

UBS House View

Monthly Letter

2021年3月18日

Chief Investment Office GWM
Investment Research

逆行

最近のトレンドは過去10年間続いてきたトレンドに逆行している。

リフレーション

経済成長率の伸びとインフレ率の短期的な急騰は、金融やエネルギーなど、リフレート関連のセクターを支えるだろう。

ボラティリティ

債券利回りが上昇してグロース株のボラティリティが拡大しており、ポジションを拡大したい長期投資家には投資機会が訪れる可能性がある。

資産配分

リスクオンのスタンスを維持し、リフレーションに備えたポジションを取っている。新たに米ハイイールド債と米シニアローンを推奨する。中国銘柄が急落すれば長期ポジションを構築するよい機会になるだろう。



Mark Haefele
Chief Investment Officer
Global Wealth Management

トレンドからの逆行

ワクチンを接種した消費者一人ひとりが82歳になる私の父のように振る舞うと、景気回復は予想外に伸びるかもしれない。父は「巣ごもり」生活を支えてきた動画配信サービスを解約し、旅に出た。父の旅の具体的な話は別の機会に譲ることにするが、ここで重要なのは、市場は今、出遅れセクターの巻き返しの最中であり、この状況がしばらくは続きそうだという点だ。

株式市場の主役が昨年出遅れ銘柄に移行するというのは、ここ数カ月間我々が注目してきた見通しだが、米国で1兆9,000億米ドル規模の景気対策が可決されて、この動きに拍車がかかっている。エネルギーや金融セクターが大幅に上昇した。債券利回りが上昇し、バリュー株(割安株)がグロース株(成長株)やハイテク株に比べて力強いパフォーマンスを上げた。

この「逆行トレード」とは、市場における支配的な短期トレンドの大半が、10年間続いてきた長期トレンドの反対を向いている、という意味だ。投資家たちは思案している。逆行トレードはあとどの程度続くのか？長期トレンドには変わりはないのか？本レターではこの2つの疑問について考察する。

インフレ率、景気刺激策、景気回復の加速が市場に影響を及ぼすのは4-6月期(第2四半期)になる見通しのため、投資家は戦術的に「リフレート」(金融緩和策の長期化で景気が浮揚すること織り込んだ取引)のポジション、とりわけエネルギー、金融、小型株のポジションを継続するのが得策だろう。これらのセクターは景気回復の加速と金利上昇による恩恵を受けると見込まれるからだ。この投資環境では短期的に一部のグロース株のボラティリティ(相場の変動)が拡大し、不透明感が高まりそうだが、長期的な企業の利益成長の見通しに変わりはなく、これが長期リターンを支えていこう。したがって、長期投資家は一部の成長テーマで戦略的なポジションを構築するために、ボラティリティの上昇局面をいかに活用するかについて検討することが望ましい。

本稿はUBS AGが作成した“UBS Monthly Letter: Reversion to the trend”(2021年3月18日付)を翻訳・編集した日本語版として2021年3月25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。

景気の過熱を容認するFRBの計画では、イールドカーブのスティープ化(傾斜)化が続く可能性がある。

米国の財政刺激策は、「低金利の長期化」の終わりの始まりかもしれない。

利回り物色：市場の反発を利用する

先月のレターでは、インフレ率、景気刺激策、経済成長の大きな動きを示す「スパイク列」によってマクロ経済の不透明感が高まる可能性を指摘した。これが最も強く表れているのは債券市場だ。米10年国債利回りは、今年はずか0.9%で始まった後、1.7%を超える水準まで上昇した。

利回りの急騰を受けて、フェデラルファンド(FF)先物市場は、米連邦準備理事会(FRB)が25ベースポイント(bp)の利上げを2022年後半に1度、2023年にさらに2度実施すると織り込んでいる。これは、FRB自身の予想よりも早い。FRBの発表している「ドットプロット」(米連邦公開市場委員会参加者によるFF金利の予測分布図)は、政策金利が2023年末まで現行水準で据え置かれることを示唆している。つまり、短期金利には上昇余地が限られているということだ。しかし、景気の過熱を容認するFRBの計画では、イールドカーブのスティープ化が続く可能性がある。インフレ率がFRBの予測よりも早く、しかも継続的に上昇する可能性を市場が織り込み始める結果、FRBはガイダンスに反して将来の利上げのペースを上げざるを得なくなると思われるからだ。我々の基本シナリオでは、米10年国債名目利回りは、年末に向けて2%に近づくとみている。

