

UBS House View

Monthly Letter

2022年4月28日

Chief Investment Office GWM
Investment Research

インフレ水準の変化

今後6カ月程度の間に、インフレ率は現在の高水準から低下するが、パンデミック前の水準を下回らないだろう。

FRBの動向に注目

米連邦準備理事会(FRB)による過度な金融引き締めへの不安から、市場ボラティリティは高止まりが続きそうだ。

緩やかな成長

米国経済は安定成長を続ける見通しで、企業利益は力強く、家計も概ね健全なことから、我々の基本シナリオでは今後12カ月での景気後退を想定していない。

資産配分

コモディティ、バリュー株、エネルギーとヘルスケア・セクターを推奨する。今年の株式市場は現在よりも高水準で終了すると予想する。



Mark Haefele

Chief Investment Officer
Global Wealth Management

インフレに備えた ポートフォリオの構築

古代キリスト教神学者、聖アウグスティヌスの名言の翻訳としてよく知られているのが、“Lord, make me pure, but not yet.” (仮訳: 神よ、私に貞潔さと堅固さをお与えください。ですが、いますぐにはではなく)だ。

いつか景気後退が訪れるのは100%間違いないが、それはまだ先になると考える。我々の基本シナリオでは、景気後退に備えてポートフォリオを構築する時期は到来していない。むしろ我々は、インフレ率が高く、中央銀行の過剰反応への懸念が市場をけん引している間に、投資家がいかに投資機会を捉えられるかに注目している。

先月のレターで指摘した地政学上、経済上の不確実性は収まる気配を見せていない。ロシア・ウクライナ紛争は、すでに多くの人々が犠牲になっており、状況がさらに悪化する兆候を見せている。また、中国はなお新型コロナの対応に追われている。こうした懸念以外の問題に目を向けると、高インフレ率とFRB発の景気後退が注目を集めている。

米連邦準備理事会(FRB)は、もはや高インフレ率が一過性のものとは考えておらず、目標水準(2%)に近づける努力に本腰を入れている。米国の決算発表シーズンを迎え、高インフレ率にもかかわらず企業の利益率は健全に保たれていることがわかってきた。個人消費は堅調で、新規雇用も創出されており、米国は2023年末まで理論上毎月20万人以上の雇用を増やすことが可能と考えられる。よって、直近の国内総生産(GDP)はマイナス成長だったものの、潜在成長率を上回る成長の好循環が、6カ月をはるかに超えて継続すると思われる。すると、次の質問に戻ってくることになる。「FRBは自らの公約を実現できるのか」、つまり、景気後退に陥ることなく、インフレを抑制し経済成長率を潜在成長率に近づける経済のソフトランディング(軟着陸)に米国を導くことができるのだろうか。

本稿はUBS AGが作成した“Monthly Letter: Positioning for inflation”(2022年4月28日付)を翻訳・編集した日本語版として2022年5月5日付でリリースしたものです。本レポートの末尾に掲載されている「免責事項と開示事項」は大変重要ですので是非ご覧ください。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市場価格は、各主要取引所の終値に基づいています。これは本レポート中の全ての図表にも適用されます。

景気後退に備えてポートフォリオを構築するとは、つまり、FRBが最終的にすべてのカードを支配し、ほぼすべてのルールを設定するゲームでも、FRBは勝つことができないと(投資家が)判断するということだ。言い換えれば、FRBはそれを望んでいないにもかかわらず、米国経済を景気後退に導く積極的な手を打ってしまう可能性が依然としてある、ということだ。我々、FRB、そして市場は、景気後退を回避する余地が時間とともに狭まってきたことを認識している。だが、多くの投資家には、現時点でも将来の可能性にすぎない景気後退よりも、現在の明確なインフレ率の動向に注目したポートフォリオの構築を勧める。

1年前の本レター「ストーリーの変化」で紹介したように、我々はすでに昨今の今頃に、グロース株をそれまで支えてきた「低水準の長期化」のストーリーを離れ、バリュー株とコモディティなど、高インフレの環境下で高パフォーマンスを上げられそうな銘柄にシフトしていた。しかも最近になって、ウクライナ侵攻とサプライチェーンの混乱でインフレ率がさらに注目を集め、景気後退リスクが高まったため、高インフレ環境に備えつつ高成長シナリオの後退を反映させるポジションを取った。我々は米ドルとコモディティを一段と重視し、株式の配分には選別的になり、クレジット市場に投資機会を見いだした。

