

金融政策転換への期待感で株価続伸

UBS House View - CIO Alert

Mark Haefele, Global Chief Investment Officer GWM, UBS AG

何が起きたか？

4日のS&P500種株価指数は3.1%と再び上昇した。同日に発表された8月の米雇用動態調査(JOLTS)で求人数が予想を下回り、米連邦準備理事会(FRB)が積極的な引き締めスタンスを想定よりも早く転換するとの期待が高まった。債券市場も株式と歩調を合わせて上昇(利回りは低下)、米10年国債利回りは1ベーシスポイント(bp)低下して3.63%となり、先週急騰した分を引き続き相殺している。フェデラルファンド金利先物は現在、ピーク時の金利を4.47%と織り込んでいるが、その時期も2023年4月とやや前倒しになっている。

4日のJOLTSは、労働市場のひっ迫が緩和していることを示唆する内容だった。8月の求人数は約110万件減の約1,010万件となり、2020年4月の新型コロナウイルス感染拡大が始まって以降、月次の減少幅としては最大となった。前日発表された9月の米サプライマネジメント協会(ISM)製造業景況感指数が8月の52.8から50.9に低下したのに続き、FRBの積極的な引き締め策が効いていることを示した。

このニュースを受けて米ドル指数も1.4%低下し110.18となった。欧州でもユーロストック50指数が4.3%上昇し、ドイツ10年国債利回りが5bp低下して1.87%となった。

金利が低下したことから米国ハイテク株(ナスダック総合指数は3.3%上昇)が4日の株価上昇をけん引する一方、石油輸出国機構(OPEC)に非加盟の産油国を加えたOPECプラス会合を5日に控え、ブレント原油価格が3.1%上昇したためエネルギー株も4.3%上昇した。今回のOPEC会合では減産が発表されると予想されている。

オーストラリア準備銀行(中央銀行)が4日、想定より小幅の0.25%の利上げを決定し市場を驚かせたこともハト派の地合いを後押しした。同中銀は4会合連続で0.5%の利上げを行っていた。政策金利であるキャッシュレートは2.6%と9年ぶりの水準に上昇しており、ロウ総裁はキャッシュレートがすでに「短期的に相当上昇している」と述べた。今回の政策決定を受けて、3年国債利回りの日中の下げ幅は2008年10月以来の大きさとなった。

英国では、クワテング財務相が財政拡張策の財源についての計画を当初予定していた11月23日より前倒しで発表すると述べたとの報道を受け、リスクセンチメントが改善した(訳注:その後、クワテング財務相は前倒しの報道を否定している)。英10年国債利回りは9bp低下して3.87%となり、英ポンドは対米ドルで1.3%上昇した。

今後の展開

弱いJOLTS指標は、FRBの金融引き締めにより、利上げ停止の前提条件の1つである労働市場の逼迫が解消されつつあるとの投資家の認識を裏付けた。この指標は変動が大きく、修正される可能性があるが、求人数は3月の1,190万人から8月には約1,010万人まで低下している。市場の注目は7日に発表される雇用統計に移るだろう。非農業部門雇用者数の伸びと賃金上昇率の鈍化、あるいは失業率の上昇が示されれば、FRBの金融政策をめぐるセンチメントが一段と改善するだろう。

4日の株式相場の上昇は3日の上昇の流れを受けたもので、ISMの9月の製造業指数が低下したものの好不況の節目を上回ったことで経済のソフトランディング(軟着陸)への期待感が高まったことや、ISM仕入価格(同指数の拡散指標)が低下したことでインフレ率の減速期待が高まったことを背景としている。S&P500指数は四半期ベースで2008年以来最も長い下落局面が続いたが、そこから2営業日連続で反発する形となった。

今後については、歴史的に低い市場センチメント、バリュエーションの改善、一部の期待インフレ指標の低下などが相まって、市場の断続的な反発の可能性が高まるとみる。ただし、その道のりは平坦ではないだろう。4日に発表された8月の米求人数は約1,010万件に減少したが、それでもなお失業者数は600万人と低水準(失業者1人に対する求人数は約1.7件)であり、これは賃金上昇圧力につながるだろう。アトランタ連銀の8月の賃金トラッカーは6.7%とFRBのインフレ率目標を大

大きく上回っている。また、求人数が大幅に減少したことで、失業率が上昇する可能性もある(FOMC の予想の中央値は 2023 年が 4.4%)。過去、失業率の上昇は、経済活動の鈍化を伴ってきている。

株式相場が持続的に上昇するには、米国のインフレ率が明らかに低下に転じたことを示す兆候(コア PCE インフレ率が少なくとも 3 カ月間、前月比+0.2% 以内で推移するなど)と、雇用市場の鎮静化の兆しにより、FRB が利上げを停止できる状況になることが必要だろう。

原油市場では、OPEC プラスによる大幅減産の決定見通しがすでに織り込まれているが、減産幅が日量 50 万バレル以下にとどまった場合には、当面の原油価格には新たな下押し圧力となるだろう。

投資見解

特定のシナリオに大きく賭ける環境ではないとみている。投資家には、さまざまなシナリオを想定した投資機会に目を向けることを勧める。

バリュー銘柄に投資する。インフレ率と金利のダブル上昇の環境下では、グロース株よりもバリュー株への投資が有効な傾向がある。バリュー株のパフォーマンスがグロース株を年初来で 12 ポイント上回っていることから、こうした傾向がみてとれる。過去のデータによると、FRB の利上げ終了時から 12 カ月以内に、バリュー株はグロース株を 4.3 ポイント上回ってきている。セクター別では、OPEC プラスの原油減産の可能性が、ブレント原油価格を年末までに 110 米ドル/バレルまで反発させ、エネルギー株のさらなる上昇を下支えするとみている。

ディフェンシブ銘柄を組み入れる。中央銀行の金融引き締めは経済成長に対する数あるマイナス要因の 1 つであるが、この環境下では、株式では生活必需品セクター(ベータ 0.7)、債券では耐性のあるクレジット、サステナブル債券など、ディフェンシブ銘柄の組み入れを勧める。スイス・フランと米ドルは、明らかな利上げサイクルにある安全通貨として推奨する。

非相関のヘッジファンド戦略を追求する。インフレ高進と金利上昇環境下で株式と債券の相関性が高まり、共に年初来で下落している。しかし、この「従来型」分散投資には困難な現環境が、ヘッジファンド、特にマクロ戦略には有利に機能している。マクロ戦略は、市場、商品、資産クラスを横断的に組み入れ、マクロ環境の変化と不確実性の高まりを乗り越えている。このうち、特にリターンに寄与したのがコモディティの買いと債券の売りで、HFRI マクロ指数の年初来(8 月時点)9.3%のリターンなどにつながっている。

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