

UBS House View

Monthly Letter

2022年6月23日
Chief Investment Office GWM
Investment Research

スタグフレーション

今年は「スタグフレーション」シナリオが市場をけん引している。これが続いた場合にポートフォリオのリスクを管理するには、流動性戦略が鍵となる。

ソフトランディング

インフレ懸念が収まり、債券利回りが抑制され、業績見通しが堅調だった場合には、株式市場は緩やかな回復に向かう可能性がある。

スランプ

「スランプ」(景気低迷)シナリオでは、株価は下落し、債券価格は米連邦準備理事会(FRB)の利下げ期待を織り込んで上昇する可能性がある。

資産配分

株式市場では、バリュー株、ディフェンシブ株、高クオリティ株の比重を高める。オルタナティブ投資(代替投資)や通貨などへの分散投資も勧める。



Mark Haefele

Chief Investment Officer
Global Wealth Management

4つのシナリオに備える

株式市場と債券市場は、将来の成長とインフレ率の道筋に関するさまざまなシナリオ、期待、不安によってけん引されている。2022年上期に語られていたのは「スタグフレーション」シナリオで、インフレ抑制のために米連邦準備理事会(FRB)が利上げを加速させる懸念から、債券利回りの上昇と株価の下落を招いた。

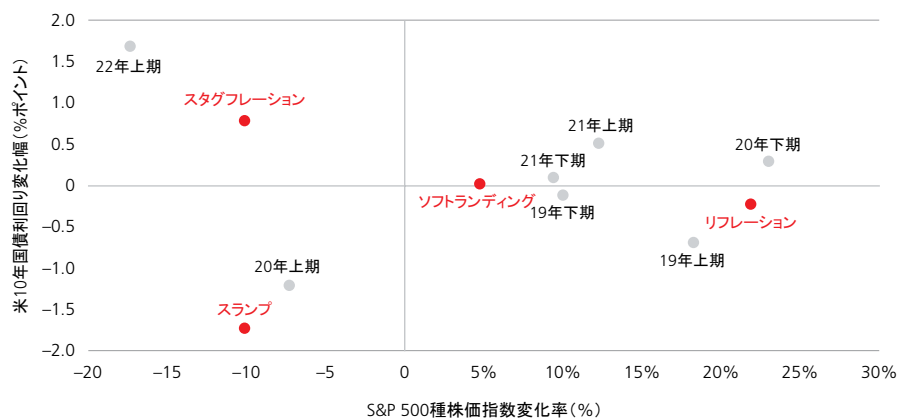
現在の問いは、どのようなシナリオが今年下期の市場をけん引するかだ。「スタグフレーション」、「リフレーション」、「ソフトランディング」(経済の軟着陸)、それとも「スランプ」(景気低迷)なのだろうか(図表1参照)。そして、市場は各シナリオにどう反応するだろうか。今やFRB高官は、毎月の消費者物価指数(CPI)の動向に注目しつつ必要な措置を講じていると示唆するようになったため、今後は、毎月のインフレ率データ次第で市場が大きく変動することになりそうだ。しかし、2022年の下期をどのようなシナリオが支配するかを市場がある程度見極めるには、もう暫くはかかるだろう。ボラティリティ(相場変動)はリスクと投資機会の双方をもたらすため、我々は十分に備えておきたい。

本レターでは、起こり得る各シナリオについて、実現までの経路、確率、市場への影響を検討する。さらに、各シナリオの投資アイデアを示す。

図表1

CIOシナリオ一覧

米10年国債利回りの変化幅(%ポイント)とS&P500種株価指数の変化率(%)に基づく各シナリオの位置



出所: ブルームバーグ、UBS (2022年6月現在)

本稿はUBS AGが作成した“Monthly Letter: Stagflation, reflation, soft landing, or slump?”(2022年6月23日付)を翻訳・編集した日本語版として2022年6月30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。



