

先行き不透明感の中でも投資を継続

Weekly Global

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

今週の要点

ヘッジ・ポジションを構築しながら投資を継続

ロシア・ウクライナ情勢、対ロシア制裁の度合い、エネルギー価格の上昇に対する各国中銀の対応を巡る不透明感が継続する中、株式およびコモディティ市場は値動きの荒い展開が続いている。3月9日のS&P500種株価指数は2.6%上昇、一方ブレント原油価格は13%下落した。この日の相場にはウクライナとロシア間の交渉が停戦に向けて進展することへの期待感が織り込まれた。

外交交渉への期待感が一進一退する中、先週のS&P500種株価指数は下落したが、株式のボラティリティ(変動率)が高いということは、相場の潮目があつという間に変わり得ることを意味する。また、今回のウクライナ危機に際して単にリスク資産を売却するという戦略は最善ではないとの我々の見方を裏付けるものでもある。

だが、先行きの見通しにくさや、ブレント原油が先週1バレル当たり106~139米ドルで推移するなどコモディティ価格が高止まりしている状況を踏まえ、我々は株式の投資推奨を中立としている。株式を長期戦略配分よりもオーバーウェイトにしている投資家は、ポジションを戦略配分目標まで引き下げるのが妥当だろう。また、現在の環境下でポートフォリオの防御を高める方法は他にもある。

例えば、ロシアおよびウクライナからのコモディティ供給途絶リスクに関するニュースが注目される中、幅広いコモディティがポートフォリオのヘッジ手段として効果を発揮すると考える。また我々が引き続き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すればその恩恵を受けるだろう。

さらに、グローバル・ヘルスケア・セクター、ダイナミック・アセット・アロケーション戦略の活用なども、ポートフォリオのボラティリティを抑える手段となるとみている。有事に買われる安全資産の米ドルも、短期的には有効なポートフォリオ・ヘッジとして機能するだろう。

要点: 防御を固めつつも、長期投資を継続することを推奨する。

エネルギー安全保障への注目が長期的に高まると予想

西側諸国がロシア産エネルギーへの依存度を引き下げる方向で動いている。米国はロシア産原油の輸入を禁止し、英国は2022年末までに輸入を停止すると発表した。ロシアのコモディティ輸出が直接制裁対象となったのはこれが初めてだ。欧州連合(EU)は年末までにロシア産のガス輸入を3分の2程度減らす目標を発表した。

こうした措置の直接的な目的はロシアに対する圧力を強めることだが、エネルギー価格の上昇により、多くの国々がエネルギーの輸入依存度を減らすという長期目標に注力する契機ともなるかもしれない。これが太陽光発電や風力発電など国内で生成できる再生可能エネルギー投資を加速させる可能性がある。よって、エネルギー自給に向けた取り組みは、炭素排出量削減に向けた長期的な目的と合致する。

再生可能エネルギーに加えて、エネルギー効率やデジタル化といった主要分野への投資も拡大している。これらもまた、電化やバッテリーとともに、輸入化石燃料への依存度を下げるのに役立つ。バイオエネルギーも有望だ。

要点: エネルギー移行を捉えるポジションを勧める。

今週の動き

- FRBはエネルギー価格の上昇にどう対応するか?** FRBは15~16日に開催されるFOMCで、2018年以降初めて利上げに踏み切る見通しだ。市場の注目はFOMC後の声明に集まるだろう。ウクライナ危機を受けて物価の上昇と需要の後退のどちらを重視するのか、投資家は注目している。
- ロシアとウクライナの停戦交渉に進展はあるか?** 先週は両国に歩み寄りの兆候が見られた。3月11日にロシア軍のウクライナ侵攻後初めて両国の外相会談が行われ、その際は進展はなかったものの、3月14日にウクライナのゼレンスキー大統領が停戦交渉に再び前向きな姿勢を示した。投資家は今後、停戦交渉が仲介される兆しに期待するだろう。
- コモディティの需給混乱は高まるか?** 米国と英国がロシア産原油の輸入禁止に動く一方、EUは長期的にロシア産ガスへの依存度を引き下げる計画を発表した。ロシアのウクライナ侵攻に対する世論の反発が高まるにつれて、こうした禁止措置は拡大されるか、一段と強化される可能性がある。ロシアも報復として欧州へのガス供給を止める可能性に言及しており、こうした動きが欧州経済に著しい打撃となり、世界的なスタグフレーション(経済後退と持続的な物価上昇が併存する状態)の恐れが高まりかねない。

