

株価急落、引き締め加速懸念で

UBS House View - CIO Alert

Mark Haefele, Global Chief Investment Officer GWM, UBS AG

何が起きたか？

S&P500種株価指数は22日(金曜日)、金融引き締めペースの加速、中国の景気鈍化、ウクライナ情勢悪化等に対する投資家の懸念が高まり、2.8%下落した。同指数は3月末から約6%下落している。

相場下落の背景には、米連邦準備理事会(FRB)のパウエル議長が21日、5月の米連邦公開市場委員会(FOMC)で50ベースポイント(bp)の利上げが「検討される」予定であり、米国の労働市場は「持続不可能なほど過熱している」と述べたことがある。この発言でFRBが金融引き締めペースを一段と加速するとの思惑がさらに広がり、先物市場は5月、6月、7月の次回3会合で50bpの利上げが行われる確率をほぼ100%と織り込んだ。年末のフェデラルファンド(FF)金利の市場予想は先週、2.47%から2.83%に上昇し、利上げによる景気後退入りを懸念する声が強まっている。金曜日の債券市場は前日比ほぼ変わらずで引けたが、先週は米国2年国債利回りが23bp上昇して2.68%、米国10年国債利回りが7bp上昇して2.9%となった。欧州中央銀行(ECB)高官の発言もタカ派に傾いており、デギンドスECB副総裁は先週、7月からの利上げも「ありうる」と述べた。

中央銀行のタカ派コメントに加え、金曜日に発表された4月の米総合購買担当者景気指数(PMI)速報値でも、製造業およびサービス業の両部門で投入価格の上昇が鮮明になった。インフレはピークアウトしつつあるとの見方に反して、同指数を算出するマークイットのプレスリリースでは「投入価格が急騰する中、製造業およびサービス業はともに産出価格が統計開始以来の高水準となった」と述べている。

一方、米国の2022年1-3月期の決算シーズンが総じて好調なスタートを切ったことは支援材料である。S&P500企業の25%がこれまでに決算を発表し、その内8割が利益予想を上回った。全体で見ると、利益が予想を6%上回り、4-6月期の見通しは横ばいである(下方修正した企業はない)。だが注目企業の中には失望を誘う決算も見られた。動画配信大手は会員数が減少に転じたため、決算発表後に株価が3割強下落した。

会員数減少は、コロナ禍で巣籠り需要の恩恵を受けてきた消費活動の「反動」を示唆する。消費支出は航空、ホテル、コンサートチケットなど経済活動の再開分野へとシフトしている。例えばクレジット会社大手は、企業の出張費が力強く伸びていると報告している。

一方、中国は引き続きゼロコロナ対策を強化しており、上海当局は一定の感染収束基準を満たすまで厳格な移動規制を延長すると述べている。こうした措置は中国経済の逆風となる。我々は、消費の減速と一部資本財セクターの軟調を踏まえ、2022年通期のMSCI中国企業の利益成長見通しを2ポイント引き下げて11%とした。

またロシアがウクライナ東部で新たな攻撃を開始し、ウクライナ情勢も悪化している。対ロ制裁拡大の可能性についても不透明感が強く、欧州連合(EU)でロシア産原油の禁輸をめぐる検討が行われる中、経済への波及効果も見通しづらい。

最後に、株式に対する市場センチメントは依然として低調だ。22日のロイターの報道によると、リフィニティブ・リッパーのデータとして、4月20日までの1週間に世界の株式ファンドから152億米ドルの資金が流出した。これは12月15日以降、週間では最大の資金流出である。

今後の展開

市場はFRBの年内の利上げを織り込みすぎた可能性がある和我々はみている。1カ月前のFRBメンバーによる金利予測分布図(ドット・プロット)では、2022年末のフェデラルファンド(FF)金利を約1.9%と予測していた。だが、市場は現在、7月にもこの水準を達成すると予想しており、年末のFF金利は2.83%を織り込んでいる。

FRBのタカ派的な発言で、好材料の一部では視界が曇りつつある。

パンデミックに起因する価格の歪みは緩和しつつある。一部品目の価格は上昇が減速するか、低下に転じている。3月の米国の食品とエネルギーを除いたコアCPI(消費者物価指数)は、前月比で0.3%上昇と、昨年9月以来最小の伸び率にとどまった。今後は昨年のベース効果もあり、インフレ率は減速が見込まれる。