これは「低金利の長期化」の終焉なのか？

債券利回りの現在の急騰傾向は、米国の財政刺激策によって市場のレジームが構造的変化を起こした結果だと主張するエコノミストもいる。たとえば、サマーズ元米財務長官は、「通常の景気後退の規模を超え、第二次世界大戦時に近い規模の景気刺激策は、過去1世代には見られなかったようなインフレ圧力を引き起こす可能性がある」と主張する。

過去10年を振り返ると、超金融緩和政策が実施され、すでに完全雇用に近い状態になっている経済にトランプ政権が景気刺激策を実施したにもかかわらず、インフレ率は大半の期間で一時的には何度も2%超えを実現しながら、それを持続できなかった。この事実を記憶しておくことは重要だ。コロナ危機を受けて政府債務が拡大した結果、債務による持続的な資金調達機会を確保するために金融抑圧を続ける必要性が一段と高まっている。特にサービス産業がGDPの多くを占める国における生産性の伸びの鈍化や、IT活用による労働需要の低下により、長期のインフレ率低下圧力が続く。

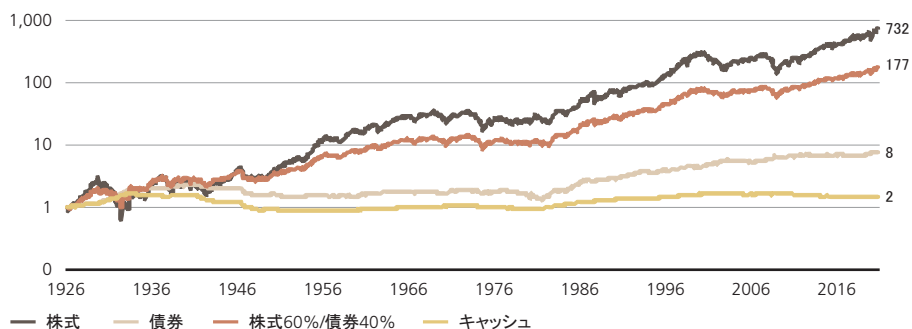
とはいえ、今後数カ月については、投資家は米国の財政刺激策、期待インフレ率、生産性の伸びの見通しを継続的に監視して、我々が世界金融危機以来長く続いてきた経済の「長期停滞」から脱却しようとしているのかを見極める必要がある。

我々の金利見通しに基づく株式市場の分析

債券利回りは上昇している。にもかかわらず、長期投資家には「株式に代わる投資対象はない」という考え方は現在も正しいと我々は考えている。今後10年を視野にS&P500種株価指数を米国債と比べてみると、配当だけで債券のクーポンを上回る可能性が高い。つまり、自社株買いと株価の上昇見通しを考慮する前に、すでに株式の方が魅力は高いのである。

図表1

長期的には、株式のパフォーマンスは債券をはるかに上回る
資産クラスごとの長期実質リターン



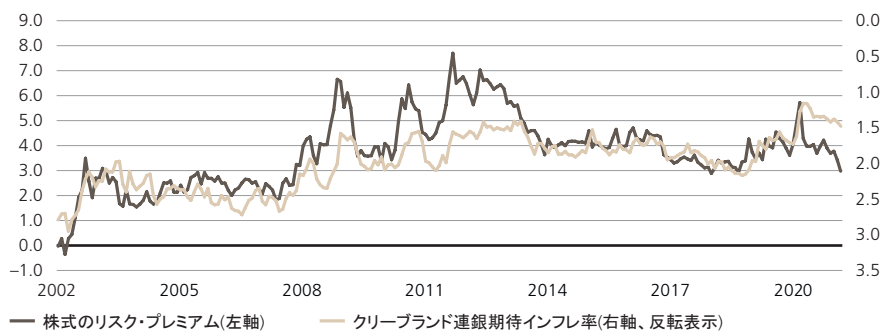
出所: モーニングスター・ダイレクト、UBS (2021年3月現在)

しかし短期的には、債券市場のボラティリティによる株式への影響が考えられ、不透明感が増している。過去25年を振り返ると、米10年国債利回りが100bp以上上昇したのは10回あるが、そのすべての期間でグローバル株式は横ばいまたはプラスのリターンを記録した。期待インフレ率の上昇も株式のリスク・プレミアムを低下させやすい。とはいえ、債券利回りの上昇は、理論上では(他のすべての条件が一定であれば)、株式のバリュエーションに逆風となる。

図表2

株式リスクプレミアムは、期待インフレ率の上昇とともに低下する傾向がある

株式リスクプレミアム、クリーブランド連銀期待インフレ率(右軸、反転表示、%)



出所: ブルームバーグ、クリーブランド連銀、ファクトセット、UBS (2021年3月現在)

