

FRBの方針転換がリスク資産を下支え

Weekly Global

Mark Haefele, Chief Investment Officer Global Wealth Management, UBS AG

今週の要点

リスク後退を受けて株価上昇に弾み

MSCI オール・カントリー・ワールド指数は先週、ナスダック総合指数や S&P500 種株価指数とともに新型コロナウイルス感染拡大前の史上最高値を更新した。中央銀行からの流動性供給が引き続き株価上昇を支えているが、先週は 2 つの主要リスクに関する明るいニュースも寄与した。1 つ目は、米中両国が貿易協定第一段階合意の履行を確実にするうえで、進展を確認したと報じられたことである。テクノロジーをめぐる米中の対立は続いているが、報復関税合戦に戻る可能性は低下している。2 つ目として、新型コロナウイルスの治療薬やワクチン開発における進捗が報じられ、経済回復の加速につながると期待されている。米国の規制当局は、新型コロナウイルス感染症から回復した人の血漿を使用する治療法を緊急に許可した。一方、報道によると、トランプ政権は大統領選挙に先立ち、アストラゼネカとオックスフォード大学が開発中のワクチンの米国での使用に関する承認手続きの簡略化を検討しているという。これらを背景に、株式には一段の上昇余地が見込まれる。特に、世界経済が回復するにつれ、グローバル株式の上昇に出遅れていたシクリカル銘柄やバリュー株が今後アウトパフォームすると予想される。

要点: グローバル株式に一段の上昇余地が見込まれ、特に、一部のバリュー株やシクリカル銘柄が次の上昇局面をけん引すると予想する。

FRBのインフレ政策の転換で利回り追求は困難だが、可能性は残されている

米連邦準備理事会(FRB)のパウエル議長は先週、金融政策を引き締める前のインフレ率上昇を容認する新たな指針を発表した。物価が 2% 目標を長く下回った後には、当面 2% 超のインフレ率を許容する「平均インフレ目標」に切り替える。超緩和政策をより長期間継続させる姿勢が鮮明化し、低金利の長期化を見込む我々の見方が裏付けられた。こうした環境下、現金と最も安全な債券の実質リターンは当面マイナスになる可能性が高い。購買力を維持するには、現金保有を最低限に抑え、利回り追求姿勢を強める必要がある。しかし、ポートフォリオからインカム収益を獲得する手段はまだ残されている。米ドル建て新興国国債のスプレッドは過去 3 カ月で 100 ベーシスポイント(bp) 縮小したが、4.2% と依然魅力的な水準にある。一方、アジアのハイイールド債は世界の債券の中でも利回りが高く、8 月 29 日時点のスプレッドは 662bp だった。株式市場で利回りを探すことも可能である。MSCI EMU の約 3% の予想配当利回りは魅力的だが、配当重視の戦略によってさらに高い利回りを獲得することが可能である。幅広いセクターから魅力的かつ安定的な配当を提供する企業に注目する、選別的な戦略を勧める。

要点: 利回り追求を目指す選択肢として、米ドル建て新興国国債、アジアのハイイールド債、グリーンボンド、米国及びアジアの投資適格債、ユーロ圏のクロスオーバー債、高配当銘柄、アジアの高金利通貨等が挙げられる。

今週の動き

1. **雇用の安定は続くか？**ドイツは先週、雇用維持助成金を 2021 年末まで延長すると発表した。労働市場の先行きを占う指標として、今週発表のドイツと米国の 8 月の雇用統計に市場の注目が集まるだろう。
2. **米国の上院は財政刺激策をめぐる膠着状態を打破できるか？**FRB の方針転換は金融緩和の長期化を示唆しているが、金融政策は限界に達しており、FRB は財政刺激策が必要なことも認識している。一方で、追加財政刺激策の交渉は行き詰まっており、事態の打開が待たれている。
3. **治療薬・ワクチンの進展が引き続き市場を支えるか？**先週は新型コロナウイルスの治療薬とワクチンに関して明るいニュースが相次ぎ、市場を下支えた。今週も進展の兆候に投資家の期待が集まるだろう。

プライベート市場がポートフォリオに恩恵をもたらす

プライベート・エクイティ企業は新型コロナウイルスの影響を上手く切り抜け、4-6 月期（第 2 四半期）のパフォーマンス(速報値)は 4-8%(推定値)のトータルリターンを示している。1-3 月期(第 1 四半期)はラッセル 2000 小型株指数の下落率が 30%だったのに対し、プライベート・エクイティは約 8%の下落にとどまった。プライベート市場のリターンは一般的に波乱の年ほど高いことから、この資産クラスへのエクスポージャーを増やす好機が来ていると考えている。ヘルステック、バイオテクノロジー、オンライン教育、フードデリバリーなど、新型コロナウイルスの感染拡大が追い風となっている業界に投資するファンドに特に収益機会が見込まれる。こうしたビジネスへのエクスポージャーを上場企業で実現することは難しい場合がある。現在の状況下では、パンデミックによる混乱を切り抜け、事業回復と危機後の成長に備える上で重要な、企業統合、事業売却、コスト削減、成長戦略再始動などの取り組みを通じて企業価値を創出する、経験豊富な運用マネジャーにも有望な投資機会があるとみている。

