることを勧める。6 つのテクノロジー産業(半導体、ハードウェア、デジタル・メディア、e コマース、ソフトウェア、サービス)は、グローバル株式市場の時価総額の 3 分の 1 を占める。エクスポージャーが同ベンチマークよりも高い投資家は、エクスポージャーを減らし、エネルギー、金融など景気敏感株を代わりに組み入れることを勧める。エクスポージャーが同ベンチマークと同水準にある投資家は、超大型株や半導体株など極めて高いリターンを示したセグメントへの集中リスクを回避するために入れ替えを行うこと、中小型株や人工知能(AI)、ビッグデータ、サイバーセキュリティの「ABC 技術」に投資することを勧める。エクスポージャーが同ベンチマークよりも低い投資家は、足元の市場の調整局面を利用して、大きく売られた質の高いテクノロジー銘柄に徐々に買いを入れることを勧める。

5. 中国株は底打ちしたか？

MSCI 中国指数は 2021 年 2 月に過去最高値を付けた後、政府による IT 大手や不動産業界への規制強化、エネルギー不足、景気減速などが影響し、年末まで下落傾向を辿った。だが、2022 年に入ると MSCI 中国指数は年初以降 1.7%上昇し、FRB の利上げ観測と欧米でのオミクロン株感染拡大の影響で下落した MSCI ワールド指数(-1.8%)と S&P500 種株価指数(-2.2%)をアウトパフォームした。先週には同指数は 2.9%上昇した。ニューエコノミー・セクターのバリュエーションは、2021 年 2 月のピーク以降大きく下落した。企業が新規規制の遵守に取り組む中、当面は高いボラティリティ(変動率)が続く可能性があるが、発表された新政策の影響は、大

半が市場価格にすでに織り込まれたと考える。インフラ投資や脱炭素を促進する施策など、政策面での追い風も期待できる。また、サイバーセキュリティやスマート製造(工場)への企業投資も拡大が見込まれる。コロナ抑制策の緩和に伴い、特に年後半には消費の伸びが上向くとみている。以上を踏まえ、中国株式市場の 2022 年のリターンは 10% 台中盤を予想する。

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 2022 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