

UBS House View

Monthly Letter

2022年2月24日

Chief Investment Office GWM

Investment Research

ウクライナ

ロシアのウクライナ侵攻、およびそれに伴う制裁の影響で、市場のボラティリティは続くだろう。だが、エネルギー供給が途絶する可能性は低いと考える。

インフレ率

インフレ率は数十年ぶりの高水準が続いているが、間もなくピークをつけ、年末までには中央銀行の目標に向けて低下するだろう。

FRB

市場は利上げサイクルの前倒しを織り込んでいるが、我々は政策金利の上昇が景気回復を妨げるとはみていない。

資産配分

不確実性の高まりを背景に、投資家には選別色を強め、ポートフォリオのヘッジ手段を検討し、長期的な投資機会を追求することを勧める。



Mark Haefele

Chief Investment Officer
Global Wealth Management

試される時

米国の著名な作家スコット・フィッツジェラルドはかつて「優れた知性とは、2つの相反する考え方を同時に受け入れながらも、それぞれの機能を発揮させる能力があるかどうかで判定できる」と述べた。フィッツジェラルドならば、優れたポートフォリオであるかを試す判定基準にも同じことを言うかもしれない。

2022年に入って以降、投資家はいくつもの逆風に直面してきた。インフレ率は上昇を続け、物価上昇圧力は広がりを見せている。米連邦準備理事会(FRB)は、政策の重点目標を景気回復から物価の安定へと移した。イールドカーブのフラット化は、投資家の景気後退懸念を喚起した。そしてここに来て、ロシアがウクライナ侵攻を始めている。

以上を踏まえると、株式の保有比率を削減すべきだとの見方に分があるように見える。しかも最近の債券価格の急落で、債券投資の魅力が高まっている。

だが同時に、経済成長率は過去のトレンドを現在も上回っており、新型コロナウイルスによる行動制限措置の解除に向けて動いている国も多い。サプライチェーンの混乱は改善の兆しが見え始めている。したがって、米国のインフレ率はピークに近づいている可能性が高い。中国は景気刺激策を追加し始めた。金融環境は依然として緩和的な水準にあり、市場は、米国の政策金利は2%前後で頭打ちになると予想している。これはインフレ率上昇を抑えるために政策金利を20%まで引き上げた「ボルカー・ショック」とは比べものにならないほどの低水準だ。一方、今のところロシアによる原油と天然ガスの供給は今回のウクライナ危機による影響をほとんど受けていない。

株式市場もこれらのリスクを無視しているわけではなく、現時点では、25ベースポイント(bp)の利上げが今後2年間で7~8回実施されると想定した動きとなっている。グローバル株式の株価収益率(PER)は過去2カ月で9%低下し、全米個人投資家協会(AAII)の月次調査では、投資家のセンチメントが2016年以来的の最低水準に近づいている(図表1参照)。

相場の上振れ・下振れリスクはともに拡大し、中央銀行の政策転換が始まり、地政学上の混迷が深まる現在、我々は堅固なポートフォリオをどう構築し続ければよいのだろう。

ロシアのウクライナ侵攻をめぐる先行き不透明感の高まりから、CIOは年末時点の株価は現時点よりも高いという基本シナリオを維持しつつも、株式に対する戦術的(短期)スタンスを推奨から中立に変更しています。詳しくは、3月4日付CIO Alert「株式を推奨から中立に引き下げ」をご覧ください。

本稿はUBS AGが作成した“Monthly Letter: The test”(2022年2月24日付)を翻訳・編集した日本語版として2022年3月2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。

現在は株式に対して即座に悲観的になるタイミングとは考えない。市場センチメントはすでに悪化し、リスクの一部は市場に織り込まれているからだ。

第1に、現在は株式に対して即座に悲観的になるタイミングとは考えない。市場センチメントはすでに悪化し、少なくともリスクの一部は市場に織り込まれている。これに、トレンドを上回る経済成長とインフレ率の低下が組み合わせられ、投資環境が急速に好転する可能性があるからだ。

