

# 「3つのR」によるボラティリティに備える

## Weekly Global

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

### 今週の要点

#### 「3つのR」が明確になるまではボラティリティに備える

先週の S&P500 種株価指数は 6 週連続の下落となった。米連邦準備理事会(FRB)の積極的な利上げ観測、中国の新型コロナウイルス感染拡大を受けたロックダウン(都市封鎖)、ウクライナ情勢などを背景に、リセッション(景気後退)懸念が高まった。13 日(金)は大きく上昇したものの、週間としては 2.4%の下落となり、1 月につけた史上最高値からは約 16%のマイナスとなった。

よりリスクの高い資産はさらに低迷している。主としてハイテク企業に投資する米 ETF はパンデミック以前の水準を 28%下回り、史上最高値からは 72%下落している。一部の主要指数はパンデミック以前の水準を伺うか、もしくは下回っており、これは新興国市場、米国を除く先進国市場、米国中小型株式にも言えることだ。

こうした相場下落により悪材料はかなりの織り込み済みとなったが、金利(rate)、景気後退(recession)、リスク(risk)の「3つのR」がより明確になるまでは、投資家のセンチメントの回復は難しいだろう。投資家は、中央銀行に対する積極的な利上げ圧力の弱まり、景気後退の回避、ロシアによるウクライナ侵攻や中国のロックダウンにかかるリスクの低下を示す兆候を注視するだろう。こうした先行き不透明感が解消されるまでは、ディフェンシブ・セクターのポジションを高め、ヘッジを追加することを推奨する。

**要点:** 足元の先行き不透明の高い環境下では、1 つ目に、高インフレと利上げ局面でアウトパフォームする傾向にあるバリュー株を推奨する。2 つ目に、景気の変動の影響を受けにくいヘルスケア株式を組み入れることで、リセッション・リスクを低減することができる。3 つ目に、コモディティにエクスポージャーを取ることで、地政学リスクを抑えることができると考える。ウクライナ情勢が一段と激化すれば、コモディティ価格も同時に急騰するだろう。

#### 米インフレ率の鈍化ペースは予想よりも緩やか

4 月の米消費者物価指数(CPI)の前年同月上昇率は 8.3%と、約 40 年ぶりとなる高い伸びを示した 3 月の 8.5%から減速した。昨年 8 月以降初めて前月から減速し、足元ピークをつけたと一定の安堵感が広がった。

だが、上昇率は減速とはなったものの、コンセンサス予想 8.1%を上回ったことから、市場の失望を誘った。同指数は、物価抑制を目指す米連邦準備理事会(FRB)の急速な引き締めにより米国が景気後退に陥るという懸念が高まる中で発表された。

今後数カ月はインフレ率は極めて高い水準が続くとみているが、今回のデータは物価上昇率が年後半を通じて鈍化するという我々の見方を裏付ける内容となっている。

パンデミック後に消費パターンが正常化するに伴い、財価格の上昇率は既に鈍化し始めている。CPI コア指数を構成する財の価格上昇率は前月比 0.2%に留まった。中古車、テレビ、スマートフォンの価格は 3 カ月連続で下落した。

ベース効果により前年比の物価上昇率は鈍化し始めており、この状況はこれからも続く見込みである。以降数カ月の物価指数は、コロナ規制により抑圧されていた状態ではなく、経済活動の再開が進んだ 2021 年の物価水準と比較するからだ。今後 1 カ月間、原油価格の上昇率が 75%(2022 年 4 月の前年同月上昇率)を下回るようであれば、原油の CPI 総合指数の上昇率への寄与度は低下するであろう。