市場をけん引すると予想される4つのシナリオ

| | 現在 | ソフト ランディング | スランプ | スタグフ レーション | リフレ ーション |
|------------------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|
| S&P500種株価指数 | 3,760 | 3,900 | 3,300 | 3,300 | 4,500 |
| 米10年国債利回り | 3.16% | 3.25% | 1.5% | 4% | 3% |
| ブレイクイーブン (期待インフレ率) | 2.54% | 2.75% | 1.75% | 3% | 3% |
| 実質利回り | 0.61% | 0.5% | -0.25% | 1% | 0% |
| 株式リスク・プレミアム | 306bps | 278bps | 426bps | 312bps | 260bps |
| 予想株価収益率 (PER)(単位:倍) | 15.9x | 16.6x | 17.4x | 14x | 17.9x |
| 予想1株当たり利益 (EPS) | USD 231* | USD 235 | USD 190 | USD 235 | USD 252 |
| 利益成長率(前年比) | | 3.5% | -16.3% | 3.5% | 11% |
| 確率 | | 40% | 30% | 20% | 10% |

*12カ月先予想EPSも含む

出所:ブルームバーグ、UBS (2022年6月現在)

我々の目標は、さまざまなシナリオの下で資産を守り成長させることのできる、堅固なポートフォリオを構築することだ。

現在の市場は、特定のシナリオを確信してポジションを取ることが非常に難しい。よってこれまでと同様に、我々の目標は、さまざまなシナリオの下で資産を守り、成長することのできる、堅固なポートフォリオを構築することだ。

それぞれのポートフォリオにおいて、これらのシナリオにおける投資機会を幅広く発掘する。そうすることで、ボラティリティで投資機会が生まれた場合に、機動的に投資行動につなげることができる。

4つのシナリオに対応できる堅固なポートフォリオを構築したい投資家は、次に示すアプローチをとることを勧める。

第1に、「スタグフレーション」シナリオが市場を席卷し続ける場合のポートフォリオのリスク管理方法としては、今後3~5年間のキャッシュフロー需要を満たす規模のLiquidity¹戦略(流動性戦略)を構築して適切に管理する必要がある。これはキャッシュおよびキャッシュの代替商品や短期債で構成されたポートフォリオになるだろう。投資家は、ヘッジファンドの一部組み入れも検討するとよいだろう。ヘッジファンドは、債券と株式がどちらも下落したときにも高パフォーマンスを上げる可能性があるからだ。

第2に、企業の利益見通しが悪化して株安を招く「スランプ」シナリオに対する防衛策として、安定したインカム収入を期待できる高クオリティ銘柄、ヘルスケア・セクター、高格付債、およびスイス・フランを推奨する。元本保全戦略も、ボラティリティをうまく利用して利益獲得を狙い、下方リスクも緩和できる可能性がある。

第3に、エネルギー関連銘柄や英国株などのバリュー株を推奨する。我々は、「ソフトランディング」シナリオではバリュー株がとりわけ好調に推移するとみている。堅調な企業利益が継続するとの確信が高まることで、金融やエネルギーといった割安の景気敏感セクターに恩恵を与えるからだ。3%を超えるインフレ率もこのスタイルを支える。セキュリティ(安全保障)の新時代の関連銘柄も推奨する。政府と企業がエネルギー、データ、食料安全保障の強化を目指す中、脱炭素、サイバーセキュリティ、農産物の収穫量拡大などへの需要を高めるとみる。

¹ 時間軸は様々です。戦略はお客様の目標・目的と適合性によって変わります。このアプローチは、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。

そして第4に、下落相場を利用して長期的なポジションを築くことを検討すると良いだろう。高インフレに対する市場の懸念が予想以上に早く緩和されれば（現段階では、このシナリオが実現する確率は低いとはいえ）、これが引き金となって一部のグロース株が反発する可能性はある。一方、公開市場が下落した後のプライベート・エクイティへの投資は、力強いリターンに結びつくことがこれまでは多かった。ケンブリッジ・アソシエイツが発表している1995年以降のデータによると、グローバル株式がピークを付けた1年後に設定されたグローバル・グロース・バイアウト・ファンドの利回りは年率18.6%となっている。

株式と債券が再び下落:「スタグフレーション」

どういうプロセスをたどるのか？

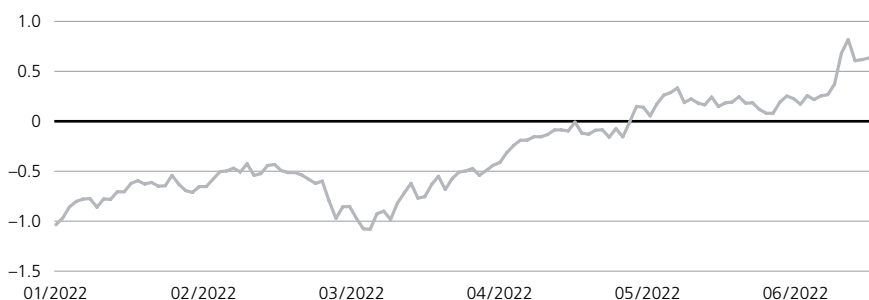
FRBが依然として「市場の後手に回っている」との懸念は、米国債市場の急落を招き、その結果、株価も押し下げられる可能性がある。

