

米CPIは市場予想を上回る低下、株式・債券上昇

UBS House View - CIO Alert

Mark Haefele, Global Chief Investment Officer GWM, UBS AG

何が起きたか？

米国のインフレ率は、米連邦準備理事会 (FRB) が目標とする2%に一段と近づいている。10月の米消費者物価指数 (CPI) は、エネルギー価格の下落により総合CPIが予想以上に鈍化し、食品とエネルギーを除くコアCPIも、ホテル宿泊費の低下を受け、エコノミストの予想を下回った。CPI発表後、FRBが2024年の利下げ開始まで政策金利を据え置くと投資家が予想したため、株式、債券ともに価格が上昇した。

14日のS&P500種株価指数は1.9%上昇して4,496ポイントとなり、10月27日につけた安値 (わずか12営業日前) から9.2%の上昇となった。幅広い銘柄が買われ、指数構成銘柄の約93%が上昇した。この日は特に、金利上昇の憶測がこれまで重しとなっていた銘柄の上昇が目立った。

一方、米国10年国債利回りは17ベースポイント (bp) 低下 (価格は上昇) して4.45%となった。米国2年国債利回りは20bp低下して4.83%となり、1日の低下幅としては3月の米シリコンバレーの銀行破綻を発端とした銀行セクターの混乱以降で最大となった。米ドル指数は1.5%下落して104となった。フェデラルファンド (FF) 金利先物は、2023年12月の追加利上げの可能性の低下と、2024年12月までの100bpの利下げを織り込んだ。

10月の総合CPIは、WTI原油価格が10%近く下落したため、前年同月比で3.2%上昇となり (市場予想は3.3%)、9月の3.7%上昇から鈍化した。前月比で見ると、総合CPIは市場予想の0.1%上昇に対して横ばい (0%) だった。また、コアCPIは、前年同月比で9月の4.1%上昇から4.0%上昇に減速した (市場予想は4.1%)。前月比では0.2%の上昇となり、エコノミストの予想である0.3%を下回った。

中古車価格の下落により、コア財価格は前月比で0.1%下落した。住居費の高止まりによるサービス価格の上昇が、コアCPI上昇の最大要因となった。とはいえ、住居費の伸び率は予想を下回り、コアサービス価格は2022年9月につけたピーク時の前月比0.8%から同0.3%に鈍化した。

どう考えるか？

我々の基本シナリオは、FRBがおそらく利上げを停止し、経済成長とインフレの鈍化により2024年に利下げに踏み切るというものだ。インフレ率は来年の殆どの期間でFRBが目標とする2%を上回り続ける可能性が高いが、政策担当者は年央までに、インフレ率が目標に向けて持続的に低下していると十分な確信を深めるものと考えられる。

CPIの結果はこうした我々の見解を裏付けるものである。CPIに対する市場の大きな反応からも、FRBによる利下げは大幅なものになる可能性があることも視野に入れておきたい。1970年以降10回の利上げサイクルで、FRBが利下げに踏み切る時には最初の12カ月間で平均260bp金利を下げている (金利を一時据え置いた後に再び引き上げた1987年と2006年を除く)。

現在、市場は2024年末までに約100bpの利下げを織り込んでいる。仮にインフレ指標が鈍化し続け、それに弱い経済指標を伴う場合は特に、市場は迅速に更なる利下げを織り込む可能性がある。

とはいえ、インフレ鈍化と利下げへの道のりが円滑に進むとは思えない。季節調整や、医療保険料の年次改定などの個別要因により、2023年10-12月期 (第4四半期) にインフレ率の低下が止まっているように見えるかもしれない。つまり、住居費の継続的な下落がインフレ率の低下ペースを再び速めるとみられる2024年第1四半期までは、インフレ率が再度低下することはない可能性がある。

消費者のインフレ期待に関する調査もまちまちだ。ミシガン大学が発表した11月の消費者信頼感指数によると、5年先のインフレ期待は3.2%と、10月の3%から上昇した。この結果はニューヨーク連銀が発表した消費者調査とは相反するもので、過去をみても消費者は将来のインフレ動向の予想に長けていないが、継続的な消費者のインフレ期待の低下は、FRB高官や投資家にとって安心材料となるだろう。

