

景気後退懸念で逆イールド発生

Weekly Global

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

今週の要点

債券市場は景気後退懸念が高まっていることを示唆

債券市場では、米2年国債利回りが10年国債利回りを上回る逆イールドの状態が発生しており、景気に対する悲観論が高まっていることを示唆している。米国における過去10回の景気後退前には、こうした逆イールドが毎回発生してきた。米連邦準備理事会(FRB)による急ピッチの連続利上げ観測やウクライナ危機による混乱の中、景気後退リスクが高まっていると我々はみている。

とはいえ、景気後退が避けられないとの見方はまだしていない。今回の逆イールドは経済活動が強い中で発生しているからだ。米国の雇用の伸びは依然として堅調であり、3月の非農業部門雇用者数は43.1万人に増加し、失業率は2月の3.8%からパンデミック以降で最低となる3.6%へと低下した。

過去を振り返ってみると、逆イールドが発生してから景気後退に陥るまでには時間差があるうえ、その期間もまちまちである。逆イールドが発生してから景気後退に陥るまでの期間は平均では21カ月だが、その期間は9カ月から34カ月と幅がある。

また、逆イールドは株式投資家に対する売りシグナルではない。1976年以降、2年債と10年債の利回りが逆転して以降の12カ月間のS&P500種株価指数の平均リターンは14%だった。

また、こうした逆イールドが、FRBによる債券購入によってもたらされた誤った警戒シグナルである可能性も指摘しておきたい。FRBの債券購入により長期債の利回りが抑えられた結果、逆イールドが発生しやすくなったということだ。

要点:FRBは経済のソフトランディング(軟着陸)という極めて難しい課題に直面しているが、FRBは1965年、1984年、1994年もその難局を乗り越えてきた。したがって再びその可能性がないと判断するのは時期尚早だ。投資家には過剰反応せず、長期成長が見込めるバリュー領域に注目しつつ、金利上昇に備えることを勧める。

株式市場の反発後も厳選投資を継続

債券市場はリスク上昇を示唆しているが、株式市場の方は楽観的だ。4月1日時点で、S&P500種株価指数は3月8日につけた年初来安値を9%上回り、過去最高値まであと5%の水準にある。

最近の株価上昇は、ロシアとウクライナの停戦交渉に対する慎重ながらも楽観的な観測を一部反映したものだ。ただし、先週後半には両国の論調が悲観的なものとなり、紛争が引き続き経済成長と企業業績の見通しに重くのしかかっている。最近の不確実性を受けて、我々は今年のグローバル企業の増益見通しを8%(従来は10%)、2023年については5%(同7%)に下方修正した。また、株式市場全体の上昇を捉えるのではなく、銘柄を厳選することを引き続き推奨する。

こうした背景から、現在我々の基本シナリオでは株式の上昇見込みは小幅にとどめ、S&P500種株価指数の年末の水準を、足元より4%高い4,700ポイントと予想する。また、ボラティリティ(市場の変動率)と不確実性が高い時期は、長期的な観点から株式の価値を見いだすタイミングであることが多いことにも注目している。

要点:現在、一部の売られ過ぎた銘柄や、第5世代移動通信システム(5G)、オートメーション、ロボティクス、スマート・モビリティ、コンシューマーエクスペリエンスといったテ

