

# 短期の値動きよりもファンダメンタルズ重視

## Weekly Global

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

### 今週の要点

#### 個人投資家主導のボラティリティは強気相場の妨げとはならず

先週の S&P500 種株価指数は、3.3%の大幅下落で1週間の取引を終えた。1月29日の1.9%の下落を受け、週間の下落率としては過去3カ月で最大となった。再びボラティリティ(相場の変動率)の高い展開となったが、これは市場のポジショニングによるものと我々はみている。個人投資家が結束して、ヘッジファンドなどの機関投資家が空売りポジションを大量に持つ銘柄を買い入れたため、機関投資家らは損失覚悟で空売りポジションを買い戻すとともに買いのポジションも閉じることとなり、株価の乱高下を招いた。しかし、最近のこうした値動きは経済成長をめぐる懸念を反映したものではない。ファンダメンタルズは依然強いことから、強気相場は続くものと我々は予想している。29日の10年国債利回りは、ブレイク・イーブン・インフレ率と商品価格の上昇にけん引されて4ペーシスポイント(bp)上昇したが、これは経済成長が懸念される局面では見られない動きである。また、バイデン大統領が議会に提示した追加の経済対策は、今後数週間で成立する可能性を残しており、最終的な規模も(縮小される見通しとは言え)、1兆米ドル程度に達する可能性がある。米国企業の2020年10-12月期決算はこれまでのところ予想以上に好調で、発表を終えた企業の88%が全体として予想を20%上回っている。ワクチン生産の開始は我々の予想より遅れたものの、主要ワクチン開発企業の大半は2021年の生産目標を引き上げている。

*要点: 投資家には短期的なボラティリティに惑わされず、株式投資を継続することを勧める。株式市場には一段の上昇余地があるとみており、我々の基本シナリオでは S&P500 種株価指数の今年12月末の予想を4,000としている。*

#### FRBは低金利の長期化を躊躇せず

米連邦準備理事会(FRB)のパウエル議長は、金融緩和を継続する姿勢を改めて示した。金融に与えるリスクは「穏やか(moderate)」であり「低金利と資産価値との関係は、考えられているほど密接ではない」と述べ、超低金利政策がバブルにつながる懸念を退けた。低インフレが続く見通しの中、パンデミックによる需給ギャップがあるだけに、政策当局者は景気対策に注力できる。パウエル議長は「金融緩和の縮小案を検討するのは時期尚早」との考えも示した。先週の連邦公開市場委員会(FOMC)におけるこうした発言から、米国の実質金利は今後数年間はマイナスが続く見通しであり、よって必要以上の現金保有はポートフォリオの価値を押し下げる要因になるとの我々の見方が改めて確認された。金融緩和下での利回り確保は難しいが、利回りが米国国債を360bp上回っている米ドル建て新興国国債や、同620bp高いアジアのハイイールド債に収益機会があるとみている。

### 今週の動き

1. **米国の景気刺激策に進展はみられるか?** 民主党と共和党の対立を受けて、バイデン大統領が提出した1.9兆米ドルの追加財政刺激策の審議が滞っている。最終的には刺激策の規模そのものも縮小される可能性が高い。しかし、刺激策の実現に向けて何らかの前進があれば、投資家にとっての明るい材料となる。
2. **米国の雇用市場は底堅いか?** 2月5日に米国の1月の非農業部門雇用者数と失業率が発表される。週間新規失業保険申請件数も含め、パンデミック下で経済活動が制限されているにもかかわらず、雇用の底堅さが示されるかどうかは投資家の注目が集まるだろう。
3. **製薬会社はワクチン需要に応えられるか?** 新型コロナワクチンは需要に供給が追いつかず、貴重なワクチン供給をめぐる各国間の競争が激化している。主要メーカーのワクチン増産継続の見通しに投資家の注目が集まるだろう。増産継続となれば、世界経済の正常化スピードについての楽観論が高まると思われる。