インフレ率は現在の水準から低下しそうだが、パンデミック前の水準を下回ることはないだろう。

今後6カ月以降を見据えると、インフレ率は現在の水準から低下しそうだが、パンデミック前の水準を下回ることはないだろう。インフレ率が下がれば、FRBには政策措置の余地ができ、市場の利上げ期待は後退する可能性がある。2022年の経済成長率は昨年より低下するが、景気後退には陥らないと予想する。成長率とインフレ率が緩やかな環境では、株式市場は現在よりも高水準で年を越すと予想している。

期待リターンが低下し、債券と株式の相関が高い環境下では、投資家にはポートフォリオを十分に分散させ、ヘッジファンドやプライベート市場などのオルタナティブ資産(代替資産)にも投資することを勧める。より積極的なポートフォリオ運用も重要で、高インフレ率、金利上昇、高ボラティリティの環境下で良好なパフォーマンスを上げられる資産クラスやセクターも勧める。特に次の3分野に注目したい。

コモディティはインフレ高進と地政学リスクの高まりに対する有効なヘッジ手段だ。

第1に、コモディティはインフレ高進と地政学リスクを回避する魅力的で有効なヘッジ手段だ。

第2に、我々はバリュー株、エネルギー株、およびヘルスケアなどのディフェンシブ性の高いセクターの保有比率を増やす。

第3に、債券では、利回りの上昇を受けて、投資妙味のある資産クラスがでてきた。先月、我々は投資適格債の非推奨をとりやめたが、今月は高格付債(国債および政府機関債ならびにAA-格付以上の債券)の非推奨をとりやめる。利回りの急騰中に良好なパフォーマンスを上げた米国シニアローンも、推奨をとりやめる。

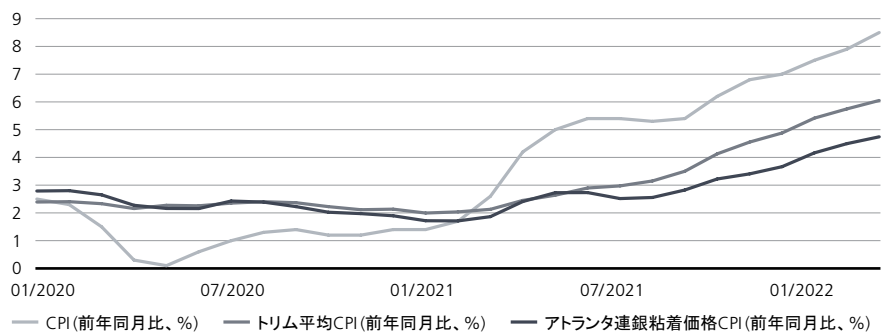
FRBはインフレリスクに注目すると明言

インフレ率は高く、FRBのタカ派姿勢が鮮明になっている。3月の米国消費者物価指数(CPI)は前年同月比の伸び率が8.5%と、1981年以来の水準となった。物価上昇圧力もすそ野が広がる兆候を見せている。クリーブランド連銀によるトリム平均CPI(データ全体の上限と下限の極端な値を削除した後の平均)の上昇率は、約40年前に計測を始めてから初めて6%を上回った。アトランタ連銀が発表している粘着価格(価格変動の低い品目の価格)の上昇率も、30年ぶりの高水準をつけた。

図表1

米国ではインフレが広がる気配を見せている

CPIインフレ率、クリーブランド連銀トリム平均CPI、アトランタ連銀粘着価格CPI(前年同月比)、(単位: %)



出所:ブルームバーグ、UBS(2022年4月現在)

米国のインフレ率が数十年ぶりの水準へと上昇していることを受け、FRB高官のコメントは一段とタカ派的になっている。

こうした状況を受けて、FRB高官のコメントは一段とタカ派的になってきた。たとえば、ウォーラー理事は、利上げが「かずく的手段」であり、インフレ抑制に利上げが用いられると一定程度の「副次的被害」が予想されると指摘した。また、ブレイナード理事は、予想より早い5月にもバランスシート縮小(量的引き締め)を開始する可能性があるとして述べた。

フェデラルファンド(FF)金利先物市場では、年内に270ベースポイント(bp)の利上げを織り込んでいることから、FRB高官が抱えている程度の期待は、かえって市場心理を改善させる可能性がある。インフレ率が低下し始め、FRBが利上げに対して柔軟性を持つとの認識が市場に広がると、織り込まれた利上げ幅が縮小する可能性はある。だが、一部にはインフレ傾向も懸念されるため、もし状況の悪化が続けば、さらに積極的なFRBの引き締めを促す可能性もある。