ここ数週間見てきたように、FRBが依然として「市場の後手に回っている」との懸念は、米国債市場の急落を招き、その結果、株価も押し下げられる可能性がある。我々の試算によると、他のすべての条件が等しければ、米10年国債利回りが50ベースポイント(bp)上昇すると、S&P500種株価指数の適正水準が7%低下する。米国債利回りが上昇すると、株価は下落する可能性が高い(図表2参照)。

図表2

実質利回りの上昇は株式には痛手

米10年物価連動国債利回りの推移(%)



出所: ブルームバーグ、UBS (2022年6月現在)

実現する確率は？

米国債利回りが大幅上昇を続ける確率は低いとみている。

米国債利回りが大幅上昇を続ける確率は低いとみている。

その理由は、第1に、実質中立金利を0.5%、長期インフレ率を2~2.5%と想定すると、米10年国債利回りのファンダメンタルズに基づく適正利回りは2.5~3%と考えられる。賃金物価スパイラルが発生すれば、これよりも高い利回りを正当化できるかもしれない。ただし賃金と物価がスパイラル的(らせん階段のように)に上昇するには、賃金が物価よりも速く上昇する必要があるのに対し、現在はそうっていない。米国では、2021年5月から2022年5月までの1年間で、実質平均時給は3%下がっているからだ。

第2に、債券利回りが上昇すると経済成長への重石となり、そのこと自体が原因となって利回りは低下し始める。住宅ローン金利、企業の借り入れコスト、貯蓄率の上昇はインフレ率と経済成長率を抑え、将来の利下げ期待が促されるだろう。

戦略はお客様の目標・目的と適合性によって変わります。

とはいえ、ファンダメンタルズに関するこうした長期的な見方にもかかわらず、過去2カ月の状況を見ると、「スタグフレーション」懸念を伴う利回り急騰の可能性を否定できないことがわかる。今後数カ月は、米国の消費者物価指数(CPI)が発表されるたびに、それが予想よりも良いか悪いかによりトレーダーが反応し、市場のボラティリティは高まる可能性が高い。本稿執筆時点(米10年国債利回りが3.16%程度)で、デリバティブ市場は、米10年国債利回りが年末までに4%を超える確率を20%程度と見積もっている。

我々はこのシナリオの発生確率を20%とみている。

市場への影響

債券と株式が急落するというシナリオでは、Liquidity(流動性)戦略の適切な管理が鍵となる。

債券と株式が共に急落するというシナリオでは、キャッシュを重要な構成要素とするLiquidity(流動性)戦略の適切な管理が鍵となる。ヘッジファンドは株式と債券をアウトパフォーマンスすることが予想される。

スタグフレーションは株式にどの程度の悪影響を及ぼすだろうか。米10年国債利回りが4%に達した場合には、企業利益予想とリスク・プレミアムの前提を変更しなくても、S&P500種株価指数はさらに10%程度下落し、およそ3,300ポイントの水準に達する可能性がある。2022年1月の天井から見るとこれは31%の下落を意味する。1946年以降の弱気相場におけるS&P500種株価指数の平均ドロウダウン(天井から底値までの下落率)の34.5%とほぼ同じ水準だ。

もちろん、米国債利回りのこれほどの急上昇は、成長懸念や業績予想の下方修正の引き金となる可能性がある。しかしその場合、FRBは利下げを検討する可能性が高い。

「スタグフレーション」シナリオの前提条件

| スタグフレーション | |
|------------------------|--------------|
| S&P500種株価指数 | 3,300 |
| 米10年国債名目利回り | 4% |
| ブレイクイーブン(期待インフレ率) | 3% |
| 実質利回り | 1% |
| 株式リスク・プレミアム | 312bps |
| 予想株価収益率(PER)(単位:倍) | 14x |
| 予想1株当たり利益(EPS) | USD 235 |
| 利益成長率(前年比) | 3.5% |

出所:UBS (2022年6月現在)

株式は下落するが債券は反発:「スランプ」

どういうプロセスをたどるのか?