第2に、ポートフォリオのヘッジ戦略の採用を検討する機会だと考える。期待インフレ率が今後上昇し、FRBが金融政策を即座に引き締めざるを得なくなる可能性は排除しきれない。また、ロシア・ウクライナ情勢に起因して世界のエネルギー市場が混乱する可能性も無視できない。

したがって、まずは固有リスクを緩和するために資産をさまざまな地域や資産クラスに分散し、さらにコモディティなど、特定の地政学リスクに対するヘッジ手段を検討するという段階を踏むことが理にかなっている。

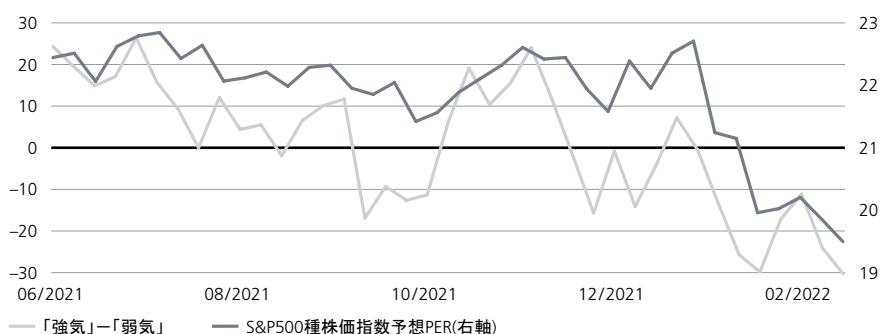
第3に、現在は、どの銘柄をどの程度保有するかをこれまで以上に慎重に判断すべき時だ。石油およびエネルギー関連銘柄は、地政学的緊張がさらに激化した場合には堅調な推移が見込まれる一方で、ウクライナ危機が収拾に向かう場合にも上昇が予想される。また中国株式は、国内景気が回復に向かう中でバリュエーションは低く、他のアジア市場よりも割安とみている。中国は、米国の金利上昇からも西側諸国の地政学リスクからも比較的距離があるため、ポートフォリオ構築の観点からは魅力的な分散投資の手段となる。

本レターのこれ以降のセクションでは、主な市場変動要因であるインフレ率、FRB、ロシアのウクライナ侵攻に関する最新の基本シナリオを説明し、次に我々が一部で言われている悲観シナリオよりは楽観的な見通しを持っている理由を述べた上で、今後数カ月で我々の見解が変わるとしたらどのようなデータが現れた場合かを考察する。

図表1

市場は下落リスクを無視していない

AII全米投資家センチメント調査の「強気」-「弱気」、S&P 500種株価指数予想PER(右軸)



出所:ブルームバーグ、UBS(2022年2月現在)

ロシアのウクライナ侵攻

ウクライナでの軍事衝突の拡大に対する不安の高まりで、市場のボラティリティは上昇した。

リスクシナリオの背景

本稿執筆時点で、西側諸国によって科されたロシアへの制裁は、一部の金融機関との取引停止や資産凍結、ロシア国債の取引停止、「ノルドストリーム2」パイプラインの承認手続き停止などに限定されているが、今後数日間でさらなる制裁が追加されるだろう(訳注:既にロシア中央銀行の外貨準備凍結や、ロシアの大手金融機関をSWIFTから排除する措置等も発表)。

我々は、プーチン大統領の行動を抑制できるのは西側諸国の制裁そのものではなく、自国の軍事活動の拡大に伴う資金状況、ウクライナの抵抗、衝突が激化した場合のロシア国内での政治的支持率低下といった、軍事行動の拡大に伴う代償だと考えている。

リスクシナリオは、次の新たな膠着状態が訪れるまでは、ウクライナ危機が引き続きボラティリティを引き起こすということだ。極端なリスクシナリオとしては、対立が激化してロシアから西側諸国へのエネルギー供給が途絶え、世界経済の成長に長く著しい悪影響を及ぼすということが考えられる。

図表2

地政学の市場への影響は短期間で収束しやすい

S&P 500種株価指数の推移(影の部分は米国が景気後退に陥った期間を示す)



