

# UBS House View

## Monthly Letter

2021年7月15日

Chief Investment Office GWM  
Investment Research

### 懸念は杞憂

FRBが性急に利上げに踏み切るのではないかと、新型コロナウイルスの変異株が景気回復を遅らせるのではないかと、といった懸念は杞憂であると考えます。

### 債券利回りは反発する

債券市場は「長期停滞」を織り込んでいるが、景気指標はこれを裏付けていない。現在は、一時的なテクニカル要因の影響で利回りが低下しているが、米10年国債利回りは今年後半に2%に向かうと予想する。

### リフレトレードに変更なし

消費者のバランスシートは強固で、企業は在庫を再び積み上げて設備投資を再拡大する必要がある。よって、経済成長モメンタムと企業利益の拡大は続くだろう。企業業績はさらに上方修正される可能性が高い。

### 資産配分

リスクオンのスタンスを維持し、経済活動の再開と景気回復に備えたポジションを取る。株式では、日本、新興国、金融およびエネルギー・セクターを推奨する。我々の金利見通しに基づき、ユーロ/米ドルをニュートラルに変更する。



Mark Haefele

Chief Investment Officer  
Global Wealth Management

## 債券自警団

1994年、クリントン元米大統領の顧問、ジェームズ・カービル氏は次のような名言を吐いた。「もし生まれ変われるものならば、私は債券市場になりたい。誰をも脅かすことができるからだ」。当時、債券利回りが上昇すると、政策決定者は財政政策を引き締めざるを得なかった。カービル氏はその苦境に言及したのである。だが、あれから25年以上が経過し、債券市場はいまや当時とはまさに正反対の理由で市場を脅かしている。それは、金利が低すぎることだ。今月、米10年国債利回りは1.25%まで下げ、景気回復を見込んでいる株式投資家は、それに疑問を抱かざるを得なくなった。

この6カ月を振り返ると、株式市場はマンスリーレター5月号で注目した「狂騒の20年代」ストーリーにけん引されてきた。マクロ経済環境に対するこのストーリーが株式を支え、とりわけエネルギーや金融セクターといったリフレーション関連セクターが好調だった。ところが、ここ数週間は、このストーリーが長期停滞ストーリー（低成長、低インフレ率、低金利）の1つに主役の座を譲り渡している。株式市場全体は上昇が続いているが、債券価格も上昇し（利回りは低下）、ボラティリティ（変動率）も上昇し、景気回復の恩恵を最も受けやすい企業は長期的な経済成長の影響を受ける企業のパフォーマンスを下回っている。

この変化は、次の懸念が要因と考える。(1)高いインフレ率を受けて、米連邦準備理事会(FRB)が性急に利上げをせざるを得なくなり、将来の経済成長の芽を摘んでしまうかもしれない。(2)新型コロナウイルスのデルタ株の影響で、世界の景気回復が遅れる可能性がある。(3)政策変更と成長モメンタムの鈍化で、世界の経済成長を最も強力にけん引している中国のセンチメントを悪化させるかもしれない。

本レターでは、ストーリーの変化の背景を検討しつつ、現時点での我々のマクロ経済に対する見方を改めて示した上で、投資家から受けている主な疑問のいくつかに答えようと思う。一言で言うと、「長期停滞」ストーリーは、現時点に

おける景気指標に裏付けられたものではないと考える。我々はリスク資産に強気の姿勢を維持しており、債券利回りは年末に向けて上昇すると予想し、経済活動の再開と景気回復に備えたポジショニングを引き続き提唱している。株式では、日本、新興国、金融およびエネルギー・セクターを推奨する。我々の金利見通しを根拠に、ユーロ／米ドルをニュートラルに変更する。

インフレ懸念は、今後数カ月は消えそうにない。その結果、我々の中期的な金利見通しが正しいとしても、ボラティリティは拡大する可能性がある。さらに、ポートフォリオの利回りを引き上げ、相場の下落から資産を守るために分散投資を図り、長期にわたって保有資産の購買力を維持するようにポートフォリオを構築することをすすめる。

## インフレ圧力でFRBは予想よりも早く金融引き締めを余儀なくされるか？

インフレ懸念にもかかわらず、長期債利回りは低下している。

6月の米連邦公開市場委員会(FOMC)では、FRBがインフレ率の上昇を受けてタカ派寄りに傾いていることが明らかになった。FOMC委員による金利予想によると、利上げ開始時期が2023年と、これまでの予想よりも早くなっていたからだ。2022年中の利上げを見込む委員も複数いた。米国のインフレ率が唐突に上昇したため、今やインフレリスクが上振れているとFOMCの過半数の委員が判断した。