債券利回りが2.25%になっても、株式リスク・プレミアムで見た現在のバリュエーションは、長期平均に近い。

利回りは上昇しているが、現在の株式リスク・プレミアムは長期平均を上回っている。2022年の企業業績予想と現在の相場水準を用いて計算すると、米10年国債利回りが2.25%では株式リスク・プレミアムは2.95%程度になる。2015~2021年は2.85~4.7%で推移しているため、これはその範囲内に収まり、25年平均の2.75%と35年平均の2%を上回っている。

図表3

米10年国債の各利回り水準における株式リスクプレミアム、PER、S&P500種株価指数
2022年のS&P500種企業のEPS予想(205米ドル)に基づく

		米10年国債利回り													
		1.00%		1.25%		1.50%		1.75%		2.00%		2.25%		2.50%	
株式リスク プレミアム (ERP)	450	18.2	3,727	17.4	3,565	16.7	3,417	16.0	3,280	15.4	3,000	14.8	2,886	14.3	2,786
	400	20.0	4,100	19.0	3,905	18.2	3,727	17.4	3,565	16.7	3,250	16.0	3,120	15.4	3,000
	350	22.2	4,556	21.1	4,316	20.0	4,100	19.0	3,905	18.2	3,545	17.4	3,393	16.7	3,250
	300	25.0	5,125	23.5	4,824	22.2	4,556	21.1	4,316	20.0	3,900	19.0	3,705	18.2	3,545
	250	28.6	5,857	26.7	5,467	25.0	5,125	23.5	4,824	22.2	4,333	21.1	4,115	20.0	3,900
	200	33.3	6,833	30.8	6,308	28.6	5,857	26.7	5,467	25.0	4,875	23.5	4,583	22.2	4,333

----- 25年平均 ERP(275bp)

注: 2015年以来、ERPは285~470bpで推移してきた。25年平均は275bp、35年平均は200bp。
出所: UBS

リフレーションに備える: バリューストックと景気敏感株に上昇余地あり

MSCIワールドバリューストック指数は昨年3月23日に底打ちして以降69%上昇し、新型コロナウイルス感染拡大前の水準に戻った。ただし、回復が著しいとはいえ、過去15年間のグロース株に対するアンダーパフォーマンスの幅で見ると、株価の上昇余地は十分にある。

図表4

バリューストックは新型コロナ危機前の水準に回復

ブルームバーグ・米国ピュアバリューストック・ポートフォリオのトータルリターン



出所: ブルームバーグ、UBS (2021年3月15日現在)

図表5

とはいえ、長期リターンではグロース株の方が優勢である状況に変わりなし

MSCIワールド・グロース株指数対MSCIワールド・バリューストック指数(トータルリターン)(100で指数化)



出所: ブルームバーグ、UBS (2021年3月15日現在)

バリューストックと景気敏感株への循環買いは短期的にはまだ続くだろう。

基本シナリオでは、景気回復の広がりや経済成長の伸びに支えられ、短期的にはバリューストックと景気敏感株への循環買いがまだ続くだろう。グローバルな視点では、工業生産の加速化とインフレ上昇の恩恵を受ける素材などのセクターを推奨する。

現在のような投資環境では、金融とエネルギーが高パフォーマンスを上げると予想する。両セクターとも最近上昇したが、2019年末からのパフォーマンスで見ると、S&P500種株価指数をそれぞれ9%、33%下回っており、今後この差をさらに縮める余地がある。金融セクターは、債券利回りの上昇とイールドカーブのステープ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。バリュエーションも魅力的だ。グローバル株式の金融セクターは、米国と欧州の株式市場全体に対し、予想株価収益率(PER)が長期平均を2標準偏差以上下回っている。よって、グローバル株式の中では、一部の金融セクターを推奨する。

成長率の加速、債券利回りの上昇、イールドカーブのステープ化という投資環境は、金融とエネルギーの追い風になるだろう。

我々は原油も推奨する。世界の経済活動が力強く回復し、さらに、石油輸出国機構(OPEC)が生産抑制を継続すると予想しているからだ。なおOPECの中では、供給の積極的な拡大というよりも、旺盛な需要を背景にサウジアラビアのみが増産するとみている。年末のブレント原油価格は1バレル当たり75米ドルと予想する。とりわけ米国のエネルギー株はこの恩恵を受けるだろう。このセクターは、S&P500種株価指数の中でフリー・キャッシュフローが最も潤沢で配当利回りが最も高く、しかも現在の原油価格を完全には織り込んでいない。