要点: プライベート・エクイティをポートフォリオに追加することにより、リターン強化や分散化を図ることが可能である。

深読み

FRB の方針転換がリスク資産を下支え

Mark Haefele

グローバル・チーフ・インベストメント・オフィサー

米連邦準備理事会(FRB)は先週、事前の予想通り、インフレ率目標を「長期的にみて平均で 2%の上昇」とする方針に切り替えると発表した。我々は引き続き、中央銀行による流動性供給という「FRB のストーリー」が現在の市場環境を理解する鍵となると見ている。FRB の方針転換は我々の見方を裏付け、資産価格に様々な影響を及ぼすだろう。

インフレ率が目標の 2%を下回る期間が続いた後には、FRB は「一定期間にわたりインフレ率が 2%を緩やかに上回ることを目指す」としている。この金融政策の枠組み見直しにより、FRB は当面 2%超のインフレ率を許容し、金融引締めを行わない可能性が高い。FRB は雇用についても以前の文言を修正し、雇用の最大レベルからの乖離ではなく「不足」を踏まえて政策決定がなされるとした。これにより、失業率の低下だけでは利上げの理由にならないことが示唆される。

コアインフレ率が 2%の目標を大きく下回り景気が失速する中で、超低金利が長期的に続く見通しである。2008 年の世界金融危機から 10 年にわたる景気拡大にもかかわらず、米国のインフレ率は FRB の目標を長年にわたり下回り続けている。景気が回復しても米国債の利回り上昇は緩やかな水準にとどまると予想され、我々は利回り予想を据え置いた。10 年国債の利回りについては、2021 年 6 月時点で 0.85%を見込む。

先週はインフレ目標の方針転換以外にはほとんど FRB からの発表はなく、市場の関心の中心は、政策の枠組みから FRB がそれを具体的にどのように運用するかに移っている。9 月の米連邦公開市場委員会(FOMC)の会合で詳しい内容が明らかになるとも見込まれる。2%をどの程度超えるインフレ率を、どの程度の期間 FRB が容認するかが問題となる。

FRB は、完全雇用とインフレ率の目標超過に必要とされる期間にわたりゼロ金利政策を維持するガイダンスを提供する可能性が高いと我々は考えている。資産購入プログラムの期間を延長する可能性もある。FRB は政策目標を達成するまでは超緩和的な金融環境を維持し、イールドカーブ全体を低く抑えたい考えであると我々はみている。

この結果、FRB のハト派への路線変更が浮き彫りになったが、それにより資産価格にも次のような影響が及ぶ。

1. **中央銀行の流動性が株価上昇を下支えする。**新型コロナウイルス感染拡大後の 3 月につけた安値(S&P500 種株価指数ベース)から米国株が 57%上昇した主因は FRB の政策だった。超低金利下では、一定の企業収益に対して投資家が支払う金額が増えることは妥当なことであり、バリュエーションの上昇も理解できる。次の上昇局面では、一部のシクリカル銘柄やバリュー銘柄など、これまで出遅れていた銘柄がアウトパフォームするだろう。
2. **利回り追求を強める必要がある。**FRB の方針転換で低金利が長期化する中で、現金と最も安全な債券の実質リターンは当面マイナスになる可能性が高い。購買力を維持するには、現金保有を最低限に抑え、利回り追求の姿勢を強める必要がある。しかし、ポートフォリオのインカム収益を獲得する手段はまだ残されている。具体的には、米ドル建て新興国国債とアジアのハイイールド債など、一部の債券セクターを推奨する。アジアの高利回り通貨も有望とみる。
3. **FRB の枠組み見直しで米ドルに更なる下落余地が生まれる。**FRB はこれまでマイナス金利を導入したことがなく、景気の好転に伴い 2015 年から 2019 年にかけてはむしろ利上げに転じている。この結果、米ドルは安全資産かつ比較的高利回りの通貨という、他通貨にはない役割を担った。しかし、FRB が再度利上げに転じるのは、景気が十分に持ち直してからであり、それまでに相当な時間がかかる見通しである。ユーロ/米ドルについては 1.15-1.20 のレンジを予想している。欧州と世界経済の回復が軌道に乗らない限り、このレンジを大幅に上回ることはないだろう。ただし、先週の FRB の決定によって 1.20 を試す局面は近づいたと見られる。
4. **マイナスの実質金利と米ドル安が金の支援材料。**金価格は今年に入って 29%上昇しており、年初来のパフォーマンスが最も高い資産の 1 つとなっている。金は利回りを提供しないことから、実質マイナス金利であっても、現金や債券と異なり金を保有する機会コストはない。超金融緩和政策、米ドル安、米大統領選を控えた政治的不透明感が金を下支えする材料となるだろう。

FRB の金融政策に関する今回の動きは重要な方針転換であり、欧州中央銀行など他の中央銀行に対してもインフレ率上昇を容認する圧力をかける可能性がある。そうなればリスク資産のさらなる下支えになるだろう。

地域的な見解

安倍首相辞任表明、市場への影響は

Daiju Aoki, Regional CIO Japan, UBS Securities Japan Co., Ltd.
Mitsufumi Hosono
Toru Ibayashi, Analyst, UBS Securities Japan Co., Ltd.
Chisa Kobayashi, Analyst, UBS Securities Japan Co., Ltd.