インフレリスクと金利上昇リスクに対応する

ロシア・ウクライナ情勢が経済成長と中央銀行の金融政策に与える影響は、重要な不透明要因だ。2月の米消費者物価指数(CPI)は1982年以来最も高い前年同月比7.9%の上昇となり、新型コロナによる供給制約による影響がいまだに払拭されていないことが浮き彫りになった。

インフレ圧力は数カ月中に弱まると予想していたが、ウクライナ情勢に伴うコモディティ価格の急騰で先送りされそう。年初からさまざまなコモディティ指数のトータルリターンが軒並み19~26%上昇しており、エネルギー、食品、原材料価格に影響が及んでいる。

今週は米連邦公開市場委員会(FOMC)が開催される。米連邦準備理事会(FRB)が物価上昇にどう対応するか、また、FRBは物価上昇をさらなるインフレの脅威と見るのか、あるいは需要に対するリスクと捉えるかが明らかになるだろう。

ウクライナ情勢に伴う不確実性から、利上げペースが変わる可能性も考えられるが、長い目で見てさらなる利上げが必要なのは明らかだ。よって投資家は、長年にわたる低金利・低インフレを経て、今後は新たな金利・インフレ環境に備えたポートフォリオを構築しなければならない。

インフレ率の上昇と実質マイナス金利という環境下では、投資資産を売却してキャッシュで保有するのは逆効果だろう。むしろこうした環境下でアウトパフォームする投資対象を推奨する。

要点: 利回りが魅力的で、利上げ局面でプロテクション効果を発揮する変動利付きの米国シニアローンへの投資を検討できる。株式市場では、通常利上げは金融銘柄の追い風となり、またバリュー株はグロース株をアウトパフォームする。

深読み

先行き不透明感の中で投資を継続

Mark Haefele

チーフ・インベストメント・オフィサー

何が起きたか？

先週は、米インフレ指標の上昇、金融引き締め加速の見通し、ウクライナ危機への懸念から S&P500 種株価指数が 2.9% 下落した。市場ボラティリティ(変動率)は高止まりしており、S&P500 種は 3 月 7 日に 1 日の下落率としては 2020 年 10 月以来の水準を記録したが、3 月 9 日には大きく反発し 1 日で 2.6% 上昇した。

2 月の米消費者物価指数(CPI)は前年同月比で 7.9% 上昇し、1982 年以來の高水準となった。変動の大きい食品・エネルギーを除くコア CPI は 6.4% 上昇し、米連邦準備理事会(FRB)の物価目標 2% を 3 倍以上上回る水準に達した。前月比でも、総合指数が 0.8%、コア指数が 0.5% それぞれ上昇した。

CPI の発表後、3 月 15~16 日には米連邦公開市場委員会(FOMC)の会合が控えている。今回の会合では 2018 年以來となる利上げの開始を決定すると予想されている。今週はイングランド銀行(英中銀)も金融政策委員会を開催する予定である。

先週は欧州中央銀行(ECB)も債券購入プログラムの縮小加速を発表し、利上げへの地ならしを行った。

ECB 理事会はロシアのウクライナ侵攻は「欧州の分水嶺」となったとの認識を示し、「物価と金融の安定の確保に必要ならいたる措置でもとる」と述べた。

先週はロシアとウクライナの外相会談が行われたが、停戦に向けた進展は見られなかった。ロシアが領土権の主張を広げないことを示唆し、またウクライナが中立性をロシアと議論する用意があることを示したことから、週初に外交上の進展の可能性について楽観的な見方が高まったが、結局実現しなかった。

