

市場はFRBの緩和継続を見込む

Weekly Global

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

今週の要点

インフレ懸念は株価上昇の妨げとはならず

米国の消費者物価指数(CPI)は、4月の前年同月比4.2%増から5月はコンセンサス予想の4.7%を上回る5.0%に上昇し、この10年余りで最も高い伸び率となった。しかし、この数字を受けて金融政策が時期尚早に引き締めへ転じたり、株価の上昇に歯止めがかかるとはみていない。コロナ禍で前年の数字が極端に低かったことによるベース効果やエネルギー価格の上昇の影響など、インフレ率を押し上げたいくつかの要因は今後数カ月で解消される可能性が高い。米連邦準備理事会(FRB)高官は、インフレ率の一時的な上昇には左右されないと繰り返し述べている。5月のCPI発表後にS&P500種株価指数が史上最高値を更新したが、これは投資家がこのメッセージを受け入れたことの表れといえる。また、FRBは今週開かれる連邦公開市場委員会(FOMC)でもそのメッセージを強調すると思われる。欧州中央銀行(ECB)は、10日の理事会で2021年のGDP成長率見通しを前年比4.6%増へと前回予測から0.6ポイント引き上げたが、その一方で「かなり速い」ペースでの債券購入を維持すると述べている。足元のインフレ統計については、通常よりも信頼性が劣ることを念頭に置くことが必要だ。前年同月比の基準となる昨年5月はパンデミックの初期にあり、インフレ率の測定が特に困難だったためだ。

要点:我々はFRBと同じく、インフレ率の上昇は一時的なものに過ぎないとの見方をしており、株価についてはさらなる上昇余地があるとみている。エネルギーや金融など、シクリカル(景気循環)およびバリュエ(割安)株式がアウトパフォームすると考えている。金融緩和が続く中、利回り追求は困難な状況が続くだろう。

GDP成長率のピークは懸念要因とはならず

ここ数カ月、米国株式がレンジ取引から抜け出せていないが、その理由は米国のGDP成長率がピークに近付いているとの懸念にあるかもしれない。市場のコンセンサスでは、米国の経済成長率は新型コロナウイルスの感染拡大を受けた様々な制限が解除されるにつれ4-6月期の中盤にピークを迎え、2023年までには正常な水準に戻るとの見方がされている。しかし、経済成長率のピークを基に投資判断を下すことには慎重になるべきだ。我々は、株価の上昇は今後も続くともみている。5月の非農業部門の新規就業者数は、4月上回ったとはいえ市場の予想にはなお届かず、就業者数はコロナ前の水準を依然として760万人下回っている。我々は、学校が全面的に再開し、労働者が市場に戻って労働力不足が緩和されるまでは、雇用の伸びはピークには達しないと考えている。インフレ懸念はまもなく後退し始めるものと思われ、財政刺激策は引き続き強力な追い風になる。さらに、経済成長とワクチンの接種率は、米国ではピークを打った可能性があるが、日本や一部の新興国などでは加速している最中だ。

要点:ここ数カ月、米国の経済成長がピークを迎えるとの懸念から市場の勢いはやや弱まったものの、それを相殺する追い風にも着目すべきと考える。一段の上昇に備え、リフレーションと経済再開の恩恵を受ける企業に注目し、ボラティリティ(市場の変動率)が高い局面を捉えて投資、またポートフォリオを保護する方法を検討することを勧める。

今週の動き

1. **FRBはインフレ上昇を一時的なものとして再確認するか?** 5月の米国のCPIは前年同月比5.0%の上昇となった。FRBが依然としてインフレ上昇を一時的なものとして認識しているのかを確認しようと、6月15、16日に開催されるFOMCに注目が集まっている。また、FRBメンバーの政策金利見通しを示す最新のドットチャートも公表される。
2. **消費者の繰延需要は続いているか?** 4月の米国の小売売上高は、前月比ほぼ横ばいにとどまり、市場の予想を下回った。経済再開が進む中、米国、中国、英国の5月の小売売上高を消費意欲の指標として注視していく(注:15日に発表された米国の5月小売売上高は前月比減少となり、市場予想を下回った)。
3. **米中の対立は激化するか?** 先週開かれたG7サミットで、バイデン米大統領は中国の影響力拡大の阻止に取り組むよう各国首脳に呼び掛けた。我々は貿易を中心に、米中関係の動きを注視していく。今週はジュネーブでバイデン大統領とプーチン大統領の米露首脳会談が開かれる。

