

UBS House View

Monthly Letter

2021年4月22日
Chief Investment Office GWM
Investment Research

「低水準の長期化」に変化？

これまでの金融市場を支配してきた「低水準の長期化」が続くのか、それともこれが変わるのかを投資家が考え始めている。

「狂騒の20年代」

「低水準の長期化」を牽引してきた多くの要因が継続し、財政政策と金融政策のアプローチが変わると、高成長、高インフレとなる可能性がある。

さまざまなリスク要因

年初からの力強い上昇が一巡すると、株式市場は景況感がピークに達する可能性やインフレ率の上昇、金融緩和策の変更見通しに敏感になるかもしれない。

資産配分

リスクオンのスタンスを維持する。戦術的には小型株、金融株、エネルギー関連株、コモディティ、新興国および米ハイイールド債と米シニアローンを推奨する。



Mark Haefele
Chief Investment Officer
Global Wealth Management

ストーリーの変化

昨年6月のレターでは、ノーベル経済学者ロバート・シラーの「ナラティブ経済学」、つまり我々が自分たちに語るストーリーが経済と市場を大きく動かすという考え方を紹介した。この概念を理解することは、過去1年の相場変動をうまく乗り切る上で不可欠であったし、新型コロナ危機後の世界でも同様に重要になるだろう。

過去10年間は「低水準の長期化」、つまり低成長、低インフレ率、そして低金利の時代だったといっても過言ではない。ワクチン接種プログラムが順調に進み、財政政策の形も見えてきた今、多くの投資家は、今後はどのようなストーリーが経済と市場を形づくるのかを考え始めている。「低水準の長期化」が続くのか、新たな体制が現れるのか。

本レターでは、今後数年間は持続しても不思議ではない3つのストーリーを検討する。①「低水準の長期化」の継続、②インフレ率と金利の穏やかな上昇を伴った高成長という「狂騒の20年代」シナリオ、そして③インフレ率が急速に上昇し大幅な利上げが必要となり、経済成長が頓挫する「軽度のスタグフレーション」だ。

「低水準の長期化」と「狂騒の20年代」、そして「軽度のスタグフレーション」でも状況によっては、積極的な金融政策または財政政策による下支えがあるため、長期的にリスク資産にとってはプラスの環境と言えよう。

したがって、長期投資家の基本スタンスとしては、リスク選好型を維持し、投資を続けるのが得策と考える。小型株、金融株、エネルギー関連株、コモディティ、新興国、および高格付債に対し米ハイイールド債とシニアローンを推奨する。

同時に、年初からのパフォーマンスがこれほど好調で、好材料が次々と市場に織り込まれており、過去データに照らすと、株式市場がこれ以上の上値を望みにくい時期に入ろうとしていることも認めざるを得ない。今後はボラティリティも高まるだろう。ここ数カ月の動きから、新型コロナ危機からの回復が進むにつれて、セクター・ローテーションの動きが先鋭化する可能性もある。

本稿はUBS AGが作成した「Changing the narrative」(2021年4月22日付)を翻訳・編集した日本語版として2021年4月30日付でリリースしたものです。本レポートの末尾に掲載されている「免責事項と開示事項」は大変重要ですので是非ご覧ください。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市場価格は、各主要取引所の終値に基づいています。これは本レポート中の全ての図表にも適用されます。

どのストーリーを市場がいつ織り込むかを我々は知るよしもないが、投資家個人の資産への影響はある程度コントロールできる。つまり、今こそ次のような検討をする絶好の機会と考える。1)長期の投資計画を見直す。Liquidity. Longevity. Legacy.、つまり流動性を確保し(Liquidity)、老後に備え(Longevity)、資産承継を準備する(Legacy)という我々の資産管理アプローチを用いると、資産目標に合わせた投資ポートフォリオを組むことで、短期のボラティリティに惑わされない。2)さまざまな主要テーマ、地域、資産クラス(オルタナティブ投資を含む)にわたって分散投資を行う。リフレ・トレードと長期的なグロース株(成長株)をバランスよく組み合わせれば、市場のストーリー「低水準の長期化」が変わっても、セクターのローテーションの流れに乗り損ねる可能性は低い。3)ボラティリティを利用して分散投資し、資産を守ることを検討する。ポジションを直接保有する以外の方策を検討するのも有効だろう。

シナリオ1: 低水準の長期化

「低水準の長期化」は継続しており、多くの市場牽引要因が現在も残っている。

第1のシナリオでは、新型コロナ危機後には「低水準の長期化」が続くと想定する。新型コロナ危機が勃発する前には、この状況は容易に崩れそうになかった。10年にも及んだ金融緩和政策にもかかわらず、インフレ率は2%超えを維持する試みに何度も失敗した。