我々の「スランプ」シナリオでは、市場はFRBによる将来の利下げ期待を織り込み始める。

スランプ(景気低迷)のシナリオが現実となるには、投資家は2つのことを受け入れる必要がある。1)経済への打撃を受けて、過去の景気後退で経験したような企業利益予想の下方修正が起きる。2)FRBはインフレ再燃のリスクを負うことなく将来の利下げを検討できる。

そうすると、将来の利下げ期待が織り込まれて債券価格は反発するだろう。債券利回りが低下すると、株式市場は一定程度支えられるだろうが、利益予想の引き下げやリスク回避ムードの高まりを相殺するほどではなさそうだ。

最近の経済指標の一部は、米国経済がまもなく景気後退入りしても不思議ではない、との見方を支えている。

実現する確率は？

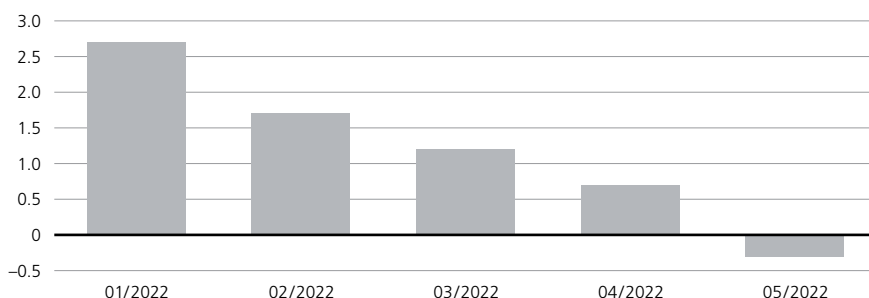
最近の経済指標の一部は、米国経済がまもなく景気後退入りしても不思議ではない、との見方を支えている。小売売上高は落ち続けている(図表3参照)。住宅着工件数は13カ月ぶりの低水準にある。フィラデルフィア連銀の新規受注期待指数は、過去の景気後退時並みの水準まで低下した。さらに、アトランタ連銀の国内総生産(GDP)予想「GDPナウ」は、4-6月期(第2四半期)にはゼロ成長に向かおうとしている。もしゼロ成長になれば、メディアによる景気後退に関する報道が過熱するだろう。

以上を踏まえると、来年に過去の景気後退期で経験したような15%の減益を投資家が予想し始める可能性はどの程度だろう。高い就業率は個人消費を支えると思われ、消費者の財務状況は比較的強固で、企業は今のところ価格決定力を発揮している。

図表3

5月の米国小売売上高は減少

米国小売売上高(前月比、%)



出所:ブルームバーグ、UBS(2022年6月現在)

しかし、市場が年末までにさらに10%下落する(オプション市場から推定される)確率は33%だ。さらに、「市場を救えるのはFRBだけ」と投資家が考え始めると、論理的には、FRBに利下げを促すほどの景気後退が織り込まれるまでは市場が底打ちしないことになる。過去7回の下落相場ではいずれも、市場が底打ちしたのはFRBが最初の利下げをした後だった。

以上を総合的に考えると、このシナリオの実現確率を30%とみる。

市場への影響

「スランプ」シナリオでは、S&P500種株価指数は3,300ポイントまで下落するとみている。

2023年のS&P500企業のEPS予想235米ドルに、過去の景気後退によく見られた業績下方修正率を当てはめると、190米ドルまで下がる計算になる。これに株価収益率(PER)17.4倍を乗じる、このシナリオでのS&P500種株価指数の予想水準は3,300ポイントになる。そのようなシナリオに高いPERを予想するのは直感に合わないかも知れないが、金利が下がればバリュエーションの下支え要因になる。米10年国債利回り1.5%とPER17.4倍から計算される株式リスク・プレミアムは4.26%で、これは今日の水準よりも1.0ポイント高い。

