

# スタグフレーションとは

投資戦略インサイト

2022年4月4日

Chief Investment Office GWM

Christopher Swann, Strategist, UBS Switzerland AG; Paul Donovan, Chief Economist, UBS GWM, UBS AG London Branch; Brian Rose, Senior US Economist, CIO America, UBS Financial Services Inc. (UBS FS); Vincent Heaney, Strategist, UBS AG London Branch; Frederick Mellors, Strategist, UBS Switzerland AG; Alison Parums, Strategist, UBS Switzerland AG

- 物価高騰と景気後退への懸念が、高インフレと景気停滞が同時進行した 1970 年代の「スタグフレーション」の記憶を想起させている。この期間はダウ工業株 30 種平均が概ね横ばいとなるなど、株式投資家にとっても失われた 10 年となった。
- ロシア・ウクライナ紛争によるエネルギー価格高騰は、インフレ率を押し上げ、景気減速への警戒感を高めた。しかし、我々の基本シナリオでは、景気後退は回避され、インフレは徐々に沈静化するとみている。
- スタグフレーションの到来は予想していないものの、物価安定の確保に向けて主要中銀が金融引き締めに向いていることから、投資家には金利上昇局面に備えることを勧める。



景気停滞(スタグネーション)と高インフレ(インフレーション)が同時に起こる「スタグフレーション」ほどエコノミストや投資家が警戒視するシナリオはまずないだろう。スタグフレーションと言えば、一般に 1970 年代が引き合いに出される。当時、1973 年の石油輸出機構(OPEC)による輸出禁止措置(第 1 次オイルショック)と、1979 年のイラン革命を契機としたイラン原油の生産・輸出の急減(第 2 次オイルショック)の 2 回の石油危機により、物価が急騰し、消費が大きく落ち込んだ。また 1970 年代はダウ工業株 30 種平均がほぼ横ばいで推移するなど、株式投資家にとっても厳しい 10 年となった。

このところ、スタグフレーションという歓迎されない用語が経済紙面上に再び並ぶようになった。大半の国では、インフレ率が中央銀行の目標を上回り、経済成長には鈍化の兆しが見え始めている。ウクライナ危機の勃発によりインフレ高進と景気後退リスクへの懸念は一層強まった。

では、投資家はスタグフレーションの再来を警戒する必要があるのだろうか？ また、なぜスタグフレーションは投資家、中央銀行、消費者にとって厳しい状況となるのであろうか？ さらに、投資家がスタグフレーションによる資産価格の目減りを防ぐには、どのような対策が考えられるだろうか？

## スタグフレーションの何が問題か？

エコノミストがインフレ率と失業率の合計値である「悲惨指数」という指標に注目し始めたのは、1970 年代のことだ。高失業率と高インフレのいずれか一方が生じるだけでも消費者の生活水準は圧迫される可能性があるが、双方が重なると企業や消費者の生活に深刻なマイナスの影響を及ぼす。高インフレは給与所得と貯蓄の購買力を低下させ、個人消費と消費者マインドの下押しにつながる。また失業率が高まると需要が次第に低迷してくる。このためスタグフレーションは通常の景気後退よりも警戒されやすい。スタグフレーションは中央銀行にも政策ジレンマを突き付ける。インフレを封じ込めるために金融引き締め策を進めると、失業率が上昇する恐れがあるため、金融当局は困難なかじ取りを迫られる。1981 年 6 月、当時の米連邦準備理事会(FRB)議長であるポール・ボルカー氏は、フェデラルファンド(FF)金利を 20%まで引き上げインフレを退治したが、その副作用として、高い失業率が数年にわたって続いた。

スタグフレーションの環境は株式と債券にも悪影響を及ぼすことから、投資家にとっても問題である。まず、インフレが上昇すると、特にコスト高を顧客に転嫁することができない企業の利益率は低下する可能性がある。債券投資の場合、インフレが上昇すれば高格付け国債の受取利息が目減りする。ハイイールド債やシニア債は、企業利益の低下によるデフォルト懸念で債券価格が

## スタグフレーションとは

低下する可能性がある。キャッシュの価値まで急激に低下することから、投資家の資金の逃避先はほとんど見当たらなくなる。

### スタグフレーションのリスクは足元で高まっているのか？

現在の状況は 1970 年代と一部類似するところがある。しかし、スタグフレーション懸念は行き過ぎと考える。

まずは類似点であるが、物価については 1970 年代と同様にエネルギー価格が急激に上昇した。ロシアのウクライナ侵攻に伴い原油と天然ガスの双方に供給混乱が生じた。ロシアの生産急減への懸念から北海ブレント原油価格は一気に上昇し、3 月 7 日には一時 1 バレル 139 米ドル台を付け、年初来の原油価格の上昇率は 75% 近くに達した。価格はその後下落に転じたものの、4 月 1 日時点の原油相場は年初の水準を依然、30% 超上回っている。天然ガス価格も急騰し、欧州の家計および企業の光熱費を押し上げている。また、ロシアとウクライナは穀物と肥料の主要輸出国であることから、食料価格も大きく上昇した。ロシア・ウクライナ紛争の影響が本格的に及ぶ以前から食料価格は上昇傾向にあり、国連食糧農業機関(FAO)が発表した 2 月の世界食料価格指数は過去最高を記録し、前年同月比で約 20% の大幅上昇となった。