FOMC以降、米10年国債と30年国債の利回りは低下している。株式では、S&P500種株価指数の中でも金融、エネルギー、素材など景気感応度の高いセクターが下げたのに対し(FOMC会合後はそれぞれ1.7%、8.1%、1.7%下落)、長期成長が見込まれるセクターは上昇した(ハイテクは+8.1%)。

インフレ率が上昇すれば、名目債の利回りは(低下ではなく)上昇すると考えるのが妥当だろう。FOMC以降の相場変動に対する1つの解釈は、FRBによる利上げタイミングが早まり、景気回復に冷や水を浴びせるという政策上の失敗を犯すのではないかと多くの投資家の懸念である。

目先のインフレ率上昇を受けて、FRBが過度な金融引き締めを余儀なくされることはないだろう。

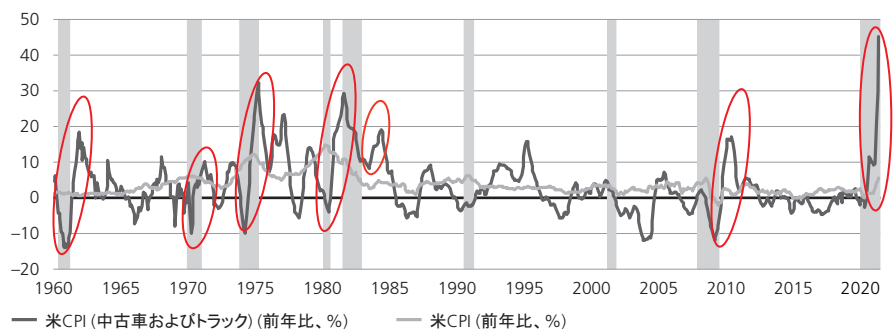
経済に作用しているディスインフレ圧力(インフレ抑制)を政策担当者は克服できるのか、という長期的な疑問を我々は抱いているが、だからと言って目先のインフレ率上昇を受けてFRBが過度な金融引き締めを余儀なくされることはないとみている。

インフレ期待は引き続き安定している: 期待インフレ率を示す10年のブレイクイーブン・インフレ率は現在2.33%だ(ブレイクイーブン・インフレ率とは、名目国債利回りと物価連動国債利回りの差で、市場に基づく期待インフレ率を示す)。平均インフレ率目標の下では、FRBが許容できる持続的なインフレ率の上限は3%だ。つまり、インフレ率の中期的な見通しが3%を超えない限り、中央銀行は利上げを余儀なくされることはない。

図表1

## 景気後退後に中古車価格が値上がりすることは珍しくない

米CPI (中古車およびトラック) と米CPI総合値 (前年比、%)



出所: ブルームバーグ、UBS (2021年7月13日現在)

今後数カ月はインフレ率が大きく上昇しないと予想する:FRBは、現在の高インフレ率は一過性のものであり、新型コロナに関する混乱が収まり、前年比効果が消えるとともに低下するとみている。我々はこの見方を支持する。大幅な物価上昇が4カ月続いた結果、米国の消費者物価指数(CPI総合指数)は、2月の前年同月比わずか+1.7%から6月には+5.4%まで上昇した。インフレ率の大幅な上振れは、中古車やガソリンなど少数の費目の極端な上昇が寄与したが、それまでの値上がりが反転すると、逆にインフレ抑制的な効果を発揮し始めるだろう。実際、来年の半ばまでには食品およびエネルギーを除くコア個人消費支出(PCE)インフレ率は目標の2%を下回る水準まで押し下げられると我々はみている。

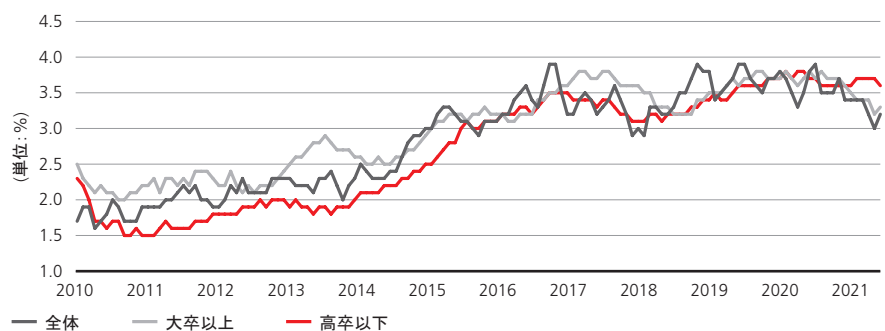
FRBの雇用目標はまだ達成されていない:この1年間、FRBは専ら雇用の促進に力を入れてきており、完全雇用の実現に向けて「さらに著しい進展」を目指している。だが、6月の雇用統計は失業率が5.9%と、新型コロナ危機前に実現していた4%未満をはるかに上回っている。パウエル議長は、月間100万人程度の雇用増が数カ月続くことが望ましいとも述べている。一方、非農業部門雇用者数は前月比85万人増と前月から回復したが、パウエル議長の設定した基準はまだ達成していない。

