

# UBS House View

Monthly Letter

2022年5月26日  
Chief Investment Office GWM  
Investment Research

## 基本シナリオ

インフレ率は低下するが中央銀行の目標を下回らず、経済成長率は鈍化するがマイナス成長にはならず、今年の株式市場は現在よりも高値で年を越すと予想する。

## 楽観シナリオ

景気後退、金利、地政学リスクをめぐる不透明感が予想よりも早く解消に向かえば、株価は1月の高値を目指す可能性がある。

## 悲観シナリオ

米連邦準備理事会(FRB)によるインフレ抑制策に経済が耐えきれず、S&P500種株価指数は3,300ポイントまで下げる局面もあり得る。

## 資産配分

ボラティリティ(相場変動)がさらに高まることが予想されるため、ヘッジ手段やオルタナティブ投資(代替投資)による分散投資を勧める。株式では、グロース株よりもバリュー株を、またセキュリティ(安全保障)の新時代に備えたポジションを推奨する。



Mark Haefele

Chief Investment Officer  
Global Wealth Management

## 上手くいっていること

今日の市場にとっての重要な問いは、FRBがプラスの経済成長率を維持しながら、インフレ率を目標水準まで引き下げられるのかという問題だ。

これを達成することは容易ではない。FRBの政策担当者が、米国経済の強さを過小評価すると、インフレ率が目標を上回る期間が長期化することになる。過大評価していると、景気後退に直面する。そして我々はどの道を進んでいるのか、確信を持って知る術がないのだ。

同時に、ウクライナ紛争の継続とともにコモディティ市場が逼迫し、不透明感是一段と高まっている。世界中の国々が穀物と燃料の供給確保に取り組んでいる。中国のロックダウン政策も、世界のサプライチェーンと需要に対する懸念を助長している。

今年に入り、株式市場と債券市場は予想される結果への不安から大きく変動しており、逃げ場がほとんどなくなってきた。

では、どうすればいいのか。

第1に、さらなるボラティリティ拡大に備えることだ。新しい経済データが出るたびに、それがどんなに小さなことでも市場の期待が変化することによる相場の大幅な変動は避けられない。投資家には、それぞれの資産形成の目標達成のためにWealth Way<sup>1</sup>の考え方に基づいたLiquidity戦略(流動性戦略)の構築を勧める。ドローダウン(大幅下落)に対処できるような戦略を検討することもできる。

1 UBS Wealth Wayは、お客様がクライアント・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。

本稿はUBS AGが作成した“Monthly Letter: What's working?”(2022年5月26日付)を翻訳・編集した日本語版として2022年6月1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。

第2に、バリュー株への投資を検討すること。我々は、景気後退よりも高インフレ率継続の可能性の方が高いと考えている。実際、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アウトパフォームしてきた。我々はグロース株よりもバリュー株を推奨し、高クオリティ銘柄とエネルギー株を重視する。ボトムアップの観点からみた世界のバリュー株としては、英国やオーストラリアの保有を増やしている。

現時点では、グロース株とバリュー株のバリュエーション・ギャップがさらに縮小するまでは、グロース株はバリュー株をアンダーパフォームすると予想している。

グロース株の急落は買いの好機なのかという質問を多くの投資家から受けるようになった。数年先を見据えている投資家に対しては、「我々の長期投資テーマは、景気変動を越えて高パフォーマンスを実現できる」とのスタンスを維持している。とはいえ、現時点では、グロース株とバリュー株のバリュエーション・ギャップがさらに縮小するまでは、グロース株はバリュー株をアンダーパフォームすると予想している。したがって、投資期間が1年未満の投資家は、長期グロース株の選別を強めることを勧める。短期的には、高インフレ率が家計に及ぼす影響を考慮し、個人消費関連の銘柄への慎重姿勢を強めており、したがって一般消費財セクターは推奨しない。

第3に、ポートフォリオのヘッジを強化すること。我々はこしばらく、高クオリティ銘柄、高配当銘柄、およびヘルスケア銘柄を推奨してきた。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。通貨では米ドルを推奨してきたが、現在はFRBによる利上げサイクルの大半を織り込み済みと考える。低金利およびマイナス金利が数年続いたため、債券の一部は、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。資産配分比率が目標を下回っている投資家は、最近の急落局面を、ほとんど「忘れ去られた」資産クラスへの投資機会として活用するのが得策と思われる。

ウクライナ紛争が続く中で、政府と企業はセキュリティ(安全保障)の新時代への適応を進めている。

第4に、セキュリティの新時代に備えたポジションを構築すること。ウクライナ紛争が続く中で、政府と企業は、エネルギー、サイバー、国防、食料供給などの面で、セキュリティ(安全保障)の新時代への適応を進めている。短期的には、食料安全保障とエネルギー安全保障に注目が集まった結果、さまざまなコモディティ市場が逼迫している。この動きは今後数カ月間の原材料価格の上昇を支えるだろう。長期的には、この新時代には脱炭素、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。