### 今週の動き

1. **米国の経済指標は成長見通しの裏付けとなるか?** 5月17日に、4月の米小売売上高と鉱工業生産が発表される。景気後退懸念が高まる中、投資家は消費需要の力強さを裏付ける小売売上高を期待するだろう。コンセンサスは、3月の0.5%から前月比0.7%の増加を見込む。一方、鉱工業生産はサプライチェーンの健全さを探る指標となるだろう。
2. **FRB高官は、最近のインフレ指標や経済のソフトランディングの可能性にどう反応するか?** ここ数週間でFRB高官の発言が変化している。米連邦準備理事会(FRB)のウォラー理事による、利上げは経済に「付随的な損害」をもたらす「厳しいカづくの手段」との発言から、パウエルFRB議長の発言は「ソフトランディング」の可能性を強調するものへとシフトしている。FRBは今、完全な景気後退と、潜在成長率を上回る一定の景気拡大局面の間という状況もありうる」と強調しているようだ。さまざまなFRB高官(シカゴ連銀のエバンス総裁、フィラデルフィア連銀のハーカー総裁、ニューヨーク連銀のウィリアムズ総裁)の発言から、インフレの上昇ペースに対する最近のFRBの考え方と併せて、このトレンドをさらに確認していきたい。
3. **暗号資産規制に対する次なる政策は何か?** イエレン米財務長官は先週、年末までにステーブルコイン(米ドルなどの法定通貨と連動している暗号資産)の規制を導入する意向を示した。これは、ビットコインの急落や、かつて第4位の規模を誇ったステーブルコインのテラUSDが米ドルとのペッグ維持に苦戦していることを受けた発言だ。最大のステーブルコインであるテザーは、一時米ドルとの連動から逸脱した。暗号資産に対する規制は

要点: 物価上昇ペースの鈍化が続くと、FRB への利上げ圧力は弱まり、景気後退懸念も和らぐ可能性がある。しかし、労働市場の逼迫を考慮すると、物価上昇率が市場予想を上回るリスクが残る。FRB が利上げサイクルの一旦停止を検討するためには労働市場の逼迫解消が確認される必要がある。よって、投資家は高インフレと金利上昇の環境への対応を続けることを勧める。我々はバリュー株がアウトパフォームすると考える。

どのようなものになるのか、米国および諸外国の政府高官の追加指針に注目する。

### 暗号資産(仮想通貨)のポジション解消による教訓

現在の市場ストレスの高まりは株式市場に限られたものではなく、暗号資産(仮想通貨)のリスク・ポジションも急速に解消されている。ビットコインの価格は過去最高値から50%超下落し、暗号資産業界の最大手は取引高が大きく落ち込んでおり、先週は時価総額の3分の1を失った。また世界最大のステーブルコイン、テザーは米ドルとのペッグ(連動)を一時逸脱した。

こうした動きは、暗号資産をポートフォリオに組み入れる根拠を弱めるものである。

第1に、暗号資産は株式市場の下落とインフレ高進の局面で急落し、ポートフォリオの分散強化と物価上昇に対するヘッジという点で有効ではないという我々の見方を裏付けることとなった。ビットコインとイーサリアムのナスダック総合指数と、主としてハイテク企業に投資する米ETFの相関は0.95を超え非常に高い。その上、暗号資産は流動性が低く、ボラティリティ(変動率)が高く、暗号資産間の相関も高い。

暗号資産をインフレ・ヘッジ資産としてみる根拠も薄弱となっている。むしろ、暗号資産は中央銀行の金融緩和策が市場を支えてきた側面があるようだ。

第2に、規制リスクが引き続き高まりつつある。先週、イエレン米財務長官は、「デジタル資産は金融システムにとってリスクとなる可能性があり、規制当局による協調的な監視の強化が必要」と述べた。同財務長官は、年末までの規制導入を目指している。一方、米証券取引委員会(SEC)のゲンスラー委員長は、一部の暗号資産交換業者の顧客に対する不利益な取引慣行を批判し、監督が必要と述べた。多くの個人投資家が暗号資産で大きな損失を被ったことから、規制強化の動きは加速すると考える。

要点: 投資家にはこうした投機性の強い資産についてボトムを狙って投資しようとしなことを勧める。暗号資産にかかわるテクノロジー(分散型台帳技術(DLT)など)へのエクスポージャーを追求する投資家は、一部のプラットフォーム企業およびイネーブラー(技術で目標を実現する企業)への投資、またはアーリーステージ(初期段階)企業へのプライベート市場投資により実現することが可能である。しかし、現在テクノロジー株に下落圧力がかかっていることから、そうした投資は長期的視点が求められる。

## 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。

「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