出所: ブルームバーグ、UBS(2022年2月現在)

エネルギー供給の継続は双方にとって利益

ロシアのウクライナ侵攻がどこまで激化するかを予想することは難しいが、プーチン大統領はエネルギーやその他コモディティの欧州への輸出継続を強く望んでいると思われ、欧州側も輸入の継続を強く望んでいる。

ロシアのエネルギー・セクターは、2019年にはロシアの国内総生産(GDP)の20%近く、歳入の40%を占めていた。欧州の製造業は原油と天然ガスをはじめとするロシアのコモディティに依存しているため、供給が止まれば深刻な影響を受けるだろう。また、米国では中間選挙の年に、バイデン大統領の支持率がすでに低下していることを考えると、エネルギー価格の上昇リスクは、決して好ましい状況ではない。

したがって、基本シナリオでは、プーチン大統領は、さまざまな戦術を用いてウクライナ政府を揺さぶり続けるだろうが、それだけでは西側諸国がロシアへのエネルギー制裁に踏み切る可能性は低いだろう。

一般的には、地政学的混乱に起因するリスク回避的な動きは短期間で収束するのが過去の通例だ。投資家にとってそれよりも大きなリスクは、現場での実際の出来事ではなく、パニック売りまたは不十分な分散投資に起因する、という点も忘れてはならない(図表2参照)。

原油価格が長期間にわたり1バレル当たり125米ドルを上回った場合には要注意。

我々は何に注目しているか

情勢が変化するか、エネルギー価格の動きに注目する。我々のシナリオの大半では、エネルギー供給の途絶は予想していないが、原油価格が2・四半期にわたり1バレル当たり125米ドルを超える場合には、世界のGDPは0.5%ポイント程度押し下げられ、インフレの加速が消費者の購買力を低下させる可能性がある。

仮にロシアがエネルギー供給を停止すれば、リスク・プレミアムは上昇し、世界的な企業利益見通しは引き下げられ、株式市場は長期にわたって低迷する恐れがある。

インフレ率

インフレ率は数十年ぶりの高水準で推移している。

インフレ率は予想以上に上昇した

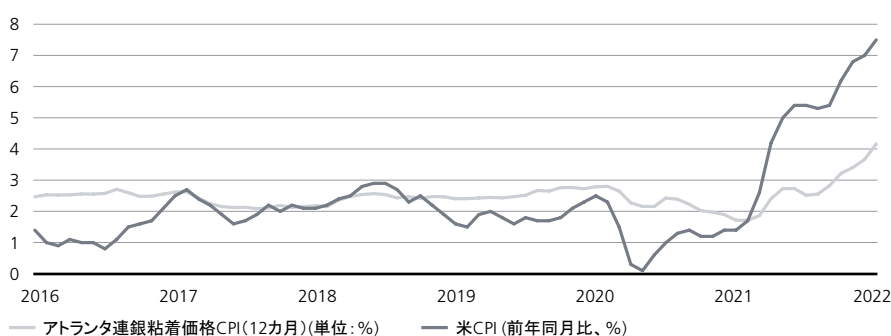
2022年のインフレ率は年初からの数週間で数十年ぶりの高水準を記録し続けている。1月の米国の消費者物価指数(CPI)は前年同月比7.5%上昇と40年ぶりの高水準となり、ユーロ圏のCPIは過去最高の5.1%を記録、英国のCPIは30年ぶりに5.5%をつけた。

データを見ると、価格上昇圧力の要因は、パンデミックの影響のみではなく、もっと根深い可能性がある。価格変動の鈍い品目に注目するアトランタ連銀の「粘着価格CPI」は前年同月比で、12月の3.7%から1月には4.2%に上昇した(図表3参照)。またサービス価格は、財価格ほどにはパンデミックの影響を受けないにもかかわらず、上昇率が4%を超えた。時間当たり平均賃金の伸びも、12月の4.7%から1月の5.7%に上昇した。これは賃金・物価スパイラルの始まりかもしれない。