「スランプ」シナリオの前提条件

| | スランプ |
|------------------------|--------------|
| S&P500種株価指数 | 3,300 |
| 米10年国債名目利回り | 1.5% |
| ブレイクイーブン(期待インフレ率) | 1.75% |
| 実質利回り | -0.25% |
| 株式リスク・プレミアム | 426bps |
| 予想株価収益率(PER)(単位:倍) | 17.4x |
| 予想1株当たり利益(EPS) | USD 190 |
| 利益成長率(前年比) | -16.3% |

出所:UBS (2022年6月現在)

高クオリティ債券は比較的強い。

このシナリオで最も好パフォーマンスが見込まれるのは高クオリティ債券だ。市場がFRBの利下げと、長期にわたるデスインフレ期間の到来可能性を織り込み始め、米10年国債利回りは1.5%まで低下する可能性があるとする。クレジット・スプレッドは拡大する可能性が高いものの、投資適格格付を有する高クオリティ債券は、今後も比較的堅調に推移するだろう。

株式では、ディフェンシブ関連銘柄がアウトパフォームする可能性が高い。2003年以降のデータによると、米供給管理協会(ISM)製造業景況感指数が好不況の判断の節目である50を下回る水準で低下基調にあるとき、世界のヘルスケア・セクターは、MSCI ACワールド指数を平均6%以上上回っている。

配当の減額幅は従来、減益幅ほど大きくはないため、配当重視の投資戦略もアウトパフォームする可能性が高い。たとえば、2000年代初めの下落相場の局面では、MSCIワールド指数の1株当たり利益がピーク時から最大で50.7%減少したが、配当のピークからの減少額は最大11.9%にとどまった。

このシナリオでは、安全通貨であるスイス・フランが最も高パフォーマンスを上げると予想する。米ドルは景気後退時には反発するのが通例だが(1990年代以降の景気後退期には平均3%上昇している)、今回は、米国の世界中の通貨に対する金利上の優位性がすぐに剥落しそうなため、従来ほど米ドル高は進行しない可能性がある。

株式市場の緩やかな回復:「ソフトランディング」

どういふプロセスをたどるのか?

インフレが十分に抑制され、企業利益が底堅く推移するとの確信が市場に広がれば、「ソフトランディング」への道が開けるだろう。

株式市場が再び上昇に向かうには、投資家はまず次の2つを確信する必要がある。1)インフレは十分に抑制されたため、投資家は米国債のさらなる利回りに上昇を要求しない。2)金融引き締め環境下でも、企業利益は概ね底堅さを維持できる。

実現する確率は?

経済成長モメンタムは鈍化しているが、景気後退入りが確定したわけではない。

さまざまな経済指標が鈍化しているものの、深刻な景気後退はもちろんのこと、そもそも景気後退入りが確定したわけではない。米国の労働市場は逼迫している。賃金・給与の伸びは3月に前年比7.2%増となった。ニューヨーク連銀が公表した最新の家計の債務および信用に関する報告書によると、個人破産件数

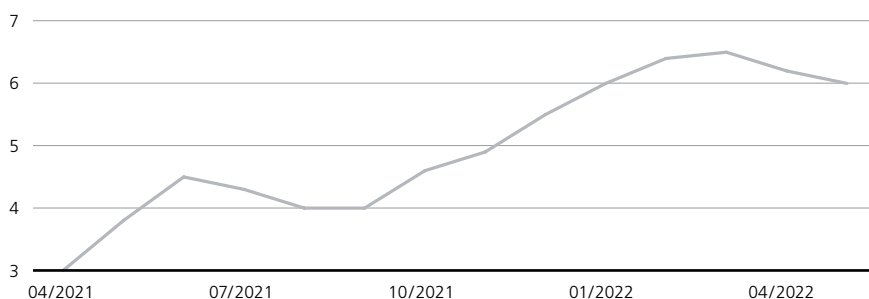
は依然として低位にとどまっている。2022年第1四半期に信用報告書に破産と記載された米国消費者はおよそ91,000人で、これは1999年にこのデータが始まって以来最低の水準である。企業はこれまでのところ強い価格決定力を維持しており、利益率はなお記録的な水準に近い。好調さを維持している経済分野もある。たとえば、米国の鉱工業生産は5月までの12カ月で5.8%伸びた。

しかも、食品とエネルギーを除く米国のコアCPIインフレ率は、3月の前年同月比6.5%をピークに、4月は6.2%、5月は6%と低下基調をたどっている(図表4参照)。物価上昇率の低下、価格競争(需要減に伴う価格調整)、ベース効果などが相まって、今後数カ月はこの傾向が続くと思われる。そうなれば、FRBが(インフレ抑制に向け)、経済を深刻な景気後退に追いやるのではないかと懸念が後退し始めるだろう。