サービス・セクターのインフレ率が加速している: 経済活動の再開に伴い、個人消費は耐久消費財からサービスに向かい始め、物価を押し上げている。ただし、企業が需要に追いつけるかどうかは現段階ではまだわからない。

低失業率に対し求人数は多い: 過去12カ月間、米国では毎月平均54万1,000人の雇用が創出され、失業率は50年ぶりの低水準となる3.6%に達している。一方、求人労働異動調査(JOLT)によると、求人数は歴史的な高水準に達している。失業率を押し上げずに労働市場を落ち着かせることは、FRBには容易ではないだろう。

賃金上昇分を価格に転嫁できないと、企業利益を押し下げる可能性がある: 全米自営業者連合(NFIB)のデータによると、賃金と価格を引き上げている中小企業は過去最多となっている。だが、賃金コストを消費者に転嫁する意思も能力も企業になくなると、利益率が圧迫される可能性がある。

原油価格の先行きはまだ不透明: 我々の基本シナリオでは、原油価格は今後、上昇ペースが鈍化し、ブレント原油の年末価格は1バレル当たり115米ドル(本稿執筆時点では105米ドル)と予想する。だが、最近のロシア産天然ガスの輸入制限は、ロシアのウクライナ侵攻が今後激化し、エネルギー価格が上昇する可能性が当面は消えそうにないことを示唆している。

好材料: 国内景気は引き続き堅調で、インフレ率はピークを越えた可能性がある

米国のインフレ率は3月にピークを越えた可能性を示す兆候がある。

インフレが懸念されているが、国内経済と雇用市場が強いいため、FRBがインフレ対策の一環として積極的な金融引き締めを行うことがなければ米国の景気後退は起こらないという見方もできる。さらに、米国のインフレ率が3月にピークを越えたと我々が判断する理由もある。

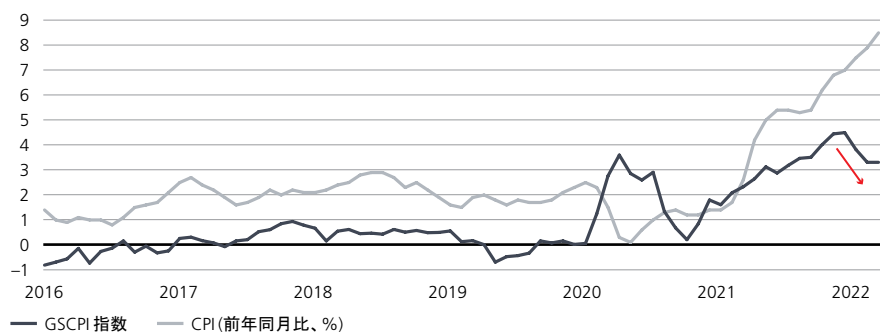
パンデミック関連の物価については、一部で価格上昇が鈍化し、値下がりし始めた品目もあるなど、ゆがみが収束し始めている: 3月のコアCPI(食品とエネルギーを除く)は、前月比で0.3%上昇と9月以来の低水準となった。コア財の価格は0.6%下落と、2021年2月以来のマイナスを記録した。パンデミック開始以来急騰していた中古車価格が前月比3.8%下落したほか、テレビやスマートフォンといった電化製品の一部も値下がりした。

ベース効果でインフレは鈍化する見通し: エネルギー価格が再び急騰しない限り、今後数カ月間のインフレ率は前年比で低下するだろう。さらに一般論で言えば、投資家は今回のデータが正常な経済とパンデミックで抑制されていた経済を比較したものである点を認識する必要がある。今年4月までは、正常な経済と、活動が再開して物価が上昇し始めた経済とを比較することになる。夏になると、ある程度正常に戻っていた昨年の経済が比較対象になる。その結果、前年比のインフレ率への懸念は現在よりも低下するだろう。

図表2

供給の混乱は改善に向かっている

ニューヨーク連銀グローバル・サプライチェーン圧力指数(GSCPI)、CPIインフレ率(前年同月比、%)



供給面の問題は緩和している: 運送費は低下している。バルチック海運指数は、2021年10月のピークから50%以上低下している。ただし、中国のサプライチェーンの混乱はなお懸念材料となっている。米国では、3月の労働参加率が62.4%に若干上昇し、パンデミック開始以来の最高水準を記録した。