FRBの主要メンバーはハト派寄り:FOMC出席メンバーの金利見通しを反映した最新の「ドット・プロット」の中央値がタカ派寄りになったのは、投票権が輪番制となっている地区連銀総裁の見方の影響を受けた可能性がある。FRBの主要メンバーの方がハト派の模様である。例えば、ニューヨーク連銀のウィリアムズ総裁は、6月の会合後に、テーパリングは「まだまだ先」とみていると述べた。パウエル議長は、議会証言で「インフレ率の行き過ぎは、その大半、またはすべてが中古車やトラックなど経済活動の再開による影響を直接受けたからだと思われる」と述べた。

図表2

## 幅広い賃金上昇圧力はまだ顕著ではない

アトランタ連銀の「賃金上昇トラッカー」(全体、大卒以上、高卒以下)



出所: ブルームバーグ、UBS(2021年7月現在)

賃金と住宅価格インフレ率が上昇しても、FRBは動きそうにない。

我々はまた、住宅価格とインフレ率が上昇しても、FRBは動かないと考える: 米国の住宅価格はこの30年で最も速いペースで上昇しているが、インフレ指標には間接的な影響しか及ぼさない。インフレ率の算出にあたっては、住宅価格は賃料データを用いているが、米国の賃料は依然として低いからだ。直接的なインフレ率の計算以外では、毎月の住宅ローン金利は超低金利で低く抑えられているため、ほとんどの住宅所有者は、住宅価格の上昇にもかかわらず直接の住宅費用の大幅上昇に直面していない。現在の政治環境を背景に、大幅な賃金上昇が注目されているセクターもあるが、幅広い範囲での賃金上昇はさほど顕著ではない。たとえば、アトランタ連銀の「賃金上昇トラッカー」を見ると、高賃金労働者ほど賃金は減少している。

## デルタ変異株によって景気回復が遅れる可能性はあるのか？

デルタ変異株の広がり新型コロナウイルスの感染者数が世界的に拡大し、一部の国では社会活動や経済活動の制限措置が再び取られている。日本では4度目の緊急事態宣言が発令された。韓国、インドネシア、ベトナムも追加の措置を講じ、ワクチン接種率では世界一を誇るイスラエルでさえ、制限措置を一部再開し、3回目のワクチン追加接種(ブースター接種)を開始する。

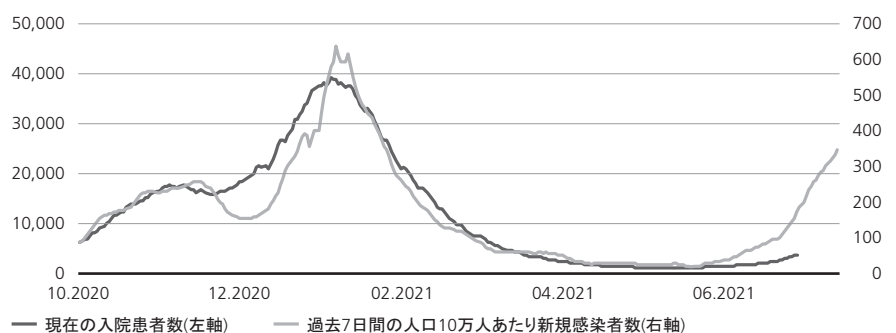
我々は、デルタ変異株、あるいは現在流行している別の変異株が景気回復を妨げるとはみていない。

我々は、デルタ変異株、あるいは現在流行している別の変異株が景気回復を妨げるとはみていない。

図表3

## デルタ変異株により英国では新型コロナウイルス感染者が急増

英国の現在の入院患者数、過去7日間の人口10万人あたり新規感染者数(右軸)



出所: マクロポンド、UBS(2021年7月14日現在)



ワクチンは、医療機関の負担を減らすには有効な模様である。ワクチンはデルタ株を含む変異株にまだ有効とみられる。英国のデータによると、新規感染者数が急増しているが(図表3参照)、入院率は以前の波よりもかなり低いようだ。シンガポール政府のデータも、ブレイクスルー感染者(2回のワクチン接種後に感染した人)の中の重症患者の症例は限定的であることを引き続き示している。ウイルスの流行が続くと、新型の変異株が現れると考えて良いだろう。しかし、米国による初期の調査によると、時間の経過とともに変異の多様性は減少しており、この傾向はワクチンを接種した人々ほど明らかな模様である。ワクチンは現在出現しつつある変異株に今後も幅広く有効、というのが我々の基本シナリオだ。

