

米引き締め加速と株価上昇は矛盾せず

Weekly Global

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

今週の要点

株式市場は停戦期待で反発も、見方は慎重に

ロシアとウクライナの停戦合意に対する期待が高まる中、先週の世界の株式市場は反発した。S&P500種株価指数は6.2%上昇、ストックス欧州600指数は5.4%上昇し、ロシアのウクライナ侵攻開始以降の下落分を一部取り戻した。

市場の反発要因となったのは、ウクライナのゼレンスキー大統領が停戦交渉について「現実味を帯びてきた」と述べ、ロシアのラブロフ外相が「妥協点に向けていくぶん期待が持てる」と述べたことだ。

だが、停戦合意の行方はまだ不透明だ。ウクライナの安全保障のために西側諸国がどのような形で保証を提供し、ロシアの占領地域をどうするかが合意に向けた障害になるだろう。不確実性は極めて高いことから、相場上昇の一方に掛けるのではなく、株式市場の中でも領域によって選別的にオーバーウェイトとアンダーウェイトとに分け、株式全体への資産配分は中立とすることを勧める。

不確実性が高まる環境下では、ベンチマークの資産配分に沿って投資を継続することを基本とし、ポートフォリオを分散し、下落へのプロテクションを講じ、長期リターンに注力することを勧める。

要点: このところの株式市場の反発は、投資家の地政学的リスクに対する認識が変われば相場の潮目があつという間に変わり得ることを示すものだ。これはまた、単純にリスク資産を売ることはウクライナ危機への対応として最善策ではないとする我々の見解を裏付けるものでもある。投資資産を売却するよりも、ヘッジを強化し、長期的視点に立つて運用を行うことを勧める。

FRBの引き締め加速と株式市場の上昇とは矛盾せず

米連邦準備理事会(FRB)は2018年以来となる利上げの開始を決定し、今後引き締めペースを加速させる可能性を示唆した。米連邦公開市場委員会(FOMC)メンバーの年内の利上げ回数の予想中央値は足元7回となり、残りの全ての会合で利上げが行われると想定されている。政策金利の見通しを示すドット・チャートでは、来年も3回の利上げが予想されており、中立金利(政策金利の長期的な到達地点)を上回ることとなる。

これは想定以上にタカ派的な内容であるが、利上げ決定当日の株式市場は2.2%上昇した。この利上げと株価上昇の動きは、以下の通り矛盾するものではないと考える。

第1に、FRBはインフレ・ファイターとして信認を再び築きつつある。これは長期の経済成長にとってポジティブなこととみている。市場は先手を打つためのFRBの取り組みをまずは好感したようだ。市場の長期インフレ期待を示す5年先5年物フォワード・インフレーション・スワップは、利上げ決定後に2.65%から2.51%まで低下した。

第2に、イールドカーブのフラット化(平坦化)は景気リスクが高まっていることを示唆するものではあるが、市場が当面の景気後退の可能性を示唆しているわけではない。2年債/10年債のイールドカーブは依然として右肩上がりの傾きを示しており、利回り格差は約20ベーシスポイント(bp)と逆イールドにはまだ距離がある。しかも、逆イールド化から景気後退に至るには長いタイムラグがあり、それも9カ月から34カ月と幅広い。

今週の動き

- ロシア・ウクライナの停戦交渉は進展するか？** ウクライナ紛争の外交的解決への期待感が先週の株式市場の押し上げ要因となった。今週は停戦合意に至るかどうかが注目される。
- FRB高官は利上げ見通しについてさらなる糸口を発信するか？** FRBが2018年以来の利上げに踏み切った今、投資家はFRB高官からのさらなるガイダンスに注目するだろう。来週はシカゴ連銀のエバンス総裁、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、リッチモンド地区連銀のバーキン総裁などの講演が予定されている。高インフレが長引くとの見方が広がっているが、FRBが景気後退を招くようなペースでの金融引き締めは行わないことを投資家は期待している。
- 中国は経済・市場への支援策について具体案を打ち出すか？** 中国政府は経済と株式市場の安定化に向けた措置を打ち出す方針を示した。投資家は最近の中国株式市場の低迷要因となった様々な逆風に対する具体的な対応が公表されることを期待している。また市場は中央銀行による追加金融緩和策に注目している。

第 3 に、株式市場のリターンは利上げサイクルの初期段階ではプラスとなる傾向がある。1983 年以降、最初の利上げから 6 カ月間の S&P500 種株価指数の平均リターンは 5.3%であった。

要点: 以上から、投資家には利上げに備えつつ、株式市場への投資を継続することを勧める。既存のリスク資産に対してヘッジ戦略を講じ、選別した株式エクスポージャーを保有することを推奨する。