第5に、オルタナティブ資産で分散投資を図ること。どのようなシナリオが実現してもポートフォリオの質の向上に役立つような投資資産は多くない。だが、オルタナティブ資産への分散投資はその1つかもしれない。インフラストラクチャー、不動産、プライベート市場などは、ポートフォリオのインフレ耐性を高められる一方、ヘッジファンド戦略の中には、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場合にはポートフォリオのボラティリティの軽減に寄与できるものもある。

## ノイズの中のシグナル

米国の株式と債券市場の年初5カ月のパフォーマンスは、この半世紀で最悪を経験している。

米国の株式と債券市場は、この半世紀で最悪の年初5カ月を経験しているため、現時点では金融市場では何も上手くいっていないと言いたくなるかもしれない(図表1参照)。

S&P500種株価指数は年初来で17%下落と、年初来5カ月間のパフォーマンスとしては、1970年以来で最悪となっている。一方、ブルームバーグ米国債券指数の年初来トータルリターンは、1973年の設定以来最低の-7.9%を記録している。ウクライナ紛争、40年ぶりの高水準にある米国のインフレ率、FRBの利上げに伴う景気後退懸念、これらすべてが今回の下落の要因となっている。

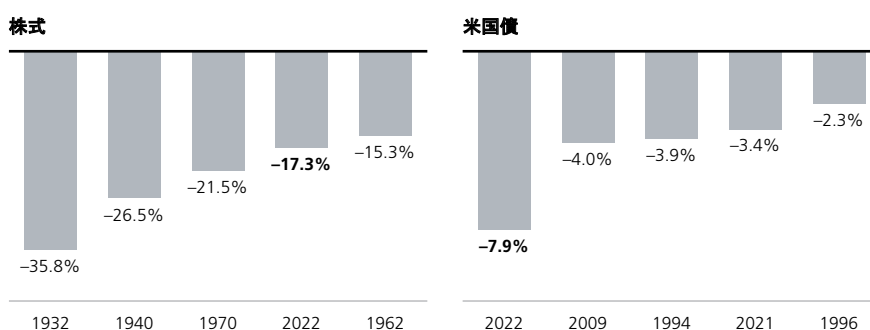
多くのノイズがある中で、我々が見極めたトレンドの多くが実現している。

しかし、こうした混沌の中にあっても貫かれた見方が1つある。「Year Ahead 2022: 新時代のディスカバリー」の中で、我々は「(2022年は)前半と後半で景色が変わる」と指摘した。つまり、前半では力強い成長と高インフレ率が、そして後半には成長率が弱まりインフレ率も後退すると予想したのである。今年に入ってから、数多くのノイズと予想外の出来事が起きる中で、我々が見極めたトレンドの多くが実現しており、我々の投資判断は、相対的にも絶対的にも好調な成果を挙げている。

図表1

### 米国の株式と債券: 過去半世紀で最悪の滑り出し

S&P500種株価指数(1928年以降)と米国債(1973年以降)のパフォーマンス(1月~5月24日引け値、%)



出所: ブルームバーグ、UBS (2022年5月現在)

我々は、世界経済の拡大の恩恵を受けるエネルギー株とコモディティを推奨し、高格付債を推奨せず、地政学リスクが高まる中でもその判断を維持した。我々は、時間の経過とともに経済成長率の鈍化を予想し、ディフェンシブ・セクターへの移行を提案した。その代表格であるヘルスケア・セクターは、MSCI ACワールド指数を年初来で7%ポイント上回っている。また、2021年5月以降、我々は巨大ハイテク銘柄への過度な配分に警告を発してきた。NYSE FANG+指数は現在、当時より27%下がっている。

我々は、米国の金融引き締め政策を予想して、米ドル高に備えたポジションを構築し、変動利付債の保有比率を増やした。インフレ懸念は株式と債券の相関を高める傾向があることから、分散投資を継続し、オルタナティブ資産の保有比率の引き上げを推奨した。以上の判断が相対パフォーマンスの改善に寄与した。

ウクライナ紛争とロシアによる天然ガス輸出の武器化は、市場力学を大きく変えた。

ウクライナ紛争とロシアによる天然ガス輸出の戦略的抑制(武器化)は、市場力学を大きく変えた。MSCI ACワールド・エネルギーセクター指数は年初来で30%上昇、米ドル指数も6%上昇するなど、我々が見極めたいくつかのトレンドが加速したが、それ以外のほとんどの資産は急落した。コモディティ価格の急騰とグローバル・サプライチェーンへの影響でインフレ率が上昇し、予想以上に長く高止まりが続いたため、FRBは思い切った対応をせざるを得なくなった。

