

# インフレ懸念再浮上で株価下落

## UBS House View - CIO Alert

Mark Haefele, Global Chief Investment Officer GWM, UBS AG

### 何が起きたか？

10日のS&P500種株価指数は2.9%下落した。米国のインフレ率が市場の予想に反し再び上昇したことを受け、金融引き締めが加速し、米国経済を景気後退に追い込むとの懸念が再浮上した。週ペースでは5%の下落となり、5月後半に付けた直近最安値水準に戻った。

10日に発表された5月の米国消費者物価指数(CPI)は前年同月比8.6%上昇し、1981年以来の高い伸び率となった。この上昇で、インフレ率は3月でピークを打ったとの見方は否定された。前月比の数値も、ガソリン、食品、賃料などの値上がりを反映し、1%の上昇と市場の予想を上回った。

物価上昇が家計への負担となっているデータも示された。10日に発表されたミシガン大学消費者信頼感指数は5月の58.4から50.2に低下し、1978年の統計開始以来で最低となった。米連邦準備理事会(FRB)が発表した5月25日時点のクレジットカードやその他借入れの残高は、前年比で15%増加している。また、最新の経済指標に基づき実質GDP成長率予想を算出したアトランタ連銀の「GDPナウ」によると、2022年4-6月期GDP成長率は0.9%の伸びにとどまることが示唆されている。1週間前のデータでは1.3%と予想されていた。

世界情勢も市場のセンチメントの重しとなっている。中国・上海は、新型コロナによるロックダウン(都市封鎖)解除からわずか10日で、新型コロナの集団検査実施のため一部区域でロックダウンを再実行した。また欧州中央銀行(ECB)は、9日に開催された理事会で7月に約10年ぶりの利上げに踏み切る方針を示したほか、9月にも0.5%の追加利上げを行う可能性を示唆するなど、タカ派姿勢を鮮明化した。

### この状況は何を意味するか？

CPIの数値は、FRBによる利上げのペースが今年後半に減速すると市場の期待を裏切る結果となった。市場は6月14~15日に開催される次回米連邦公開市場委員会(FOMC)で0.5%の利上げが行われることをすでに予想していたが、こうしたデータを受け、利上げペースの加速を織り込み始めた。フェデラルファンド金利先物は、7月のFOMCで0.5%を上回る0.75%の利上げと、2022年内に累計3.10%近くの利上げが行われることを織り込んでいる。4月時点では約2.4%と予想されていたが、それよりも加速した。

FRBの金融政策のタカ派色がさらに強まる可能性や経済指標の軟化も、経済成長見通しの更なる足かせとなっている。景気後退懸念が増大していることを反映して債券市場ではイールドカーブがフラット化し、米国10年国債利回りの2年国債利回りに対するプレミアム(上乗せ金利)は10ベースポイント(bp)に縮小した。5年債と30年債の利回りは再び逆転し、3月以来となる逆イールドが生じた。

### 今後の展開

ウクライナ紛争によるエネルギーと食品価格の上昇により、高インフレが想定以上に長引いている。産油国連合のOPECプラスは増産幅の拡大で合意したが、原油価格は高止まりの状態が続くと予想する。一部の加盟国は増産に苦戦し現行の目標も達成できていないため、市場に放出される追加原油の規模は小さいとみられる。EUのロシア産原油の禁輸措置も、一部適用除外はあるものの、今後数カ月で世界の原油供給量を減少させると見込まれる。

一方、自動車など、コロナ禍による一部セクターの価格高騰も正常化が遅れている。5月のCPIによれば、自動車価格は新車、中古車ともに前月比1%以上の上昇となった。

だが、足元の状況は、インフレに歯止めが掛からないのではなく、鈍化が遅れているだけだと我々は見ている。食料とエネルギーを除いた5月のコアCPIは6.0%上昇と、4月の6.2%、ピークを付けた3月の6.5%から減速している。テレビやスマートフォンなど一部の品目では価格低下が続いており、消費支出の対象が財からサービスへとシフトしている状況がうかがえる。こうした傾向も供給制約に対する一定の緩和要因となろう。

さらに、5月のインフレ率が上昇したことで今後数カ月のインフレ率の減速ペースがむしろ加速する可能性もある。高インフレを受けて消費者が支出を抑制し、また前年との比較によるベース効果も今後より有利に働くと思われるからだ。労働市場のひっ迫緩和を示す兆候も見られる。求人件数はピークを過ぎ、新型コロナの感染状況の落ち着きとともに労働市場に復帰する労働者も増えている。5月は労働力人口が約33万人増加し、労働参加率は62.3%と4月の62.2%をわずかに上回った。こうしたトレンドが続けば、FRBが年内に利上げペースを減速させ、タカ派姿勢を緩和させる可能性もなお見込まれる。

