

# ボラティリティを活かす

## Weekly Global

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

### 今週の要点

#### 景気回復がセクターローテーションを後押し

米国では、バイデン大統領が提示した追加経済対策の議会承認はまだ得られていないが、先週は、これまでに実施された財政・金融政策の効果が現れてきた。1月の小売売上高が新型コロナ感染拡大前の昨年1月と比較して7.4%増加したほか、先週公表された1月の米連邦公開市場委員会(FOMC)の議事録では、財政刺激策の効果で景気下振れリスクは後退したとのFOMC参加者の見方が示された。先週の市場はインフレ懸念で全体的に足踏みしたが、水面下ではシクリカル(景気敏感)セクターへのローテーションが続き、米国の金融セクターが2.8%、素材セクターが0.9%上昇するなど景気敏感セクターが上昇した一方、S&P500種株価指数の情報技術セクターは1.9%の下落となった。米国でワクチン接種が広がり、追加経済対策の議会採決が迫る中、今後はシクリカル銘柄が世界的にアウトパフォームすると我々は考えている。例えば中小型株は依然としてバリュエーションに魅力がある。株価純資産倍率(PBR)で見ると、世界の小型株は大型株より30%割安な水準で取引されており、15年平均の18%を上回っている。また、新興国株式も、過去のリフレッシュ局面ではアウトパフォームしている。

**要点:** 経済成長の回復が株式市場の上昇を下支えしている。しかし、市場の中でも今後は特に景気敏感セクターが好調に推移すると予想する。

#### インフレ高進は一時的とみられる

先週の市場は、米国の2年ブレイクイーブン・インフレ率が2.6%と、この10年間で最高の水準に達したことから、インフレ懸念に覆われた。それに拍車をかけたのは、コア生産者物価指数が前月比で1.2%と予想の0.4%を上回ったことである。同指数の一部を構成する医療費は0.9%増と過去2番目に高い上昇率となり、また前年同月比ベースでは2007年以降で最大の上昇率となった。FRBはインフレ指標としてコア個人消費支出指数を重視しているが、医療費はその20%を占めているだけに、これは注目すべき数字である。インフレ懸念が利回りを押し上げ、先週の米国10年国債の利回りは14.5ベースポイント(bp)上昇の1.345%となった。しかし、インフレの上昇は一時的にとどまるとの我々の見方は変わっていない。市場は今後2年間について2.6%の平均インフレ率を予想しているが、ブレイクイーブンを踏まえた向こう10年間の予想インフレ率は2.2%に留まる。一方、FRBの議事録では、過去の低水準によるベース効果など、総じて「一時的な要因」が短期的なインフレ圧力の上昇に寄与したとの見方が示された。こうしたことから、FRBは時期尚早な金融引締めは控えるとみられる。こうした環境下、投資家には、アジアのハイイールド債や高配当を維持する銘柄の組み入れによるインカムの向上を検討することを勧める。

**要点:** クレジット債よりも株式に有望な投資機会が見られる。ただし、アジアのハイイールド債など、クレジット債の一部にも投資妙味がある。

### 今週の動き

1. 追加経済対策の議会採決が実施されるか？ トランプ前大統領の弾劾裁判が決着し、議会民主党は追加経済対策の早期審議と2月26日までの採決を目指している(ブルームバーグ)。バイデン大統領が提案した1.9兆米ドル規模に近い形で刺激策が可決されるかに投資家の期待が集まるだろう。
2. 米国の消費者信頼感指数は累積需要の拡大を示唆しているか？ パンデミックで積み上がった家計貯蓄が支出に回り始め、1月の小売売上高は米国の消費の力強さを裏付ける数字となった。ニューヨーク連銀が12月に実施した調査によると、米国の家計は今年の支出を3%増やす見通しであり、これは2015年以来の伸び率である。消費支出が堅調を維持するかどうかの指標として、2月の消費者信頼感指数に投資家の注目が集まるだろう。
3. 米国のインフレ統計はFRBのハト派姿勢を後押しするか？ 今週は1月の個人消費支出が発表される。我々は、今後数カ月はインフレ圧力が増大すると予想しており、インフレが上昇すれば、利回りに上昇圧力が加わる可能性がある。ただし、インフレ高進は一時的なものに留まると我々はみている。