図表3

米国では粘着性の高い物価も上昇

アトランタ連銀粘着価格CPI(12カ月)、米CPI(前年同月比)(単位:%)



出所:ブルームバーグ、UBS(2022年2月現在)

総合インフレ率は今後1~2カ月でピークに到達する可能性が高いとの見方を我々は変えていない。

インフレ率は間もなくピークに到達するだろう

年初から発表されているインフレ率を振り返ると、スタグフレーションのリスクが高まっているが、総合インフレ率は今後1~2カ月でピークに到達する可能性が高いとの見方を我々は変えていない。

第1に、総合インフレ率は前年比で、今後低下に向かうと考えられる。特に、中古車、燃料、ガソリン価格は値上がり率が低下するか値下がりに転じるだろう。また一般的に、過去1年でインフレ率が最も高かった品目は、過去20年において価格変動が長続きしない傾向だったことも注目に値する。

第2に、新型コロナ関連の行動制限措置の解除が広がっているため、サプライチェーンの停滞は緩和されると思われる。半導体出荷数、自動車生産・出荷台数の増加は、データですでに確認されている。そして購買担当者景気指数(PMI)によると在庫は伸び続けており、サプライヤーの遅延時間は減少している。これは、経済成長率の押し上げ材料であると同時に、価格の上昇圧力も緩和されると思われる。

第3に、財からサービスへの消費パターンの変化はインフレ率の低下に寄与するだろう。労働市場の逼迫に起因するサービス価格の上昇は懸念材料だが、新型コロナウイルス関連の行動制限措置が緩和され、移民が増加し、(株式市場が横ばいで推移し景気刺激策が後退して)資産効果が低下して労働力人口が拡大すれば、これも緩和されるだろう。

全体として、基本シナリオでは、今後2カ月以内にインフレ率がピークを迎え、その後徐々に低下して2022年末までには2~3%に戻るとみている。以上から、インフレ率に対する市場の懸念は徐々に低下すると考える。

我々の慎重姿勢を強める要因

今後のインフレ動向を判断する上で我々が特に注目しているのは賃金上昇率、サービス・インフレ率、住居費だ。これらの指標が高止まりするか、上昇がさらに加速した場合には、インフレ率上昇は基本シナリオよりも長引くだろう。

サプライチェーン問題の改善がインフレ率低下の鍵であることから、東アジアにおける新型コロナウイルス対策も注視する必要がある。中国のゼロコロナ政策によって、世界経済向け主要輸出地域の工場や港は突然閉鎖されるリスクにさらされ続けている。

我々は、持続的なインフレの兆候をつかむため、賃金上昇率、サービス・インフレ率、住居費に注目している。

FRB

インフレ懸念から、FRBは予想されていた金融引き締めペースを大きく変更した。

市場は金利上昇ペースを読み直した

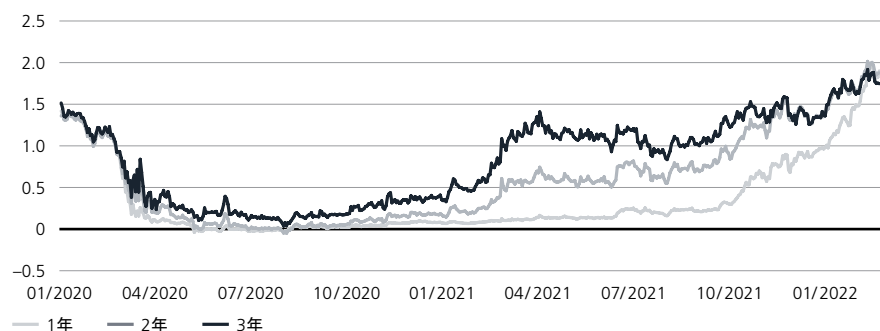
わずか2カ月前には、市場は米国の政策金利が2022年に63ベースポイント(bp)、2023年に70bp上昇し、最終的にターミナルレート(利上げの最終的な到達点)1.9%への到達を5年後と予想していた。