債券利回りとの相関の高さを考えると、金利が我々の予想以上に上昇しても、エネルギー株と金融株はポートフォリオの中での魅力的なヘッジ手段にもなるだろう。

小型株は引き続き大型株をアウトパフォームすると予想する。

さらに、小型株は景気感応度が高く、バリュエーションも過去平均を依然下回っているため、今後も大型株をアウトパフォームする可能性があるかとみている。MSCIワールド小型株指数の株価純資産倍率(PBR)は、対MSCIワールド指数で、長期平均よりも2標準偏差近く低い。

「バリューストック投資」はヘッジ手段としても有効

バリューストック投資の長期見通しは、主に長期的な低成長、低インフレ率、低金利という「長期停滞」が続くかどうかにかかっている。

「バリューストック投資」の長期的な見通しは、経済が「長期停滞」から脱却するかどうかにかかっている。

名目成長率と債券利回りの上昇継続という新たなパラダイムが現れると、バリューストック投資は何年も成果を出し続ける可能性がある。バリューストックのパフォーマンスはグロース株よりも債券利回り上昇との相関が高い。その一方で、経済成長率が加速した場合も上がりやすい。過去20年を振り返ると、米国ではGDPの名目成長率が4.5%を超えると、バリューストック企業の利益は「グロース」企業の増益率を上回ってきた。

投資家は、短期のパフォーマンスを狙うとともに、市場のレジームが変化した場合に備えたヘッジ手段としてバリューストックのポジションを構築するのが望ましい。

ワクチン接種が順調に進むなか、ハイテクセクターのパフォーマンスに格差が付き始めた。

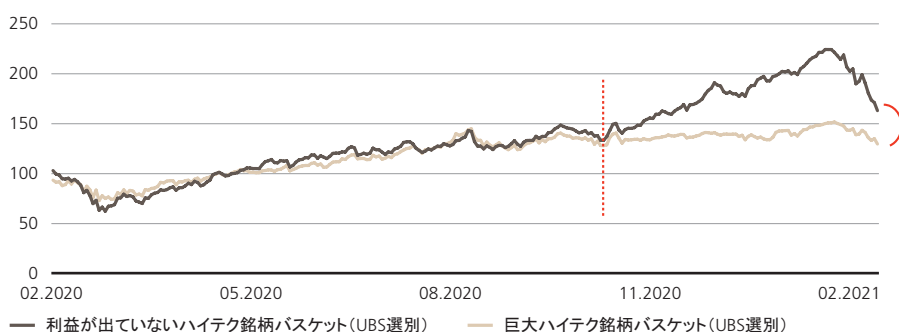
長期的視点からグロース株の買い場を探る

新型コロナ危機が勃発してからの数カ月、巣ごもり関連の取引と金利低下が追い風となってハイテク株が圧倒的なパフォーマンスを上げた。ところが、昨年11月からワクチン接種が順調に進むなか、ハイテクセクター内でのパフォーマンスに格差がついた。巣ごもり関連取引で主な恩恵を受けて大幅上昇していた巨大ハイテク銘柄のパフォーマンスが鈍化し始めた。しかし、ナスダック総合指数は力強く上昇を続け、実際、昨年の11月から今年2月までのリターンは、コロナ後の世界におけるハイテク株の勝者を物色する動きの中でS&P500種株価指数を6.5%ポイント上回った。11月初旬以来、巨大ハイテク銘柄の上昇率は7%だったのに対し、まだ利益の上がっていない初期段階(アーリーステージ)のハイテク企業のバスケットは38%上昇した。

図表6

巨大ハイテク銘柄 対 利益がまだ出ない初期のハイテク銘柄

利益の出していないハイテク企業と巨大ハイテク企業との株価推移(UBSが選別)



出所: ブルームバーグ、UBS (2021年3月15日現在)

