

株式を推奨から中立に引き下げ

UBS House View - CIO Alert

Mark Haefele, Global Chief Investment Officer GWM, UBS AG

我々のポジション

ロシアのウクライナ侵攻によって、株式市場の見通しの不透明性が高まった。背景にある不透明要因として、プーチン大統領の意図、追加制裁の範囲、軍事衝突の行方、北大西洋条約機構(NATO)非加盟国の国防方針、中国の態度、コモディティ価格、世界経済成長、インフレ率、中央銀行の政策などが挙げられる。

よって、先行き不透明性の高まりから、実現可能なシナリオの幅が、楽観・悲観の両方向に広がってきている。我々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ているものの、リスク・リターン特性が明白ではなくなっていることから、我々は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する。

我々はグローバル・エネルギー株と米ドルの推奨を継続する。どちらも短期的にポートフォリオのヘッジとして効果的な役割を果たすと考えからだ。ユーロ圏株式は中立に変更する。域内の不透明性が高まっており、経済成長と企業業績予想が下方修正される可能性があるからだ。アジアでは、中国株式を推奨する。

地政学的イベントは、歴史の流れを変えたものでさえ、市場に長期的なダメージをもたらすことは滅多にない。このことは、株式への長期エクスポージャー維持の根拠となる。しかし、相場の変動が激しく、先行きが不透明であるため、投資家はポートフォリオの資産配分を見直し、長期の戦略的資産配分目標に合わせた株式保有に戻すことを勧める。

また今は、投資家が資産運用計画を見直す重要な時でもある。Liquidity, Longevity, Legacy 戦略(流動性戦略、老後戦略、資産承継戦略)アプローチの一環として、今後 3~5 年の支出を賄うのに十分な Liquidity 戦略を策定することで、投資家は短期の支出ニーズを満たす用意ができる。またパニック売りや強制決済のリスクを軽減するとともに、株式市場が回復し、今後数カ月後や数年後に過去最高値を更新するまで十分な時間をかけて投資を続けることができる。

今後の市場シナリオ

以下に、我々の戦術的投資期間における市場シナリオ分析を記した。軍事衝突の行方とプーチン大統領の政治的目的が不透明な状況が続くそうだが、ロシアのウクライナ侵攻およびロシアへの制裁がコモディティ価格に及ぼす潜在的影響に注視することが効果的な現実策だと考える。コモディティ価格は目に見えて確認でき、世界経済に直接影響を与えるからだ。

また、我々は解説のために基本シナリオ、悲観シナリオ、楽観シナリオに区分して紹介しているが、実際の結果はもっと複雑なものになる可能性が高い。そして、前述のように、さまざまな要因で不確実性が極めて高まっている時は、特定のシナリオの実現に高い確信を持つべきではなく、幅広いシナリオの実現に備えるべきだと考える。

基本シナリオ:

我々の基本シナリオでは、コモディティ価格、特にエネルギー価格が短期的に高止まりするが、2022 年後半にかけて下落すると予想する。これが実現するのは、夏までに停戦となり、NATO とロシア間の非難の応酬が沈静化する場合だ。

このシナリオでは、制裁によって、エネルギーの流れが突如強制的に止まるというよりは、世界のサプライチェーンからロシアが段階的に排除されることになると予想する。この場合のブレント原油価格予想は、6 月時点で 1 バレル当たり 125 米ドル、9 月時点で同 115 米ドル、12 月時点で同 105 米ドルと想定する。

数カ月にわたるコモディティ価格上昇は、経済成長と企業利益にマイナスの影響を及ぼす可能性が高い。しかし我々は、2022 年は一般的に企業利益成長が好調に推移するとの予想を維持する。年末までに状況が安定すれば、現在織り込まれている地政学リスクプレミアムが低下し、2023 年の企業業績は概ね影響を受けることはなさそうだ。

このシナリオでは、インフレ率も年末までに低下すると予想されるが、当初の見込みよりも時期は後ずれし、中央銀行は段階的な利上げが可能になる。食品とエネルギーは目につきやすいが、それらは先進国の消費支出の中では比較的小さな割合を占めるに過ぎないことを覚えておくといだろう。