政策担当者が政策の選択肢に幅を利かせているため、FRBの最近のシグナルは曖昧になっている。パウエル議長はインフレが「ヘッドフェイク(フェイント)」する、すなわちインフレの下落基調が反転する可能性に警戒を示している。

結論として、我々の基本シナリオでは、FRBは2024年に2~3回利下げすると予想する。今後数カ月間、インフレ率の下落が滞ることも予想され、短期的には市場を動揺させる可能性があるが、2024年春または夏までに、FRBが1回目の利上げを検討するのに十分な水準までインフレ率が下がるだろうという我々の見解は変わらない。この動きは債券と株式の両方を下支えし、今後6~12カ月の高クオリティ債券と株式の両方でリターンがプラスになると予想する根拠である。よって、高クオリティ銘柄を分散ポートフォリオに組み入れる機会と捉えている。

投資見解

投資家には、高クオリティ銘柄を勧める。経済成長が減速し、インフレがさらに鈍化すれば、市場ではボラティリティ(相場の変動)が高まると予想されるからだ。14日の米国債利回りの大幅な低下から、流動性を管理し、今後数カ月で金利が低下した場合の再投資リスクを最小限に抑えることの重要性を再確認できた。

債券は2024年に価格上昇が見込まれるため、オーバーウェイトを維持する。我々の基本シナリオでは、2024年末までに、米国10年国債利回りが3.5%まで低下するとみている。我々は高クオリティ債(特に年限が5年のもの)を選好する。

グローバル株式指数は、各中央銀行の利下げ、債券利回りの低下、優良企業の業績成長の継続に伴って、2024年は緩やかに上昇するとみている。S&P500種株価指数構成銘柄に関しては、GDP成長率が鈍化するなかでも、2024年の利益成長率が9%になると見込んでいる。S&P500種株価指数は2024年12月末までに現在の水準から5%上振れて、4,700ポイントに上昇するとみている。

よって、投資家は株式の選別を強める必要がある。高い投下資本利益率(ROIC)、強靱な財務体質、安定した収益源を持つ優良企業は、事業環境が厳しさを増しても利益を伸ばすと考えられるからだ。こうした特性を持つ企業の多くはテクノロジー・セクターに属していることから、我々は米国のテクノロジー・セクターを中立からオーバーウェイトに引き上げた。

通貨に関しては、2024年の米国経済が他の経済圏と比べて成長が鈍化するのに伴い米ドル安が予想される。

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 Group AG (「UBS Group」)傘下のUBS Switzerland AG (スイスのFINMAの規制対象)またはその関連会社 (「UBS」)の事業部門であるUBSチーフ・インベストメント・オフィス(CIO)・グローバル・ウェルス・マネジメント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。UBS GroupにはCredit Suisse AG、およびその子会社、支店、関連会社が含まれます。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。

UBS Group内の様々な部門、グループ、人員は相互に独立して別個のリサーチ資料を作成・配布することがあります。CIOが発行するリサーチレポートはUBS Global Wealth Managementが作成しています。UBS Global ResearchはUBS Investment Bankが作成しています。Credit Suisse Wealth Management ResearchはCredit Suisse Wealth Managementが作成しています。Credit Suisse Securities ResearchはCredit SuisseのInvestment Banking Division内のSecurities Research部門が作成しています。投資推奨、投資期間、モデルの想定、バリュエーション算出方法などのリサーチ手法と格付けシステムはリサーチ組織ごとに異なることがあります。よって、一部の経済予測(UBS CIOとUBS Global Researchの共同作成によるもの)を除いては、投資推奨、格付け、価格見通し、バリュエーションは各個別のリサーチ組織間で異なる、または矛盾する場合があります。各リサーチ資料のリサーチ方法や格付け制度の詳細については各リサーチ資料をご参照下さい。すべてのお客様が各組織が発行するすべての資料を入手できるわけではありません。各リサーチ資料は作成した組織の方針および手順に則っています。本レポートを作成したアナリストの報酬はリサーチ・マネジメントおよびシニア・マネジメントのみによって決定されます。アナリストの報酬は投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門の収益に基づきませんが、報酬は、投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門を含むUBS Group全体の収益と関係することがあります。

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 Group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、本レポートを転載・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