将来を見据えると、このシナリオの基本的な牽引要因は変わっておらず、新型コロナ危機でかえって強まったものすらある。

- **サービス産業への移行:**
サービス主体の経済で生産性を改善することはますます難しくなっている。したがって、サービス産業への移行が続くと、経済成長率は長期的には低下する可能性がある。一方、この移行に伴って景気変動の幅が縮小すると、投資家が求めるリスク・プレミアムは株式、債券のどちらも低下するだろう。
- **テクノロジーの影響:**
「低資本」のビジネスモデルが誕生し、資本集約的な投資機会が減少している。また、デジタル化が進むとともに価格の透明性が高まり、限界費用も低減するなど、物価上昇の余地が低下している。
- **資産と所得の不平等:**
グローバル化とテクノロジーの発展は、所得と資産の不平等の拡大、貯蓄の集中化、そして消費全体の抑制を招いてきた。金融市場の力強いパフォーマンスと、新型コロナ危機がさまざまな仕事に及ぼした多種多様な影響によって、この1年でこの種の不平等が悪化した。
- **人口の高齢化:**
先進国では生産年齢人口の伸びが鈍化・減少しており、その結果、国内総生産(GDP)の潜在成長率が抑えられている。人口の高齢化が進むと引退に備えて貯蓄を増やす個人が増えるため、金利低下圧力がかかる可能性がある。
- **過剰債務問題:**
新型コロナ危機で政府債務が拡大し、長期の経済成長率に対する重石として、さらに金融抑圧の継続要因として認識される可能性がある。

Liquidity. Longevity. Legacy.に関するディスクリーマー: 時間軸は様々です。戦略は個人のお客様の目標、目的、適合性によって変わります。このアプローチは、資産構築あるいは何らかの投資利益の達成を約束または保証するものではありません。

図表1

債券利回りは一環して市場予想を下回ってきた

米10年国債	年初の利回り	コンセンサス 年末利回り予想	予想トレンド	年末利回り	年末利回りvs コンセンサス予想
2021	0.90%	1.23%	上昇	?	?
2020	1.92%	1.93%	上昇	0.90%	予想を下回る
2019	2.68%	3.29%	上昇	1.92%	予想を下回る
2018	2.41%	2.88%	上昇	2.68%	予想を下回る
2017	2.44%	2.70%	上昇	2.41%	予想を下回る
2016	2.29%	2.80%	上昇	2.44%	予想を下回る
2015	2.19%	3.06%	上昇	2.29%	予想を下回る
2014	2.97%	3.38%	上昇	2.19%	予想を下回る
2013	1.76%	2.17%	上昇	2.97%	予想を上回る
2012	1.88%	2.66%	上昇	1.76%	予想を下回る
2011	3.36%	3.52%	上昇	1.88%	予想を下回る
2010	3.79%	3.97%	上昇	3.36%	予想を下回る

出所：ブルームバーグ、UBS(2021年4月20日現在)

投資への影響

「低水準の長期化」は株式とクレジットのどちらにも好影響を与え、グロース株がバリュー株をアウトパフォームした。

「低水準の長期化」は、経済成長にとって最大の好材料ではないだろうが、世界金融危機後の金融資産に追い風となったことは確かだ。大規模な金融刺激策、過剰貯蓄、低金利、低位安定したインフレ率、そして想定内の経済成長率はどれも、株式にもクレジットにも押し上げ材料になっている。

これは、株式ではバリュー株(割安株)よりもグロース株(成長株)が高パフォーマンスを上げやすい投資環境だ。2009年3月から2020年2月までの間に、グロース株中心のナスダック総合指数は幅広く市場をカバーしているS&P500種株価指数を273%上回り、ラッセル・グロース指数はラッセル・バリュー指数を277%アウトパフォームした。

債券では、投資家はデュレーション(投資の平均回収期間)を長くし、低品質のクレジット・リスクで、追加の利回りを追求しようとするだろう。レバレッジ戦略を採用し、プライベート・デット市場の低流動性(換金性)も利用すれば、ポートフォリオのインカム収入を増やすことも可能だ。通貨では、「低水準の長期化」で恩恵を受けるのは米ドルであろう。米連邦準備理事会(FRB)は、諸外国とは違ってマイナス金利政策をとらないと予想されるからだ。