企業業績は概ね安定的に推移すると予想され、地政学リスクプレミアムが低下すれば、このシナリオでは年末までに株価は上昇するだろう。2022 年末までの S&P500 種株価指数の予想値は、現在の水準より 10%程度高い 4,800 である。

悲観シナリオ：

我々の悲観シナリオでは、コモディティ価格が大幅に上昇し、物価が長期に亘って高止まりすると予想する。これが実現するのは、戦争の長期化がコモディティ供給の広範な混乱を直接引き起こすか、制裁によってロシアからの輸出が突然止まる場合だ。このシナリオでは、原油価格が 1 バレル当たり 150 米ドルを上回り、欧州ではガスが配給制になるかもしれない。

このシナリオが実現すれば、2023 年にかけて、欧州の経済成長と企業業績に大きなマイナスとなるだろう。また規模は小さくなるにしても、米国の経済成長と企業業績にもマイナスの影響が及ぶと予想する。このシナリオは「スタグフレーション」のリスクも高める。インフレ率の上昇が長期間続くなか、賃金・物価スパイラルが起こる可能性が高まる。それによって中央銀行は、すでに経済成長が鈍化しているにもかかわらず、積極的に利上げを実施することになる。

企業業績予想の下方修正と、高い地政学リスクプレミアムの継続は、グローバル市場の一段の下落を意味する。このシナリオでの S&P500 種株価指数の予想値は、現在の水準より 15%程度低い 3,700 である。

市場の下振れリスクは、NATO 軍が紛争に直接介入するなど、戦闘状況が深刻化した場合にさらに高まるだろう。具体的には、ロシアが他国の領土を侵略した場合や、スウェーデンやフィンランドの NATO 加盟の選択に対して軍事的対応が行われた場合だ。

楽観シナリオ：

我々の楽観シナリオでは、コモディティ市場の混乱は短期で終わり、市場の不確実性は直ちに解消される。これが実現するのは、戦争による深刻な人的・経済的コストが高すぎると判断され、停戦合意が数週間以内に成立する場合だ。

極めて重要なことだが、このシナリオは戦争による人的被害の拡大を防ぐ。市場の観点から見ると、コモディティ供給の混乱が比較的短期で終わることで、世界経済成長とインフレへの全体的な影響が制限される。また先々の見通しが明確になることで、市場のリスクプレミアムが低下するだろう。

オミクロン株関連の行動規制解除を受けて、サービス消費支出の回復が見込まれるなか、このシナリオでは堅調な世界経済成長が期待される。インフレ率も年末までに低下するとの前提に基づき、年末時点の S&P500 種株価指数は、現在の水準より 17%程度高い 5,100 を予想する。

投資推奨

不確実性が高まっている現在の環境において、投資家にはポートフォリオが市場のボラティリティを切り抜けられるように備えることを勧める。

- ・ **分散化されたポートフォリオを維持する。** 地域、セクター、資産クラスの分散化を行うことで、投資家はロシアのウクライナ侵攻に関連した固有のリスクや世界各地で燃る他の政治リスクへのエクスポージャーを減らすことができる。
- ・ **ヘッジを検討する。** 供給混乱のリスクが広がるなか、さまざまなコモディティがポートフォリオにとって有効な地政学リスクのヘッジになりうると考える。我々が推奨するエネルギー株も、コモディティ価格が一段と上昇した場合に恩恵を受けるだろう。投資家はまた、ヘッジファンドやプライベート市場、世界各国の不動産直接投資など、ポートフォリオにオルタナティブ資産（代替資産）を追加することも選択肢として検討できる。
- ・ **長期的視点を持ち続ける。** 上記のように、歴史的に見て、地政学的イベントの市場への影響は、比較的短期で終わる傾向がある。長期投資テーマへのエクスポージャーを獲得することで、短期の相場変動に惑わされず、早まった行動を取らずにすむ。我々が推奨するテーマには、ABC 技術（人工知能(AI)、ビッグデータ(Big Data)、サイバーセキュリティ(Cybersecurity)）や、グリーンテックといった脱炭素社会への移行に関連する投資などがある。

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ます。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ます。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