供給制約も緩和の兆しが見えつつある。海運コストも低下しており、海運の運賃を指数化した「バルチック海運指数」は、2021年10月のピークから約60%下落している。米国の3月の労働参加率は62.4%と小幅上昇した。これはパンデミック発生以来の水準である。加えて、これまでのところ、賃金上昇率も生産性の向上を伴っており、賃上げによるインフレ押し上げを和らげている。

しかし、長引く高インフレに対してFRBが厳しい姿勢を示していることから、インフレ鈍化を示唆する明確なデータが確認されるまでは、金融引き締めによる景気後退懸念は当面高い状態が続くだろう。

FRBも金融引き締め策によりインフレを抑え込むことはできるが、景気に「コラテラルダメージ(付随的損害)」を招く可能性がある予想している。景気減速に伴い、主要指標に弱含みが現れ始めれば、市場は織り込んだ利上げペースをやや巻き戻す可能性がある。

インフレ持続とFRBの積極的引き締めは、景気と金融市場にリスクではあるが、我々の基本シナリオでは、米国経済が今後12カ月以内に景気後退入りすることは想定していない。米国経済のモメンタムは健在である。ISM景況感指数は製造業・非製造業ともに依然景気拡大領域で推移している。雇用市場も需給が引き締まっており、賃金も上昇している。家計のバランスシートも堅調を維持している。

金利上昇は、その他の条件が等しければ、債券に対する株式の相対的な魅力度を下げるだろう。ただし、その場合、企業業績の堅調な伸びが確認される必要がある。

米国では1-3月期の決算発表が進んでいるが、注目のコスト上昇圧力については、過去数四半期と同様、大半の企業はコスト増を消費者に転嫁することに成功している。その結果、利益率は予想を上回り、底堅さを示している。我々は、S&P500種のEPS(1株当たり利益)については、2022年は230米ドル(10%増益)、2023年は245米ドル(7%増益)を予想している。

投資見解

我々の基本シナリオでは景気拡大を維持しつつインフレ率は減速すると想定しており、よって投資を継続することを勧める。インフレ高進、金利上昇、ボラティリティの増大という環境下で堅調なパフォーマンスが見込まれる以下の資産の保有を高めることを勧める。

コモディティ: インフレ高進局面では歴史的にコモディティ全般が好調に推移している。また、ロシア・ウクライナ情勢から今後さらなる供給混乱が生じるリスクがあるなかで、地政学リスクに対する効果的なヘッジとしても引き続き機能すると考える。今後6カ月間でコモディティ指数にはさらに10%程度のトータルリターン之余地があると我々はみている。投資家にはコモディティの買いポジションの継続、特にアクティブ戦略を勧める。

バリュー銘柄: エネルギーなどのバリュー(割安)株は、テクノロジーなどのグロース(成長)株と比べると金利上昇による負の影響を受けにくい。グロース銘柄の株価は一般に、将来の利益の比重が高くなる。

ディフェンシブ銘柄: 株式ポートフォリオにおいて景気循環銘柄とディフェンシブ銘柄をバランスよく取り入れることを勧める。ディフェンシブ銘柄の中ではエネルギーとヘルスケアを推奨する。エネルギー銘柄は依然割安であり、足元で株価に織り込まれている原油価格は1バレル当たり70米ドル半ば程度であると思われる。また、ヘルスケアなどのディフェンシブ銘柄の保有比率を高めることで、ポートフォリオ全体のボラティリティの低減に寄与することが可能である。

債券: 債券市場においては、金利の上昇は債券の価値の上昇を意味する。我々は3月に投資適格債の投資推奨を非推奨から中立に引き上げた。また新興国市場の短期デュレーション債券(残存期間の短い債券)の一部についても有望視している。ハイイールド債の中では環境・社会・ガバナンス(ESG)に注力する銘柄に投資機会があるとみる。また、資金の現金化が一定期間制限されることをいとわず追加リスクをとることが可能な投資家には、ダイレクトレンディングも上場市場を上回るインカム獲得機会が期待できる。

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、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