今週の動き

1. **逆イールドは一段と進むか?** 先週の債券市場は、米2年国債利回りが10年国債利回りを7ベースポイント(bp)上回って終了した。投資家は、この逆イールドが現状水準を維持するのか、それとも一段と進んで景気見通しに対する悲観論の高まりを示唆するのかを見極めようとするだろう。3月の米連邦公開市場委員会(FOMC)議事録からは、金融政策の引き締めペースに対するFOMCメンバーの見通しが明らかになるだろう。
2. **停戦交渉は進展するか?** ロシア・ウクライナの停戦交渉に対する期待は、引き続き交錯している。停戦交渉に対する楽観論を受けて先週前半は株式が大きく上昇したが、週後半には失速した。投資家は戦争の影響、コモディティ供給の混乱の恐れ、各国の対口制裁強化を推し量っており、各国市場では変動の大きい相場が続くだろう。
3. **戦争の状況下で企業センチメントはどう持ちこたえているか?** 今週は、企業がウクライナ紛争の影響とコモディティ価格の上昇にどう対処しているかが明らかになるだろう。米国では4月5日に3月のISM非製造業景況指数が発表されるが、新型コロナウイルスに伴う活動制限の解除から企業センチメントの力強さが確認されると予想している。また、同じく4月5日には、ロシア・ウクライナ情勢の影響をより直接的に受けているドイツとフランスの3月の購買担当者景気指数(PMI)が発表される。

マに長期的価値が浮上しつつある。また、中国株式のポジションが我々の戦略的資産配分を下回っている投資家には、中国市場に分散投資を行う機会であると考え。中国市場は割安で、売られ過ぎであり、年後半にかけて景気回復が鮮明になってくる可能性が高いと考える。

欧州の天然ガス確保に向けた緊急計画の始動は、安全保障時代の到来を示唆

ロシア産原油の供給懸念が高まる中、ドイツとオーストリアは天然ガスの供給確保に向けて緊急計画を始動した。オーストリア政府は、今後数週間でロシアからの天然ガス供給が急減する恐れがあると警告している。ロシア・ウクライナ情勢による経済的影響も欧州の経済指標に徐々に表れてきており、3月のユーロ圏の消費者物価指数(CPI)は前年同月比7.5%と過去最大の上昇率を記録した。

最近のこうした動きは、改めてエネルギー安全保障への注目が高まっていることの一環といえるだろう。各国がエネルギー供給元の多様化を進め、外部エネルギーへの依存度を引き下げようとしている。これは炭素排出量ネットゼロ経済への移行という目的にも適っている。再生可能エネルギーは国内で生産できるからだ。

だが、我々はより幅広い安全保障不安の時代に突入しており、投資家にはエネルギーだけでなく、食料、データ、防衛、サイバーセキュリティなどの各安全保障分野にも目を向けることを勧める。

ロシアのウクライナ侵攻後の食料価格の上昇は、長期的な農業生産性の改善ニーズを浮き彫りにしている。またロシア・ウクライナ戦争は物理的な兵器による戦闘に加えデジタル戦争の様相も呈しており、これがサイバーセキュリティ投資をさらに誘発すると予想する。加えて、冷戦後の軍事費削減に伴う平和の配当(国防費を削減し、その分を教育や研究開発費に充てること)は、今後数年間は一転減少し、軍事予算が拡張するとみている。

要点: 国際社会の不信という新たな環境では、政府と企業は、効率性や価格よりも安全保障と安定性にますます重きを置く可能性がある。投資家にはこの新たな現実にも備えることを勧める。

景気後退懸念で逆イールド発生

Mark Haefele
チーフ・インベストメント・オフィサー

株式市場は引き続き回復傾向を辿った。先週末の MSCI オール・カントリー・ワールド指数はロシアのウクライナ侵攻直前の水準を 3.5% 上回った。4 月 1 日時点で、S&P500 種株価指数は 3 月上旬につけた今年の安値から 9% 上昇し、過去最高値まであと 5% の水準まで回復した。ユーロストック 50 指数は急反発し、同期間に 11.8% 上昇した。

一方で、債券市場は景気に対する悲観的な見方を織り込む動きが続いた。

先週は、一般に景気後退の予兆とされる逆イールド(長短金利差の逆転)が米国 2 年/10 年国債間で発生した。ちょうど 1 年前、双方の利回り格差は日中のピークとなる 162 ベーシスポイント(bp)をつけている。多くの投資家は過去 10 回の景気後退の前に 2 年/10 年国債で逆イールドが発生していることに注目している。逆イールド現象は、2 年/30 年国債、5 年/30 年国債など他の年限間でもみられた。