図表4

コアインフレ率は低下トレンド

米国コアCPI変化率(前年比、%)



出所:ブルームバーグ、UBS(2022年6月現在)

とはいえ、ここ数カ月に繰り返された予想外のインフレ率上昇と成長減速を目の当たりにすると、投資家はインフレ率が抑制されて企業利益が底堅さを維持するとは容易に考えられないだろう。したがって、市場が今後数カ月でこのシナリオを受け入れる確率は40%とみる。

市場への影響

インフレ懸念が後退すれば、米10年国債利回りは抑えられるだろう。

インフレ懸念が後退すれば、米10年国債利回りは年末には3.25%程度に抑えられる可能性が高く、企業利益が比較的堅調に推移すれば、リスク・プレミアムの低下要因になるとみている。2023年のEPS見通し235米ドルにPER16.6倍を適用すると、このシナリオでのS&P500種株価指数の予想値は3,900ポイントになる。

「ソフトランディング」シナリオの前提条件

| ソフトランディング | |
|------------------------|--------------|
| S&P500種株価指数 | 3,900 |
| 米10年国債名目利回り | 3.25% |
| ブレイクイーブン(期待インフレ率) | 2.75% |
| 実質利回り | 0.5% |
| 株式リスク・プレミアム | 278bps |
| 予想株価収益率(PER)(単位:倍) | 16.6x |
| 予想1株当たり利益(EPS) | USD 235 |
| 利益成長率(前年比) | 3.5% |

出所:UBS(2022年6月現在)

株式では、バリュー株が今後もアウトパフォームすると予想する。

株式では、バリュー株が今後も好調なパフォーマンスを維持するだろう。債券利回りが安定または低下し、株式相場が上昇するという環境は、通常はグロース株に非常に有利と考えられるが、我々の分析によると、高インフレ率の環境下では、バリュー株がアウトパフォームし続けることが多い。我々は、このシナリオではインフレ懸念の後退を想定するが、2023年まではインフレ率自体が3%を下回ることはないと思う。

金融やエネルギーなどの、このところの景気悪化懸念の影響を受けているバリュー株セクターも、この「ソフトランディング」シナリオで大きく反発する可能性が高い。

株式市場の急回復:「リフレーション」

どういうプロセスをたどるのか？

株式が過去の高値に近づくほど急反発するとしたら、そのきっかけは何か？

我々の「リフレーション」シナリオが現実となるには、投資家の不安を迅速かつ決定的に緩和する必要がある。

インフレ率と金融引き締めに対する不安が今回の急落の主要因であったことから、投資家が「スタグフレーション」または「スランプ」シナリオの可能性を迅速かつ決定的に排除できるような事態の展開が必要となる。

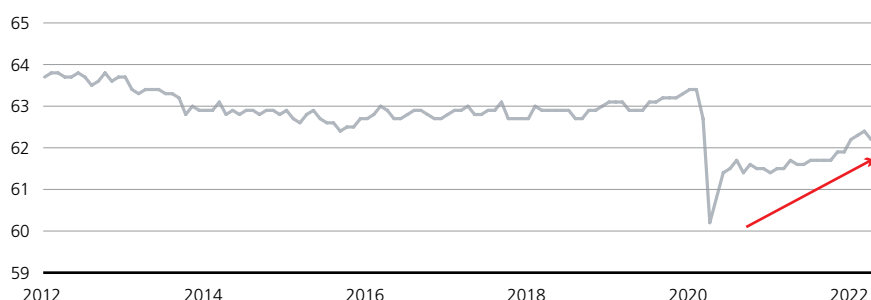
具体的には、以下のいくつかが発生する必要がある。

- ウクライナ紛争の停戦、あるいはロシアから欧州への天然ガス供給に関する合意など、コモディティ供給問題の早急な解決: そうなれば、CPIの上昇圧力が緩和され、場合によっては、FRBは市場の想定よりも早期に引き締めペースを緩めるか、緩和策への転換にさえ踏み込む可能性がある。
- 中国におけるコロナ危機の迅速な沈静化: 中国ではロックダウンの停止後にまた発動といった傾向があることから、投資家はサプライチェーンに対して依然として神経質になっている。経済活動がこれまでよりも持続的に再開できるとの確信が強まれば、国内の経済成長と世界のサプライチェーンに関する市場の懸念もある程度緩和されても不思議ではない。
- 米国における労働参加率の大幅な増加: スタグフレーションに対する市場の懸念の背景には、米国の求人数が失業者数を大幅に上回っている状況があり、これを解消するには景気後退が最も妥当な方法だと考えられるからだ。米国の労働参加率が大幅に改善すれば、投資家はより良い「出口」を見出すことができるだろう(図表5参照)。

