

リフレ・トレードは引き続き順調

Weekly Global

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

今週の要点

テーパリング議論に言及も、実施はまだ先

世界各国の中央銀行が景気刺激策の縮小に向けた下準備を始めている。サンフランシスコ連銀のデイリー総裁は先週、「テーパリング(量的緩和の縮小)を議論することについて議論している」と述べた。また、ニュージーランド準備銀行は、政策金利であるオフィシャル・キャッシュレートの見直しについて2022年後半からの利上げを予想しており、韓国銀行総裁は、景気の回復に合わせて、今後どこかの時点で、過去最低の政策金利からの「秩序ある」脱却に向かうと述べた。このようにテーパリングについての言及が広がってくると、それを受けてボラティリティ(市場の変動率)が高まる可能性がある。しかし、テーパリングが示唆されてから実際に実施されるまでにはしばらく時間がかかると我々は考える。米連邦準備理事会(FRB)のクオールズ副議長が先週、政策当局者には「忍耐強さ」が必要と発言するなど、FRB高官は景気が回復しても当面は景気刺激策の縮小には着手しない方針を繰り返し強調している。テーパリングの議論を始めるには好調な経済指標が一定程度継続することが前提となるが、今週発表される米国の雇用統計は、不完全失業率がパンデミック前の7%未満に対して10%以上で高止まりすることが予想されるなど、労働市場にはまだかなりの需給の緩み(スラック)が存在していることが示される可能性が高い。また、最近のインフレ率上昇は、エネルギー価格の上昇とベース効果を要因とするもので、一時的な現象に過ぎないとFRB高官は指摘している。

要点:我々は、FRBによるテーパリング開始時期は2022年以降と予想しており、市場もこの見方を概ね織り込み済みと考えている。他の中央銀行も、今年はテーパリングに消極的なハト派姿勢を維持するだろう。そのため、リスク資産は引き続き緩やかな金融政策の恩恵を受けるとみている。

巨大IT銘柄のアウトパフォーマンスは長続きしない見通し

先週の米国市場ではIT銘柄が再び上昇を牽引した。S&P500種株価指数が1.1%上昇したのに対し、大手テクノロジー10銘柄で構成する指数は3.5%の上昇となった。米国10年国債利回りが1.59%へと4ベーシスポイント低下したことで将来のキャッシュフローの現在価値が押し上げられたことが、テクノロジー銘柄の上昇を後押しした。ただし、我々はこのテクノロジー株への回帰が長続きするとはみていない。第1に、短期戦術的な見通しでは、テクノロジー銘柄よりもリフレ・トレードに軍配が上がることだ。ワクチン接種の進展、財政支出、繰延需要を受けた消費の活発化が、金融やエネルギーなどリフレの恩恵を受けるセクターを押し上げるとみられる。第2に、新製品の発売やアップグレードが少なくなる時期に差しかかっている上に、今年後半の業績はベース効果が薄れることで前年比の鈍化が見込まれるなど、今後数四半期は巨大IT銘柄がアウトパフォームする要因が減る見通しだ。第3に、巨大IT銘柄は長年アウトパフォーマンスが続いてきたため、多くのグローバル投資家のポートフォリオで時価総額に占める割合が膨張しており、リバランスの対象となりやすくなっている。巨大IT銘柄は世界の株式時価総額の約18%、S&P500種の約25%と非常に高い割合を占めていることから、ポートフォリオにおいては保有スタンスを中立とすることが妥当であると我々は考える。

要点:金融やエネルギーなどのセクターを中心に、リフレを意識したトレードが今後も続くと考えられる。テクノロジー・セクターの中では、出遅れている中小型株や、変革を促す新興分野に携わる長期的・構造的な勝ち組銘柄に注目したい。