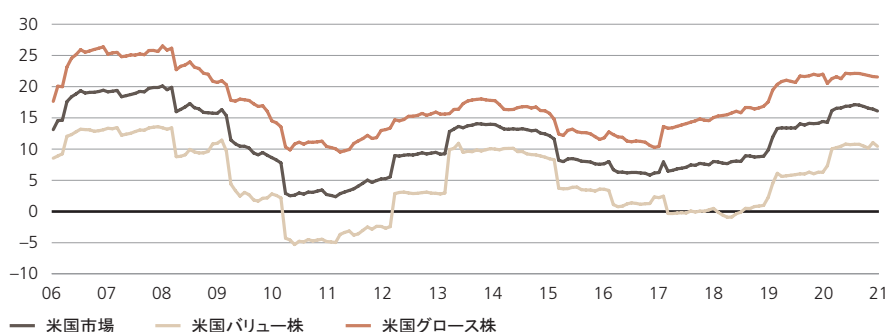
米10年国債利回りの上昇で、グロース株のパフォーマンスが悪化した。

最近では、米10年国債利回りがこのセクターの重石となっている。グロース株は金利感応度が高い資産のため、債券の名目利回りが上昇するとパフォーマンスが悪化する。S&P500種株価指数は最高値まで上昇したが、ハイテク株は不調で、ナスダック総合指数は今年記録した最高値を依然として4%下回っている。最もパフォーマンスが悪いのは、まだ黒字化していないアーリーステージの銘柄群だ。11月から2月の最高値までは68%上昇と最も力強いパフォーマンスを上げていたが、債券利回りが上昇することで株価バリュエーションに影響を与えている。利益成長がなければ、米10年国債利回りが1.5%から2%に上昇すると、売上高倍率(企業価値/売上高)で測定したバリュエーションが12倍のハイテク銘柄は、そのバリュエーションがおよそ15%低下する。

図表7

グロース株式の長期的な「稼ぐ力」は変わっていない

MSCI米国、MSCI米国グロース株、MSCI米国バリュース株の長期EPSトレンド



出所: リフィニティブ、データストリーム、UBS (2021年3月15日現在)

とはいえ、我々はハイテク投資の終焉が来たとは考えていない。

とはいえ、我々はこれがハイテク投資の終わりの始まりだとは考えていない。グロース株にとっては、現在のバリュエーションの高低よりも長期の利益成長見通しに注目する方がはるかに重要だと考える。我々は依然としてハイテク企業の今年の増益率を20%程度と予想している。今後5年間では、世界のハイテク銘柄の年複利ベースの増益率を10%台の前半から半ばと予想する。この水準の利益成長が続くと、今の株価水準で計算した場合、現在PERが26倍程度の企業は2025年までには16倍ということになる。

したがって、次に紹介する分野で株価が短期的に大きく変動した場合には、長期ポジションを築く機会が到来したと考える。

- 一部のグローバル・プラットフォーム企業など、ビジネスモデルが確立し、収益見通しが信頼できる大型ハイテク株は、最近の調整局面でも他のハイテク株より下げ渋った。現在も11月の天井を十分に下回り、バリュエーションも高すぎず、安定的な利益成長を見込める。
- 景気循環的な半導体セクターは、最近の調整を受けてバリュエーションが魅力的になっており、5G(第5世代通信)の需要増大で世界的に需給が引き締まっているため、製品価格も値崩れしにくい状況となっている。とりわけ、半導体製造装置メーカーは、短中期の設備投資支出の急増による恩恵を受けるだろう。世界のメモリチップ・メーカーも魅力的だ。
- 安定的な収益の伸び、堅固なキャッシュフローの創出、利益率の改善が期待できる「サブスクリプション・エコノミー」企業を推奨する。売上高ベースで見たデジタル・サブスクリプションの市場規模は、昨年の6,500億米ドルから2025年には1兆5,000億米ドルへと、年率18%の成長が予想される、世界で最も成長率が高い市場セグメントの1つとみている。我々は、さまざまなリーダー企業を組み合わせた、企業向けおよび消費者向けのデジタル・サブスクリプション・セグメントへの投資を推奨する。また、先進国でも新興国でも、中型株が特に有望とみている。

中国は大きすぎて無視できない存在

短期的にも長期的にも、中国とアジアへの資金配分を増やすよいタイミングだと考える。

2月18日から3月18日までの間に、中国のCSI300指数は11.5%下落した。中国は金融引き締めにとりかかっているのではないかと懸念と全国人民代表大会で定められた成長目標が比較的保守的だったとの見方が悪材料となった。だが我々は、戦術的(短期的)にも戦略的(長期的)にも、投資家が中国とアジアへの資金配分を増やすことを検討するよいタイミングだと考える。

短期的には、中国株式は売られ過ぎとみている。李克強首相は、今年のGDP成長率目標を「6%以上」と設定したものの、我々は個人消費と投資が伸びて9%成長を予想している。ボトムアップで算出した2021年のアジア株式の1株当たり利益(EPS)の予想成長率は、現地通貨ベースで22%、米ドルベースで28%だ。

戦略的には、アジアと中国への資金配分はポートフォリオの長期リターン、および分散投資のどちらにとっても非常に重要と考える。新型コロナ危機下でも米国を上回るペースで中国の経済成長は続いている。2019年12月から2022年末までのGDPの実質伸び率が、米国の9%に対し、中国は18%と我々は予想している。だが、多くの投資家がこの地域への資産配分を低水準に抑えたまままだ。