各国政府は次第に新規感染者数拡大を見越した措置を講じるようになるだろう。死亡率が抑制され、医療体制が逼迫し過ぎない限り、各国政府は新規感染者数のある程度の増加を容認する方向に進むだろう。新たな行動制限措置が不人気であることは明らかで、その点を考慮するとなおさらである。たとえば、米国の多くの州では、新たなロックダウン(都市封鎖)は政治的に不可能だ。英国では、制限措置の解除は延期されたものの、デルタ変異株の出現で新規感染者数が増えているにもかかわらず、7月19日に制限は解除される。シンガポール政府もまた、ウイルスに対し断固とした措置をとるスタンスからの転換を示唆している。

インドネシア、マレーシアその他の地域では感染の波が続いていることから、ワクチン接種率の低い諸国では今後も活動制限が必要となりそうだ。医療システム、ワクチン接種率、国内の社会と政治の姿勢も、各国が経済再開にどれだけ早く進めるかを決定づける。その結果、一部の新興国は欧米よりも経済再開のスピードが遅くなる可能性が高い。デルタ変異株によって、景気回復のペースが地域により異なるだろうが、我々は景気回復そのものを頓挫させるとはみていない。

### 長期金利はなぜ下がっているのか？

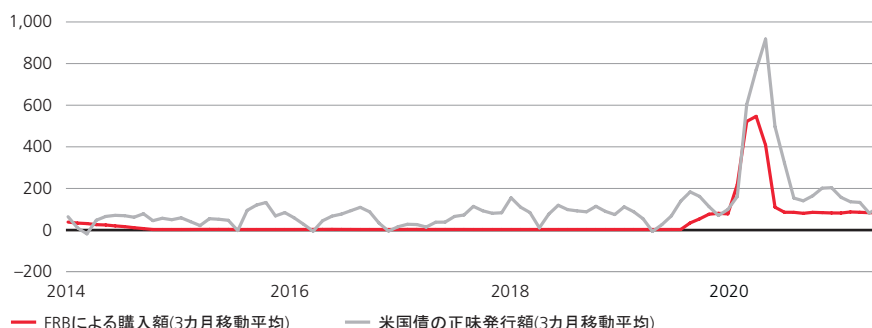
既に述べたように、FRBによる金融引き締めと新型コロナウイルス変異株への不安が、金利低下の主な要因となっている模様である。別の理由として考えられるのは、米国債の需給に関するテクニカル要因だ。

最近の利回り低下は、米国債の需要と供給といったテクニカル要因で説明できる。

図表4

### テクニカル要因が寄与

米国債の正味発行額とFRBの購入額(単位: 10億米ドル)



出所: ブルームバーグ、UBS (2021年7月12日現在)

- FRBのバランスシートが先月2,000億米ドル分拡大した。これは、FRBの債券購入プログラムによる毎月の購入額1,200億米ドルよりも多いが、先月分は四半期末をまたぐ流動性供給量の拡大を反映した可能性が高い。FRBは現在、米国債の発行済み残高の21%を保有している。これは2019年の12%よりも相当多い。

- 米財務省は、債務上限の適用停止措置の失効を控えて新発債を発行できないため、供給が減少している。その結果、米国債の正味発行額の3カ月移動平均は現在、FRBの購入によって完全に吸収されている。なお今年の年初における3カ月平均はFRBの購入額よりも1,200億米ドル多かった。この動きは、米国債への需要の拡大という影響ももたらした。財務省は、米国債を発行する代わりに米国政府が連邦準備制度に預け入れている政府預金口座(TGA)の残高を圧縮して歳出を賄っている。すると財務省の支払いは、最終的には商業銀行の準備預金として計上され、その資金が今度は米国債などの高格付けの流動資産に投資されるというわけだ。
- 米国の銀行は業績発表シーズンの前に融資低迷の見通しを発表している。米国債の5年債と10年債の取引が活発であることから、銀行は、利益を補填するために、米国債を含む他の資産に資金を投資していることを窺わせる。

今後数カ月では、上記のテクニカル要因は和らぐと予想する(ボックス記事参照)。我々は、FRBによる早期の利上げと新型コロナウイルスの変異株に関する懸念は杞憂だと判断し、年末までに米10年国債利回りは2%に達すると予想する。現在の経済環境を見ると、全米供給管理協会(ISM)製造業景況指数はなお60を超えており、債券市場が長期停滞に戻ることを織り込み始める状況にはない。

### テクニカル要因からの利回り低下圧力は緩和する

TGAとして知られるFRBへの米政府預金口座に関するテクニカルな問題が、力強い経済成長率と高インフレ率にもかかわらず、長期金利の下げ圧力になっていると我々は考えている。TGAは米国政府が全ての正式な支払いを行う総合的な当座預金口座だ。

昨年、米財務省は将来の支払いに備えTGAの現金保有高を大幅に増やしたが、今年2月以降は財政支出拡大に充てられ保有高は減少している。その結果、米国政府の借入れニーズは最近減少し、米国債の正味発行額(総発行額－FRBの購入額)はここ数カ月でマイナスとなっている。したがって、米国債の発行額が減少すれば、価格が上昇し利回りは低下するというわけだ。