シナリオ2:「狂騒の20年代」

財政政策と金融政策への新たなアプローチにより、経済成長も、インフレ率も、金利も持続的に上昇するストーリーが生まれる可能性がある。

「低水準の長期化」体制はこれまでなかなか崩れなかった。今回も、短期間に成長率が急拡大したとしても、その後2023年にはこのシナリオに戻るとするのがコンセンサスの見方だ。だが経済再開に関する楽観論と、2018~20年に発生したインフルエンザのパンデミック(世界的流行)後との類似を考え合わせると、経済成長、インフレ率、金利が持続的に上昇するという「狂騒の20年代」シナリオの可能性が浮かび上がってくる(訳注:「狂騒の20年代(Roaring20s)」は、そもそも米国の1920年代を表現する言葉)。

次のようなきっかけがあると、ストーリーのより確実な変化につながると我々は考えている。

- **平均インフレ目標が新たな視点から注目される:**
 これまでは、2%というインフレ目標は事実上の「天井」とみなされ、市場に織り込まれる期待インフレ率の低下に寄与してきた。だがFRBは、今やインフレ率が目標水準を上回っても、しばらくは容認するスタンスになっている。この方針は期待インフレ率を長期的に押し上げる可能性がある。
- **財政政策のあり方に対する新たな常識:**
 債務残高の対GDP比の上昇に対する政策決定者と投資家の態度は、この10年間で大きくシフトした。現在は、財政規律はほとんど注目されていない。むしろ、FRBと欧州中央銀行(ECB)は拡張的な財政政策の必要性を表明している。そして市場は、大幅な財政赤字と政府債務の対GDP比をかつてのようにとがめ立てしていない。
- **持続可能性への本格的な取り組みと「より良い復興」という考え方:**
 政府も企業もより強靱で持続性の高いインフラを構築すると公約している。この目的を達成するために必要な投資規模は、成長率の長期的な向上を促す原動力となる可能性がある。例えば、国際エネルギー機関が示している持続可能な開発シナリオに沿うために世界が必要としている追加的な発電量は、再生エネルギーだけで、今日稼働している総量(7,000ギガワット)を超える。
- **生産性は拡大するか:**
 急速な技術変革にもかかわらず、先進国ではこの10年間生産性がさほど改善しなかったが、2020年になって伸びを示した。原動力となったのはEコマース、オンライン医療、(在宅勤務とオフィスによる)ハイブリッド型の新しい働き方への移行といったトレンドだ。これは今後も持続して、長期成長率を押し上げる可能性がある。
- **労働参加率への注目度が高まる:**
 ここ数年は失業率が低いにもかかわらずインフレ率が高まらなかった理由の1つとして、低い労働参加率が挙げられるかもしれない。FRBが「包括的な成長」(誰もが成長の恩恵を受けられる社会を目指すことで、それが持続的成長につながるという概念)に新たに注目することで、縁辺労働者(現在は職を探していないが働く用意のある人)が労働力として呼び戻され、企業は教育訓練への投資が促され、長期成長率が向上する可能性もある。

投資への影響

成長率とインフレ率が上昇すると、株式には有利だが債券には不利な投資環境になるだろう。

株式では、金融セクターが特に恩恵を受けると予想する。金利上昇とイールドカーブの傾斜化が収益性を高めるからだ。エネルギーと素材セクターはコモディティ需要の高まりが追い風となりそうだ。一方、割引率が高くなるため、グロース株はアンダーパフォームする可能性が高い。

債券では、GDP成長率とインフレ率の上昇を受けて、最高格付の債券のリターンはマイナスになるだろう。とはいえ、一部の低格付クレジット・セグメントは、経済成長率の上昇と債務不履行(デフォルト)率の低下によって、リスクフリー金利上昇からの悪影響を上回る恩恵を受ける可能性がある。

通貨市場では、このシナリオは世界金融危機が勃発するまでの5年間の状況に似ている。当時は、新興国通貨を中心に「キャリー取引」への需要が高まっていた。よって、米ドルには逆風になる可能性が高い。

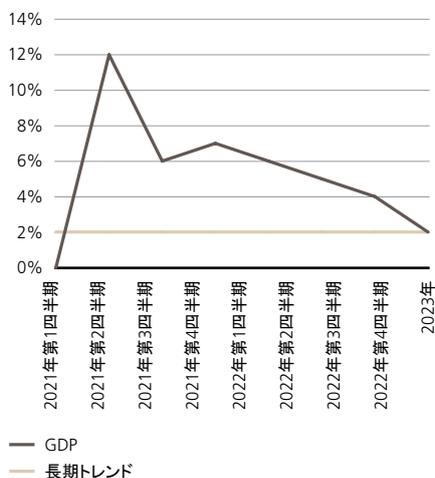
「狂騒の20年代」シナリオでは、バリュー株がグロース株をアウトパフォームする可能性が高い。