これまでのところ、賃金の上昇は生産性の上昇を伴っているため、インフレ効果を抑えている: アトランタ連銀の3月の賃金トラッカーは、3カ月の移動平均が6%と、過去最高水準となっている。賃金上昇率は、生産性の向上と結び付かなければただのインフレにすぎないが、実際、我々は生産性の向上を目の当たりにしている。10-12月期(第4四半期)の米国の単位労働コストは年率0.9%上昇した。これは過去20年と同水準だ。

好材料と悪材料でどうバランスをとるのか

我々はインフレに備えたポジションの継続を推奨し、基本シナリオでは今後12カ月で米国の景気後退入りを想定しない。

高インフレ率に備えたポジショニングは引き続き適切な戦略と判断している。基本シナリオでは、年末のインフレ率は長期目標の2%を超える水準である可能性が高く、しかも高インフレ率が継続するリスクも残っているからだ。

継続的な高インフレ率とFRBのタカ派スタンスは経済と金融市場にとってのリスクとなるが、基本シナリオでは今後12カ月で米国の景気後退入りを想定していない。

国内の経済成長モメンタムは堅調: 製造業とサービス業の米供給管理協会(ISM)景況感指数はともに堅調に拡大基調を維持している。雇用市場はタイトで、賃金は上昇し、家計も健全だ。インフレ率がピークを過ぎたとの兆候が見られれば、金利の上昇期待とFRBの過度な反応は後退するだろう。

第1四半期の米国のマイナス成長は、景気後退の兆候というよりも統計上のひずみ: 2022年第1四半期のGDPは前期比年率1.4%減だったが、その主な要因は貿易赤字の記録的な拡大と在庫積み増しペースの鈍化だった。純輸出はGDPの押し下げに3.2ポイント寄与したものの、輸入の急増は需要の強さを示している。国内需要は堅調だ。個人消費は年率2.7%、設備投資は15.3%伸びた。第1四半期の成長率は、いずれ上方修正される可能性がある。

インフレ率はピークを越えた可能性がある: FRBの引き締め策と経済の正常化により、インフレ率は年末に向けて鈍化すると思われるが、金融引き締めが経済に与える影響もあり、FRB高官の発言にもあるように、景気拡大は緩やかになると思われる。

労働供給量が増加すれば、今年の経済成長率も潜在成長率を上回るだろう: GDPの潜在成長率は、労働力と生産性の伸びで決まる。人口増による労働力の通常の増加に加えて、パンデミック期間中に労働市場を離れた労働者が復帰する可能性があるため、労働供給は十分にある。雇用者総数はパンデミック前の水準を150万人下回っており(パンデミック前のトレンドが続いていれば約400万人少ない)、労働力に復帰できる労働者は100万~200万人と推定している。さらに、労働市場の好調と賃金の上昇により、一部のセグメントでは労働参加率がパンデミック前の水準を上回る可能性がある。したがって、2023年

末までは雇用者数がトレンドを上回るペースで増加すると予想する。生産性がこれまでとほぼ同じペースで伸び続け、FRBが需要を冷やして経済成長を意図的に押し下げようとしなければ、潜在成長率を上回る経済成長率が維持されると見込まれる。

データが示唆する通り、名目GDP(実質GDPとインフレ率の合計)は今後6カ月、パンデミック前よりも高い水準を維持する可能性が高い。

我々の基本シナリオでは、名目GDP成長率が高く、今後12カ月では景気後退がないと見込んでおり、バリュー株にとって有利な状況だ。ただし現在のところ、景気後退懸念は高い。インフレ率が低下すると、FRBが景気抑制的な領域までの思い切った利上げを実施するのではないかと懸念が後退し、経済成長への懸念も低下するだろう。このようなマクロ経済環境もバリュー株を支えるだろう。

リスク後退の明確な兆候を投資家が確認できるまでは、株式市場は不安定な状態が続く可能性が高い。

しかし、我々の考えが正しかったとしても、株式市場は不安定な状態が続く可能性が高い。FRBがインフレの長期化に対し警戒を強めているため、投資家は様子見ムードになっている。インフレ率が緩やかになるという我々の予想をデータが明確に裏付けるまでは、FRBまたは地政学に起因する景気後退への懸念の高まりは当面収まりそうにない。

