

2021年の振り返りと2022年の見通し

Weekly Global

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

今週の要点

FRBがタカ派姿勢を強める中でも債券にはまだ投資機会あり

2021年12月14~15日に開催された米連邦公開市場委員会(FOMC)の議事要旨が5日に公表された。議事要旨が相場の材料となることは少ないが、今回は例外であった。米連邦準備理事会(FRB)の利上げ時期が投資家の想定よりも早まる可能性が明確に示されたからだ。今回特に注目されたのが、「高まるインフレ圧力に対処する」必要性が指摘されたことだ。その後発表された11月の個人消費支出(PCE)価格指数は、前年同月比で+5.7%と約40年ぶりの伸びを示した。FRBがインフレ指標として重視するPCEが高い伸びを示したことで、投資家の早期利上げ懸念が一段と高まる可能性がある。また、一部の政策担当者は、米国経済がFRBの最大雇用目標を達成するまでそう遠くないとの見方を示した。12月の非農業部門雇用者数は予想を下回ったものの、失業率は0.3ポイント低下して、新型コロナウイルス感染拡大前につけた50年ぶりの低水準をわずかに上回る3.9%まで低下した。こうした環境下、足元では早ければ今年3月にも利上げが行われる可能性がある。その後年内は6月と9月の2回、2023年と2024年はそれぞれ2回の利上げが行われると我々は予想しており、よって米国債は推奨していない。米国10年国債の利回りは先週、2021年末比で約24ベースポイント(bp)高い1.77%に上昇した。とはいえ、利上げ局面で有利な変動クーポン債券(シニア・ローンを含む)にはまだ投資妙味があると考えられる。

要点:FRBは2022年の金融緩和政策の引き締めに向けて足場を整えているが、過度な引き締めとならないよう引き続き警戒するだろう。国債利回りと社債のクレジット・スプレッドが過去の水準から見て低いことから、プライベート・クレジット、債券のアクティブ戦略、高配当株など、非伝統的な市場での利回り追求に投資妙味があるとみている。

オミクロン株もFRBも、株価上昇の歯止めとはならず

株式市場はこのところ、新型コロナウイルスの変異株「オミクロン株」の感染拡大よりもFRBの金融引き締めに対応している。世界の感染者数は2021年のピーク時を75%ほど上回る記録的な高さにあるが、感染者数と病床使用率や死亡率との関係が低下傾向にあることを踏まえれば、市場のこうした反応は頷ける。だが、オミクロン株もFRBのタカ派姿勢も、経済成長を弱めたり株価上昇に歯止めをかけたたりすることはないと我々は考える。昨年夏からFRBが徐々にタカ派姿勢を強めているにもかかわらず、株式市場は堅調に推移し続けている。また過去を振り返ってみると、利上げに転換する前の数カ月間は株価のパフォーマンスが堅調に推移していることがわかる。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、旺盛な消費支出や資本調達の容易な環境という追い風を受けて平均以上の経済成長率が続いている中で、FRBの金融政策の正常化が企業利益の見通しに影を落とすとは思えない。とはいえ、先週は株価が下落した。これは2022年に株式市場のボラティリティ(株価の変動幅)が高まるという我々の見通しに沿った動きであり、今後はFRBプット(FRBが金融緩和を繰り返して相場下落を支えること)による下支えも薄れるだろう。よって、地域と資産クラスの両面で分散を強化し、景気循環株だけでなく景気の動向に左右されにくいディフェンシブ株も取り入れることを勧める。

要因:FRBの議事要旨はタカ派姿勢が強まったが、株価は今後も上昇し、また潜在成長率を上回る米国および世界経済成長において景気敏感セクターが相対的な勝ち組になるという我々の基本シナリオは変わらない。ヘルスケア・セクターは、こうした我々のシナリオとディフェンシブなポジションとをバランスよく取り入れる魅力的な手段であると考えられる。

今週の動き

1. **経済成長はFRBの急速な金融引き締めにも耐えうるだろうか?** 1月5日にタカ派のFOMC議事要旨が公表されて以降、投資家は米国経済が金融政策の引き締めにも耐えうることを示唆する経済指標を期待している。今週発表される小売売上高(1月14日)、12月の鉱工業生産指数(1月14日)、1月のミシガン大学消費者信頼感指数(1月15日)が投資家に再び安心感をもたらす可能性がある。
2. **インフレは沈静化し始めたか?** 12月の米消費者物価指数(CPI)が1月12日に発表されるが、エコノミストの間では対前月比で低下が見込まれている。実際に低下すれば、FRB高官に対する早期利上げ圧力が後退する可能性がある。今週はブレイナード理事、アトランタ連銀のボスティック総裁、ニューヨーク連銀のウィリアムズ総裁、シカゴ連銀のエバンス総裁らの講演が予定されており、12月の議事要旨公表後にFRBの見解を説明する機会になるとみられる。
3. **オミクロン株の感染拡大にピークアウトの兆候はあるか?** 新型コロナウイルスの新規感染者数は記録的なペースで増えており、オミクロン株の感染力の強さを示している。だが、最初に感染が確認された南アフリカではすでに収束に向かいつつあることから、オミクロン株の流行が少なくともこれまでの感染の波より短くなることを投資家は期待している。世界的に最悪期を脱したとは言い難いが、オミクロン株が早期に流行した国々ではピークアウトの兆候が見え始めているとみられる。