### **プライベート市場の上昇が株式市場を上回る**

ケンブリッジ・アソシエイツの速報データによると、2020 年はプライベートエクイティが上場株式をアウトパフォームし、リターンはラッセル 2000 の 19%に対して 22%となった。我々は、特に主要株価指数のリターンは将来的に低下する可能性が高いとみられることから、このトレンドが中長期的に続く予想している。オルタナティブ投資への投資家の関心は高く、英国の調査会社プレキンによると、調査に参加した投資家の 80%が 2025 年までにオルタナティブ投資への配分を増やすと回答している。我々は、現時点では特に 3 つのセグメントが有望と見ている。第 1 に、スペシャルシチュエーション、ディストレスト債やセカンダリー市場の運用マネジャーに投資するファンドである。これらは、市場の変調や流動性の低下から生じる魅力的な投資機会を見出すことが可能である。第 2 に、ヘルスケアのほか、アフターコロナの時代に需要加速の恩恵が期待されるデジタルテクノロジーなど、市場の大きなトレンドに乗じることができる運用マネジャーである。最後に、低金利が長期化する可能性が高い中、非流動性リスクや信用リスクの許容度の高い投資家は、プライベートクレジットと実物資産戦略への投資により、高利回りとインカムの獲得機会が得られると考える。

*要点: プライベート市場への投資機会を検討する。*

# ボラティリティを活かす

Mark Haefele

グローバル・チーフ・インベストメント・オフィサー

サプライチェーンの乱れによる価格上昇圧力の兆しと米国の大規模経済対策成立への期待から、市場ではインフレ懸念が高まっている。我々はこうした懸念は行き過ぎと考えているが、短期的とはいえインフレの上昇を受けて、債券と株式市場のボラティリティ(相場の変動)が高まるおそれがある。こうした局面では、投資家は冷静さを保ち、ボラティリティを活かすことが重要になると考える。

向こう 2 年間の米国のインフレ予想は、この 10 年間で最高の水準に達している。米国 10 年ブレイクイーブン・インフレ率は先週 2.24%に達したが、これは 2014 年 8 月以来の高水準であり、2 年ブレイクイーブン・インフレ率は 2011 年 4 月以降で最も高い 2.64%となっている。1 月の生産者物価指数は前月比 1.2%(事前予想 0.4%)となり、投入価格の上昇懸念が高まった。

しかし、我々は次のような理由から、価格上昇圧力が継続するとは考えていない。

- **救済は刺激策とは異なる。** バイデン大統領が提案している 1.9 兆米ドルの財政刺激策は、パンデミック前の GDP の 9%程度に相当する。しかし、失業給付の延長など刺激策の多くは、所得の増加ではなく現水準の維持を目的としている。
- **経済に需給の緩み(スラック)がある。** 我々は今年末までに GDP 成長率がトレンドに戻るとは予想していない。米連邦準備理事会(FRB)のパウエル議長は、1 月の米失業率は公式発表では 6.3%だが、労働実態を反映した広義の失業率は 10%近くに達していると述べている。
- **インフレ予想が実際のインフレ率を上回っている。** 世界金融危機以降、5 年先 5 年物のフォワードレートのインフレスワップに基づく期待インフレ率は、5 年間にわたり実際の平均消費者物価指数(CPI)を平均で 1.2 ポイント上回ってきた。
- **インフレの急上昇は一時的と見られる。** 予想される短期の物価上昇は、今年に入ってからからの供給と需要の異例のミスマッチを反映しており、経済活動が正常化に向かうにつれて解消されるものと見込まれる。珍しいことに、米国の 10 年ブレイクイーブン・インフレ率は 2 年の期待インフレ率を下回っており、市場もインフレ率の上昇が一時的と見ていることを示唆している。

とはいえ、短期的にインフレ率が上昇する可能性は高い。したがって、今後数カ月以内に、金利がゼロ付近で推移し各国中央銀行が流動性を追加し続ける一方で、インフレ率は目標を超えて上昇し、経済成長と雇用は力強い伸びを見せる局面が発生するだろう。FRB はこうした短期的なインフレ上昇は重視しないと繰り返し述べており、上述の理由から、実際にそのような姿勢を取るものと見られるが、金利上昇をめぐっては神経質な展開が予想される。

インフレ懸念から先週は 10 年国債利回りが 14.5 ベーシスポイント(bp)上昇して 1.345%に達し、年初来の上昇幅は 43bp にのぼっている。もし利回りが短期間で急上昇した場合、株式にとってはさらにマイナス材料となる。

潜在的な成長力とインフレ率の動きが乖離するマクロ経済をめぐる不確実性を受けて、株式の予想ボラティリティがパンデミック前の水準に戻らない可能性があり、ボラティリティが時折急上昇する状況が予想される。中期の見通しが明るいとはいえボラティリティの高止まりが予想されるこうした環境では、冷静さを保ちながらボラティリティを活かす機会を模索することが重要となるだろう。リスク資産に定期的に一定額を投資するドルコスト平均法など、ボラティリティの上昇を活かした戦略が有効とみる。

## 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ことがあります。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ことがあります。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ことがありますので、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