図表5

米国の労働参加率は改善している

米国の労働参加率 (%)



出所: ブルームバーグ、UBS (2022年6月現在)

今後6カ月は「リフレーション」シナリオが実現する可能性は低い。

投資家の不安が緩和すれば、それが引き金となって、株価が大幅反発する可能性が高い。

実現する確率は？

S&P500種株価指数のオプション市場は、年末までに同指数が4,500ポイントを上回る確率をわずか10%と見ており、インフレ率が高く、金融環境が引き締まり、経済成長率が鈍化する中で、今後6カ月でこの「リフレーション」シナリオが実現することは考えにくい。よって、我々はこのシナリオの発生確率を10%とみている。

だが同時に、今回のパンデミックから得た教訓の1つは、市場への政治介入が増えているということだ。先行きについては幅広い結果を想定する必要がある。

市場への影響

インフレと金融政策に対する市場の懸念が緩和されれば、それが引き金となって、株価が大幅反発する可能性が高い。2023年の1株当たり利益(EPS)と米10年国債利回りのコンセンサス予想が現在の水準(252米ドルと3.2%)から変わらず、株式リスク・プレミアムは低下して長期平均を若干下回ると仮定すると、S&P500種株価指数は4,500ポイント近辺まで上昇するだろう。

すべてのセクターで好調なパフォーマンスが見込まれるが、最近の急落で最も売り込まれたグロース株が特に力強いリターンを達成する可能性が高い。

「リフレーション」シナリオの前提条件

| | リフレーション |
|------------------------|--------------|
| S&P500種株価指数 | 4,500 |
| 米10年国債名目利回り | 3% |
| ブレイクイーブン(期待インフレ率) | 3% |
| 実質利回り | 0% |
| 株式リスク・プレミアム | 260bps |
| 予想株価収益率(PER)(単位:倍) | 17.9x |
| 予想1株当たり利益(EPS) | USD 252 |
| 利益成長率(前年比) | 11% |

出所:UBS(2022年6月現在)

投資見解

投資家は、段階的なアプローチにより、「スタグフレーション」および「スランプ」のリスクへの防御策と、「ソフトランディング」および「リフレーション」がもたらす投資機会を捉えるポジションを構築することを勧める。

市場の先行きについては様々な展開が考えられ、唯一確実に言えるのは、ここから年末までの道筋は変動が大きいということだけだ。こうした状況を前に、どのようにポジションを構築したらよいのか困惑されるかもしれない。だが、投資家は、段階的なアプローチにより、「スタグフレーション」および「スランプ」のリスクへの防御策と、「ソフトランディング」および「リフレーション」がもたらす投資機会を捉えるポジションを構築することができると思う。

投資見解

「スタグフレーション」リスクへの防御策

| | |
|----------------|---|
| 流動性戦略の策定 | 現金、債券、借入れなどを利用して今後3~5年間の支出ニーズを賄えるだけの流動性戦略を確保することで、投資家は強制売りのリスクを軽減し、利回りを獲得し、新たな投資機会に備えることが可能である。 |
| ヘッジファンドによる分散強化 | 株式と債券の相関が高い局面では、ヘッジファンドを組み入れることでポートフォリオの分散強化が期待できる。年初来5月までのパフォーマンスは、MSCIオールカントリー・ワールド指数が12.8%下落、パークレイズ・グローバル総合債券指数は同11.1%下落したのに対し、ヘッジファンドの運用成績を示すHFRファンド加重総合指数は2.9%の下落にとどまっている。マクロ戦略ファンドなど、一部のヘッジファンドは景気後退シナリオにおいて良好なパフォーマンスを示す傾向がある。 |