図表2

コンセンサス予想では、高成長率と高インフレ率は短期間で終わる

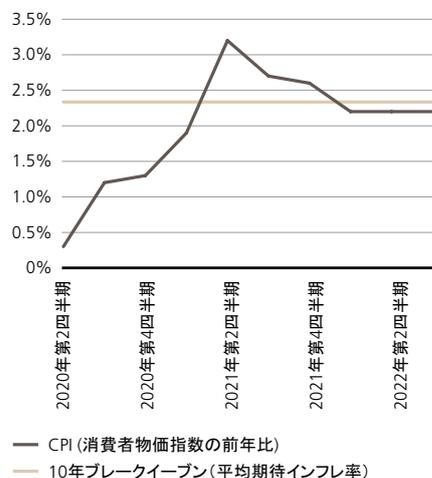
成長率は2~3年で長期トレンドに戻るとの予想

米国の実質GDP前年比成長率コンセンサス予想vs
長期成長トレンド



インフレ率は2021年末までに低下するとの予想

米CPI総合指数インフレ率コンセンサス予想(前年比)、
10年ブレイクイーブンインフレ率(2021年4月22日現在)



出所:ブルームバーグ、UBS(2021年4月現在)

出所:ブルームバーグ、UBS(2021年4月現在)

景気が過熱し過ぎて、FRBが持続的なインフレーションの抑制に乗り出さざるを得なくなると、成長率は相当低くなる可能性がある。

シナリオ3:軽度のスタグフレーション

シナリオ3では、金融面と財政面での積極的な景気刺激策を継続しているので、成長率は高い。ところが、政策決定者が望む新しい「狂騒の20年代」シナリオは達成されず、景気が過熱して高インフレ率が予想以上に続いてしまう。

このシナリオでは、FRBは金利を大幅に引き上げざるを得なくなり、経済成長率が大幅に下がるか、景気後退に陥る可能性さえある。このシナリオをたどった場合、どのような影響が考えられるだろうか。

- **財政拡張によっても生産が増加しない:**
1990年代の米国は日本と同様、財政支出を通じての経済成長を実現できなかった。最大で4兆米ドル規模となる投資計画にも、社会経済目標よりも政治目標の達成に力を入れているプロジェクトが含まれるなど、かなりの部分で特定のセクターが恩恵を受ける内容となっている。
- **賃金インフレの復活:**
米国の労働市場は現在も回復を続けているが、企業はすでに労働者の雇用には苦勞しており、求人数は全体では2018年の記録的水準に近づいている。経済実態を見ると、その原因はスキルのミスマッチや現金給付・失業保険などの経済対策にあるようだ。もしこの力学によって賃金インフレが再燃した場合には、企業はコスト高を消費者に転嫁しても不思議ではない。
- **インフレ期待抑制からの解放:**
FRBは、インフレ率が上昇して2%を超えても金融政策を維持すると繰り返し述べている。その場合に考えられるのは、目標インフレ率を上回る期間が長引くと、企業、労働者、消費者の全てがインフレを意思決定に組み入れるリスクだ。

－ 資源消費の価格見直し：

持続可能な世界経済へのシフトにより長期成長率は上昇するが、同時にインフレ圧力も高まる可能性がある。例えば、中国は2060年までにカーボンニュートラルを目指すとしており、その公約の一環として鉄鋼生産量を抑制しているため、鉄鋼価格が押し上げられている。中国のスチールコイル価格は2008年以降で最も高い水準にある。

「軽度のスタグフレーション」シナリオは、株式にも債券にも悪材料となるだろう。

投資への影響

「軽度のスタグフレーション」シナリオは、少なくとも金利引き上げによりインフレが上手く抑制できていることが確認できない限り、株式にも債券にも悪材料となるだろう。

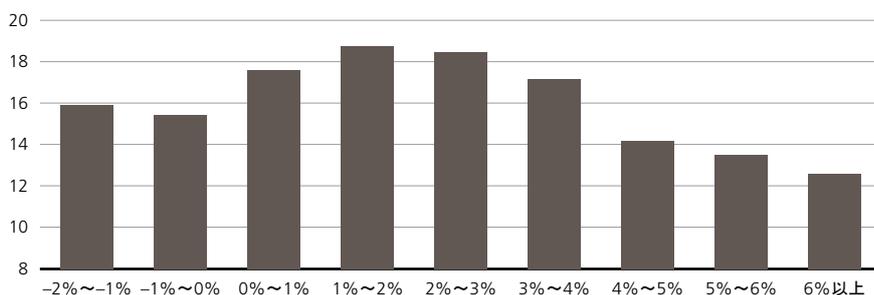
過去の事例を振り返ると、インフレ率が上昇すると米国株式は下落してきた。インフレはバリュー株よりもグロース株に悪影響を及ぼす可能性が高い。