アジアには、今後数年で最も魅力的な成長機会が複数誕生するだろう。

さらに、アジアには、今後数年で最も魅力的な成長機会が複数誕生するだろう。たとえば、5Gなど、中国のインテリジェント・インフラストラクチャ(デジタル・トランスフォーメーションの実現を支えるITインフラ)セグメントに投資すれば、投資家は2020~2021年には市場全体の2倍の増益率が期待できる企業の銘柄を保有することになる。我々は、中国政府の環境問題への野心的な取り組みの結果、中国では2025年までに太陽光エネルギー施設が倍増し、風力発電設置が40%伸び、電気自動車の生産台数が5倍になると予想する。さらに、中国はすでに世界最大のeコマース市場で、デジタル通貨を導入する最初の大国になる見込みであり、中国の大手インターネット・プラットフォーム、一部の銀行、フィンテックのリーダー企業にも強気の見方を維持する。

シナリオ分析

金利とインフレ率の将来見通しが、最も重要な市場の変動要因に浮上した。

この1年間、我々は新型コロナウイルス危機を中心に据えてシナリオ分析を行ってきた。今日、ワクチン接種の進展とともに、コロナウイルスに関する不透明感は低下してきた。最近のボラティリティの動きから、新型コロナ危機に代わり、金利とインフレ率の将来見通しが、最も重要な市場の変動要因として浮上してきたことがわかる。

インフレ率と金利はやや複雑な市場変動要因である。というのも、「インフレ率の上昇」や「金利上昇」は、状況によって市場に好材料となる場合も悪材料となる場合もあるからだ。ここに来て状況が一段と複雑化していることを受けて、本レターは例月よりも詳細なシナリオを提供する。とはいえ、全体としては株式市場には強気で、基本シナリオを含む大半のシナリオで株価の上昇を予想している。

基本シナリオでは、ワクチン接種の普及により各国経済が全面的に再開し、さらには追加財政刺激策と世界各国の中央銀行による金融緩和政策の継続も追い風となって景気回復に弾みがつき、経済成長率が加速すると想定している。

基本シナリオでは、株式相場はさらに上昇すると想定し、年末のS&P500種株価指数の目標水準を4,200ポイントに設定する。

基本シナリオでは、政策金利は年末まで据え置かれるものの、市場がFRBの予想を超えてインフレ率が高進する可能性を織り込み始め、長期金利が上昇する可能性を想定している。我々は2022年のS&P500種構成企業のEPSを205米ドルと予想しており、これに基づき年末のS&P500種の目標水準を4,200ポイントに設定する。このシナリオでは、インフレ率が上昇してもFRBが何の反応も示さなければ、FRBが市場の後手に回っているという認識を市場が抱くリスクがある。だが同時に、経済成長率と企業利益の拡大も見込んでいることから、金利とインフレ期待が上昇しても、S&P500種は年末には4,200ポイントに達するとの予想は変わらない。