市場に好ましい政策示唆を受け、中国の見通しはポジティブ

中国株式市場は 3 月 16 日に急上昇し、1 日の上げ幅としては 2008 年以降で最大の水準を記録した。国務院がハイテク企業への規制、米国預託証券(ADR)の上場廃止の恐れ、景気減速など、投資家が懸念する主な問題に取り組むことを約束したことが好感された。同日は MSCI 中国指数が 14.5%上昇し、香港市場に上場する中国本土企業で構成されるハンセン中国企業指数が 12.5%上昇した。

我々は、中国の規制による締め付けと景気減速の最悪期はほぼピークを迎えたとの見方をしばらく前から示してきた。直近の様々な政策発表は、転換点が近いという我々の見方を裏付けるものである。中国政府は現在、経済と市場の安定に重点を置こうとしていると我々はみている。

中国政府は金融市場を後押しし、景気拡大を促す政策(2022 年の財政支出の 8.4%拡大など)を打ち出すことを約束した。中国政府によると、中国企業の ADR を巡る米国との協議が進展を見せており、中国ハイテク企業への規制による締め付けは「まもなく」終わると述べた。

銀行の融資拡大を促すため、年内にあと 1~2 回の預金準備率の引き下げと、5~15bp の政策金利の引き下げもあると我々は見込んでいる。これは、直近開催された全人代で、2022 年の経済成長率が比較的野心的な「5.5%程度」(大半の市場関係者は 5%と予想)と発表されたことと平仄が合うものである。

要点: アジア戦略の中では、中国の推奨を維持する。MSCI 中国指数の今年のリターンは10%台中盤を予想する。

米引き締め加速と株価上昇は矛盾せず

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)は 2018 年以来となる利上げの開始を決定し、FRB の高官は 5 月以降の FOMC で引き締めペースを加速させる可能性を示唆した。FOMC メンバーの利上げ回数の足元の予想中央値は年内が 7 回、来年が 3 回となっており、これは中立金利を上回る水準だ。

今回の FOMC は想定以上にタカ派的と受け止められたが、利上げを決定した 3 月 16 日の S&P500 種株価指数は 2.2% 上昇した。買い戻しはその後も続き、同指数の先週のリターンは +6.2% となった。株式市場のこうした動きは、以下の観点から、整合性を持って説明できると考える。

FRB はインフレ・ファイターとして信認を再び築きつつあり(その後インフレ期待は低下)、パウエル議長は米国経済が堅調で利上げに十分耐えうるとの認識を表明した。新しいドット・チャート(FOMC メンバーが予想する政策金利の予想分布)では、年内の利上げ想定回数は 7 回となり、市場が織り込む回数と一致した。パウエル議長は、今後 FRB は物価の安定に注力すると表明した。市場は先手を打とうとする FRB の姿勢をひとまず好感したようである。市場の長期インフレ期待を示す 5 年先 5 年物フォワードレート・インフレスワップは、利上げ決定後に 2.65% から 2.51% まで低下した。

FOMC では、経済は堅調な拡大を続け、マクロ経済指標は「力強さを増し続けている」との景気判断が示された。パウエル議長は労働市場は「非常に逼迫している」と述べた。

イールドカーブのフラット化は、当面の景気後退の可能性を市場が予想していないことを示唆している。米国国債の 5 年債 / 10 年債のイールドカーブは一時逆イールド化し、景気減速と景気後退のリスクが高まっていることを示唆している。市場は足元で 2024 年の利下げを織り込み始めている。過去 70 年において、2 年債 / 10 年債の逆イールド化はいずれの景気後退局面の前にも出現した現象である。米国債のイールドカーブは年初の約 90bp から約 20bp までフラット化が進んだが、依然として右肩上がりの傾きを維持しており、今後は徐々にステープ化(急勾配化)すると我々は予想する。

過去の経験則では、景気後退は逆イールド化の後に生じるが、その間には長いタイムラグがあり、その期間もばらつきが大きい。景気後退は逆イールド化から平均すると 21 カ月後に始まっているが、タイムラグは 9 カ月から 34 カ月と幅広い。1965 年以降、2 年債 / 10 年債の逆イールド発現後 12 カ月間の S&P500 種のリターンは平均して +8% となった。

株式市場は多くの場合、利上げサイクルの初期段階では上昇する。通常、株式市場のリターンは利上げサイクルの初期段階ではプラスとなる。1983 年以降、最初の利上げ後 6 カ月間の S&P500 種の平均リターンは 5.3% であった。

FRB は依然として景気の軟着陸を目指していると考えられる。物価上昇率が前年同月比で 8% に近いことから、FRB は当然ながら物価の安定に注力している。しかし、我々の想定どおりにインフレが沈静化し、景気鈍化の兆候が見え始めると、FRB の焦点は雇用の最大化という責務に再び向けられる可能性がある。

以上を総合すると、投資家は利上げに備える必要があるが、株式市場への投資は継続することを勧める。既存のリスク資産に対してヘッジ戦略を講じ、銘柄選別をより一層重視することを推奨する。エネルギー株はウクライナ危機に起因するリスクへのヘッジ機能を発揮すると期待される。また、金融株とバリュー株は利上げ局面でアウトパフォームする傾向がある。

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