その結果、名目・実質利回りの上昇がグロース株のパフォーマンスを押し下げ、一部の投資家はポジションの売却に走った。我々は、売却により1~2年分のパフォーマンスが犠牲になったとみている。例えば、「ABC技術」、つまり人工知能(AI)、ビッグ・データ、サイバーセキュリティ分野の企業が年率10%台半ばの利益成長率とリターンを予想していたが、年初来で株価は24%下落している。しかし同時に、このテーマを支える長期成長トレンドは、今回のウクライナ紛争で強化されるとみている。

我々はこれまで、シナリオに基づくアプローチで投資機会を捉えることに成功しており、今後もこの方針を継続する。

3月には、ウクライナ紛争、経済成長率の鈍化、インフレーション、金融政策に関するリスク増大を受けて、株式への推奨をとりやめた。4月に、我々はバリュー株をあらためて推奨した。以上のようなリスクの長期的影響を検討した上で、「セキュリティの新時代」という投資テーマは、エネルギー、食料、サイバー空間、国家安全保障の各分野で進行するさまざまなトレンドを捉えていると考える。

我々はこれまで、シナリオに基づくアプローチでトレンドと投資機会を捉えることに成功しており、今後もこの方針を継続する。金融危機以降、各国政府による経済への関与が着実に高まってきた世界では、シナリオ分析とさまざまな政治経済体制にまたがる分散投資が重要である。

我々の基本シナリオでは、インフレ率は低下するが中央銀行の目標を下回らず、経済成長率は鈍化するがマイナス成長にはならず、今年の株式市場は現在よりも高値で年を越すと予想する。だが、先行き不透明な世界では、どのようなシナリオにも対応できるよう設計された包括的なポートフォリオで投資を考えることが、持続的で長期的な成功を収めるための最善の方法だと思われる。我々の投資ポジションは、考え得るどの結果に対しても市場全体を上回るパフォーマンスを実現する可能性を最大限に高めることを目的としている。

## 基本シナリオ

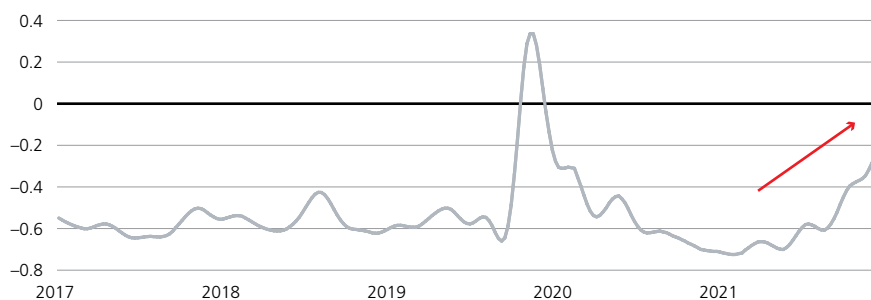
FRBには、米国経済が「ソフトランディング」に至る「それなりの道のり」が見えている。

最近の記者会見で質問されたパウエル議長は、米国経済が「ソフトランディング(ある程度緩やかな着陸)」に至る「それなりの道のり」が見えていると述べた上で、時には「若干揺れる」こともあり、「多少の痛みを伴うかもしれない」と述べた。FRBは、物価の安定と雇用の最大化という2つの責務があるために、失業率の上昇という犠牲を払って物価抑制にどこまで力を入れられるか、不透明な部分がある。懐疑派はこう言うだろう。「FRBは、景気後退と印字されている招待状をあらかじめ国民に送りつけることはないだろう」と。一方で皮肉屋は「FRBには、実際のインフレ対策と、それによって引き起こされる失業とを引き換えにする度胸はない」という言い方をする。そして現実主義者はこう言う。「最近の言い回しの変化はともかく、パウエル体制下のFRBは利上げに慎重だったという事実を忘れるべきではない。以前はテイラー・ルール(訳注:1993年に米経済学者ジョン・テイラーが提唱した金融政策ルール)のような数学的な公式が機能し、FRBの反応をある程度予想できた。もはやそのような政策のガードレールがなく『データ次第』と言い出す始末だ。つまり、FRB自身もどうすればよいのかまだ分からないのだ。したがって、データが発表されるたびにボラティリティは高まるだろう」。

図表2

### 緩和縮小を強める米国の金融環境

シカゴ連銀金融環境指数



マイナス値は金融環境が過去平均よりも緩和的であることを示す。

出所:ブルームバーグ、UBS (2022年5月現在)