ところが、インフレ懸念から、FRBは予想されていた金融引き締めペースを大きく変更した。現在の市場予想は2022年に1.5%、2023年に0.5%の利上げとなっており、市場が想定している最終的な政策金利である2%への到達スピードを大幅に速めた(FRBは最終的な政策金利は2.5%を予想している)(図表4参照)。また、最新の米連邦公開市場委員会(FOMC)議事要旨では、「バランスシート規模の大幅な縮小」の必要性も示唆している。

図表4

市場は、FRBが12カ月以内に利上げを完了すると判断

米国のキャッシュレート予想。現在から1年、2年、3年(単位:%)



出所:ブルームバーグ、UBS(2022年2月現在)

株式投資家は、少なくとも3つの理由でFRBの金融引き締め政策を懸念している。

第1に、FRBが政策の重点を経済成長の支援から物価安定へと変更したことは、景気見通しが悪化するか、金融市場のボラティリティが上昇した場合に、中央銀行の反応が鈍くなる可能性があるということだ。FRBの緩和策による市場の下支え効果が低下することは、株式特有のリスクを引き上げることになるだろう。

第2に、FRBがインフレ目標の達成に向かうなかで、米国が景気後退に陥るのではないかとの懸念である。これがイールドカーブの段階的なフラット化という形で現れている。1976年以降は、総じて逆イールド(短期金利が長期債利回りを上回ることで、一般的には2年債利回りと10年債利回りを比べる)になると、その後は景気後退に陥っていた。

第3の懸念は、キャッシュと高格付債の金利が上昇すると、両者の投資妙味が増し、魅力が十分高まると、株式から債券への循環買いが促されるのではないか、という点だ。

FRBが金融引き締めを始めると、相場は上昇を続けることが多い。

金利上昇に対する懸念が誇張されている可能性

FRBが金融引き締めに踏み切ると、引き締め終了後には景気後退に陥ることが多い、というのは歴史の教えるところである。同時に、FRBが引き締めを始めると株価は上昇を続けることが多い、というのも歴史が示す通りだ。1983年以降、FRBが金利サイクルの中で最初の利上げを行った後の6カ月で見ると、S&P500種株価指数は平均5.3%上昇している。

さらに、金利上昇は通常、経済成長にとって逆風となるが、今回についてはこの理屈は当てはまらないかもしれない。我々にはそう考えるだけの理由がある。金利上昇は、通常は需要を抑えて成長を阻害する。だが、今回のサイクルの場合、サプライチェーンの問題や、なお残る行動制限措置によって需要はすでに抑えられている。したがって、金利上昇は潜在需要に影響を及ぼす可能性はあるものの、物価上昇の加速を抑えていく中で供給制約が緩和していけば、経済活動は活発化を続ける可能性がある。

さらに、現在のFRBを指揮しているパウエル議長は、ボルカー元議長とは全く違う。マスコミは、インフレスパイラルに陥っていると報道している。ところが市場は、利上げを比較的低水準で終了したとしても、長期のインフレ率は低位安定するとみている。具体的には、市場は政策金利が2023年半ばの2%で頭打ちになると予想しており、中長期のインフレ率平均(5年先スタート5年期待インフレ率)が2.5%に落ち着くとの見通しと整合している。実質金利が-0.5%であることを踏まえると、絶対水準で言えばこれでも金融政策は極めて緩和的ということになる。

バリュエーションに関しては、債券利回りが上昇しているため、株式の相対的な魅力は確かに低下している。だが、PERの逆数(株式益利回り)から10年国債利回りを差し引いて求めるイールドギャップは3.6%と、長期平均の3.3%を上回っている。配当割引モデルに基づくグローバル株式のリスク・プレミアムは、長期平均の4.4%に対し、5.6%になっている。つまり、株式は債券をアウトパフォームする可能性が高い、ということだ。

現在、市場は2022年中に6回程度、2023年にも1~2回の利上げを想定している。だが、投資家や市場はこれまで利上げサイクルの一貫性と持続性を過大評価する傾向にあったことは注目に値する。1994年と2009~2010年はその端的な例だ。