今週の動き

- 1. 米国の雇用統計は労働力不足を示すか?** 4月の非農業部門雇用者数は事前予想を大きく下回り、労働力不足の懸念が広がった。労働力の確保は米国経済の再開に欠かせない要素である。この状況に改善がみられるのかを探るため、5月の雇用統計の発表に注目が集まっている。また、インフレ圧力と景気減速の兆候を見極める鍵として、5月の購買担当者景気指数も注目されるだろう。
- 2. ユーロ圏のインフレ率は抑制されているか?** 市場ではインフレ懸念が高まっている。投資家は物価上昇圧力を示唆する材料として、5月のユーロ圏消費者物価指数と4月の生産者物価指数に注目している(訳注:1日発表のユーロ圏CPI速報値は前年比2.0%上昇)。
- 3. 中国経済はまだ回復基調にあるか?** 4月の経済指標がまちまちだったことから、中国の景気回復ペースを見極める材料として、今週発表される5月の財新サービス業購買担当者景気指数に投資家の注目が集まっている。前回4月の数字は56と、景気の上向きを示唆する水準であった。

技術的ディスラプション銘柄の長期見通しは依然明るい

米国の巨大 IT 銘柄のアウトパフォーマンスはひとまず減速が予想されるものの、技術的ディスラプション(創造的破壊)企業の長期見通しは引き続き世界的に強気である。なかでも、欧州と中国では様々な要因が革新的技術の導入を促している。中国では労働力人口(15-59才)が2011年以降4,500万人近く減少しており、この先も縮小傾向が続くものと予想されている。そのため、労働力不足を補うファクトリーオートメーション(工場の自動化)やロボットの利用が拡大するとみられる。また、新型コロナウイルスの感染拡大は遠隔医療の利用を促した。遠隔医療は今後数年にわたり年率50%近い成長が見込まれ、中国市場の規模は2023年までに米国を上回ると予想する。欧州に目を向けると、「製造業におけるIoT(モノのインターネット)」の普及により、物理的資産のデジタル化で競争力を有する域内の製造大手が世界の勝ち組に名を連ねると予想される。欧州では、EUの復興・強靭化ファシリティ(コロナ禍からの復興を支える6,725億ユーロ規模の財政支出計画)の少なくとも20%をデジタルトランスフォーメーションに充てることが求められており、これが製造業IoTの押し上げ要因になると期待される。

要点: 中国では人口の高齢化を背景に、ロボティクスなどのオートメーション需要が活発化し、デジタル化が加速するだろう。欧州にもデジタル化の勝ち組銘柄が散見される。

リフレ・トレードは引き続き順調

Mark Haefele

グローバル・チーフ・インベストメント・オフィサー

5月は株式が上昇し、債券利回りが安定し、ボラティリティ(相場の変動率)が低下した。しかし、株価上昇の陰で、インフレ上昇を受けた米連邦準備理事会(FRB)による量的緩和縮小観測が広がり、月中のボラティリティはかなり高まった。先週はテクノロジー銘柄がある程度反発したものの、5月の株価上昇は「リフレ」銘柄とバリュー銘柄が主導する展開となり、これらのセクターがテクノロジー・セクターとグロース銘柄全般をアウトパフォームした。リフレ・トレードはこの先も続く余地があると考えている。

5月7日に発表された4月の米国の非農業部門雇用者数は前月比26.6万人増と、市場予想の100万人増を大きく下回る結果となったが、その日のグローバル株式と米国株式は過去最高値を更新した。予想を大幅に下回る雇用の伸びは、需要不足によるものではなく好調な経済の下での労働力不足が要因とみなされ、株価上昇につながった。さらに、今回の雇用統計の結果は、「物価の安定」と「雇用の最大化」を責務とするFRBに、金利を据え置き、月額1,200億米ドルのペースで進めている債券購入を継続する根拠を与えるとの見方も広がった。

4月の雇用統計は賃金上昇圧力も示唆した。平均時給は0.7%上昇し、横ばいとするコンセンサス予想を上回った。インフレ懸念は他のデータからも見て取れた。ISMが発表した4月の仕入価格指数は、製造業、非製造業ともに2008年以来の高水準に達した。なかでもインフレ懸念を強める結果となったのは4月の消費者物価指数(CPI)で、コンセンサス予想の3.6%を大きく上回る前年同月比4.2%の上昇となった。前月比でも食品とエネルギーを除くコアCPIは0.9%上昇と、1982年以来の大きな伸びとなった。シテグループの米国インフレ・サプライズ指数は1998年の創設以来最高の水準を記録した。