欧州はロシアのエネルギー資源への依存度が高いため、景気後退に陥るリスクが米国よりも高い。基本シナリオでは、欧州諸国はエネルギーの輸入制限による経済的圧力にさらされる可能性が高いものの、ユーロ圏全体の景気後退入りは回避されるとみている。我々は、ロシアの欧州向け天然ガス供給が長期に停止し、ユーロ圏全体が景気後退に陥るというリスクシナリオについても引き続き注視していく。ユーロは対米ドルで5年ぶりの安値に下落している。

このマクロ経済環境が株式にとって何を意味するのかを判断するには、企業利益について考える必要がある。

企業利益

債券利回りの上昇は、企業利益の伸びとの関連で見ることが必要だ。

債券利回りの上昇は、他の条件がすべて同じであれば、債券に対する株式の魅力を下げる。名目利回りを実質利回りは上昇した。米10年国債利回りは現在2.82%で、10年物物価連動国債(TIPS)利回りはゼロ近辺で推移している。だが、これは企業利益の伸びとの関連で見ることが必要だ。

第1四半期の決算発表は、かなり好調な滑り出しとなった。S&P500企業のうち時価総額で50%を超える企業が発表を終えたが、80%は利益が事前予想を上回り、しかも上振れ幅は全体で5%を超えている。コスト圧力が注目を集めているが、過去数四半期と同様、米国企業はコストの増加分を消費者に転嫁することに成功している。その結果、利益率は維持され、事前予想を上回っている。我々は2022年と2023年のS&P500企業の1株当たり利益(EPS)をそれぞれ230米ドル(10%増)、245米ドル(7%増)と予想する。

米10年国債利回りの株式リスクプレミアム(ERP)、PER、S&P500種株価指数

2023年のS&P500企業の1株当たり利益(EPS)予想を245米ドルと想定し算出。黒の太線は、ERPの25年平均。

	米10年国債利回り												
	2.00%	2.25%	2.50%	2.75%	3.00%	3.25%	3.50%	3.75%	4.00%	4.25%	4.50%	4.75%	
ERP	450	15.4	3,769	14.8	3,630	14.3	3,500	13.8	3,379	13.3	3,267	12.9	3,161
	400	16.7	4,083	16.0	3,920	15.4	3,769	14.8	3,630	14.3	3,500	13.8	3,379
	350	18.2	4,455	17.4	4,261	16.7	4,083	16.0	3,920	15.4	3,769	14.8	3,630
	300	20.0	4,900	19.0	4,667	18.2	4,455	17.4	4,261	16.7	4,083	16.0	3,920
	250	22.2	5,444	21.1	5,158	20.0	4,900	19.0	4,667	18.2	4,455	17.4	4,261
	200	25.0	6,125	23.5	5,765	22.2	5,444	21.1	5,158	20.0	4,900	19.0	4,667
	150	28.6	7,000	26.7	6,533	25.0	6,125	23.5	5,765	22.2	5,444	21.1	5,158
	100	33.3	8,167	30.8	7,538	28.6	7,000	26.7	6,533	25.0	6,125	23.5	5,765

出所:リフィニティブ、データストリーム、UBS(2022年4月現在)

企業利益と利回りに関する我々の見通しが正しければ、S&P500種株価指数はそれほど割高ではない。2023年の企業利益の前提条件として、2022年末までの米10年国債利回り予想2.5%、および2022年末時点でのS&P500種の予想値を4,700として計算すると、米国株式の予想株価収益率(PER)は19.2倍で、株式のリスクプレミアム(配当利回りベース)は275bpと、25年平均並みとなっている。

投資見解

株式の配分は、高インフレ率、金利上昇、高ボラティリティという環境下で好調なパフォーマンスを上げられるセグメントに傾ける。

成長率とインフレ率が緩やかになるという我々の基本シナリオでは、株式市場は現在よりも高水準で年を越すと想定している。だが、より積極的なポートフォリオ運用も重要で、高インフレ率、金利上昇、高ボラティリティの環境下で良好なパフォーマンスを上げられるセグメントを推奨する(9頁参照)。

図表3

コモディティと株式の相関は低下しゼロに

ブルームバーグ・コモディティ指数、MSCI ACワールド指数との52週相関係数



出所:ブルームバーグ、UBS(2022年4月現在)

コモディティは、インフレリスクと地政学リスクに対するヘッジとして機能している

ブルームバーグ・コモディティ指数、MSCI ACワールド指数の年初来変化率



出所:ブルームバーグ、UBS(2022年4月現在)