アジアではワクチン接種の加速が経済再開関連銘柄を後押し

今年に入り日本株は世界市場に出遅れる展開となった。ワクチン接種の遅れによる経済の正常化の遅れがその一因である。しかし、日本をはじめアジア全域でワクチン接種が加速し始めている。先週発表されたデータによると、日本では最低 1 回ワクチンを接種した人の割合が人口の 12%を超えた。3 週間前はわずか 4%だった。我々は、日本の接種率は 7~8 月には 30~40%に達すると推定している。中国は 8 億回以上の接種を実施しており、1 日に人口の 1%超に接種を行っている。今月上旬、中国は 3~17 才の子供に対して国内医薬品メーカー製のワクチンを緊急使用することを承認した。ワクチン接種が進むに伴い、今後数カ月でアジア諸国の経済の再開も進むだろう。アジアでも特にシクリカル株とバリュー株の追い風となる見込みだ。

要点: 日本の株式市場はシクリカル銘柄が主体であり、また世界的な景気回復と国内でのワクチン接種の進捗の恩恵により、追い上げが続いている。円安も輸出企業の追い風となるだろう。さらに、日本を除くアジア市場においては、リフレッシュと経済再開に備えたポジション構築を推奨する。資本財、建設資材、消費者サービス、運輸、銀行、金属・鉱業などのセクターが恩恵を受けるだろう。

市場はFRBの緩和継続を見込む

Mark Haefele

チーフ・インベストメント・オフィサー

先週は、米国のインフレがさらに加速したにもかかわらず、S&P500 種株価指数は史上最高値を更新し、米国 10 年国債利回りは低下した。10 日発表の米国の 5 月消費者物価指数(CPI)は前年同月比 5.0%上昇し、2008 年以来の大幅な伸びを記録した。食品とエネルギーを除くコア CPI は 3.8%上昇し、1992 年以來の高い伸びとなった。

だが、インフレ率の上昇にもかかわらず、株価は上昇し債券利回りは低下した。S&P500 種は 10 日に 0.5%、翌 11 日も 0.2%上昇して史上最高値を更新した。米国 10 年国債の名目利回りは 10 日に 6 ベーシスポイント(bp)低下したのち、11 日にやや戻した。このような市場の反応の背景には、次のような要因があると考ええる。

- **米連邦準備理事会(FRB)は物価上昇は一部の品目にとどまり「一時的」と認識しており、経済指標はその見解を裏付けている。**コア CPI 指数は、中古車や航空運賃など指数に対する構成比が 14%にとどまる項目が 5 月の上昇分のほぼ 3 分の 2 を占めた。また、エネルギー価格など昨年の軟調な物価が影響している「ベース効果」は今後薄れる見通しである。ブレント原油が我々の予想値 1 バレル=75 米ドルまで上昇したとしても、原油価格が米国の消費者物価に直接与える影響は年末までにほぼ半減するとみられる。経済の再開に伴いサービス需要が回復すれば、家庭用家具類、自動車価格、娯楽用品などロックダウンの恩恵を受けたセクターの価格上昇圧力の緩和につながるだろう。
- **市場は FRB の見方を支持している模様。**米国の 4 月の CPI が市場予想を大きく上回る 4.2%の上昇と発表されると、米金融市場では FRB の早期の金融緩和縮小が意識され、発表当日の米 10 年国債の利回りは前日より 5bp 上昇した。その後、FRB は物価上昇の加速は一時的との認識を改めて強調した。先週 10 日に発表された 5 月の CPI は前月から一段と加速したが、10 年国債利回りは低下した。FRB の意図を探ろうと、市場の関心は今週開かれる米連邦公開市場委員会(FOMC)会合へと移っている。
- **FRB の政策転換は労働市場が鍵を握っている。**FRB のパウエル議長は、政策転換には完全雇用に向けた大きな前進が前提になると明言している。3 月の非農業部門雇用者数の増加が当初 91.6 万人と予想されると、パウエル議長は「目標に向けた顕著な進展がみられるまでには、このような力強い雇用が数カ月程度続く必要がある」と述べている。離職率や求人労働異動調査(JOLTS)など一部の指標は労働市場の回復を示しているが、4 月と 5 月の非農業部門雇用者数は FRB が目指す 100 万人増の舞台を大幅に下回っている。失業保険給付の上乗せが終了し、学校が秋に再開し、ワクチン接種の普及で高齢労働者の就業復帰意欲が高まれば、非農業部門雇用者数の増加は加速すると予想するが、それが実現するのは数カ月先になるだろう。

我々は FRB と同様に、インフレ上昇は一時的とみている。経済活動が全面的に再開し雇用者の増加が加速するにつれ、米国 10 年国債利回りは再び上昇に転じ、年末には 2%に達すると予想している。一方、株価には一段の上昇余地があり、エネルギーや金融など、景気敏感セクターがアウトパフォームすると考えている。

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のですが、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、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 UBS 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 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。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、直接的に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)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 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