こうしたインフレ懸念が引き金となり、株価は最高値圏から反落し、ボラティリティも再び高まり、VIX指数は4月末の19から5月中旬には29に急上昇した。S&P500種株価指数は5月7日に終値ベースでの史上最高値4,232.60を付けた後、月末まで4,000~4,200のレンジ取引に終始した。昨年の大幅な上昇後、市場の上昇余地が限られ、不透明感が広がっていることから、ボラティリティと株価が低下するまで市場参入を待ちたいとする投資家の心理も反映しての不安定な取引となった。

しかし、5月の他のイベントは、株価にはなお上昇余地があり、リフレ環境の恩恵を受けるセクターが牽引するとの我々の見方を裏付けている。

- **景気回復の拡大を示すデータが増えている。**5月22日週の米国の新規失業保険申請件数は406,000件と4週連続で減少し、2020年3月中旬以降の最低水準を更新した。一方、企業の投資も加速しており、4月のコアの設備投資は2.4%拡大した。第1四半期のGDP確定値は前年同期比6.4%増と2003年以降で最高を記録した。第2四半期のGDPは前期比年率換算で11%に加速すると我々は予想している。
- **米国の企業業績は予想を大きく上回るペースで拡大している。**S&P500種構成企業の第1四半期の1株当たり利益(EPS)伸び率は45%を超える見通しである。これは事前予想の2倍以上で、2010年第1四半期以降で最高水準となる。我々はS&P500種のEPS予想を2021年は200米ドル(+40%)、2022年は215米ドル(+8%)に引き上げた。予想を大幅に上回る業績結果にもかかわらず、アナリストの2021年通年コンセンサス予想は6%程度の上方修正にとどまっており、これは低すぎると我々は考えている。
- **緩和姿勢維持が景気の下支えに。**FRBは、5月のインフレ率の上昇は前年同月に落ち込んだ反動(ベース効果)とパンデミックによる供給網の制約が要因であるとして、一時的な上昇にとどまるとの認識を示した。パウエル議長は、雇用と物価安定の目標達成に向けた進展を遂げるには時間がかかるとの見通しを繰り返し述べている。一方、4月開催分の米連邦公開市場委員会(FOMC)議事要旨では、数人の参加者が「今後の会合のある時点で資産購入のペースを調整する計画について協議を開始することが適切になるかもしれない」と指摘している。だが、「テーパリングを議論することについて議論」したからといって、直ちに政策が変更されるわけではないとけん制している。

投資家はインフレ懸念で高まったボラティリティの先を見据えている模様である。5月のS&P500種は0.6%上昇、一方MSCIオールカントリー・ワールド指数は1.3%上昇した。米国の10年国債の利回りは4月末の1.63%から1.59%とほぼ横ばい、VIX指数は4月末の19と比較して16.7に低下している。景気敏感セクターとバリューセクターが株価上昇を主導する展開となり、5月は素材が3.6%、エネルギーが5.1%、金融が4.8%上昇したのに対し、情報技術は1.2%、コミュニケーション・サービスは0.3%下落した。

世界の株式は現在、パンデミック前の高値を約20%上回っているが、企業の大幅な増益に加え、依然として低い債券利回りに比べてバリュエーションが妥当なことから、株式には一段の上昇余地があると考えられる。セクター別では、引き続きエネルギーと金融を推奨する。バリュエーションとマクロ環境の改善を背景に、2020年初めの大幅なアンダーパフォーマンスから今後さらにキャッチアップが見込まれる。地域別では新興国と日本株が有望とみる。魅力的なバリュエーションと世界景気回復からの恩恵が見込めることから、足元のアンダーパフォーマンスからの反発が期待される。

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)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・アドバイザーズ株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号