

# FRB 政策金利 0.75%引き上げ

## UBS House View - CIO Alert

Mark Haefele, Global Chief Investment Officer GWM, UBS AG

### 何が起きたか？

米連邦準備理事会 (FRB) がフェデラルファンド金利の誘導目標を 75 ベースポイント (bp) 引き上げ 1.5~1.75% としたことを受けて、15 日は株式、債券相場ともに上昇した。S&P500 種株価指数は前日比 1.46% 上昇し、週ベースの下落幅は 7.9% に縮小した。金利上昇による打撃を受けてきたハイテク株中心のナスダック総合指数は 2.5% 上昇して引けた。

FRB は、こうした急速な引き締めペースが 7 月の米連邦公開市場委員会 (FOMC) でも続くことを示唆した一方、同日に発表された経済見通しは景気減速の可能性を示す内容だった。FOMC メンバーによるフェデラルファンド金利の年末中央値は 3.4%、国内総生産 (GDP) 成長率は潜在成長率を下回る 1.7% まで減速すると予想している。

債券利回りは低下 (価格は上昇) し、米国 2 年国債利回り と 10 年国債利回りはそれぞれ 22bp、19bp 低下したものの、共に先週の水準をまだ 40bp と 25bp 上回っている。20 年ぶりの水準に上昇している米ドル指数 (貿易加重米ドル指数) は、0.6% 下落した。

FOMC に先立ち、欧州中央銀行 (ECB) が一部のユーロ圏債券市場の急落について議論するための臨時の会合を開いた。会合後の声明文には、債券市場分断の再発リスクに対して ECB が対応すると公約し、パンデミック緊急購入プログラム (PEPP) で購入した債券について「償還を迎えるものは柔軟に再投資をする」と明記された。だが、新しい対策は何ら打ち出されなかった。

### 今後の展開

グロース株よりもバリュー株を推奨する我々の投資テーマ全体を変更するような理由は見当たらないが、過去 1 週間に発表された経済指標からは、FRB の金融政策が「ソフティッシュ・ランディング (ある程度緩やかな着陸)」を達成することが難しくなっていることが伺える。

10 日に発表された 5 月の米消費者物価指数 (CPI) は、インフレ率の上昇を示す「悪い」内容だった。もちろん「悪い」からといって、来月「良い」内容が出ないわけではない。だが CPI を受けて、米国 10 年国債利回りは週初に 3.5% に向かって上昇しており、こうした債券市場の反応は、インフレファイターとしての FRB の信認が大きく失墜したことを示唆している。FRB が早々に 75bp の利上げで対応したのは、景気後退の危険性が高まっても信頼を取り戻そうとしている態度の現れだ。

インフレの減速を示す明らかな証拠が見えるまでは、FRB はタカ派姿勢を継続するだろう。長引く高インフレ率と FRB の金融政策反応関数のシフト (経済指標に応じた金融政策の変化) は、ターミナルレート (最終的な利上げ到達地点) の期待値を、本稿執筆時点で 4% を若干下回る水準まで押し上げている。実際問題として FRB が 4% まで利上げを続ける必要はないかもしれないが、その可能性は景気後退リスクとともに高まっている。

以上を踏まえ、我々は年末の米国 10 年国債利回りを 3.25% と予想するが、その間その水準を上回ることもあるだろう。債券市場のボラティリティ (変動率) は FOMC、新たなインフレ指標や期待インフレ率の発表のたびに上昇する可能性がある。インフレ懸念が山場を越え、景気下支えのために将来の利下げの可能性を市場が織り込み始める 2023 年になってようやく、債券利回りはより継続的に低下すると予想する。

FRB がインフレ退治に注力する姿勢をさらに鮮明に押し出したことで、経済活動へのリスクが高まっている。金融環境の引き締め、債券利回り上昇の影響、クレジットスプレッドの拡大、株価の大幅下落などが、経済活動の重しとなる可能性が高い。住宅ローン金利は 2009 年以來の高い水準に上昇しており、住宅市場を冷え込ませている。また、経済指標は成長モメンタムの失速を示唆している。アトランタ連銀の「GDP ナウ」(最新の経済指標に基づき実質 GDP 成長率予想を算出) では、2022 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は 5 月 17 日時点では年率換算 2.5% と予想されていたが、本稿執筆時点では 0% に低下した。

