

# 株価大幅反落、景気後退不安で揺れ動く投資家心理

## 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 5 日(木)、3.6%下落し、前日の 3%の上昇分を上回る反落となった。債券利回りも再び上昇に転じた。米国 10 年国債の利回りは前日比 10 ベースポイント(bp)上昇の 3.04%となり、2018 年以来の高水準となった。10 年物物価連動国債(TIPS)の利回りも 11bp 上昇した。米国住宅ローン金利は 2009 年 8 月以来の高水準に達した。フレディ・マック(米連邦住宅金融抵当公庫)によると、30 年ローンの平均金利は先週の 5.1%から足元 5.27%に上昇した。

ナスダック総合指数は 5%下落した。S&P500 種はハイテク関連株や一般消費財株が下げを主導した。利回り上昇で米ドルも買われ、米ドル指数(DXY)は 1%上昇した。

利回り上昇は金利の影響を受けやすいグロース株の下押し要因となり、また電子商取引(EC)企業の 1-3 月期(第 1 四半期)決算も振るわず、グロース株セクターの中ではハイテク銘柄が最も値を下げた。某 EC 大手 2 社は、予想を下回る売上高見通しを発表したため、それぞれ 16.8%と 11.7%値を下げた。

パウエル米連邦準備理事会(FRB)議長は 4 日、金融政策は鈍器である(効果に手術のような正確さはない)と認めたが、FRB は堅調な米国経済をソフトランディング(軟着陸)に導くことは可能との自信を示した。5 日には、イングランド銀行(中央銀行)が景気後退入りを回避できない可能性を示唆したため、英国の主要指数が下落した。イングランド銀行は同日、政策金利を 0.25%引き上げ、1.0%にすると発表。エネルギー価格の高騰でインフレ率が 2 桁台に押し上げられるに伴い、英国経済は年内にも景気後退入りの可能性があるかと警告した。

イングランド銀行の警告は他の市場の投資家心理も悪化させた。FRB とイングランド銀行は、インフレ抑制には苦難と経済的な「痛み」を伴うリスクを指摘した。

### 今後の展開

各国・地域中央銀行は、景気後退に至らない程度にインフレを抑え込むに足る金融引き締め政策を慎重に模索している。市場は新たに発表される情報を元に金融政策の進捗を織り込み直すため、高いボラティリティ(相場の変動)が続くそうだ。

パウエル議長がFRBは経済を軟着陸へ導くことができるとの見解を示したことが市場に安心感を与え、米国株式市場は4日に一時大幅上昇したが、投資家心理は再び懐疑的に転じた。インフレは緩和すると我々の見方を明確に裏付けるようなデータが出てくるまでは、FRBの金融引き締め強化が要因となる景気後退に対する懸念は高い状況が続くだろう。株式市場の期待ボラティリティを示すVIX指数(恐怖指数)は、5日は30を超える水準に戻った。

市場の注目は6日発表の米国雇用統計と来週発表の4月の消費者物価指数に移っている。雇用市場がひっ迫していることから賃金に上昇圧力が加かっており、インフレ率をFRBの長期目標である2%に引き下げるには賃金の伸びを抑制しなければならないとFRBはみている。4日に発表された4月の米ISM非製造業景気指数の仕入れ価格を示す指数は過去最高を記録し、インフレ率はまだピークを迎えていないとの懸念に拍車をかけた。しかしその一方で、一部の財については、これまで急激に上昇してきた価格が下落に転じる動きも見られ、またここ1年間の物価上昇を背景に、ベース効果も今後数カ月で前年比インフレ率の伸びを抑制しそうだ。これが現実となれば、全体的なインフレ率の低下に寄与し、FRBは中立金利をはるかに上回る水準にまで政策金利を引き上げる必要がなくなるだろう。

米国企業決算では、一部のセクターで予想を下回る決算内容となった。これらのセクターは、半導体のサプライチェーン問題、パンデミック巣ごもり需要で恩恵を受けていた分野からの消費のシフト、ITビジネスの競争激化の影響を受けたセクターだ。