### 中国の資産クラス全般に投資機会

世界の株式全体が反落し、中国人民銀行(中央銀行)が流動性の一部引き締めに動いた中で、先週は中国の株式とハイイールド債がともに下落した。新型コロナウイルスの感染拡大を封じ込めるために地域限定で新たに移動制限が導入されたことも、市場心理に影響を落とした。しかし、中国資産の下落は一時的にとどまると我々は予想している。第 1 に、ロックダウンの対象地域は経済規模が小さい(中国の GDP の 2% 足らず)。中国自体の経済見通しは明るく、2021 年の GDP 成長率は 8% を上回る見通しであり、輸出が予想以上の上振れ要因となる可能性さえある。第 2 に、中国人民銀行(中央銀行)は急激な金融引締めではなく、段階的な正常化を目指している。先週末の 29 日に流動性が注入されたことも、この見方を裏付けている。第 3 に、中国株式市場の上昇を受け、バリュエーションはオンショア、オフショアともに過去の平均を上回っているが、これは経済環境と企業業績の伸びから見て妥当な水準であると考えられる。2021 年の中国企業の利益成長率については 10% 台半ばに達すると予想している。最後に、中国ハイイールド債券市場で高い割合を占める不動産債券のリスクは制御可能と考えている。新たな資金調達ルールによって、我々がリサーチ対象としているデベロッパーの信用力は概ね好転する見通しが高く、正味の供給は 2020 年の 370 億米ドルから 2021 年は 80 億米ドルに減少する見通しである。

*要点: オンショアの中国戦略では A 株(中国企業の人民元建て株式)、アジア戦略では MSCI 中国株式指数について強気を維持し、2021 年通年について A 株は 10% 台前半、MSCI 中国については 10% 台半ばの上昇を予想している。米国外の投資家については、アジアのハイイールドの中では米ドル建ての中国不動産債を引き続き推奨する。我々がリサーチ対象としているハイイールドの中国不動産債については 7% のトータルリターンを予想している。*

## 深読み

# 短期の値動きよりもファンダメンタルズ重視

Mark Haefele

グローバル・チーフ・インベストメント・オフィサー

先週は S&P500 種株価指数が 3.3% 下落して 1 月の上昇分が帳消しとなった。月間ベースでは 1.1% の下落となり、1 月としては 2016 年以降で最大の下落率となった。先週はボラティリティ(相場の変動率)も急上昇し、ボラティリティ見通しを反映する VIX 指数は 11 ポイント上昇して 33 に達した。これは、新型コロナウイルスの感染拡大「第 2 波」が米国を襲った 2020 年 6 月以降、週間ベースでは最大の上昇となった。

リスクオフのセンチメントは、新型コロナウイルスの変異種の感染拡大、ワクチン接種開始の遅れ、米国の財政刺激策の時期と規模に関する不確実性、バブルの様相を呈している市場への懸念など、複数の要因が作用した。ヘッジファンドが大量に空売りしていた銘柄に個人投資家が一斉に買いを仕掛け、いわゆる「ショートスクイズ」が発生したことも、市場の混乱を招いた。

波乱の 1 週間を終えたところで、今後の見通しについて我々の見方を示したい。

**ボラティリティは経済成長懸念ではなく、市場のポジショニングを反映:** S&P500 は 1 月 29 日に 1.9% 下落したものの、ブレイク・イーブン・インフレ率と商品市況の上昇にけん引されて米国 10 年国債の利回りは 4 ベースポイント(bp) 上昇した。これは経済成長が懸念される場合では見られない動きであり、むしろ、ここ数カ月の急激な相場変動後の株式内のポジション調整によるものと考えられる。1 月末の S&P500 種は依然として 10 月末より 13.6% 高く、2020 年 3 月の安値を 66% 上回っている。

先週はポジション調整による市場の混乱が注目を集めた。ソーシャルメディアでつながった個人投資家集団が、ヘッジファンドなどの機関投資家が空売りポジションを大量に持つ銘柄を一斉に買い入れ、いわゆる「ショートスクイズ」を仕掛けたため、機関投資家らは損失覚悟で空売りポジションを買い戻すとともに買いのポジションも閉じることとなり、株価の乱高下を招いた。しかし、ここ数日の資金の流れのスピードと規模を見る限り、圧力はほぼ解消されたと考えている。