景気後退のリスクは高まっている。

景気後退のリスクは高まっている。利回り上昇、債券のスプレッド拡大、株式相場的大幅下落の結果、金融環境が逼迫し、米国経済の重荷となる可能性が高い(図表2参照)。住宅ローン金利が2009年以来の水準に上昇し、住宅市場を冷え込ませている。米国の経済指標は、成長の勢いの失速を示唆している。S&Pグローバルによる5月の米国製造業購買担当者景気指数(PMI)速報値は57.5と、4月の59.2から低下し、依然堅調な拡大領域にはあるものの、活動の伸びはこの3カ月で最も鈍化した。

一方、欧州経済は、エネルギー価格の上昇と供給途絶のリスクにより、米国よりも状況が深刻になっている。欧州天然ガスの指標価格であるオランダTTFは、3月に前年比で230%近く上昇したものの、その高値から現在62%下げている。中国経済は、上海のロックダウンと他の主要都市の制限措置による打撃を受けている。中国国家統計局(NBS)発表の公式の非製造業PMIは3月の48.4から4月には41.9へと低下した。

だが悪材料ばかりではない。

とはいえ、心強い経済指標もある。米国では、雇用市場は逼迫し、家計と企業の財務体質は強く、企業の利益率は記録的な水準にある。最近の小売売上高と鉱工業生産指数を見る限り、米国が景気後退の瀬戸際にあるとは思えない。低所得者世帯の中には家計が圧迫されているところもあるが、個人所得のうち、賃金と給与は前年比7.2%増となった。全体として、個人消費はプラス基調を維持し、需要が確認できれば、企業は雇用か投資を増やすだろう。

財価格の上昇は鈍化し始めた。

財価格の上昇は鈍化し始めた。コア(食料品とエネルギーを除く)消費者物価指数(CPI)の構成要素であるコア財価格は、4月には0.2%の上昇にとどまった。中古車、テレビ、スマートフォンは3カ月連続で値下がりが続いた。ベース(対前年比)効果も寄与するだろう。原油価格の上昇が今後、前年比で75%(前年同月比の上昇率)未満であれば、将来のインフレ率(総合値)に対する原油の寄与度は下がるはずである。

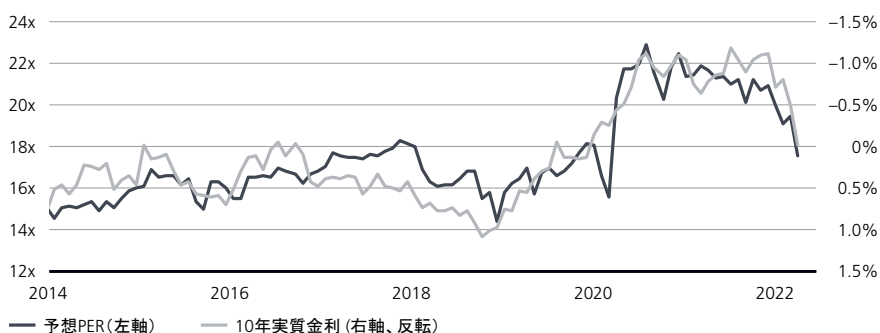
経済の基調的な強さとインフレ圧力の低下により、世界の国内総生産(GDP)成長率は鈍化するもののプラス成長を維持し、インフレ率は、2023年まで目標を上回るとしても、低下する可能性がある。

我々の基本シナリオでは、S&P500企業の2023年の増益率を、景気減速、米ドル高、利益率への下方圧力の上昇を受けて、7%から4%に下方修正する。その結果、2023年の1株当たり利益(EPS)予想は240米ドルとなる。このシナリオでは、米10年国債利回りは年末までおよそ現在の水準にとどまると予想する。これは、インフレのテールリスク(極端な高インフレになるリスク)の可能性が低いと市場が徐々に判断し落ち着きを取り戻すためである。

図表3

### 実質金利の上昇が今年の株式相場の下落要因に

S&P500種予想株価収益率(PER、左軸); 10年実質金利(右軸、反転)



出所: ファクトセット、UBS (2022年5月現在)

## 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240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%	
ERP	450	15.4	3,692	14.8	3,556	14.3	3,429	13.8	3,310	13.3	3,200	12.9	3,097
	400	16.7	4,000	16.0	3,840	15.4	3,692	14.8	3,556	14.3	3,429	13.8	3,310
	350	18.2	4,364	17.4	4,174	16.7	4,000	16.0	3,840	15.4	3,692	14.8	3,556
	300	20.0	4,800	19.0	4,571	18.2	4,364	17.4	4,174	16.7	4,000	16.0	3,840
	250	22.2	5,333	21.1	5,053	20.0	4,800	19.0	4,571	18.2	4,364	17.4	4,174
	200	25.0	6,000	23.5	5,647	22.2	5,333	21.1	5,053	20.0	4,800	19.0	4,571
	150	28.6	6,857	26.7	6,400	25.0	6,000	23.5	5,647	22.2	5,333	21.1	5,053
	100	33.3	8,000	30.8	7,385	28.6	6,857	26.7	6,400	25.0	6,000	23.5	5,647

