

# 米国利上げサイクル長期化懸念が再燃

## UBS House View - CIO Alert

Mark Haefele, Global Chief Investment Officer GWM, UBS AG

### 何が起きたか？

21日の米国市場は株式、債券ともに下落した。利上げ懸念、企業業績の低迷、地政学的緊張の高まりが市場のセンチメントの下押し要因となった。

S&P 500 種株価指数は2%下落し、全11セクターが下落した。先週発表された1月の米小売売上高(季節調整済み)は個人消費の底堅さを示唆する内容だったが、大手小売企業の業績見通しはネガティブな内容となった。住宅リフォーム・建設資材・サービスの米小売大手は、2023年の業績見通しを市場のコンセンサス予想である若干の増益に対して1桁台半ばの通期減益見通しを発表した。また米大手スーパーマーケットチェーンも通期で予想を下回る減益見通しを発表した。

プレジデントデーの祝日明けの21日は、米連邦準備理事会(FRB)の利上げサイクルが長期化し、政策金利が高止まりすることへの懸念が投資家の間で高まった。米国10年国債利回りは14ベーシスポイント(bp)上昇して3.95%となり、今年最高を更新した。フェデラルファンド(FF)金利先物が織り込む利上げの最終到達地点(ターミナルレート)はさらに6bp上昇して7月に5.37%となり、12月の金利は5.19%が示唆された。

バイデン米大統領が欧州を訪問し、ウクライナへのさらなる支援を約束したことで、地政学的緊張は依然として高い状況にある。ロシアのプーチン大統領は21日、米国と交わした配備可能な戦略核弾頭の数を制限する新戦略兵器削減条約(新START)の履行を停止することを表明した。

### 今後の展開

市場のセンチメントは引き続き、米国経済が「ハードランディング」に向かうのか「ソフトランディング」に向かうのかで揺れている。

1月は、急速なディスインフレの兆候、世界経済成長見通しの引き上げ、主要中央銀行の利上げ停止が近づいたことを受け、ソフトランディングへの期待感から株式、債券市場ともに上昇した。しかし、予想を上回る好調な雇用統計と高止まりの続く米国のインフレ率を受け、その上昇は2月初旬に終了した。

当初、株式市場は足元の米国経済の強さに注目し、利下げへの転換期待と米国10年債利回りの両方を支援要因に、比較的健闘していた。しかし、需要の減少と、特に人件費を中心とした継続的なコスト上昇圧力で企業収益が圧迫されている兆候から、株式はさらなる圧力にさらされている。

FRBの政策金利のターミナルレートの予想値は2月の初め以降50bp上昇しており、米10年国債の利回りも同程度上がっている。S&P500種株価指数は年初からの上昇の半分程度下げた。FF金利のターミナルレートの市場予想は12月のFRBの予想中央値を超えており、これは3月の米連邦公開市場委員会(FOMC)で利上げが予想されていることを示唆している。

経済が最終的に「ハードランディング」するにせよ「ソフトランディング」するにせよ、それまでの道のりで生じる経済成長とインフレの軌道には複数の組み合わせがある。我々は2023年内に米国の成長は減速しインフレ率も低下するとみているが、減速と低下の程度は定かではない。歴史的には経済成長とインフレの低下というマクロ環境においては、クオリティの高い債券のパフォーマンスが良く、一方で株式とリスクの高い社債のリターンは低下するかマイナスとなってきた。

地政学的な緊張に関して、米国がロシアへの軍事支援に関して中国に警告したと報道されている。中国の次のステップは和平計画を提示することだと予想されるが、バイデン米大統領が繰り返しウクライナ支援を実施していることを考慮すると、現時点では米国にとって受け入れがたいだろう。

## 投資見解

市場は、経済の「ハードランディング」と「ソフトランディング」の2つの潜在的な着地点の間で揺れ動いている。株式相場は2022年10月の安値から大きく反発しているが、これ以上上昇する要因にも欠けている。

昨年発行した「Year Ahead 2023」で、2023年はインフレ、金融政策、経済成長の「転換点の年」になると我々は述べた。この見方に変わりはないが、以前にも述べたように、年初の市場は穏やかなソフトランディング期待を過度に織り込んでいた。

21日の市場の下落は、こうした環境下では銘柄の選別が重要となることを改めて示唆するものであり、我々はそうした見方をポジションに反映している。高インフレ・景気減速の局面でアウトパフォームが期待される、ディフェンシブ株、バリュー株、インカム収入の機会を狙う戦略(高インカム銘柄等)をポートフォリオに組み入れることを勧める。また、市場が転換点の到来を織り込み始めたときに堅調なパフォーマンスが見込まれる一部の景気敏感株も併せて組み入れることを勧める。

米国では、高格付社債と投資適格社債を推奨し、株式とハイイールド社債を非推奨とする。その一方で、バリュエーションの魅力が高く、中国と欧州の経済成長の早期転換による恩恵が期待される新興国株式とドイツ株式を推奨する。また、インフレの長期化と金利の上昇を勘案すると、バリュー銘柄がグロース銘柄をアウトパフォームすると予想する。米国経済へのリスクを勘案し、ディフェンシブ銘柄にある程度のエクスポージャーを維持することも勧める。

地政学的イベントが金融市場に与える影響は短期にとどまることが多いが、ロシアによるウクライナ侵攻は約1年にわたっており、安全保障に長期にわたり強い影響を及ぼすだろう。政府や企業はコスト削減や効率性改善よりも安全保障と供給の持続性を優先してゆくと我々は考える。そうした環境下、コモディティ、グリーンテック、エネルギー効率化、農産品収穫量の向上、サイバーセキュリティの分野に投資機会が生まれるだろう。

## 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 2023 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