経済成長は減速が続くと我々は見込んでいるが、年内に景気が大きく失速するとは予想していない。高水準の雇用状況が続いていることから、家計支出の急激な減少は見込みにくい。直近の指標によれば、5月の雇用者数は39万人増と事前予想を上回り、失業率は過去最低水準の3.6%で推移しており、求人倍率も約2倍となっている。

最後に、中国の習近平国家主席は先週、ゼロコロナ政策と雇用などの経済的なニーズとのバランスを取るよう呼び掛ける発言を行った。これにより、一部地域で感染が再拡大したとしても、従来のような厳格な封じ込め措置が発動される可能性は低いとみられる。中国オフショア(本土外)株式は5月下旬から約10%反発しており、10日も米国株式市場を上回るパフォーマンスを示した。中国の悪材料はほぼ出尽くした可能性があるとする我々の見方を裏付けている。

## 投資見解

景気減速懸念が高まっており、金利上昇が株式への逆風となっている。短期的(6カ月程度)には、バリュー投資およびボラティリティ(価格の変動)への対応を中心とした戦略が有効と考える。一方、長期投資家に対しては、セキュリティ(安全保障)の新時代のテーマにおいて、割安で高い成長性がある銘柄に投資機会があると考えられる。

具体的には次のような投資行動を勧める。

**第1に、バリュー株に投資する。**インフレ率はいずれ減速するとみているが、当面は中央銀行の目標を上回る水準での推移が予想される。過去を振り返ると、インフレ率が3%を上回る環境下ではバリュー株がグロース株をアウトパフォームしてきた。よって、エネルギーやヘルスケアなどのバリュー・セクターを勧める。

**第2に、ボラティリティに備える。**不確実性とボラティリティが高い環境下では、ドローダウン(大幅下落)を抑制する戦略を検討することを勧める。通貨に関しては、ボラティリティの上昇は余剰キャッシュを使ったリターン上昇を狙う機会と捉える。特に資源国通貨(豪ドル、ニュージーランド・ドル、ノルウェー・クローネ、カナダ・ドル)は魅力的なリスク・リターンを提供すると考える。

**第3に、ポートフォリオの防衛を強化する。**高クオリティ銘柄、高配当銘柄、ヘルスケア銘柄などに注目したい。いずれも景気後退時にアウトパフォームし、ポートフォリオの変動を抑えるのに寄与する可能性が高い。また、低金利やマイナス金利が長年続いたため、短期デュレーション(残存期間の短い)の投資適格債など債券の一部にも投資妙味が出てきたと考える。これらの債券は、景気後退シナリオでポートフォリオに耐性を与えるとみている。

**第4に、オルタナティブ(代替)資産で分散投資を図る。**目先で不確実性とボラティリティが高まっている状況下では、オルタナティブ資産を組み入れることで長期リターンの追求を続けることが可能と考える。公開市場のバリュエーションが低下した後にプライベート市場に投資することは、これまで有効な戦略として機能してきた。米大手投資管理会社ケンブリッジ・アソシエイツによると、1995年まで遡る過去実績に基づく、MSCIオールカントリー・ワールド指数(MSCI ACWI)のピークから1年後に組成されたグローバル成長バイアウト・ファンドの年間平均リターンは18.6%を記録している。一方公開株式がピークに達する2年前に投資が開始されたファンドの同リターンは8%にとどまっている。インフラストラクチャー、不動産、プライベート市場などの資産は、ポートフォリオのインフレ耐性を高める効果が期待できる。また、ヘッジファンド戦略(特にマクロ戦略)の中には、景気後退シナリオで優れたパフォーマンスを上げ、株式と債券の相関性が高まった局面ではポートフォリオのボラティリティ抑制に寄与できるものもある。

**第5に、セキュリティ(安全保障)の新時代に備えたポジションを構築する。**ウクライナ紛争が続く中、政府と企業はともにセキュリティ(安全保障)の新時代への対応を進めている。足元では、食料およびエネルギーの安定確保に向けた動きがさまざまなコモディティ市場の逼迫につながっている。この動きは今後数カ月にわたり原材料価格の上昇を支え、資源市場全般への追い風となるだろう。長期的には、この新時代には自動化とロボティクス、脱炭素、サイバーセキュリティ、農産物の収穫量拡大などの需要が高まるとみている。

## 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、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 2.20% (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場合があります。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ます。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мент株式会社 2022 すべての権利を留保します。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мент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