米財務省がTGAから引き出した資金を市中に配分すると、その多くは結局銀行システムの預金となる。銀行に預けられた預金は国債購入にも充てられるため、銀行による米国債の保有残高と銀行預金との間には歴史的に強い相関がある。

我々は、政府の保有現金残高の減少は7月末まで続くと予想する。米財務省によると、目標残高は4,500億米ドルだと明言しているが、現在は7,500億米ドルだ。

しかも、米議会は7月末までに債務上限の適用停止の延期か、上限の引き上げを決定しなければならないため、財務省は現在現金残高を追加していない。債務上限の復活前に残高を積み上げてしまうことは、上限の制約をすり抜ける行動とみなされるからだ。

バイデン政権は、他の財政政策目標とともに債務上限を検討しているため、すぐに解決策が得られるとは思えない。だが、7月31日を過ぎると財務省は政府に資金を提供する非常手段を使える。これは通常、政府保有現金の活用ではなく米国債の発行によって行われる。そうなれば、商業銀行の預金の増加スピードと、長期の米国債へのテクニカルな需要は鈍化すると思われる。

## リフレトレードは終わるのか？

我々は、株式全般には強気の姿勢を維持しており、リフレトレードが再開すると予想している。

6月のFOMC以降S&P500種は3.6%上昇したが、エネルギーと金融の両セクターはそれぞれ8.1%、1.7%下落した。一方ハイテク・セクターは8.1%上昇している。

今後については、株式全般には強気の姿勢を維持する。今年の世界の企業の増益率は38%、来年は10%と予想する。グローバル指数の59%を占めている米国株式については、S&P500企業の2021年の増益率を40%と予想する。なお2022年の増益率はコンセンサス予想では現在10%とされているが、これは上方修正される可能性が高い。我々はS&P500種の2022年6月の目標値を4,650に引き上げた。

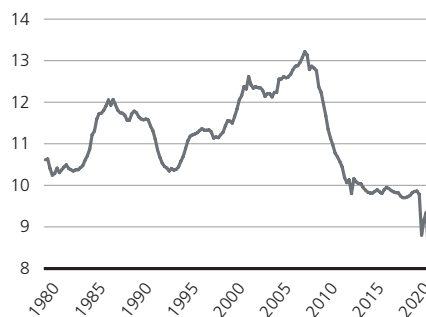
株式では、低迷していたリフレトレードのパフォーマンスは反発するとみている。

- － FRBによる早期の金融引き締め、新型コロナウイルス変異株、経済成長率鈍化に関する懸念は低下し、米10年国債利回りは上昇するだろう。
- － 消費者は経済に投じられていない過剰貯蓄を依然としてかなり抱えている。家計の可処分所得に占める支払利息の割合は40年来の低水準にあり、消費者は望めば借り入れを増やす余裕が十分にある。

図表5

### 家計は必要があれば負債を増やせる

家計による支払利息と負債金額  
(個人可処分所得に占める割合、%)



出所:FRB、UBS (2021年7月現在)

### 高い貯蓄率により消費者には出費の余地あり

米国の個人可処分所得に占める貯蓄率(%)



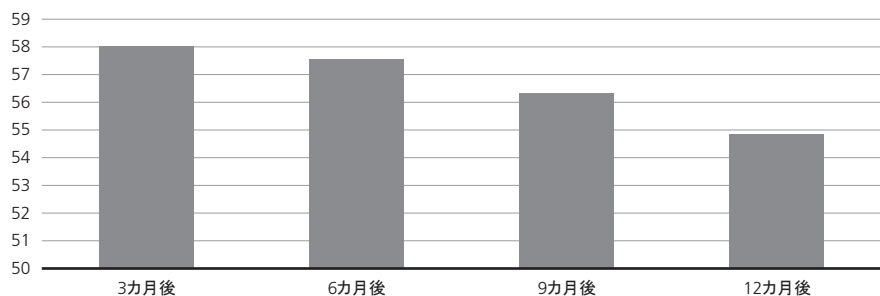
出所:ブルームバーグ、UBS (2021年7月12日現在)

- － 企業活動は2022年も活発な状況が続くだろう。需要に供給が追いつくまでにはある程度の時間がかかるだろう。総需要が新型コロナ危機前の水準を上回っているにもかかわらず、設備投資／減価償却費比率は20年来の低水準にある。
- － ISM製造業景況指数は来年も景気拡大を示すだろう。指数の構成項目である顧客在庫は6月に30.8にまで低下し、その後も記録的な低水準近辺を推移している。需要増が加速しているため、企業には在庫を積み増す動機がある。過去の事例に照らすと、低水準の在庫は企業の景況感が今後数カ月間にわたって堅調になることを示唆する。顧客在庫が39を下回った局面での12カ月先のISM総合指数は平均55と、景気拡大・縮小の節目を優に上回った。