全体としては、株式のロングショートファンドの分散投資されたポートフォリオは今後好調に推移し、現在の逆風は一時的なものに終わるとみている。俯瞰的に見るならば、最近の激しい値動きは、ファンド、戦略、スタイルにわたりバランスよくポートフォリオを構築することがヘッジファンドを組み入れた分散投資の効果的な方法であるという我々の見解を改めて裏付けたと考える。

さらに、先週の株価の激しい値動きは必ずしもファンダメンタルズに基づいて正当化できないものの、市場全体では、11 月上旬にワクチン開発の進展が報じられて以来、セクターローテーションが続いている。投資家は 2020 年に巣ごもり需要の恩恵を受けた銘柄から、パンデミックで出遅れた銘柄や景気に敏感なセクターに投資先を移している。我々はこのトレンドがしばらく続くと考えており、特に、中国を始めとする新興国株式や、米国大型株と比べて景気に敏感なグローバル小型株に収益機会があるとみている。

**ワクチン供給をめぐる混乱はあるものの、感染拡大の封じ込めには進展あり:** 南アフリカ、米国、英国、イスラエルでは新規感染者数が減少し始め、医療体制の逼迫が緩和されつつある。一方、米国では、新規感染者数の減少とワクチン接種の加速を受けて、目先、制限措置が緩和される可能性がある。カリフォルニア州のニューサム知事は先週初め、州内の感染地域全域に対する厳しい外出制限令を解除した。また、金曜日にはニューヨーク州のクオモ知事がニューヨーク市のレストランでの屋内飲食を 2 月 14 日から再開する方針を発表した。収容人数は通常の 25% まで認める。

さらに、世界でのワクチン生産は開始が予想より遅れたが、大手製薬会社は今年の生産目標を引き上げている。また、先週末には、米製薬大手が、開発中の単回接種のワクチンについて、臨床試験最終段階の第 3 相で中程度から重度の症状を予防する有効性が 66% であったと発表した。この数字は他社開発のワクチンに比べると有効性は低いものの、重症化に対する有効性は 85% で、入院及び死亡に対しては全地域で 100% の予防効果が確認された。

**業績と経済指標は堅調な結果:** S&P500 を構成する銘柄の 52% が 2020 年 10-12 月期(第 4 四半期)の決算発表を終え、うち 88% が全体として利益予想を 20% 上回った。世界的に見ても、予想を上回る経済指標が続いており、シティのエコノミック・サブライズ指数は、新型コロナウイルスの感染拡大懸念が最も深刻だった昨年 4 月の -79 から +82 に上昇した。先行して景気が回復している中国の 2021 年の GDP 成長率は 8%、米国は 6% を上回ると我々は予想している。

**財政と金融政策が引き続き景気を下支え:**米連邦準備理事会(FRB)のパウエル議長は「金融緩和の縮小論を検討するのは時期尚早だ」と述べ、金融緩和を継続する考えを改めて強調した。パウエル議長は、超低金利政策が金融に与えるリスクは「穏やか(moderate)」であると述べて、資産バブルにつながるとの懸念を退けた。財政面では、バイデン大統領が目指す1.9兆米ドルの景気刺激策は、議会審議の過程で最終的な規模が縮小され、民主党と共和党の対立で成立が遅れると予想されるものの、今後数週間以内には、経済成長と企業業績の回復を支える規模の財政刺激策が承認されるものと予想している。

こうした状況から、ポジション調整と資金フローで短期的にはボラティリティが高まる恐れはあるものの、これらが中期的に市場を動かすファンダメンタル要因になることはないと考え。上述したように、ワクチン接種が拡大し、経済支援策や企業業績にも期待が広がることから、株式の一段の上昇が予想される。我々はリスクオンのスタンスを維持しており、ボラティリティが高い環境下でリスク資産に中期的にエクスポージャーを追加するには、一定期間ごとに一定金額を投資する戦略などが有効と考える。

## 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。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、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)(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、事前に利率・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 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。

© UBS 2021 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・譲渡することを禁止します。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