新型コロナウイルス流行による世界的なサプライチェーン(供給網)の混乱が収まる前に、さらなるインフレ押し上げ要因が発生した形となった。コロナを起点としたインフレは、パンデミック規制が解除され、製品増産の勢いが弱まるに伴い落ち着き始めると予想されていたが、ウクライナ危機により物価の沈静化時期は想定よりも後ずれしそうだ。物価はウクライナ紛争の影響が及ぶ以前から高水準にあり、米国の 2 月の総合消費者物価指数(CPI)は前年同月比 7.9% 上昇、食品とエネルギーを除くコア CPI は同 6.4% 上昇した。ユーロ圏の物価指標は最近のコモディティ価格急騰の影響を既に反映し始めており、3 月の消費者物価指数は前年同月比 7.5% 上昇と、前月の 5.9% から加速し、統計開始以降で最高を更新した。

一方、景気減速懸念はここにきて一段と強まっている。3 月下旬には、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。米国では、過去 10 回の景気後退の前にはいずれも、2 年債/10 年債の逆イールド現象がみられた。景気後退不安の背景には、ウクライナ危機によりロシア産エネルギーの欧州への供給が停滞するとの懸念もある。また、エネルギー価格の上昇が続けば、世界の家計の購買力低下にもつながる。一方、金融市場では、中央銀行、特に米連邦準備理事会(FRB)がインフレ抑制に向けて利上げ姿勢を一段と積極化するとの見通しが高まっている。本稿執筆時点(4 月上旬)で、市場は FRB の約 225 ベーシスポイント(bp)の利上げを織り込んでいるが、これは 1994 年以降で最も速い引き締めペースである。

投資家は確かにこれらのリスクを軽視すべきではないが、我々の基本シナリオでは、景気後退は回避され、インフレ率は 2023 年に向けて沈静化するとみている。

足元の経済環境は、長期化した 1970 年代のスタグフレーション局面よりも良好と考える。両時代を比較すると、1975 年の米国の経済成長率は -0.2%、コア・インフレ率は平均 9%、失業率は 8.5% であった。一方、本稿執筆時点で 2022 年の経済成長率は約 3.5% が予想され、失業率は 4% を下回っている。インフレ率は 2022 年の 5.8% (予想) から 2023 年には 1.5% まで低下すると見込んでいる。

パンデミックの規制措置が解除される中、欧米では経済活動正常化に伴う景気拡大の勢いがなお続いている。パンデミックの影響が大きかったサービスや供給不足に陥っていた自動車等の耐久消費財に対する繰越需要は依然、存在するとみられる。家計のバランスシートは引き続き健全であり、借入コストの上昇や物価高騰の悪影響を一定程度緩和すると見込まれる。また、米国およびユーロ圏では労働市場も堅調である。

例えば、3 月の米雇用統計は非農業部門就業者数が前月比 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約 170 万人に達し、月平均では約 56.2 万人となった。3 月の失業率は 2 月の 3.8% から 3.6% に低下、労働参加率は 62.4% に若干上昇し、いずれもパンデミック発生以降で最も良好な水準を記録した。ユーロ圏の 2 月の失業率も 6.8% と、統計開始以来で最低となった。

このように、足元のマクロ経済データは、景気停滞、高失業率、消費者需要の低迷を特徴とするスタグフレーションとは合致しない内容を示している。

我々は次に挙げる複数の理由から、世界の経済はスタグフレーションの方向に向かってはいないとみている。まず、世界経済は、過去とは異なり、エネルギー価格上昇の影響を受けにくくなっている。世界のエネルギー強度(国内総生産(GDP)当たりのエネルギー消費量)は、1970 年代初頭以降 50% 以上低下した。また、1970 年代の急速な賃金上昇と賃金・物価の悪循環の一因となった労働組合の勢いも急速にしばみつがある。OECD(経済協力開発機構)諸国の労働組合組織率(平均)は、1970 年の約 38% に対し、現在は約 16% に留まっている。最後に、中央銀行にはインフレを抑制する準備ができており、FRB のパウエル議長は、「物価安定の確保に向けて必要な措置を実施する」と改めて強調した。これとは対照的に、1970 年から 1978 年まで FRB 議長を務めたバーンズ氏は、「賃金コストの上昇圧力が主因であるインフレを抑制するのに金融政策はほとんど何もできない」と、逃げ腰ともとれる発言を行っている。