「スランプ」リスクへの防御策

| | |
|------------------------|--|
| ディフェンシブ銘柄とクオリティ銘柄の組み入れ | 景気の変動に左右されにくい銘柄を組み入れることで、ポートフォリオの耐性を高めることが可能である。具体的にはヘルスケア株、クオリティ銘柄、下値抵抗力(レジリエンス)の高い社債などが挙げられる。また、スイス・フランはボラティリティが小さく、先高観が強まっているため、安全通貨の中で推奨としている。 |
| ボラティリティの利用 | 元本確保戦略を利用することで、ボラティリティを利用した利益獲得と同時に、株価下落局面では想定されるリスクの軽減が期待できる。高ボラティリティは通貨やコモディティ、株式市場における利回り獲得の機会にもつながる。 |

「ソフトランディング」を捉えるポジション構築

| | |
|-----------------------|--|
| バリュー・セクターへの投資 | 今年に入り高インフレと期待金利の上昇が重なったことから、株式市場全体にマイナスの影響が及んだ。だが、そうした環境下でもバリューセクターは相対的に底堅く推移している。インフレ率の持続的な低下が明確になるまでは、バリュー株のアウトパフォームが続くと予想する。バリューセクター全般、特に高クオリティ銘柄、エネルギー株、英国市場などに注目したい。企業業績の底堅さが確認できれば、特にエネルギー株や金融株の下支え要因となるだろう。 |
| セキュリティの新時代に備えたポジション構築 | 長期化するウクライナ紛争の影響で食料・エネルギー安全保障の重要性が再認識され、各種コモディティ市場がひっ迫している。コモディティについてはアクティブ運用アプローチを勧める。コモディティ・スポット指数には今後6カ月でさらに10~15%の上昇余地があると見込まれる。長期的には、特にカーボン・ゼロ、サイバーセキュリティ、農産物の収量向上などへの需要が強まると考える。 |

「リフレーション」の恩恵を捉えるポジション構築

| | |
|-----------------|--|
| 長期グロース株への選別的な投資 | 市場のインフレ懸念が和らげば、グロース株が反発上昇する可能性がある。ただし、現時点では選別的な姿勢を維持することを勧める。バリュエーションが長期平均を下回っている割安株の一部や、「オートメーションとロボティクス」投資テーマ関連、ファミリービジネス、中国関連の企業などに投資妙味がみられる。 |
| プライベート市場への投資 | 上場市場が下落した後のプライベート市場投資は、これまで大幅なリターンを生んできた。インフラストラクチャー、不動産などのプライベート市場資産は、ポートフォリオの長期的なインフレ耐性の強化にもつながる。 |

戦略は投資家一人ひとりの投資目標、目的、適合性によって異なります。

防御策と成長の適切なバランスは投資家によって異なる。

勿論、防御策と成長の適切なバランスは投資家によって異なる。リスク許容度が低く、想定している投資期間が短い投資家は、下落リスクへの防御策に力を入れたいだろう。一方、リスク許容度が高く、投資期間が長い投資家の場合は、エクスポージャーを積極的に積み増したいと考えるだろう。だが、これらのアプローチを取ることで、投資家は、不確実性が高い環境においても、ポートフォリオのリスクを軽減しつつ同時に期待リターンを高めることが可能だと考える。



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、金融政策手段、成長とインフレの見通し、および厳しい環境においてどこに投資機会が見出せるか、について意見を交換した。

- 経済指標に応じ中央銀行は、この数四半期で金融政策をシフトさせており、その最終的な経済への影響を見極めるにはかなり時間を要するとの見方を参加者は示した。複数の参加者は景気後退に備えたポジション構築を進めているが、インフレと金利の先行きについては不確実性が高いことは認識している。成長がさらに減速した場合、市場が現在織り込んでいるFRBの利上げ見通しは行き過ぎとなる可能性がある。
- 欧州に目を転じると、目先の課題に対し政策当局に残された財政・金融政策手段は限られているとの懐疑的な見方が一部の参加者から示された。ロシア産エネルギー供給をめぐる不確実性の再燃が、成長へのさらなるリスクと見られている。
- 複数の参加者は足元の環境下で年限の長い債券に注目しているが、社債については慎重姿勢を維持している。株式については、参加者はグロース株よりもバリュー株とクオリティ株の組み合わせに比重を置いている。地域別では、中国と日本に投資機会があると見ている。

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、お客様個々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