主要シナリオと資産クラスへの影響

		楽観シナリオ	基本シナリオ	悲観シナリオ	
シナリオ	インフレ/中央銀行	インフレ懸念が後退する。主要中央銀行は金融緩和を徐々に縮小するが、市場が予想するペースより緩やかとなる。	インフレ率が年末に向けて緩やかに低下する。主要中央銀行は金融緩和を縮小するが、緩和姿勢は維持する。米連邦準備理事会(FRB)は概ね市場が予想するペースで利上げを継続し、また2022年内に量的引き締めに移行する。	世界的にエネルギー価格が急騰し、年内は高インフレ率が続く。賃金と物価の上昇スパイラルが生じ、スタグフレーション(景気停滞と物価上昇が同時に進行する)リスクが高まる。FRBは市場の予想を上回るペースで利上げを実施し、また量的引き締めを急ぐ。	
	ロシア・ウクライナ情勢	ロシア産天然ガスの欧州への供給が完全再開する。 ロシア・ウクライナ間の交渉が前進し、停戦の実現性が高まる。 フィンランド、スウェーデンは北大西洋条約機構(NATO)に加盟せず、紛争拡大のおそれの後退する。 地政学リスクの後退を受け、リスク資産価格が上昇する。	ロシアの西側諸国に対する対抗措置の一環として、ロシア産天然ガスの欧州への供給が削減される。 欧州の複数の国の経済が圧迫されるが、ユーロ圏全体が景気後退に陥る事態は避けられる。 欧州がロシア産エネルギーへの依存度を年末までに大幅に低減する。対ロ制裁を強化し、他国に対してもロシア産エネルギーの輸入を削減するよう圧力を強める。 フィンランドとスウェーデンがNATOに加盟する。ロシアは軍備を増強し、国境付近への核配備を進める。	ロシア産ガスの欧州への供給停止が長期にわたり、ユーロ圏全体が景気後退に陥る。	
	中国	2022年後半に新型コロナ関連の国内規制が解除され始め、入国後の隔離規則が緩和される。規制による締め付けや不動産市場の資金繰り問題が緩和される。	2022年後半に新型コロナ関連の規制が解除され始める。経済は安定して成長する。中央銀行は金融支援策を継続する。	経済活動の再開が今年秋の共産党大会後まで先送りされる。不動産市場の資金繰り問題が拡大する、または規制がさらに強化され、経済成長のさらなる重しとなる。	
	経済成長	経済成長率は潜在成長率を上回る高い水準を維持する。	2022年前半はエネルギー価格の高騰が経済成長の足かせとなるが、その後はサービス・セクターの回復により、2022年は潜在成長率水準を維持する。	世界の経済活動が大きく後退する。	
資産クラスへの影響	現在値*				
(2022年12月末の予想)	S&P500種株価指数	4,227	5,100	4,700	3,600
	ユーロ・ストック50指数	3,735	4,300	4,000	3,200
	MSCI新興国指数	1,049	1,250	1,150	950
	スイス株価指数	12,051	13,600	12,600	10,000
	東証株価指数(TOPIX)	1,861	2,200	2,000	1,600
	米国投資適格債スプレッド**	111	45bps / +4%	95bps / +3%	150bps / +5%
	米国ハイイールド債スプレッド**	383	270bps / +8%	375bps / +5%	550bps / +1%
	EMBIグローバル・スプレッド**	435	300bps / +11%	425bps / +5%	550bps / +3%
	ユーロ/米ドル	1.06	1.15	1.08	1.00
	金(Gold)	1,888	1,500-1,600米ドル/オンス	1,800米ドル/オンス	2,000-2,100米ドル/オンス

* 2022年4月27日のスポット価格。

** 市場が混乱している期間中は、クレジットのビッド/オファー・スプレッドは拡大してレンジが大きくなる傾向があります。パーセント表示の変化率は、表示されているスプレッド水準の予想されるトータルリターンを示します。

注: 資産クラスの影響は、それぞれのマクロ経済シナリオを前提としています。個別の資産価格は、マクロ・シナリオで言及されていない要因の影響を受けることがあります。

出所: UBS、2022年4月現在

米ドルの支配は終わるのか？

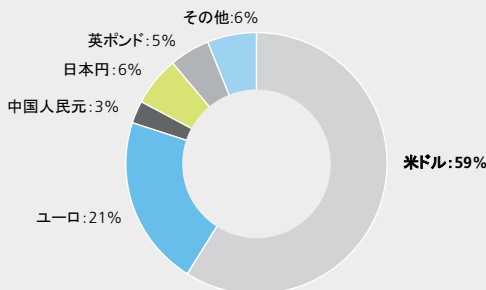
FRBのタカ派傾斜に伴い米ドルも上昇し、米ドル指数は現在、2年ぶりの高値圏にある。我々は昨年10月に米ドルを推奨に引き上げ、以降、スイス・フラン、ユーロ、メキシコ・ペソ、インド・ルピーに対する米ドルのロング・ポジション（買い持ち）を勧めてきた。さらに、世界経済成長の下方リスクとFRBのタカ派色強化を踏まえて、主に欧州通貨に対して短期的に一段の米ドル高が続くと予想に変更した。