この状況をどう解釈するか？

ウクライナ情勢悪化による経済への影響懸念から、中央銀行が金融引き締めのペースを緩めるのではとの見方が浮上していたが、先週の物価指標の発表や金融当局の発言を受けてそうした見方は後退した。

2 月の米インフレ指標はコモディティ価格が直近急騰する前の期間のデータであり、FRB が利上げペースを落とす可能性は低いであろう。尚、足元市場が織り込む年内の利上げ回数は約 7 回となっている。

比較的タカ派的な ECB のコメントも年内の利上げ開始の見通しと整合するものである。

結論として、中央銀行は過去数年にわたり株式市場へのショックを和らげることに成功してきたが、足元の新たなリスクに対しては政策の選択肢が限られていると言えよう。

ウクライナ危機については、外交上の進展に対する期待が引き続き揺れ動いている。我々の基本シナリオでは、夏までに停戦となり、ロシアと北大西洋条約機構(NATO)の非難の応酬は沈静化するとみているが、結果およびその時期については予測が困難である。

プーチン大統領の狙い、今後の制裁の範囲、軍事衝突の行方、NATO 非加盟国の防衛政策など、多くの要因について引き続き不確実性が高まっている。

またウクライナ危機によりコモディティ価格、世界の景気・物価、中央銀行の金融政策についても不透明感が強まった。

投資見解

我々は単純にリスク資産を売却することはウクライナ危機への対応として最善ではないと考える。しかし、不確実性が高まる環境下、株式の保有比率が長期の戦略的資産配分を超えている投資家には、株式の配分を中立に戻し、ヘッジ戦略を組み入れることを勧める。

特に次のような投資行動を勧める。

1. **インフレと利上げのリスクに備える。** 今週は、FRB がウクライナ危機にどう対応し、物価上昇をインフレの一段の脅威としてみるか、または需要のリスクとしてみるか、さらなる指針が得られるであろう。

ウクライナ情勢を巡る不確実性が高いことから利上げペースが変更される可能性も考えられるが、長期的には利上げが必要なことは明らかである。

そのため、長年にわたる低金利と低インフレの時代を経て、投資家は新たな金利・インフレ環境に備えたポートフォリオを構築する必要があるだろう。全ての投資資産を売却し、キャッシュを保有することは、高インフレと実質利回りがマイナスの環境下では得策ではないと考える。

その代替として、我々はこうした環境下でアウトパフォームする投資を推奨する。例えば、米国シニア・ローンには、魅力的な利回りを提供し、変動金利によりFRBの利上げに対して一定のプロテクションも期待できる。

株式市場では、通常金融株は利回り上昇の恩恵を受け、またバリュー・セクターはグロース・セクターをアウトパフォームする傾向が見られる。

2. ポートフォリオのヘッジを強化する。 足元の環境下、ポートフォリオのディフェンシブ性を高めるには、株式の配分を中立に戻すこと以外にも別の方法が考えられる。

コモディティ全般が効果的なヘッジとして引き続き機能すると考える。我々が現在推奨しているエネルギー株も、コモディティ価格がさらに高騰した場合に、その恩恵を受ける可能性が高い。

また、グローバル・ヘルスケア・セクターやダイナミック・アセット・アロケーション戦略などもポートフォリオの変動性を軽減する手段として検討できる。短期的には米ドルも効果的なヘッジとして機能すると考える。

3. エネルギー移行を捉えるポジション。 米国はロシア産原油の輸入禁止に踏み切り、EUもロシア産天然ガスへの依存度を下げる計画を打ち出した。各国の動きはエネルギー安全保障と自給への取り組みの重要性が高まっていることを示すものであり、こうしたトレンドはウクライナ危機により拍車がかかっている。エネルギー自給の動きは炭素排出量削減への長期的な取り組みとも合致することから、グリーンテック、空気浄化・炭素削減技術への投資に追い風になると考える。

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