我々の予想通り、FRBが利上げを始めてインフレ率が低下し始めると、「市場の後手に回っていた」FRBが、完全雇用と物価安定という2つの責務を「見事に成し遂げた」というシンデレラ物語を実現して2022年が終わる可能性はまだある。

期待インフレ率の上昇やFRBの政策が誘因となる景気後退の兆しが見られれば、警戒感が強まるだろう。

債券利回りの予想を引き上げたが、株式は足元の水準から上値余地があるとみている。

過去のデータでは、堅調な企業モメンタムと投資家のセンチメントの冷え込みが同時に起こったときは、その後株価が上昇している。

警戒感が強まる要因は何か？

我々の見方に対する主なリスクの1つは、期待インフレ率が上昇し始めることである。これは想定される利上げ回数ではインフレ圧力を抑えるのに不十分だと市場が懸念し始めている兆候だ。つまり、FRBには積極的な利上げ以外にほとんど選択肢はないということだ。FRBの政策が誘因となる景気後退リスクが高まれば、株式には一段と高いリスク・プレミアムが要求されるだろう。

もう1つのリスクは、期待インフレ率は抑制されているものの、それはFRBの過度な引き締め政策により景気後退に陥ることを市場が懸念しているからにすぎない、というものだ。このリスクについては、イーロード・カーブの形状に注目していくことで状況が把握できる。短期金利が長期金利よりも大幅に上昇する場合には、市場の景気後退入り懸念を示唆している可能性がある。現在、米国2年債と10年債の利回り格差は40bpでまだプラスを維持しているものの、2020年8月以来最も縮小している。

投資シナリオ

上記の要因をすべて勘案し、我々はさまざまな株式市場の年末予想を修正した。基本シナリオの予想は、以下の前提変更に基づいて修正した。

- 米国10年債利回りの予想を引き上げた(価格は下落)。2022年末の米国10年債利回り予想を、従来の2.1%から2.3%に修正した。FRBの金融引き締めペースの見通しは著しく速まったが、期待インフレ率が低位で推移し、地政学的な不透明性が長引いている間は、長期利回りの上昇余地は比較的限定的だろう。益利回りモデルに基づくと、(他の条件が一定であれば)今回の利回り予想の引き上げにより株式市場のPERの適正水準は4%低下する。
- 今年も引き続き潜在成長率を上回る景気拡大が期待できること、インフレ率が低下すること、地政学的緊張は年末までに鎮静化することを前提に、2022年および2023年の企業利益予想を据え置いた。
- 年末の株式リスク・プレミアムの予想を据え置いた。前回の修正と比べて、インフレ、経済成長、金融政策そして地政学的情勢に伴う不確実性がすべて高い中では、短期的にリスク・プレミアムが上昇するのは当然だろう。だが、こうした要因は年末までに鎮静化すると考えており、よって株式リスク・プレミアムの予想を290bpに据え置く。

予想は下方修正したが、それでもS&P500種株価指数とユーロ・ストックス50指数は2桁のリターン、MSCI新興国指数は4%の上昇を予測する。ただし、足元の不透明な環境を踏まえ、悲観シナリオにおける価格予想を大きく引き下げた。

リスクが高まり、年後半には景気減速の可能性が視野に入らる中で、この先相場が大きく上昇するとは考えにくいかもしれない。だが、成長モメンタムの鈍化が必ずしも株式の足かせとなるわけではない。1960年以降、ISM製造業景況指数が過去3カ月平均を下回るがまだ55を超えている場合、その後12カ月のリターンは平均して10%を計上している。

また過去のデータは、堅調な企業モメンタムと投資家のセンチメントの冷え込みが同時に起こったときは、株式が力強く上昇することを示している。1987年以降、全米個人投資家協会の月次調査で「強気」が21%を下回り、ISM製造業景況指数が55を上回っているときには、その後12カ月間のS&P500種株価指数のリターンは平均20%を超えている(全期間の平均リターンは10%)。