だが、米国の対口金融政策により、米ドルは「兵器化」した。こうした金融制裁により、外貨準備としての米ドルの地位をめぐる議論が再燃しており、制裁が米ドルの信認を低下させるとの懸念を唱える向きもある。また、中国の経済力向上が外貨準備としての人民元の導入加速につながると指摘する声もある。暗号資産の支持者は、伝統的な法定通貨はデジタル人民元のようなデジタル通貨に置き換わると主張する。投資家は、米ドルの支配的地位の低下や外貨準備通貨としての地位の喪失さえも心配しなければならないのだろうか？

図表4

米ドルは基軸通貨の地位を堅持

外貨準備高に占める通貨シェア



出所: IMF、UBS(2022年4月現在)

米国および諸外国の対GDP債務比率の上昇、資源の不適正な配分、インフレ、人口動態、世界の多極化などが、何らかの形で米ドルの価値や地位に影響を及ぼしうる問題であることは無視できない。また、外貨準備における米ドルの地位を軸に資産配分を決めるのは、ポートフォリオの構築方法として必ずしも最も効果的とは言えない。

米ドルが外貨準備として支配的地位である理由として、まずは、米ドルが唯一世界で初めて国際的に受け入れ

られた準備通貨であることを指摘したい。準備通貨の地位の意味を単純に歴史的に類推してもあまり役立たない。オランダ・ギルダーやフランス・フランなどの通貨が準備通貨として広く使われたことは未だかつてない。最も有力な候補は恐らく英ポンドだが、同通貨の使用がピークに達していた時でも原油などのコモディティは米ドルで取引されており、世界で広く一般的に受け入れられていない。とはいえ歴史からわかることが1つある。それは、準備通貨の地位が民主主義国家から全体主義国家に移ることはまずないということだ。

次に、米ドルの代わりになる通貨は、現実的に当面ないという点だ。人民元が近い将来、米ドルの地位にとって代わることはないだろう。準備通貨の基本特性は流動性にある。つまり、外貨準備として保有できる大規模で流動性の高い低リスクの資産市場が欠かせない。中国がこの基準を満たすためには、資本市場を発展させ、資本規制を撤廃する必要があるだろう。またユーロも、準備通貨として大規模な単一の低リスク資産市場を欠いている。

対照的に、米国債市場の規模は約23兆米ドルだ。一方、中国国債市場は約3.5兆米ドル相当、ドイツ国債市場は2.2兆米ドル相当の規模にすぎない。だが、米国債市場の流動性が最も高いのは、単に市場規模だけが理由ではない。デリバティブや先物の活発な取引が米国債の流動性と売買高を押し上げている。しかしこれに匹敵するものは、例えば中国市場には存在しない。

最後に、たとえ米ドルの支配的地位が低下したとしても、それ自体経済力の著しい喪失を表すわけではないことだ。エコノミストのポール・クルーグマンはその著書の中で次のように指摘している。1960年代末に英ポンドは経常収支の赤字に伴って主に英国内で使用される通貨へとシフトしたが、英ポンドの実質価値は低下していなかった。同様に経常赤字である米国も例外ではないと言える。

政策決定者や専門家にとって「準備通貨」という概念を作り出すことは、世界がどうあるべきか、米国や他国は将来の脅威や機会に対応するためにどのような政策をとるべきかを議論するために必要なものであった。“King Dollar”つまり米ドルが王であるという概念が投資に与える重要性は低下しており、米ドルであろうがなかろうが、まずは地域、資産クラス、収益源の分散を図り、それによりさまざまな地政学的シナリオを切り抜けることができる強固なポートフォリオを構築することが必要だろう。