米連邦準備理事会(FRB)の急ピッチの連続利上げ観測やロシア・ウクライナ情勢による混乱が広がる中、突然の景気減速または景気後退のリスクが高まっていると我々はみている。

しかし、景気後退は不可避との見方は行き過ぎとみている。またイールドカーブ(利回り曲線)の解釈はサイエンス(定量的判断)というよりもアート(定性的判断)であると考えられる。

米国の経済指標は、労働市場その他の領域が堅調であることを引き続き示唆している。3月の雇用統計は、非農業部門雇用者数が前月比43.1万人増となり、1月・2月分は合計で9.5万人上方修正された。その結果、1-3月期の就業者数の伸びは170万人近くに達し、月平均で約56.2万人増となった。3月の失業率は2月の3.8%から3.6%に低下し、労働参加率は62.4%に若干上昇した。いずれもパンデミック発生以来最も良好な数値となった。平均時給は前月比0.4%増、前年同月比5.6%増と堅調な伸びを示した。さらに広くみると、アトランタ連銀が最新の経済指標を元に推計する国内総生産(GDP)成長率のリアルタイム予測「GDPナウ」は、過去数週間の経済活動が上向いていることを示唆している。

逆イールド発生から景気後退開始までの時間差は長く、ばらつきも大きい。米国の直近過去 10 回の逆イールド局面のうち 3 回は、その後 2 年以内に景気後退が発生していない。逆イールド発生後に景気後退が始まった事例でも、その時間差はまちまちである。景気後退は逆イールド発生から平均すると 21 カ月後に始まっているが、開始までの期間は 9~34 カ月とばらつきが大きい。また、景気後退の予兆としてどの年限が最も的確であるかは不明確であり、投資家が不必要に景気後退を警戒する可能性もある。特に 5 年/30 年国債のイールドカーブは景気後退のサインとしては的中率が低く、1994 年の逆イールド発生後に景気後退は起きておらず、逆に 2008 年の景気後退は予測できなかった。さらにまた、他の年限間の形状は比較的スティーブな(右肩上がりの)状態が続いており、特に 3 カ月/2 年国債の利回り格差は現在 178bp と過去最高水準に近い。

逆イールドは、株式の売りシグナルを発しているわけではない。1976 年以降、S&P500 種は 2 年/10 年国債の逆イールド発生後も平均してその後 3 カ月で 2%、6 カ月で 5%、12 カ月で 14%、24 カ月で 22% のリターンを上げている。このパターンは 2019 年 8 月に最も顕著となり、一時的に逆イールドが発生したものの株式市場のリターンは堅調に推移した。新型コロナウイルスのパンデミックにより米国経済が打撃を受けるまで、株式市場は上昇傾向を辿り、景気後退は発生しなかった。

誤警報のリスクは中央銀行による過去 10 年に及ぶ金融抑圧によっても高まったと見られる。米国長期国債の利回りは、FRB や他の中央銀行が大量の債券を保有したことにより低く抑制されてきた。こうした介入の効果は他の要因と切り離して把握することは難しいが、量的金融緩和により逆イールドが発生しやすくなり、シグナルとしての信用性が低下した可能性はある。

そのため、イールドカーブを単視眼的に捉えることは避けるべきだと考える。現在の状況はやや異例である。イールドカーブ上の短期セクターは 1994 年以來となる FRB の急速な金融引き締め観測が影響し、一方で長期セクターは長年にわたる中央銀行の介入が歪めている可能性がある。景気のソフトランディング(軟着陸)は FRB にとって大きな課題であるが、1965 年、1984 年、1994 年の局面では成功しており、したがって、今回成功する可能性がないと判断するのは時期尚早だ。よって投資家には、悪材料に過剰に反応せず、長期成長が見込めるバリュー領域に注目しつつ、利上げに備えることを勧める。

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