主要シナリオと資産クラスへの影響

シナリオ	楽観シナリオ+	楽観シナリオ	基本シナリオ	基本シナリオII	悲観シナリオ+	悲観シナリオ
	高成長もFRBは様子見	高成長を受けてFRBが引き締め	高成長と低水準のインフレ率	FRBが後手に回る	成長率が予想を下回り、インフレ率は安定的	スタグフレーションへの懸念がある中でFRBが引き締め
インフレ率	安定	上昇	安定	上昇	安定	上昇
成長率	上昇	上昇	安定	安定	低下	低下
FRBの金融政策	据え置き	引き締め	据え置き	据え置き	据え置き	引き締め
	<p>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。米国のインフレ率は4月に天井を打つが、その後2%未満まで低下する。</p> <p>各国中央銀行は金融緩和姿勢を維持する。FRBはテーパリング(資産購入ペースの縮小)を検討するものの、2022年までは実施しない。</p> <p>裁量的財政刺激策が引き続き経済を下支えする。</p> <p>ワクチン接種が加速し、第2四半期には米国と欧州の大半の成人が接種を終える。その結果、経済規制が早期に緩和される。</p> <p>既存の関税が部分的に撤回され、世界経済の成長を押し上げる。</p>	<p>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。インフレ率がさらに持続的に上昇を続け、FRBは2021年のテーパリング開始を表明する。</p> <p>裁量的財政刺激策が引き続き経済を下支えする。</p> <p>ワクチン接種が加速し、第2四半期には米国と欧州の大半の成人が接種を終える。その結果、経済規制が早期に緩和される。</p> <p>既存の関税が部分的に撤回され、世界経済の成長を押し上げる。</p>	<p>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。米国のインフレ率は4月に天井を打った後、2%未満まで低下する。</p> <p>各国中央銀行は金融緩和姿勢を維持する。FRBはテーパリングを検討するものの、2022年までは実施しない。</p> <p>今後12カ月の実質金利は低水準を維持し、緩やかな上昇にとどまる。</p> <p>各国政府が景気回復に合わせて財政刺激策を適度かつ緩やかに後退させる。</p> <p>新型コロナが感染再拡大するも、2021年半ばまでにワクチン接種が十分に進み、人々の不安は軽減され、規制措置は大幅に緩和される。</p> <p>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。</p>	<p>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。</p> <p>各国中央銀行は金融緩和姿勢を維持する。FRBはテーパリングを検討するものの、2022年までは実施しない。しかしインフレ率は持続的に上昇を続け、平均インフレ率目標の枠組みを導入しているが、FRBの政策は後手に回っていると受け止められる。米国の名目イーロードカーブがステイプ化する。</p> <p>各国政府が景気回復に合わせて財政刺激策を適度かつ緩やかに後退させる。</p> <p>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、人々の不安は軽減され、規制措置は大幅に緩和される。</p>	<p>先進国のGDPが2022年に新型コロナ危機前の水準に戻る。米国のインフレ率は4月に天井を打ち、その後2%未満まで低下する。</p> <p>財政刺激策が縮小され、景気低迷の影響を補いきれない。</p> <p>金融政策は引き続き緩和的。</p> <p>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かなり低下する。</p> <p>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2021年末まで断続的に続く。</p> <p>米・EU・中国の貿易摩擦が再燃し、経済成長を下押しする。</p>	<p>先進国のGDPが2022年に新型コロナ危機前の水準を回復。インフレ率が上昇を続け、FRBは2021年のテーパリング開始を表明する。</p> <p>財政刺激策が縮小され、景気低迷の影響を補いきれない。</p> <p>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かなり低下する。</p> <p>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2021年末まで断続的に続く。</p> <p>米・EU・中国の貿易摩擦が再燃し、経済成長を下押しする。</p>
2022年のGDP予想水準(対2019年比(%))	8	8	6	6	4	4
2021年12月時に市場が織り込んでいる最初の利上げ時期	2023年以降	2022年半ば～後半	2023年末または2024年初旬	2024年	2024年以降	2022年半ば～後半
2021年12月末の10年ブレイクイーブン・インフレ率	2.20%	2.40%	2.30%	2.60%	1.90%	2.30%
2021年12月末の米10年国債名目利回り	1.70%	2.50%	2.00%	2.20%	1.10%	2.30%
2021年12月末の株式リスク・プレミアム	3.06%	2.36%	2.88%	2.68%	3.95%	3.54%
2021年12月末のS&P500種株価指数	4,500	4,400	4,200	4,200	3,700	3,200
2022年予想PER	21.0倍	20.6倍	20.5倍	20.5倍	19.8倍	17.1倍
2021年予想EPS	191	191	182	182	173	173
2022年予想EPS	214	214	205	205	187	187

出所:UBS(2021年3月現在)

投資推奨

経済成長率とインフレ率が上向き、企業利益が過去平均の水準に戻り、経済活動が再開している現在は、投資家が現在の市場環境にふさわしい戦術的ポジショニングと戦略的ポジショニングを見直す重要なタイミングと我々は考える。

バリュー株にはまだ上昇余地あり。

リフレーションに備えたポジションの設定

我々は、バリュー株にはまだ上昇余地があり、投資家はリフレーションに備えたポジションを継続するのが得策だと考える。成長率、インフレ率、債券利回りの上昇は、エネルギーと金融セクターが2020年に出遅れた分を「取り戻す」ための追い風になるだろう。また、小型株は大型株を今後もアウトパフォームする可能性が見込まれる。詳しくは、4～5頁を参照いただきたい。

米ハイイールド債と米シニアローンを推奨資産クラスに加える。

利回りを追求する

ここ数週間で債券利回りは上昇しているが、我々の提示した殆どのシナリオで、当面リスクフリー金利は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、高配当株式のような実質金利がプラスの資産や、他のクレジット資産と入れ替える方策を検討する必要があるだろう。