投資アイデア

ポートフォリオのヘッジを強化する	<p>コモディティは、過去を振り返ってみるとインフレ時には広くパフォーマンスが好調に推移しており、また、供給が一段と混乱するリスクを考えると、効果的な地政学リスクのヘッジ手段でもある。今後6カ月は幅広いコモディティ指数のトータルリターンがさらに10%上昇する余地があるとみており、特に機動的なアクティブ戦略を勧める。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。</p> <p>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。MSCIオールカントリー医薬品指数の12カ月先の予想株価収益率(PER)は、MSCIオールカントリーワールド指数より14%低い。</p>
バリュー株に投資する	<p>高インフレ率と金利上昇の局面では、グロース株などの株式市場の投機的なセグメントは著しい圧力を受ける一方、経済および市場環境はバリュー投資に有利になると見込まれる。長年のアンダーパフォームによりバリュー株への配分を落としている投資家は、バリュー株の長期ポジション、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とよいだろう。</p>
高インフレ率と金利上昇に対処する	<p>債券では、金利上昇により投資妙味のある分野が出現している。我々は、高格付債と米国債の非推奨を取り下げる。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。クレジットでは、金利上昇過程で好調なパフォーマンスを上げてきた米国シニアローンの推奨を取り下げる。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・クレジットは引き続き推奨する。グローバル・セクター配分の中では、金融株の推奨を取り下げた。金利上昇は金融銘柄の収益性に追い風ではあるが、金利先高観は織り込み済みであり、ここからの上値余地は乏しいとみている。</p>
ボラティリティを乗り切る	<p>経済および地政学的な不確実性が高いことを踏まえると、今後数週間はボラティリティが高止まりする可能性が高い。投資家はさまざまな方法でボラティリティが上昇する環境を切り抜け、資産に対する長期的リスクを引き下げることができる。流動性戦略¹を構築することで、強制売りのリスクを抑えることができるほか、ダイナミック・アセット・アロケーション戦略も、投資を継続しつつポートフォリオの下落リスクを抑えることができる。</p>
オルタナティブ資産へ分散投資する	<p>インフレ率と金利が上昇し、ボラティリティが高まる局面では、ポートフォリオの分散が重要である。ヘッジファンドなどのオルタナティブ(代替投資)資産の組み入れも有効な分散手段となる。ヘッジファンドの中には市場が変動または下落している局面でアウトパフォームしやすい戦略もある。プライベート市場、ダイレクト不動産、不動産投資なども、インフレが高止まりしている場合に長期的に資産の実質価値を守る効果が期待できる。</p>
株式の長期的価値を見いだす	<p>市場のボラティリティや不確実性が高い局面は、ファンダメンタルズ(基礎的条件)が堅固な長期投資テーマに対する魅力的な投資タイミングとなることが多い。第5世代移動通信システム(5G)、オートメーションやロボティクス、スマート・モビリティ、コト消費(カスタマー・エクスペリエンス)などの分野で売り込まれた株式に注目している。</p>
セキュリティの時代に備えたポジションを取る	<p>ロシアのウクライナ侵攻がもたらす長期的な影響として、政府や企業が効率性や価格よりも安全性と安定性の最適化を図る可能性が高い。これは、エネルギー、食料、データ、防衛、気候変動などさまざまな分野に影響をもたらす。</p>

¹ 時間軸は様々です。戦略はお客様の長期目標、中期目標、適合性によって変わります。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。



Mark Haefele
最高投資責任者
Global Wealth Management

UBS投資家フォーラムの見方

今月の投資家フォーラムでは、参加者が経済成長やインフレの見通しについて議論し、長期的な投資テーマに対する機会について見解を示した。

- 地政学的ショックがインフレ率を押し上げており、足元の水準は期待インフレ率を大幅に上回っている。インフレ率はいずれピークを打つだろうが、参加者は、各国中銀がインフレ率を目標以下に抑えるのは至難の業だと考えている。今後の情勢については意見が分かれた。
- 参加者は、足元の為替レートに影響を与え投資機会を生み出している、地域間での経済成長と政策導入パターンの乖離について議論した。米国の成長見通しは堅調とされた一方、中国の短期的な見通しはオミクロン株の感染拡大の影響で悪化している。欧州については、ロシアからのエネルギー輸入と中国貿易のエクスポージャーが、域内経済成長に逆風とみなされている。
- 長期的には、創造的破壊技術やイノベーション、ESGテーマ、代替エネルギーといった分野が注目された。また、コモディティも、旺盛な需要に加えロシアのウクライナ侵攻で供給制約が悪化していることから、有効な投資先の1つに挙げられた。

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