出所:リフィニティブ、データストリーム、UBS (2022年5月現在)

2022年末のS&P500種株価指数の予想値を4,300ポイントにする。

主要リスクの解消が予想より早ければ、市場は1月の高値を目指す可能性がある。

また、予想株価収益率(PER)を18倍に引き下げる(従来予想は19倍)。我々の使用するモデルでは、実質利回り、CPI、米供給管理協会(ISM)製造業景況感指数の変化、ハイイールド債のクレジット・スプレッドを追跡している。高インフレ率が長引き、実質利回りが今やプラス圏にあり、クレジット・スプレッドが拡大し、ISMが今年は50に向かって低下すると予想しているため、PERの低下は妥当だと考える(図表3参照)。

したがって、2022年末のS&P500種株価指数の新たな予想値を4,300ポイントに設定する。我々の新たな米10年国債利回り予想2.7%をベースに考えると、この水準での株式リスクプレミアム(ERP)は約275ベーシスポイント(bp)と、25年平均にほぼ一致する。

### 楽観シナリオ:景気の過熱

ここからさらに上昇に向かう理由があるとすれば何が考えられるだろう。高インフレ率、FRBの金融引き締め、経済成長率、地政学、中国のゼロコロナ政策といった投資家のさまざまな懸念を念頭に置くと、これらの問題のうちの幾つかでも予想よりも早く解決すれば、市場は1月の高値を目指す可能性がある。

インフレ懸念が比較的早期に低下する仕組みとしては、財価格がパンデミック時の上昇分を戻し、労働市場参加率が上昇し、賃金物価スパイラルへの懸念が緩和されることが挙げられる。一方、ウクライナで停戦が実現するか、中国での新型コロナウイルス対策が緩和されれば、インフレやサプライチェーンに関する懸念が和らぐ可能性がある。インフレ率が低下すると、FRBには夏以降に引き締めペースを緩める余地ができ、経済成長見通しに対する投資家の認識が改善するかもしれない。

楽観シナリオでの米10年国債利回り予想は3.2%だ。利上げの織り込みが後退して短期債利回りは低下すると予想されるが、力強い景気回復を背景に、長期債利回りは最近の高水準に戻る可能性がある。経済成長のさらなる堅調を受けて、2023年のS&P500企業のEPSは260米ドル(基本シナリオよりも8%高い)を予想するが、金利も上昇するため、PERの拡大は期待できない。楽観シナリオでの2022年末のS&P500種株価指数の予想値は4,700ポイントで、ERPは225bpになる。

### 悲観シナリオ

FRBはソフトランディング(経済の軟着陸)の実現が容易ではないことを認めており、FRBによるインフレ抑制措置に経済が耐えられないのではないかとの懸念が、株式市場の最近の主な変動要因となっている。

FRBが失業率を大幅に増加させずにインフレ圧力を抑制することができない場合は、ハードランディングの可能性が高い。

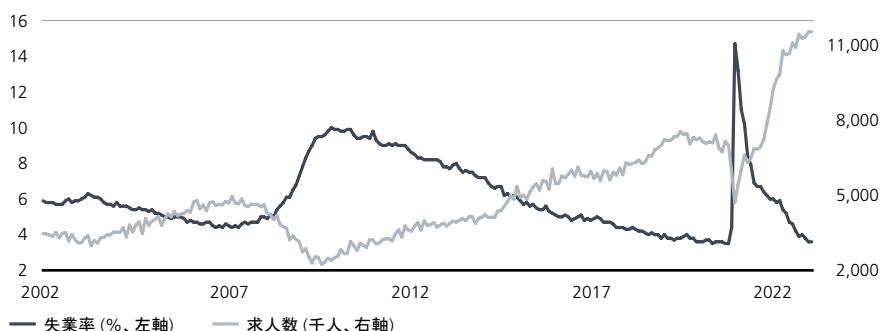
FRBが、失業率を大幅に増加させずにインフレ圧力を十分に抑制することができないと結論づけた場合は、ハードランディング(景気の急激な失速)の可能性が高いと我々はみている。高インフレの抑制に時間がかかればかかるほど、基本シナリオから悲観シナリオに移る可能性が高まるものの、現時点ではこの結論に至る可能性は極めて低い。

図表4は、FRBが直面している課題を示している。現在は、求人数が過去最高で、失業率は低い。この組み合わせは賃金の伸びと物価上昇を促すため、ある水準になると、企業が欠員補充をやめるかレイオフ(一時帰休)を始めるよう企業の景況感を抑えることがFRBの仕事になってくる。

図表4

### ギャップに注目：記録的に低い失業率、記録的に多い求人数

米国失業率(%、左軸)、求人数(千人、右軸)



出所：ブルームバーグ、UBS (2022年5月現在)