安倍晋三首相(自民党総裁)は、歴代最長の連続在任日数に終止符を打ち、辞任する意向を表明した。安倍首相は記者会見で、潰瘍性大腸炎による健康悪化を辞任の主な理由に挙げた。首相は、日本政府はリーダー不在の政治的空白を生み出さず、新型コロナウイルス対応の危機管理に引き続き注力していくと強調した。

報道によると、自民党は、緊急時のため、通常の党大会ではなく、両院議員総会による総裁選を9月に行う予定である。通常の党大会による総裁選では、安倍首相に批判的な候補を支持する党員・党友による地方票も含まれる。

だが、緊急時の両院議員総会方式には党員による地方票が含まれないため、安倍首相と多くの点で見解や政策課題の優先事項を共有する候補者が選ばれる可能性が高い。新総裁(首相)の任期は安倍首相の残り期間を引き継ぎ2021年9月までとなり、任期満了日前に通常の党大会による自民党総裁選が行われる。

両院議員総会で総裁が決まった後は、アベノミクスの継続が焦点となるだろう。報道各社は既に後任候補として、麻生太郎副総理・財務大臣、菅義偉官房長官、岸田文雄自民党政調会長の名前を挙げている(訳注:その後、麻生氏は総裁選不出馬を表明、菅氏は出馬意向を固めた模様)。

コロナ後の世界経済に対する見通しは厳しく、足元のリフレ的な財政および金融政策が中期的に大きく転換されることはないだろう。日銀の黒田総裁の任期は2023年4月までであり、在任中は現在の超緩和的な金融政策が続くものとみている。

財政政策については、財務省が目論む消費増税は、日本経済がコロナ前の水準に戻らない限り(我々はこれを2022年後半と予想する)その可能性は非常に低い。安倍首相の在任期間中、日本は国際社会と比較的円滑な関係を築いてきたことから、外交関係も重要な課題となる可能性がある。安倍政権は、経済および外交政策において、米中に対し中立的立場を取る傾向にあり、次期首相にとってこの微妙なバランスを維持することが重要になるだろう。

安倍首相の辞任表明を受けて、今後の経済政策や政治の先行き不透明感から、日本の株式市場では短期的にボラティリティが上昇する可能性がある。しかし、新型コロナ危機からの復興支援を目指す現在の大規模な財政出動・超金融緩和政策は継続するものと見込まれる。

我々は、日銀によるETF(上場投資信託)購入の継続や、2022年3月期の企業利益を41%増益とする我々の予想を踏まえ、日本株式に対して強気の見方を崩していない。次の上場局面は、景気循環色の強い製造業や一般消費財セクターがアウトパフォームし、ハイテク銘柄以外がけん引役になると予想する。日本の自動車メーカーはハイブリッド技術で先行しており、エネルギー効率が高い自動車へのシフトや排出ガス規制の強化が追い風になると考える。また、日銀の資産購入や超低金利環境を背景に、日本の不動産投資信託(REIT)も依然として魅力的である。

長期的には、日本の政治的不安定性がリスク要因になるかもしれない。第2次安倍政権発足前、日本では6年間で6人の首相が「回転ドア」のように頻繁に交代する事態となった。こうした短命政権に逆戻りすれば、日本市場に重石となるだろう。2021年10月には次の総選挙が控えている。安倍首相が去った後も、与党自民党が比較的高い今の支持率を維持できるかどうか注視していく必要がある。

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 証券株式会社(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はありません。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。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。

UBS 各社(またはその従業員)は随時、本レポート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、本レポート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。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ます。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、また、過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。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。

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 証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 2633 号

加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会
一般社団法人日本投資顧問業協会

当社における国内株式等の売買取引には、ウェルス・マネジメント本部のお客様の場合、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の手数料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。インベストメント・バンク部門のお客様については、お客様ごとの個別契約に基づいて手数料をお支払いいただくため、手数料の上限額や計算方法は一律に定められておりません。国内株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されます。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、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)(最大2.34%(税込・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1.76%(税込)の運用報酬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1%または1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2%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。

© UBS 2020 無断転載を禁じます。UBS はすべての知的財産権を留保します。UBS による事前の許可なく、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・譲渡することを禁じます。UBS 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