概して、第1四半期の決算は堅調な需要とコストの価格転嫁が功を奏し、企業が利益率を堅持していることを示している。S&P 500企業の4分の3が既に決算発表を終えており、その内80%が利益予想を上回り、しかも上振れ幅は全体で5.5%になっている。企業利益は経済の実質成長率よりも名目成長率と関連している。2022年の1株当たり利益(EPS)成長率の予想を10%増で維持するも、利益率の低下と需要の減速の兆候に引き続き注視する。

FRBはインフレを抑制し経済は景気後退に陥ることなく成長させることができると確信している。相場は大きく揺れ動いているが、我々はそのFRBの見解に反したポートフォリオを構築する時期ではないと考える。エネルギー価格の高騰の影響を強く受ける欧州経済へのダメージは大きくなるだろう。しかし、エネルギーの純輸出国である米国への影響は限定的である。家計と企業のバランスシートは健全で、賃金は上昇している。よって、投資家には、景気後退がすぐに到来する可能性に注目するよりも現実的なインフレに備えたポートフォリオの構築を引き続き勧める。

## 投資見解

パウエル議長が指摘するように、「手術のように正確な金融政策手段」はないため、ボラティリティが高まり、多くの投資家に苦痛を与えている。こうした状況下、投資家には、UBS Wealth Wayの考え方に則った自身の投資計画を着実に遂行することの重要性を引き続き強調したい。特に、ポートフォリオの中で今後3~5年の支出分を賄う流動性戦略を確保しておくことで、投資家は残りの資産を長期的な資産形成に充て、ボラティリティが高い相場環境において、強制売りや感情的な投資行動に走るリスクを減らすことができる。

我々の基本シナリオである、インフレ率の低下と景気後退のない緩やかな経済成長見通しに基づき、我々は引き続き高インフレ率の環境下で堅調なパフォーマンスが見込まれる以下の投資行動を勧める。

**バリュー株に投資する。**実質金利の上昇は、バリュー株に有利になる傾向がある。1975年以来、インフレ率が3%を超える局面では、グロース株をアウトパフォームしてきた。実際に、米国ではバリュー株がグロース株を1ポイント、アウトパフォームしている。長年のアンダーパフォームによりバリュー株への配分が低下している投資家には、バリュー株への長期ポジション、具体的にはグローバル・エネルギー株や英国のバリュー株を積み増すことを勧める。

**ポートフォリオのヘッジを強化する。**過去を振り返ってみると、インフレ時にはコモディティ全般のパフォーマンスが好調に推移しており、足元で高まる供給混乱リスクを考えると、コモディティへの投資は地政学リスクのヘッジとしても効果的な手段である。コモディティとエネルギー株のように、年初来でプラスのリターンを挙げている資産クラスは少ない。

また短期的には、米ドルも引き続きポートフォリオの効果的なヘッジとして機能するだろう。地政学リスクや経済の先行き不透明感の高まりによる安全資産への資金流入に加え、米国の実質金利の上昇、さらには米国がエネルギーの純輸出国であることなどからも、米ドルの需要が高まることが見込まれる。

ヘルスケアのようなディフェンシブな株式セクターを追加することで、全体的なボラティリティを低減することができる。伝統的に医薬品はリスクオフ局面では比較的底堅く推移するうえ、バリュエーションも割安である。

**金利上昇と高インフレ率に対処する。**債券では、ここ数週間で、金利上昇により投資妙味のある分野が出現している。環境・社会・ガバナンス(ESG)に注力するハイイールド債に投資機会があるとみる。中小企業向け第1順位抵当権付ローンなど、プライベート・クレジットの分野も引き続き推奨する。

UBS Wealth Wayは、お客様がUBS Financial Services Inc.、およびクライアント・アドバイザー(お客様担当)とともに、様々な時間軸において、それぞれのニーズと目標を明確にし、実現する上での指針となるLiquidity, Longevity, Legacy戦略(流動性戦略、老後戦略、資産承継戦略)を組み入れた考え方です。この考え方は、資産構築あるいは何らかの投資利益の達成を約束または保証するものではありません。すべての投資商品は、元本の全額を失うリスクを含む損失リスクを伴います。

## 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・アドバイザーズ株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号