図表6

## 在庫水準が低いとISM指数は景気拡大指向

顧客在庫が39以下になった後のISM指数平均(1997年以降)



出所:ブルームバーグ、UBS (2021年7月現在)

- 4-6月期(第2四半期)の決算発表シーズンが進んでいる。我々はバリュー株の企業の増益率がグロース株を上回ると予想する。

## アジア株式はリフレトレードをけん引するか？

アジアでは短期的にも長期的にも投資機会が見えるが、最近の動きを踏まえると、より選別的なアプローチが有効と判断する。

日本株式には最近の低迷から反転する態勢ができています。

地域別で我々が戦術的(短期的)に推奨してきた日本株式は、最近パフォーマンスが低迷している。これは、政府がデルタ変異株の感染拡大に伴い緊急事態宣言の延長をしたためである。だが我々は次に示すいくつかの理由で日本株に対する強気の見方を継続する。

- 第1に、日本のワクチン接種ペースは加速してきている。人口のおよそ26%が少なくとも1度は接種し、現在の1日当たり100万回のペースが続くと、9月末までには人口の半数がワクチンを接種することになる。
- 第2に、日本株市場は景気感応度が高いため、経済活動の回復による恩恵を受けやすい。最大のセクターは資本財と一般消費財で、それぞれが株式指数のおよそ20%を占めている。
- 第3に、日本株式は世界の経済成長の影響を受けやすい。MSCI日本指数構成企業の40%以上が海外から収益を得ている。世界経済のGDP成長率は今年が6.5%、来年は5.5%と、これまでの10年間の3~4%を大幅に上回る見込みである。
- 第4に、日本企業は主要国の中で営業レバレッジが最も高い。つまり、売上高が回復すると利益が急反発しやすい。
- 最後に、円安は株式指数を押し上げる。日本円は年初来、対米ドルで約6.5%下落して輸出企業を支えた。我々は日本企業全般の2022年3月期の増益率を40%とみている。

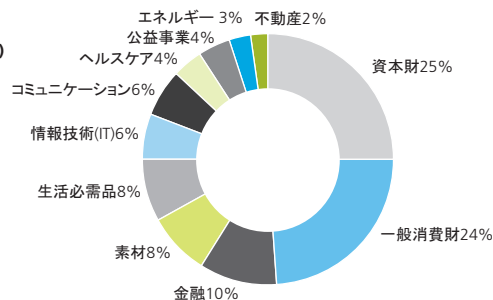
中国の株式市場もここ数カ月は低迷していた。MSCI中国指数は、過去3カ月でMSCI ACワールド指数を8%ポイント下回っている。背景は輸出の鈍化、融資伸び率の低下、そして特に最近目立つのは、ハイテク・セクターに対する規制当局の圧力だ。



図表7

## 日本は景気敏感セクターの影響を受けやすい

景気敏感セクターが売上高の約70%を占める

TOPIX 500  
セクター別売上高構成比  
(2022年3月期予想に基づく)

出所: ブルームバーグ、UBS (2021年7月現在)

中国株式のリスク調整後リターンはアジア株式を上回っていたが、ここに来てそれが落ち始めている。

マクロ経済の成長モメンタムが減速してきたため、中国人民銀行は成長重視の金融政策へとシフトし、これが株式市場全体への押し上げ要因となっている。中国人民銀行は、中国のほぼ全金融機関を対象に預金準備率を0.5%引き下げた。およそ1兆元の資金が市場に放出される。これは、流動性吸収の方向に向いているFRBなど他国の中央銀行とは対照的なスタンスだ。

ところが、ハイテク企業に対する一連の厳しい規制措置で市場センチメントが冷え込み、今回の規制がいつ緩和されるのか、あるいはどの産業が次の監視対象になるのかが投資家には予想しにくい状況となっている。7月初め、中国政府は国内アプリストアに対し、米国でIPO(新規株式公開)したばかりの某中国配車サービス会社のアプリの提供を停止するよう命じた。中国のサイバースペース管理局はその後、新ルールの草案を発表した。新ルールは、海外IPOを許可する前に、ユーザーデータの運用についての承認を義務づける内容となっている。これは、反トラストからプライバシー問題までの様々な理由によって、多数の中国巨大ハイテク企業を規制当局の監視の下に置いてきたここ数カ月の動きに続くものである。