一方、米国物価連動債(TIPS)と変動利付債は恩恵を受け、コモディティでは、インフレのヘッジ手段として金(gold)への物色意欲が高まるだろう。一方、イールドカーブの傾斜化とインフレ率の上昇は、FRBの政策が状況をうまくコントロールしていると市場が確信するまでは、米ドルには悪材料になるだろう。

図表3

インフレ率が3%を超えると株式は下落する傾向がある

さまざまなインフレ率での米国の平均実績PER(1985年～現在)



出所：リフィニティブ、データストリーム、UBS (2021年4月現在)

短期的な変動に惑わされない

長期投資家の基本スタンスとしては、リスク選好型を維持し、投資を続けるのが得策と考える。

「軽度のスタグフレーション」シナリオは、株式には不利な投資環境だろう。だがこのシナリオを回避できれば、「低水準の長期化」、「狂騒の20年代」はどちらも構造的に株式に有利になると考える。したがって、長期投資家の基本スタンスとしては、リスク選好型を維持し、投資を続けるのが得策と考える。

企業利益の増加と緩和的な金利環境により株式に上昇余地があるとの見方も変えていない。我々の株式リスクプレミアム・モデルによると、米10年国債利回りが年末までに2%まで上昇したとしても(我々の基本シナリオ)、S&P500種株価指数が4,400ポイントでも適正なバリュエーションになる。これは、一株当たり利益(EPS)の伸びが2021年には31%、2022年には12%という想定に基づく株価水準だ。このモデルでは、米国の法人税率が25%に引き上げられ、多国籍企業の海外収益への課税が提案通り現行の2倍に引き上げられる可能性も織り込んでいる(米議会がバイデン大統領の増税案を提案通りに可決すると、2022年のEPS伸び率は8%を予想)。

しかし、年初から株式パフォーマンスは非常に好調で、好材料が次々と市場に織り込まれていることも事実だ。そして過去のデータによると、現在は株価がこれ以上の上値を望みにくいタイミングでもある。市場センチメントを示す指標の中には、モメンタムの強まりを示すものも出てきた。昨年11月1日以降、米国の投資家は6,000億米ドル以上の資金を株式ファンドに投入してきた。全米個人投資家協会(AAII)が調査する個人投資家の強気度を示す月次の数値は、この4月に56.9をつけた。これは過去10年間でわずか2回しか記録していない高水準だ。

ここから夏の数カ月間の相場変動要因についての我々の考え方を次に示す。

景況感

ISM指数が高水準にあるため、経済成長モメンタムがピークに達するのではないかと懸念が高まっている。

ISM指数が高水準にあるため、経済成長モメンタムがピークに達し株式市場が下落に転じるのではないかと懸念が高まっている。米国製造業の景況感を示すこの指数は、2月の60.8から3月には37年ぶりの高水準となる64.7へと上昇した。1960年以降、3カ月以上連続で60を上回ったのは8回しかない。とはいえ、次の点は指摘しておきたい。

- 今回の景気後退とその後の回復が異例であったため、ISM指数が近いうちに天井をつけると予想するのは時期尚早かもしれない。財政刺激策と新型コロナ危機後の消費者と企業の需要反発の影響で、経済成長率が例年にならない高水準に達しようとしており、この状況がまだ今後数カ月間は続きそうな気配である。
- ISM指数が低下し始めても、経済全体がプラス成長を維持していれば、株式市場はさほど影響を受けていない。1950年以降、ISM指数がピークを付けた後に景気後退が生じなかったケースでは、S&P500種株価指数のトータルリターンは、3カ月後で平均+1.6%、6カ月後で+4.5%、12カ月後で+11.4%を記録している。
- 今回の景気サイクルが異例だったことで、景況感の減速は従来ほど意識されなくなっている可能性がある。むしろ労働市場の回復ペースの方が、今後の景気動向を占う上で優れた指標となっているかもしれない。
- 「UBSシステムティック・アロケーション・ポートフォリオ(SAP)」の景気循環を示すインディケータは、企業利益やマクロ経済データ(ISM指数を含む)だけでなく、クレジット・スプレッドなど、様々な指標を基に算出されている。同インディケータの数値が最近上昇して現在は37%と、株式への強気シグナルを示す水準にある。