ここで難しいのは、ITバブル崩壊、世界金融危機、パンデミックをはじめとする景気後退や大きな弱気相場の時以外には、企業はこうしたことを本格的に行ったことがないという点だ。ラリー・サマーズ氏とアレックス・ドマッシュ氏が最近発表したハーバード大学の研究論文によると、米国では1955年以降、平均インフレ率が4%を超え、失業率が5%を下回る四半期を経験するたびに、その後2年以内に景気後退に陥ってきたことがわかった。

この結果の解釈には注意を払う必要がある。というのもこのような条件の組み合わせが実現するのは稀で、現在の環境を除けば、1970年代を最後に発生していないからだ。とはいえ、過去の歴史をひもとくと、この条件が揃った最初の年には株式相場は10%下落し(S&P500種株価指数は今年すでに17%下落している)、2年目と3年目にはそれぞれ16%、11%反発している。

悲観シナリオでのS&P500種株価指数の予想値は3,300ポイント。

景気後退局面では、企業利益の減少が予想される。我々は悲観シナリオでの予想EPSを190米ドルと設定した(1956年以降、企業利益のピークから底への減少率は平均20%となっている)。PERもある程度縮小すると想定すると、年末におけるS&P500種株価指数の予想値は3,300ポイントとなる。投資家が安全な投資先を求め、インフレ懸念も後退するにつれ、米10年国債利回りは低下するだろう。我々の予想では10年国債利回りは1.8%に達し、その場合のERPは380bp近辺になる。

このシナリオの良い点は、需要の低下と失業率の上昇という組み合わせは、少なくとも米国経済のインフレ圧力を「リセット」するという点だ。

FRBが利上げを続けても需要を抑えられず、あるいは労働市場を調整できなかった場合、金融市場の投資環境がさらに悪化する可能性がある。

FRBが利上げを続けても需要を抑えられず、あるいは労働市場の調整をできなかった場合、金融市場の投資環境がさらに悪化する可能性がある。家計の財務状態が非常に健全といった、プラス成長を維持する要素も、かえってFRBが金融引き締めを積極的に行い、消費者需要や企業の景況感を大幅に悪化させる理由となる可能性もある。

このかなり厳しい悲観シナリオでは、FRBがインフレ率を抑えようと政策金利を4%以上に押し上げると、長短金利が大きく逆転した逆イールドになる可能性がある(1970年代後半には2年債/10年債のイールドカーブが350bpの逆イールドになった)。その結果、景気後退がさらに深刻になり、企業利益への影響も一段と大きくなる可能性が高い。EPSがさらに170米ドルまで低下し、PERも16倍までの縮小を想定する極端な悲観シナリオの場合、S&P500種株価指数の予想値は2,700程度となる。

## スイスのインフレ率が欧州を大きく下回るのはなぜか？

ユーロ圏の4月のインフレ率は前年同月比7.4%と過去最高水準にあり、米国は同8.3%と40年ぶりの高水準近辺にある。ところがスイスのインフレ率は2.5%にとどまる。

スイスのこうした良好なインフレ環境にはいくつかの理由がある。1つ目に、スイス・フランがユーロに対して上昇しているため、輸入物価の上昇が抑えられていることだ。2つ目に、変動の大きいエネルギーおよび食品価格がスイスの消費者物価指数(CPI)に占める割合が2割にすぎないことだ。対してユーロ圏CPIでは3割に上る。

だが最も重要なのは、スイスでは水力、その他再生可能エネルギー、原子力が発電量全体の97%を占めており、

化石燃料の利用は3%にとどまることだ。結果としてスイスではユーロ圏ほど電力小売価格が上昇しておらず、むしろ価格引き下げの余地もある。ただし、スイスは冬期には季節的な電力不足が生じるため、このリスクについては欧州連合(EU)と交渉する必要がある。とはいえ総じてみれば、化石燃料への依存度が低ければ、エネルギーの安全保障と経済的な恩恵にあずかれることは明らかだ。

スイスの例は、各国が脱炭素経済への移行に向けた投資が加速する誘因となる。その恩恵は、グリーンテック、大気清浄、炭素排出削減、エネルギー効率などの分野に及ぶだろう。

## 何が織り込まれているのか？

1月上旬、S&P500種株価指数は約4,800ポイントの史上最高値を付けたが、その後急速に値を下げている。5月20日の取引時間中には一時、高値からの下落率が20%安と定義される弱気相場の領域に入った。ただし本書執筆時点の下落率は約17%である。

株式相場下落を受け、投資家は、市場が何を織り込んでおり、さらにどの程度下落するのかを探っている。

それには、まず歴史を振り返ることだ。1949年以降、S&P500種株価指数が20%以上下落(1946年以降の日次価格リターンに基づく)した12回のケースを見てみると、高値から底値までの平均下落率は34.5%だった。