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	インフレ懸念が後退する。主要中央銀行は金融緩和を徐々に縮小するが、市場が予想するペースより緩やかとなる。	米国のインフレ率は2022年前半がピークとなり、その後徐々に鈍化し、2022年末までに2%に向けて減速する。主要中央銀行は金融緩和を縮小するが、緩和姿勢は維持する。米連邦準備理事会(FRB)は2022年3月までにテーパリング(量的緩和の縮小)を完了し、市場の思惑通り利上げに踏み切り、また2022年内に量的引き締めに移行する。	高インフレ率が長期化する。エネルギー価格は少なくとも2022年半ばまで高止まりする。FRBは市場の予想を上回るペースで利上げを実施し、また量的引き締めを急ぐ。	
	経済成長	経済成長率は潜在成長率を上回る高い水準を維持する。	経済成長率は徐々に減速するが、年内は潜在成長率を上回る水準を維持する。	主要中央銀行による積極的な金融引き締めにより世界の経済成長が減速し、2022年を通じて潜在成長率を下回る水準が続く。	
	新型コロナ	次に発生する変異株の毒性は一般的な風邪と同程度となる。デンマークが2月からすべてのコロナ関連制限措置を撤廃したのに続き、先進諸国は2022年後半には行動制限を撤廃する。	パンデミックからエンデミック(特定の地域で繰り返し発生する状態)へと徐々に移行し、各国で経済活動の再開が進む。	次に発生する変異株はオミクロン株より毒性が増す。人々の不安感がぬぐえず、消費が完全には回復しない。	
	中国	北京オリンピック終了後に新型コロナ関連の規制が解除され始める。規制による締め付けや不動産市場の資金繰り問題が緩和される。	経済成長率は安定して推移する。中央銀行は経済支援策を継続する。2022年後半に新型コロナ関連の規制が解除され始める。	オミクロン株の感染拡大を抑え込むことができない。経済活動の再開が11月の共産党大会後まで先送りされる。不動産市場の資金繰り問題が拡大する、または規制がさらに強化され、経済成長のさらなる重しとなる。	
	地政学的情勢	ウクライナ危機が緊張緩和に急転する。	ウクライナ危機の激化はロシアから欧州へのエネルギー供給の途絶やエネルギー価格の長期にわたる急騰にはつながらない。	ウクライナ危機がさらに激化し、ロシアから欧州へのエネルギー供給の途絶やエネルギー価格の急騰を招く。ブレント原油価格が1バレル当たり125米ドルを超える水準が6か月以上続く。	
資産クラスへの影響	現在値*				
(2022年12月末の予想)	S&P500種株価指数	4,179	5,100	4,800	3,700
	ユーロ・ストックス50指数	3,817	4,600	4,300	3,400
	MSCI新興国指数	1,207	1,350	1,250	1,000
	米国投資適格債スプレッド**	94	45bps / +1%	80bps / +1%	150bps / +2%
	米国ハイイールド債スプレッド**	372	270bps / +6%	350bps / +4%	550bps / -1%
	EMBIグローバル・スプレッド**	414	300bps / +6%	370bps / +4%	550bps / -3%
	ユーロ/米ドル	1.11	1.20	1.13	1.07
	金(Gold)	1,927	USD 1,400-1,500/oz	USD 1,700/oz	USD 1,900-2,000/oz

* 2022年2月24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、2022年2月現在

投資アイデア

今は株式市場に対して悲観的になる時期ではないと考える。

上記予想を踏まえ、今は株式市場に対して悲観的になる時期ではないと考える。特に長期投資家であれば、投資を継続し、徐々にポートフォリオを入れ替えることに主眼を置くことが重要だと考える。