中国のオフショア指数のおよそ50%がニューエコノミー企業で占められる中、現在の規制サイクルが緩和される明確なきっかけ、または兆候が現れるまでは、目先で中国株式の相対パフォーマンスが他市場を上回る余地は限られるだろう。我々のアジア戦略では、中国株式への推奨をニュートラルに戻すとともに、バリュー株の比重が高いことなどを理由に香港株式を非推奨からニュートラルに引き上げる。現在1.33%近辺で取引されている米10年国債利回りは、再び上昇が見込まれるため、香港の金融株の追い風となるだろう。規制を契機とし、中国のオフショア資本の活動の場を香港市場に移す動きも同様である。中国株式では、ハイテク株には慎重姿勢を取り、素材、金融、エネルギー関連株を推奨する。

中国のニューエコノミー・セクターの中長期の利益見通しは引き続き明るい。

我々は、中国のニューエコノミー・セクターの中長期の利益見通しを引き続き楽観的に捉えている。特にデジタル経済と「ザ・ネクスト・ビッグ・シング」関連の投資テーマに注目している。規制当局の圧力は現在も続き、企業利益への目先の影響はあるものの、規制当局は長期のイノベーションを抑制するのではなく、各社の競争条件の公平化を図るのが狙いだと我々は理解している。中国の2021-2025年を対象とする第14次五カ年計画では、ハイテク分野の自給自足・内製化を重点項目に挙げており、米国と技術覇権競争を展開する中国が、国内ハイテク・セクターへの締め付けをこれ以上厳しくする可能性は低いとも考えられる。

## 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. 経済再開と景気回復の恩恵を捉える	1. インフレ率の高まりに備える 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. ダウンサイド・リスクに備える	
シナリオ	インフレ／中央銀行	堅調な経済成長を受け、インフレ懸念が後退、またはインフレが加速する(「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年内は高止まりで推移するが、その後徐々に沈静化し、2022年半ばには2%に低下する。各国中央銀行は金融緩和を継続する。米FRBはテーパリング(金融緩和の縮小)について協議するが、実施は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2022年初頭の金融緩和の縮小開始を表明する。	
	経済成長	経済成長が加速している。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禍以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が新型コロナ禍以前の水準を回復するのは2022年となる。	
	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、景気後退の影響を補いきれない。	
	新型コロナ	ワクチン接種の普及により、先進国で長期持続的な集団免疫が形成される。また主要新興国では2021年末までに大半の成人がワクチン接種を終える。	現行のワクチンで感染・重症化のリスクが十分に低下し、強制的な行動制限が再施行されることはなくなり、人々の不安は後退した状況が続く。	免疫の持続性が想定よりも低い、またはワクチンが効きにくい変異株が発生する。人々の不安が高まり、経済活動の規制措置が再導入される。	
	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。	貿易や台湾問題をめぐり米中摩擦が再燃し、経済成長を下押しする。	
資産クラスへの影響	現在値*				
(2022年6月末の予想)	S&P500種株価指数	4,384	4,800	4,650	3,700
	ユーロ・ストックス50指数	4,092	4,800	4,550	3,500
	MSCI新興国指数	1,338	1,600	1,500	1,150
	SMI指数	12,049	13,500	12,800	10,600
	TOPIX	1,967	2,300	2,150	1,600
	米国投資適格債スプレッド**	61	45bps / -2.0%	70bps / -1.5%	150bps / -2.0%
	米国ハイイールド債スプレッド**	305	270bps / +0.5%	300bps / +0.5%	550bps / -13.5%
	EMBIグローバル・スプレッド**	348	300bps / -0.5%	340bps / +0%	550bps / -10%
	ユーロ／米ドル	1.18	1.20	1.15	1.10
金(Gold)	1,809	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7月13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：資産クラスの予想水準は、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7月現在

## 投資アイデア

市場では株式に対するリスクオンのスタンスは維持されているため、経済再開からの恩恵を最も受けるセクターと地域を推奨する。

基本シナリオでは、ワクチン接種が広がるなか、今年下期も世界経済の活動再開が続くと予想する。前年比効果と新型コロナ危機関連の供給不足問題が解消されるに伴い、インフレ率は低下し、各国の中央銀行は金融緩和政策を当面継続すると考える。市場では株式に対するリスクオンのスタンスは維持されているため、経済再開からの恩恵を最も受けるセクターと地域を推奨する。

## 経済再開と景気回復に向けたポジショニング

経済成長モメンタムとFRBによる急激な金融引き締めをめぐる懸念はピークに達したとみられるため、リフレトレードはまだ続く余地があると考えられる。日本、新興国、エネルギー、金融を推奨する。エネルギー株は今年下期に原油価格のさらなる上昇の恩恵を受けるだろう。また米10年国債利回りは2%に向かい金融株を後押しすると予想する。