だが歴史はまた、どの弱気相場も同じではないことを示している。最大ドロウダウン(天井から底までの下落幅)は、1957年の21.6%から世界金融危機時の2009年に記録した56.8%まで幅がある。2020年3月の直近の弱気相場では、S&P500種株価指数のドロウダウンは33.9%だったが、その後値を戻し、5カ月以内に史上最高値を更新した。

弱気相場は景気後退を伴うことが多いため、投資家に痛みをもたらすだけでなく、不安も与える。だが必ず景気後退を伴うわけではない。1949年以降に20%以上相場が下落した局面は12回あるが、そのうち4回は景気

後退を伴わない弱気相場だった。ブラックマンデーの年である1987年がその一例である。

では今日の投資家にとって、これはどのような意味があるのだろうか？ S&P500種株価指数の直近高値に34.5%という過去の最大ドロウダウンの平均値を当てはめると、指数はここから約20%下の3,140ポイント近辺まで下落することになる。

つまり、これまでのS&P500種株価指数の下落率は、過去70年間で最も厳しい相場下落時に一般的に経験してきた下落率の半分程度なのだ。過去の相場下落時は、大半が景気後退を伴っていた。だが、今回は、米国経済指標が差し迫った景気後退を示唆しているとは我々は考えていない。

過去のデータの取り扱いには慎重を期すべきだが、足元の市場価格は、2022年に景気後退が始まるリスクがあるとの投資家の見方は行き過ぎであり、一方で景気が来年「ソフトランディング」するという見通しが著しく過小評価されているという我々の見方と一致している。

弱気相場とそれに伴うリスク管理方法の詳細については、弱気相場の手引き(Bear Market Guidebook)を参照されたい。



## 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)は概ね市場が織り込んだとおりのペースで利上げを継続する。	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加速する。	
	米国経済	高賃金が労働者を惹きつけ、労働参加率が上昇する。  エネルギー市場が安定化し、中国の新型コロナ感染拡大が抑制される中で、供給の目詰まりが解消される。  米国の2022年の経済成長率は長期トレンドを上回る。	労働力不足と高インフレが年内に解消する。  新型コロナ感染拡大を受けた中国のロックダウン(都市封鎖)は、世界のサプライチェーンや米国の企業活動に混乱をきたさない。  米国の2022年の経済成長率は長期トレンド並みとなる。	インフレ率が収入の増加を上回るペースで高進し、消費支出が実質マイナス成長となる。  中国の新型コロナ感染拡大を受けたロックダウンによりサプライチェーンの目詰まりがさらに悪化し、その結果経済成長率が下押しされ、インフレ率が高進する。  今後1年間で米国経済が緩やかな景気後退に陥る。	
	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し、欧州のエネルギー需要がすべて賄われる。  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。紛争拡大のおそれが後退する。  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。対口制裁を強化し、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(北大西洋条約機構)への加盟を申請したことへの対抗措置として、ロシアが軍備を増強し、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り、3四半期連続でマイナス成長となる。  ロシアがウクライナで大量破壊兵器(戦略核兵器を含む)を使用する。それを受けNATOが紛争に直接介入するリスクが大幅に高まる。	
	中国の新型コロナ対応	上海のロックダウンが6月末までに解除される。その他主要都市部でロックダウンが導入されても7日間以内に収まる。政府の経済支援策の効果で経済成長が下支えされる。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。	上海のロックダウンが6月末までに解除される。その他主要都市部でロックダウンが導入されても7日~14日間以内に収まる。政府の経済支援策の効果で経済成長が徐々に下支えされる。	上海のロックダウンが6月末以降も延長される。その他主要都市部で14日間以上にわたるロックダウンが施行される。政府の経済支援策が遅れ、経済への効果も緩慢となる。2022年の通年経済成長率が3%を下回る。	
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	3,974	4,700	4,300	3,300
	ユーロ・ストックス50指数	3,659	4,200	4,000	3,100
	MSCI新興国指数	1,035	1,180	1,080	850
	スイス株価指数	11,454	13,200	12,400	10,000
	東証株価指数(TOPIX)	1,878	2,200	2,000	1,600
	米国投資適格債スプレッド**	127	45bps / +5%	95bps / +4%	150bps / +6%
	米国ハイイールド債スプレッド**	482	270bps / +12%	375bps / +9%	550bps / +4%
	EMBIグローバル・スプレッド**	476	300bps / +14%	425bps / +9%	550bps / +5%
	ユーロ/米ドル	1.07	1.15	1.07	1.00

\* 2022年5月24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:資産クラスの予想水準は、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5月現在