以上をまとめると、景況感の変化によって今後3~6カ月の株式相場は大きく変動する可能性はあるものの、経済全体がプラス成長を続ける限りはなお上昇基調にあると判断する。

インフレ率

CPIの総合指数は5月に4%をつける可能性がある。だが我々もFRBもこれは一時的なものと判断している。

前月比ベースで最近の米国インフレ率の推移を見ると、5月の消費者物価指数(CPI)は4%をつける可能性がある。もし同時に成長センチメントが低下してくると、我々は現在「軽度のスタグフレーション」シナリオに向かっているのではないかと警戒感が生じるかもしれない。

だがインフレ率の上昇が構造的なものとみなされない限り、これ自体が懸念の理由になるとは思えない。我々のスタンスは現在のFRBと同じで、インフレ率の目先の上昇は、持続的な景気回復の途上に見られる一時的なものと捉えている。FRBは政策金利を据え置くと予想する。

インフラ計画が議会の抵抗で後退すると、景気刺激策が「ピーク」に達したとの懸念が生まれる可能性がある。

FRBが「金融政策を維持する」方針を再確認したため、債券市場は落ち着いてきた。

力強い経済成長、低金利、そして債券よりもなお割安なバリュエーションが引き続き株式を支えるだろう。

財政政策

市場は、ここ数カ月で上方修正されている米国の財政刺激策の規模に、よい意味で驚かされている。このインフラ投資とは別に、今年1.9兆米ドルの新型コロナウイルス対策法案が既に成立している。バイデン大統領は2兆米ドルのインフラ投資計画である「米国雇用計画」を発表したが、さらに2兆米ドルの「米国家族計画」も予定している。予算は複数年に分けて執行されるため、これらの措置は中期的に経済を支えるだろう。我々は、グリーンテックと半導体業界がこの計画から恩恵を受けると予想している。

とはいえ、もしこのインフラ投資計画の議会通過が難航すると、市場は景気刺激策がいよいよ「ピーク」に達したと認識し始める可能性もある。さらにもう少し先を睨むと、民主党が来年の中間選挙で下院の過半数を維持できない事態になった場合でも、市場には同様の受け止め方が広がる可能性がある。

金融政策

好調な景気指標が発表されているにもかかわらず債券利回りは最近の高値水準から低下しており、債券投資家は「インフレ率が2%を超えても低金利を維持する」とのパウエルFRB議長のコメントに安堵している。

インフレ率が今後数カ月で加速して、しかもFRBが市場との対話を誤ると、3月と同じく債券利回りが上昇して市場は混乱するだろう。とはいえ、我々はこのリスク・シナリオを排除していないものの、現時点では発生確率が非常に低いとみている。いずれにせよ、他の条件が等しければ、米10年国債利回りが2.25%を下回っている限り、株式市場は依然として債券よりも投資魅力が高く見える。

投資ポジショニング

力強い経済成長、低金利、そして債券よりも割安なバリュエーションが、戦術的(短期的)な投資期間においては引き続き株式を支えるだろう。我々のシナリオ分析では、長期的な投資環境も良好とみている。小型株、金融株、エネルギー関連株、コモディティ、新興国および米ハイイールド債と米シニアローン推奨する。一方、高格付債は推奨しない。

とはいえ、好調な投資リターンが続いてきたので、好材料はすでにかなり織り込まれている。予想外の悪材料としては、景況感の悪化、予想を上回るインフレ率、あるいは政策の誤りがあり得る。

つまり、今こそ投資家は自らの長期計画を検討し、大きな相場変動に見舞われても対処できるように備えておく良い機会である。なお、Liquidity. Longevity. Legacy. という、流動性を確保し(Liquidity)、老後に備え(Longevity)、資産承継を準備する(Legacy)我々の資産管理アプローチを用いると、資産目標に合わせた投資ポートフォリオを組むことができる。長期の投資環境は、政府支援によって大きく左右されるため、さまざまな主要テーマ、地域、資産クラス(オルタナティブ投資を含む)にわたって分散投資を行うことも重要である。また、市場のボラティリティを活かして分散投資を図り、利回りを高め、プロテクションを構築する方法を検討することもできる。