グローバル・ポートフォリオでは大型株に対する小型株の推奨を終了するが、米国ポートフォリオでは引き続き中型株を推奨する。企業利益の伸びと相対バリュエーションの面では、いずれも小型株セグメントが引き続き魅力的だが、小型株は、景気回復の初期段階、すなわち景気先行指標がピークに至る前にパフォーマンスが他セグメントを上回る傾向にあるため、景気回復が成熟段階に入れば、小型株の保有比率を引き下げるのが妥当だと考える。中型株は財務体質が小型株より優れ、今後数カ月では他セグメントのパフォーマンスを上回るだろう。さらに、小型株の相対パフォーマンスはクレジット・スプレッドとは逆相関だ。クレジット・スプレッドは我々がこのポジションを組み始めてから100ベーシスポイント(bp)縮小しており、今後さらに縮小する可能性は低いと思われる。

我々は引き続き新興国株式を継続して保有する。新興国株式と日本を除くアジア株式のパフォーマンスは最近低調だが、この傾向は複数の理由から反転すると見込む。中国人民銀行による預金準備率の引き下げは、安定的な成長重視へのシフトを示し、他のアジア市場の下支え材料になるだろう。デルタ変異株の拡大は、新興国の経済再開を遅らせることはあっても、頓挫させることはないといわれ、我々はみている。バリュエーションは魅力的で企業利益の伸びは高い。新興国企業の業績上方修正は先進国には出遅れたものの最近では安定しており、韓国、台湾、ロシアでは引き続き事前予想を上回る決算発表が続いている。この見解に対する主なリスクはFRBの金融引き締めだが、高官のコメントからは利上げを急がない姿勢が示唆されている。

金利に対する我々の見直し、およびFRBのタカ派寄りへの転換から、米ドルへのスタンスを非推奨からニュートラルへと変更し、ユーロへのスタンスを推奨からニュートラルへと変更する。ここからの米ドル安は予想しないものの、新興国のポジションに悪影響を及ぼしかねない米ドル高の持続も予想しない。

## アジアに投資機会を見出す

日本と中国に対する我々の見解については、9ページと10ページを参照のこと。

## 構造的な成長に向けたポジション

新型コロナ危機の期間中は、様々な長期トレンドが加速し、ハイテク・セクターの力強いパフォーマンスをけん引した。だが、経済活動が再開するとともに、超大型ハイテク株の過度な保有を減らし、中小型ハイテク株やデジタル・サブスクリプション関連など、知名度は低いが構造的成長が望める銘柄への分散投資を始める好機が到来したと考えている。

## インフレに対する防衛策

新型コロナ危機後の景気回復が本格化するとともに、様々な財やサービスの価格が上昇している。我々は現在の価格上昇を一過性とみているが、FRBが採用した新しい平均インフレ目標の枠組み、未曾有の財政刺激策、高水準の政府債務の対GDP比に対して政権担当者が寛容になっている事実が引き金となって、インフレの管理体制が変わる可能性がある。特に、労働市場の不均衡が賃金上昇につながり、過剰貯蓄が消費に回り、企業が価格決定権を行使し始めると、インフレ率の急騰が一過性に終わらず長期化しかねない。したがって、投資家は保有資産の購買力を守る方法を検討することが賢明だと考える。具体的には、価格決定力のある企業の株式、利回りが高くデュレーション（満期までの残存期間）の短い債券、プライベート市場のインフラ関連企業、原油を含むコモディティに投資機会があるとみている。

## ダウンサイド・リスクに備える

足元の投資環境を踏まえ、リスク資産に投資機会があると考えますが、現在のように動きの速い市場では、投資家は過度なリスクを取っていないか、各自ポートフォリオを定期的に見直すことが得策である。リスクを減らす方法としては、値上がりし過ぎた株式をリバランスして利益を確定させ、ヘッジファンドその他の手段を用いて相場下落に備えたポジションを築く、あるいは一部のディフェンシブな株式に分散投資をすることができる。



Mark Haefele  
最高投資責任者  
Global Wealth Management

## 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、6月のFOMCを終えた後の市場の動き、および景気回復が成熟するにつれてどうポジションを取るべきかについて議論が交わされた。

- 参加者は米国債の最近の急騰(利回り低下)と、景気敏感株からの資金シフトの理由としていくつかの要因を挙げた。デルタ変異株の感染が広がり、米国の経済成長率がピークを迎えつつあるなかでFRBから想定以上にタカ派的な姿勢が示されたことで、市場は一時的に混乱したが、景気回復基調に変わりはないというのが大方の見方だった。
- 中国人民銀行による預金準備率の引き下げについては意見が分かれた。今年後半に過度な金融引き締めに踏み込まないとの安心感を市場に与えるための予防的措置だとみる参加者がいる一方で、今回の措置は行き過ぎだとの指摘もあった。
- 全体としては、リスク選好姿勢がまだ続くものの、景気回復が成熟化するとともに慎重姿勢が必要になるとの見方が大勢を占めた。複数の参加者は、エネルギー株と金融株に引き続き投資機会があるとみているが、同時に、質の高い成長が期待できるヘルスケアにも注目していた。



## 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もありません。

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