## 投資アイデア

我々の基本シナリオは、インフレ率は低下するものの依然として中央銀行の目標値を上回り、経済成長は鈍化するもののプラス成長を維持し、年末の株価は現在の水準よりも上昇するというものだ。だが不確実性の高い世界では、考えられるさまざまな状況下で最もアウトパフォームする確率の高い投資ポジションの構築を目指す。

### 投資アイデア

さらなるボラティリティ拡大に備える	高ボラティリティの継続に備えるため、投資家には支出を賄うための強制売りリスクを抑えられるようLiquidity戦略(流動性戦略)に十分な資金を確保しておくことを勧める。また、ダイナミック・アセットアロケーション・アプローチなどでドローダウンに対応できる戦略も検討できる。
バリューストックに投資する	バリューストックは過去、インフレ率が3%を超えている環境でアウトパフォームしてきた。クオリティの高いグローバル・バリューストック、グローバル・エネルギー株、英国市場を推奨する。その一方で、再び金利が上昇した場合にはバリューストックよりも影響を大きく受けやすい米国の大型グロース株を一部売却して、その原資とする。
長期成長に選別的投資を行う	成長テーマの長期的見通しには強気の見方を維持する。とは言え、2022年後半はグロース株がアンダーパフォームすると予想しており、投資期間が1年未満の投資家には、グロース株の保有を削減し、長期成長に選別的投資を行うことを勧める。グローバル化の変容や脱炭素化の流れが追い風となるオートメーションやスマート・モビリティの分野を推奨する。
ポートフォリオのヘッジを強化する	質の高いインカムを提供する高配当銘柄やヘルスケア銘柄への投資を引き続き推奨する。これらはポートフォリオのボラティリティを抑制し、景気後退時にグローバル株式をアウトパフォームすることが見込まれる。景気後退の影響を受けやすい一般消費財を売却して、こうした投資の原資とすることを勧める。一部の債券には、長年の低金利やマイナス金利を経て、投資妙味が生まれてきた。銘柄を厳選して投資することで、景気後退シナリオ下においてもポートフォリオに耐性を与えることができると考える。債券への配分が低めとなっている投資家は、最近の下落局面をいかして、ほぼ「忘れられた」資産クラスへのポジションを再構築すると良いだろう。
セキュリティの新時代に備えたポジションを取る	ロシアのウクライナ侵攻が続く中、政府や企業はエネルギー、食料、サイバーセキュリティ、防衛など新たな「セキュリティの時代」への対応を進めている。短期的には食料やエネルギー安全保障への注力から、さまざまなコモディティ市場がひっ迫しており、価格を下支えするだろう。長期的には脱炭素、サイバーセキュリティ、農業生産性の向上に対する需要が高まると考えている。
オルタナティブ資産へ分散投資する	オルタナティブ資産に分散投資することで、さまざまなシナリオ下でポートフォリオを強化できると考える。インフラ、不動産、プライベート市場はポートフォリオのインフレ耐性を高める一方、ヘッジファンドの中には、景気後退シナリオ下で好調なパフォーマンスを創出したり、株式と債券の相関が高まる局面でポートフォリオのボラティリティを軽減するものもある。

1 時間軸は様々です。戦略はお客様の目標や適合性によって変わります。



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、中央銀行の金融政策、経済成長シナリオ、主な投資アイデア、ポートフォリオのヘッジについて意見を交換した。

- 政策見通しについては、インフレが持続的に抑制されているという明らかな兆候が見られるまで、FRBは利上げの手綱を緩めないだろうとの見方を一部の参加者が示した。一方、欧州中央銀行(ECB)は相対的に緩やかなペースで政策を引き締める余地がある。家計および企業のバランスシートは依然として強固に見えるが、一部の参加者は、金利上昇が政府の債務返済コストに与える影響に懸念を示した。
- ロシアからのエネルギー供給は依然として主なりリスク要因ではあるが、欧州は景気後退を避けられるだろうと参加者は考えている。米国については、財政刺激策の縮小、家計貯蓄の減少、労働市場の過熱が逆風として挙げられた。だが、仮に景気後退に陥ったとしても比較的軽微にとどまるだろうと参加者は予想している。
- 金利上昇に伴い、債券市場に再び投資妙味が生じつつあると参加者は考えており、特にハイイールド債、米国債、地方債への関心が高かった。だが総じて引き続き株式市場を選好しており、高配当銘柄や日本市場に投資機会を見出している。コモディティ、特にブレント原油は引き続き地政学リスクの効果的なヘッジ手段であると見ている。

## 非伝統的資産

本レポートでは非伝統的資産投資に関する一般的な情報を提供していますが、これらの金融商品の勧誘等を行うものではなく、弊社では取り扱いのない金融商品を勧誘することはありません。また、お客様個人に特有の投資目的、財務状況、投資経験、等を考慮したものではありませんので、お客様に適合しない投資に関する記述が含まれている可能性があります。

### 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もありません。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値、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、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