### スタグフレーションが及ぼす投資家への影響は？ 対策は必要か？

まずはパニックに陥らないことである。金融メディアや専門家は、危機的見通しをことさら警戒しがちであるが、それが現実化するとは限らない。世界金融危機(2008 年)後にはハイパーインフレの発生予想が取り沙汰されたが、実際には起きなかった。スタグフレーションの議論はこうした類いの 1 つと我々はみている。家計はロックダウン(都市封鎖)期間中に貯蓄を積み増したため、足元のバランスシートは健全である。企業業績は急速に拡大し、既にコロナ前の水準を上回っている。中央銀行は必要に応じて

## スタグフレーションとは

インフレ抑制に注力する方針であるが、景気回復の維持にも配慮している。

とは言え、持続的なインフレ高進と景気停滞のリスクを軽視してよいと言っているわけではない。我々の基本シナリオではないが、「スローフレーション」とでも呼べる状況が生じる可能性は残されている。

インフレ加速の局面では、物価上昇に合わせて受け取れる利子が増える物価連動債も有効な手段として検討できる。しかし、物価連動債は常に投資価値が高いわけではなく、多くの状況下でリターンへの押し下げ要因になりかねない。よって、インフレ・景気リスクが顕在化した場合にアウトパフォームすることが予想され、現環境下でもプラスのリターンが期待される選択肢を検討することを勧める。

まず、不確実性が高い状況を踏まえ、グローバル・ヘルスケアといったディフェンシブ・セクター等を組み入れ、ポートフォリオのヘッジを強化することを勧める。また、エネルギーとコモディティへのエクスポージャーも、ウクライナ危機が長期化した場合、あるいはロシア産エネルギーの供給が急減した場合に有効なヘッジ機能を発揮すると考えられる。さらにまた、インフレ高進と金利上昇の現局面を乗り切る戦略を検討することも勧める。例えば、米国シニアローンも有効であると考え。変動金利の特性を有しており、中央銀行の金融引き締め策に対して一定のプロテクション機能が期待できる。また金利上昇局面では、バリュー株はグロース株に比べると割引率上昇の影響を受けにくいいため、グロース株をアウトパフォームする傾向がみられる。

一方、我々は景気が停滞するとはみていないことから、直近のボラティリティ(変動率)局面は、長期成長が見込めるセクターへの魅力的な投資タイミングと捉えることができる。現在、一部の大きく売られた銘柄や、5G(第5世代通信)、オートメーション、ロボティクス、スマートモビリティ、コト消費などのテーマ領域で長期的な投資価値が生まれ出されている。また、中国株式への戦略的(長期的)資産配分が低い投資家にとっても、割安で、過度に売られ、年末までに騰勢が強まると見込まれる市場に分散投資する好機であると考え。

また、セキュリティの時代に向けたポジションを組み入れることも有効と考える。ロシアのウクライナ侵攻を受けて、政府や企業は効率性や価格よりも危機管理と安全保障を重視する姿勢を強めると予想される。特にエネルギー、食料、データ、気候といった分野が注目されよう。例えば、欧州など多くの国がエネルギー安全保障を重要政策課題として位置付け、供給の分散化・多様化を進め、国外へのエネルギー依存の低下を図っている。エネルギーの安全保障はネット・ゼロカーボン社会への移行目標とも整合する。再生可能エネルギーは自国生産が可能であるからだ。こうした潮流は、グリーン・エネルギーや省エネ技術企業の追い風になるとみている。

ウクライナ侵攻後の食品価格の上昇により、農業の生産性向上も長期的な課題として強く認識されている。ロシアとウクライナはともに世界有数の農業国であり、小麦はそれぞれ世界最大と

第5位の輸出国である。農産物の供給寸断懸念が高まったことから、収量の向上など農業生産の国内回帰への投資、さらには垂直農法、種子科学、水利用の効率化といった食料革命に関連する銘柄への投資も拡大すると考える。

今般のウクライナ危機では物理的な戦争のみならずサイバー戦争の脅威も強まったことから、サイバーセキュリティへの投資・支出も今後拡大が予想される。米調査会社ガートナーは、2021年から2025年にかけてサイバーセキュリティへの支出は年平均10%で成長すると予想している。だが、最近の地政学的情勢を踏まえると、これでも保守的な数字になりつつあると考える。

# スタグフレーションとは

## 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、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。

## スタゲフレーションとは

「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せん。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