こうした状況から、年内の株価の上昇余地は低下したと考える。株式相場はFRBの利上げ発表後に一時急上昇したが、これは利上げの加速によりインフレが抑制され、景気後退とインフレが同時に起きるスタグフレーションのリスクが後退すると一部の楽観的な見方の反映と、米国株式市場の予想株価変動率を表すVIX指数が30を下回る水準に戻ったことを受けた動きだ。だが、FRBの利上げは経済成長と株価バリュエーションにはマイナスだ。そのため、我々は基本シナリオにおけるS&P500種株価指数の見通しをこれまでの4,300から3,900に引き下げた。債券の期待利回りが上昇したことを受け、2023年の1株当たり利益(EPS)予想を2%引き下げ235米ドルとしたこと、および予想株価収益率(PER)の前提をこれまでの17.9倍から16.6倍へと引き下げたことを反映したものだ。

一方、ユーロ圏では製造業のモメンタムが鈍化している。好調な名目経済成長率とユーロ安が2022年の企業業績を下支えするとしても、直近の新規受注データは企業業績のコンセンサス予想に下振れリスクがあることを示唆している。ロシア産天然ガスの欧州への供給をめぐる不確実性が再び高まっていることや、域内での債券利回り格差が広がる市場の分断化のリスクなども、マクロ経済のリスク要因となっている。また、債券利回りの上昇は株価バリュエーションにマイナスとなる。

ECBの臨時会合及び会合後の声明では、金融引き締めから生じる金融市場へのリスクを放置しないとの姿勢が示されたが、いずれは新たな政策手段の導入が必要になるだろう。また、ユーロ圏周縁国債はスプレッドが拡大する可能性が高いと考える。こうした状況から、我々は基本シナリオにおけるユーロ・ストックス50指数の今年12月時点の予想を3,400に引き下げた。

## 投資見解

**流動性を管理する。**値動きの荒い相場環境では、強制売りのリスクを軽減し、長期的な投資機会をとらえることができる。投資家には、今後3~5年間に必要となる支出ニーズに合わせて、質の高い債券を様々な残存期間にわたって均等にポートフォリオに組み入れることを勧める。こうしたラダー型の債券ポートフォリオにより、高利回りを確定しつつ、長引く金利の変動に対する耐性を高めることができる。

**ポートフォリオの防衛を強化する。**10日の取引開始時点では約26だったVIX指数は15日には約29となっており、S&P500種株価指数の日次変動率は平均2%程度を示唆している。こうした高いボラティリティの影響を緩和するために、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。これらはいずれもポートフォリオの変動を抑えるのに寄与し、景気後退時にアウトパフォームする可能性が高い。

**バリュー株に投資する。**高インフレで金利上昇期待が高まる環境下では、グロース株よりもバリュー株が有利だ。事実、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、我々はエネルギー・セクターとバリュー株式の比率が高い英国株式を推奨する。これらは今年に入って市場全体をアウトパフォームしており、その傾向は今後も続くとみている。一方、実質利回りが上昇している期間は、グロース株には不利な傾向がある。よって、我々はグロース株と一般消費財セクターの非推奨を維持する。

**オルタナティブ(代替)資産で分散投資を図る。**金利上昇懸念により株式と債券の相関性が高まっている昨今、相関性の低いリターンを提供できる潜在性のあるヘッジファンドが注目される。また、ヘッジファンド戦略(特にマクロ戦略)の中には、景気後退シナリオ下で優れたパフォーマンスを上げられるものもある。また、相場の急落は、長期的にプライベート・エクイティをポートフォリオに組み入れる機会をもたらしている。米大手投資管理会社ケンブリッジ・アソシエイツの1995年以降のデータによると、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。

## 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