戦略はお客様の個別の目標・目的、適合性によって変わります。

主要シナリオと資産クラスへの影響

		楽観シナリオ	基本シナリオ	悲観シナリオ	
投資アイデア	投資アイデア上位	1. 円から米ドル+αへの分散投資 2. リフレーションへの投資	1. キャッシュを投資に回す 2. アジアの投資機会を追求 3. 構造的な成長を捉える 4. 利回りを追求する 5. サステナビリティへの投資 6. プライベート市場への分散投資	1. ボラティリティを活かす	
シナリオ	インフレ／中央銀行	堅調な経済成長を受けインフレが加速(「良いインフレ」)。各国中央銀行は緩和姿勢を維持するが、予想を上回るペースの景気回復を受け、2021年末までに資産購入規模の縮小に転じる。	米国のインフレ率は4月にピークをつけ、その後2%未満の水準に戻る。各国中央銀行は金融緩和を継続し、FRBはテーバリング(金融緩和の縮小)について協議するが、開始は2022年になる。	インフレ率の上昇が続く一方で、経済成長率は予想を下回り(「悪いインフレ」)、FRBが2021年内の金融緩和の縮小開始を表明する。	
	経済成長	経済成長が加速する。先進国のGDPは2021年第3四半期までに新型コロナ危機前の水準を回復する。	堅調な経済成長が続く。先進国のGDPは2021年第4四半期までに新型コロナ危機前の水準を回復する。	経済成長が間もなく失速する。先進国のGDPが2022年に新型コロナ危機前の水準を回復する。	
	財政	裁量的財政刺激策が引き続き経済を下支えする。	各国政府が景気回復に合わせて財政刺激策を縮小する。	財政刺激策が縮小され、景気低迷の影響を補いきれない。	
	新型コロナ	ワクチン接種が加速し、第2四半期中に米国と欧州の大半の成人が接種対象となる。その結果、経済活動規制が早期に緩和される。	新型コロナの感染が再拡大することはあっても、2021年半ばまでにワクチン接種が十分に進み、人々の不安は限定され、規制措置も段階的に緩和される。	ワクチンの普及が遅れる、または変異株の増加によりワクチンの有効性が著しく低下する。新型コロナに対する人々の不安が高まり、ビジネス活動への厳しい規制措置が続く。	
	地政学的情勢	既存の関税が部分的に撤廃され、世界の経済成長を押し上げる。	米国の貿易政策は、多国間協調路線をとり、より予測可能なものになる。	米中間の貿易摩擦および地政学的摩擦が再燃し、経済成長を下押しする。	
資産クラスへの影響	現在値*				
(2021年12月末の予想)	S&P500種株価指数	4,163	4,600	4,400	3,500
	ユーロ・ストックス50指数	4,003	4,500	4,150	3,400
	MSCI新興国指数	1,352	1,650	1,500	1,100
	SMI指数	11,195	12,500	12,000	10,000
	米国投資適格債スプレッド**	69	45bps / -0.5%	70bps / -0.5%	150bps / -1.5%
	米国ハイイールド債スプレッド**	325	270bps / +2.0%	300 bps / +2.0%	550bps / -11.0%
	EMBIグローバル・スプレッド**	335	300bps / +1.0%	340bps / +1.5%	550bps / -9.0%
	ユーロ／米ドル	1.21	1.30	1.25	1.12
	金(Gold)	1,770	1,300-1,400米ドル/オンス	1,600米ドル/オンス	1,800-1,900米ドル/オンス

* 2021年4月20日のスポット価格。

** 市場が混乱している期間中は、クレジットのビッド／オファー・スプレッドは拡大してレンジが大きくなる傾向がある。パーセント表示の変化率は、表示されているスプレッド水準の予想されるトータルリターンを示す。

注: 資産クラスの影響は、それぞれのマクロ経済シナリオを前提としています。個別の資産価格は、マクロ・シナリオで言及されていない要因の影響を受けることがあります。

出所:UBS、2021年4月現在

リフレ・トレードにはさらなる上昇余地があり、金利上昇環境ではバリュー株がグロース株のパフォーマンスを上回るものと見込む。

アジア経済は、ワクチン接種の進捗が欧米に追いつけば経済活動の再開が本格化する。

最近の株価変動にもかかわらず、テクノロジー株は引き続き長期的に推奨する。

「Future of Earth(地球の未来)」への投資は、経済、社会、環境への恩恵をもたらすと考える。

米ハイイールド債と米シニアローン、およびアジアのハイイールド債を推奨する。

第2四半期に向けたチェックリスト:

リフレーションに備えたポジションの設定

1.9兆米ドルの新型コロナウイルス対策予算はまだほとんど使われておらず、FRBは恐らく年末まで毎月1,200億米ドルの債券を購入し続ける見込みである。一方、米国の家計はおよそ2兆米ドルの過剰貯蓄を積み上げた。よって、リフレ・トレードにはさらなる上昇余地があり、長期金利が上昇する環境ではバリュー株がグロース株のパフォーマンスを上回るとみている。金融とエネルギーの両セクターを推奨する。