結論としては、今は、1)選別を強める、2)ポートフォリオのヘッジを検討する、3)長期投資機会を模索する時期だと考える。

行動	投資アイデア	
株式市場のポジションを選別する	世界経済の成長から恩恵を受ける勝ち組を買う	まだ力強い経済成長を背景に、エネルギーや金融といったバリューおよび景気敏感セクターと、ユーロ圏株式、ならびにコモディティ全般の推奨を継続する。ウクライナ危機がエネルギー供給に与える影響が足元で不透明であることから、エネルギー株とコモディティはポートフォリオの中で地政学リスクに対する重要なヘッジとしての役割を果たすと見込まれる。
	中国に投資機会を探る	アジアでは他の市場よりも中国株式を推奨する。中国では金融緩和が進んでおり、年後半には経済成長が加速する見込みで、バリュエーションも相対的に魅力的であり、利益成長も改善しつつある。また中国市場は、地政学リスクや米国の金利上昇といったグローバル・リスクの影響を比較的影響を受けにくく、ポートフォリオにおける魅力的な分散投資先になると考える。
ポートフォリオのヘッジを検討する	金利上昇に備える	金利が上昇すると金利収益が増加することから、金融セクターは一般的に金利上昇の恩恵を受ける。またバリュー・セクターは、金利上昇局面で売られやすいテクノロジー株などグロース・セクターをアウトパフォームすると予想する。債券については、米国シニアローンの変動利付資産であり、金利上昇に対する一定のプロテクションになるとみている。
	防御を強化する	不確実性の高い状況が続くことから、景気敏感セクターと、ディフェンシブなセクターや戦略とのバランスを図ることを検討できる。グローバル・ヘルスケアは推奨するディフェンシブ・セクターである。また、配当戦略、ダイナミック・アロケーション戦略も、ポートフォリオ全体のリスク調整後リターン特性を改善する魅力的な手段だ。
	米ドル高に備えたポジションをとる	米ドルは、地政学的な不確実性や、金融市場で「リスクオフ」センチメントが高まった場合に上昇することが多い「安全」通貨である。また、今年には米国で利上げが見込まれていることも、今後数カ月米ドルを下支えする可能性がある。したがって、米ドルは現在、戦術的に魅力的な為替ポジションであるとみている。
	オルタナティブ資産により分散を図る	株式と債券以外に分散することで、ポートフォリオ全体のボラティリティを抑えることができる。ヘッジファンドやその他オルタナティブ資産(プライベート市場、世界各国の不動産直接投資など)のポジションを推奨する。
長期的な投資機会を模索する	カーボン・ネットゼロに向けたポジションをとる	グリーンテック、空気浄化、炭素削減戦略と、伝統的なコモディティやその生産業者への投資を組み合わせたことが、炭素排出量ネットゼロに向けた世界的な潮流に対する現実的な分散投資方法であると考えられる。
	ハイテク銘柄のボラティリティを捉える	金利上昇による逆風は受けるものの、ハイテク・セクターの利益見通し全般は依然として底堅いと考える。特に、人工知能(AI)、ビッグデータ(Big Data)、サイバーセキュリティ(Cybersecurity)という3つの基盤技術(ABC技術)にエクスポージャーを持つ企業に上値余地がある。

出所:UBS (2022年2月現在)

図表およびシナリオは例示のみを目的としたものです。過去のパフォーマンスと将来予測は将来のパフォーマンスを示すものではありません。巻末の重要免責条項をご覧ください。



Mark Haefele
最高投資責任者
Global Wealth Management

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、インフレや金利の見通し、値動きの激しい市場でリターンを見いだす方法について議論が交わされた。

- 供給面の混乱や、エネルギー移行などの構造的トレンドを踏まえると、インフレ率が高止まりする可能性があるという点で大半の参加者は同意した。コモディティはポートフォリオをインフレから防御する優れた投資先であるだけでなく、地政学的緊張が高まる中では重要なヘッジとしての役割を果たすとの意見が挙げられた。
- 世界の経済成長率は鈍化する見通しだが、米国の利上げが迫る中でも依然としてプラス成長を維持することが期待される。ポートフォリオにおける債券の分散効果は薄れているが、ハイイールド債など一部の分野には投資機会があると指摘する参加者もいた。
- 足元の市場動向が株式バリュエーションに重石となっており、株式に対して中立に移行することを推奨する参加者がいる一方、忍耐強く、リターンが回復するのを待つとする参加者もいた。また、バリュー株、新興国債券、中国株式、コモディティに投資機会を見いだす参加者もいた。

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