今月は、米ハイイールド債と米シニアローンを推奨資産クラスに加える。米国は力強い景気回復が期待できるため、債務不履行（デフォルト）は減少が見込まれる。昨年是最も脆弱な発行体がデフォルトし（デフォルト率10%）、さらに信用格付が最近投機的水準に引き下げられた銘柄「フォーリン・エンジェル」がハイイールド債セグメントに入った結果、ハイイールド債の平均信用度が改善した。原油価格が上昇すれば、ハイイールド債指数のおよそ15%を占めるエネルギー・セクター企業の利益と財務体質を支えるだろう。さらに、金利上昇局面において、投資適格債よりもハイイールド債の方が耐性がある。過去の実績では、ハイイールド債と投資適格債の利回り格差と米10年国債利回りは逆相関の関係にある。景気回復と企業のデフォルト率の見通しが明るいことは、シニアローンの投資環境も支えている。シニアローンは変動金利の資産クラスであるため、金利感応度も非常に小さい。

アジアのハイイールド債の推奨も継続する。この資産クラスは利回りが年率7.0%を超えており、2021年末でのトータルリターンを7～8%と予想する。

短期的には、米ドルは米国の債券利回り急騰の恩恵を受けてきた。金利変動が続くようであれば、この状況が続く可能性がある。

ボラティリティを利用して投資と元本保全を目指す

米ドルに対する我々の認識は変わっていない。景気回復が広がれば米ドルのような安全通貨への需要は減少し、ユーロなど景気変動の影響を受けやすい通貨が追い風を受けるとみている。米国の財政刺激策の規模は、デットファイナンス（債務による資金調達）の持続可能性への懸念を高めたが、これも米ドルの重石となる可能性がある。とはいえ、短期的には、米ドルは米国の債券利回りの急騰の恩恵を受けてきた。金利変動が続くようであれば、この状況が続く可能性がある。通貨市場のボラティリティは過去と比べても、株式市場のボラティリティと比べても引き続き低い。したがって、もう一段の米ドル高の恩恵を受けることができる戦略は、米国の債券利回り上昇・価格低下に対する費用効果の高いヘッジ手段になるだろう。また、変動率が高く、資産内での相関の低い投資環境は、一部のヘッジファンドのアウトパフォームを下支えする。

グロース株とテクノロジー株はどの分野も長期的に魅力が高いとの見方に変更はない。

長期的な成長に向けたポジション

リフレ環境に向けて市場のポジション調整が進むなか、グロース株のボラティリティは短期的に続く可能性がある。しかし、グロース株、テクノロジー株はどの分野も長期的に魅力が高いとの見方は変えておらず、投資家は押し目の局

面があれば、5G、フィンテック、グリーンテック、ヘルステックなどのテーマで長期ポジションを築くのが得策と考える。

大手プラットフォーム企業とサブスクリプション企業にも投資機会がある。各社の確立した収益モデルを見る限り、株価の安定まで時間はそれほどかからないだろう。

詳しくは、6～7頁を参照いただきたい。

アジアに投資機会を見出す

今は、戦術的にも戦略的にも中国とアジアの保有比率を高めるよい機会だ。この地域で我々が最も有望だと考える株式市場は中国、インド、シンガポールだ。とりわけ、中国の株式市場は、力強い企業収益と最近の国内レポ金利の急騰を受けた流動性拡大見通しに支えられるだろう。

詳しくは、7頁を参照いただきたい。

サステナブル投資を重視する

我々は、サステナブル投資先には今後数年で売上高も利益も急速に伸びる銘柄が現れるとの見方を変えていない。世界の政策担当者が環境対策の重要性を強調し、グリーンテック企業の株価は大幅上昇した。とはいえ、サステナブル投資テーマのいくつかは急騰したため、銘柄選別、ポートフォリオの構築、投資テーマの選択肢拡大について慎重に検討することがさらに重要になっている。

現在は、中国とアジアの保有比率を高めるよい機会だ。

我々は、サステナブル投資には今後数年で売上高も利益も急速に伸びる分野が現れるとの見方を変えていない。



Mark Haefele
チーフ・インベストメント・オフィサー
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、経済成長とインフレ率の見通し、および景気回復に伴い主要中央銀行がどのような政策路線を取るのかについて議論が交わされた。

- 各国の景気回復については、米国経済が急速に反発する一方で、欧州は緩やかに回復するなど、ペースが一致しないと予想する。
- インフレ率は今後数カ月で急騰するが、各国の金融当局はその先を見据えているというのが参加者のコンセンサスだった。だが、インフレ率の長期見通しについては意見が分かれた。インフレの加速が収まると予想する参加者がいる一方で、インフレ率の上昇が続き、中央銀行が対処を迫られると予想する参加者もいた。
- 全体として、参加者はリスク選好スタンスを維持し、各国が景気支援助姿勢を維持すると予想した。複数の参加者は、日本のように景気感応度が高い市場や、ユーロ圏のように世界の景気回復から出遅れそうな地域の投資機会に注目した。

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