金融セクターは、債券利回りの上昇とイールドカーブの傾斜化というリフレ的な環境に明らかに支えられ、さらに不良債権の圧縮と貸倒引当金の減少からも利益を得ている。原油も推奨する。各国で経済活動が力強く回復し、一方、石油輸出国機構(OPEC)の生産抑制は当面続くとみられるため、ブレント原油の年末時の価格は1バレル当たり75米ドルを予想する。米国のエネルギー関連株も恩恵を受けるだろう。

アジアの投資機会

アジア経済は、ワクチン接種の進捗が欧米に追いつけば経済活動の再開が本格化するものと見込まれる。昨年11月以降、アジアのバリュー株はグロース株のパフォーマンスを8~10%上回っている。バリュー株、景気敏感株ともにさらなる上昇余地がある。我々は、6業種(資本財、建設資材、消費者サービス、輸送、銀行、金属及び鉱業)から、経済再開とリフレーションの恩恵を受ける銘柄を選別した。新型コロナ危機で深刻な打撃を受けたセクターでは、大きく利益が落ち込んだ反動で今後回復が期待できるものに注目している。さらに、世界的なリフレーションと米国の財政刺激策で恩恵を受ける業界も推奨する。

長期的な成長に向けたポジション

金利の上昇、足元で高まる増税や規制強化に対する懸念から、テクノロジー株(特に中国)のボラティリティが高まっている。しかし、長期的な利益成長見直しには変わりはない。よって、グローバルな分散投資を行い、今後10年間で構造的に成長する分野への投資を続けることが重要となる。具体的には5G、フィンテック、グリーンテック、ヘルステック、およびデジタル・サブスクリプション等の銘柄群だ。プライベート市場も革新的なアーリーステージ企業を保有する機会を提供できる。

サステナブル投資を重視する

現在の我々の生活様式と全体的な消費量は、地球の有限な天然資源から見て持続可能な水準ではなく、経済学者たちは「環境上のクレジット・クランチ」と呼んでいる。新テーマ「Future of Earth(地球の未来)」への投資は、経済、社会、環境への恩恵をもたらすと考える。投資対象は、再生可能エネルギーと電気輸送からスマートシティ技術、さらにはスマートウォーター(水供給インフラをITで効率的に管理)やアグリテックから、気候変動による健康への影響を治療する方法まで幅広い。

利回りを追求する

債券利回りは今年上昇しているが、我々の提示したほとんどのシナリオで、リスクフリー金利は当面インフレ率を下回ると予想している。したがって、長期投資家は、実質金利がマイナスのキャッシュなどの資産を、実質金利がプラスの資産と入れ替えることを勧める。米ハイイールド債と米シニアローン、およびアジアのハイイールド債を推奨する。投資適格債は推奨しない。

リフレッシュへの移行と政策シフトの可能性から、高ボラティリティの期間が続くと予想する。

ボラティリティを利用して投資と元本保全を目指す

投資家はボラティリティの拡大に備えつつ、ボラティリティを利用して、ディフェンシブな方法で市場へのエクスポージャーを高める方法を検討することを勧める。ヘッジファンドも、ボラティリティを利用しやすく、ポートフォリオの分散に寄与できる商品だ。



Mark Haefele
チーフ・インベストメント・オフィサー
グローバル・ウェルス・マネジメント

UBS投資家フォーラムの見方

今月の投資家フォーラムでは、経済成長とインフレ率の見通し、および米国のインフラ計画で想定される影響について議論が交わされた。

- 経済成長見通し(特に米国経済)については楽観的な見方が大勢を占めた。欧州の回復ペースに慎重な見方や、中国の債務削減をめぐるリスクを指摘する参加者がいた。複数の参加者から、バイデン大統領が提案した2兆米ドルのインフラ投資計画が米議会で可決されれば、その波及効果で世界経済の成長が押し上げられる可能性があるとの見方も示された。
- 米国債利回りが緩やかに上昇しても、経済成長を支える諸要因に変化がなければ株式市場は持ちこたえられるという点、および今後数カ月は、FRBによるテーパリング(緩和策の段階的縮小)をめぐる議論と合わせてインフレ率の上昇に注視する必要があるとの見方でも意見が一致した。
- 参加者の多くはリスクオンのスタンスを維持していた。景気回復の広がりにも備えつつ、インフレ率の持続的上昇に備えたヘッジ手段としてコモディティに注目している参加者もいた。

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)を運用させていただきます。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場合があります。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