巨大IT企業以外のテクノロジー銘柄にも注目

米国金利の上昇懸念を受けて、グロース株、とりわけテクノロジー・セクターが大きな打撃を受けている。12月のFOMC議事要旨公表後、S&P500種株価指数の下げが1.9%にとどまる一方、IT銘柄中心のナスダックは3.3%下げている。金利上昇は大半のテクノロジー・セクターに逆風となるが、昨年は巨大IT企業に買いが集中したため(S&P500種株価指数の上昇率の8.8パーセントポイントが巨大IT企業5社によるもので、これは過去平均の倍以上)、テクノロジー・セクター内で投資先を分散させることを勧める。リターンの見通しが最も高いのは、人工知能(AI)、ビッグデータ、サイバーセキュリティに携わる企業だろう。この3つの投資テーマは、オートメーション、データ分析、セキュリティといった、多くの企業が戦略的重点分野とする長期トレンドが後押し要因となる。我々は、この3つの投資テーマの2020~2025年までの売上高成長率を、年平均でテクノロジー・セクター全体(年率1桁台半ばから後半)を上回る10%、1株当たり利益(EPS)成長率を16%と予想する。

要点:ここ数年間、米国の巨大IT企業の株価パフォーマンスは好調に推移しており、FANG指数は2020年に103%、2021年は17.5%上昇した。投資家にはリバランスの好機であるとみる。

2021年の振り返りと2022年の見通し

Mark Haefele
チーフ・インベストメント・オフィサー

1月第1週は、昨年終盤の市場リターンに大きな影響を及ぼした新型コロナウイルスの変異株「オミクロン株」と米連邦準備理事会(FRB)の金融政策について、新たな情報が得られた。以下では、昨年の市場の動きについての主な見解と、2つの要因が今年どのように市場に影響を及ぼすか見通しを述べる。我々は株式市場の新型コロナウイルスに対する耐性が一段と高まるものと考え、また株式市場は、ペースが速いFRBの金融引き締めを乗り越え、上昇傾向を辿ると予想する。

2021年の見解と2022年の見通し

2021年はパンデミックが続きながらも、世界の大半の株式市場はプラスに転じた。米国株式市場のリターンは29%近くとなり、過去最高値をわずかに1%程度下回る水準で1年の取引を終えた。一方、中国などごく少数の市場は前年比で下落して終わった。インフレ率が数十年ぶりの高水準に達しながらも、景気回復と緩和的財政政策・金融政策の継続が株式市場の上昇を後押しした。2021年の市場パフォーマンスについて、いくつか振り返りたい。

1. 株式市場の新型コロナウイルスに対する抵抗力が次第に高まった。

世界の株式市場は、年終盤にオミクロン株出現による不安心理が高まったが、大きく上昇して1年を終えた。繰り返される感染拡大の波にも株式市場はさほど大きな打撃を受けず、パンデミックに高い耐性を示した。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。

今後の見通し:これまでと同じように、オミクロン株の市場への影響もこうしたトレンドを辿るものと予想する。オミクロン株の感染が急速に拡大しているが、入手可能なデータによると、ワクチン接種者あるいは既に新型コロナに感染した人がオミクロン株に感染した場合の症状は比較的軽いとされている。我々の基本シナリオでは、市場は徐々にウイルス感染拡大の先を見据え、良好な経済ファンダメンタルズ(基礎的条件)に注目を移すようになるとみている。投資家は、短期的な不安材料が高まる中でも長期的な視点を維持することが重要であり、投資を継続することを勧める。

2. 2021年は株式市場にとって良好な年となったが、一部の市場は低迷した。

世界や米国の株式市場が堅調に推移した一方で、中国株式市場のリターンはマイナスとなった。MSCI中国指数は2月に過去最高値に達した後、政府によるIT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。同指数の2021年のリターンは-21.7%となった。

今後の見通し:2022年は地域経済の動向が前半と後半で大きく変わると予想する。前半は、先進国市場の経済が新興国市場に比べて異例の速さで成長するが、年後半は新興国市場が大きく成長するとみている。中国は足元のコロナ抑制策、エネルギー問題、規制強化の逆風が1-3月期(第1四半期)を通して経済活動の重石になると考える。しかし、第2四半期以降はこうした圧迫要因が後退し、追加の金融緩和策・財政政策も打ち出され、経済活動が活発化するとみている。中国株式市場の2022年のリターンは10%台中盤になると予想する。

3. 物価は上昇したが、利回りは上昇しなかった。

米国のインフレ率が年末に7%近くに達すると予想した者はほとんどいなかった。一方、米国10年国債利回りの年末の水準は1.5%にとどまった。足元の1.77%近辺でも、高インフレ率から想定される利回り水準を依然下回っている。インフレ率の上昇は想定以上に幅広く、かつ長期にわたり続いたが、中古車や衣類など、需要拡大の影響が大きい製品やサービスの一部では、価格の正常化の兆しが見え始めている。2022年は、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。

今後の見通し:2022年は通年でインフレ率が低下すると見込む。平均インフレ率はアジアが2.7%、ユーロ圏が2.2%、米国が4.2%程度と予想する。こうした物価上昇リスクを踏まえ、中央銀行は2022年には金融緩和の縮小を行うと考える。昨年12月の米連邦公開市場委員会(FOMC)の議事要旨が予想以上にタカ派的であったことから、FRBは他の主要中央銀行に先行して金融政策の引き締めを進めるものと見込まれる。FRBは早ければ3月に利上げを開始し、年内3回実施されると我々はみている。ただし、FRB高官は過度な引き締めによる景気減速リスクは引き続き警戒するだろう。このため、金利と利回りの上昇は緩やかなペースになると予想され、米国10年国債利回りは足元の1.77%から2022年6月には2%程度までの上昇になると見込む。金利収入の拡大を追求するには、米国シニアローン、プライベート・クレジット、債券のアクティブ戦略、高配当株式など、非伝統的な利回り源泉を検討する必要があるだろう。

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。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。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・アドバイザー株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号