

高インフレ下、企業利益が株価をけん引

Weekly Global

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

今週の要点

FRBはインフレ率の高止まりを黙認する姿勢

10月の米国消費者物価指数(CPI)は前年同月比6.2%上昇し、1990年11月以来最大の伸びを示した。物価の上昇は広範囲にわたっており、価格変動率の極端に大きい品目を除いて算出するトリム平均CPIも、前年同月比で4.1%増と2021年初めから2%上昇している。この数字は、供給の目詰まりの解消に想定以上に時間がかかっており、インフレ率が2022年半ばまで高止まりする可能性を示唆するものだ。米連邦準備理事会(FRB)の忍耐強さが試されており、株式市場では株価の変動率(ボラティリティ)が上昇している。だが我々は、FRBが圧力に屈して時期尚早な利上げを行うとは考えておらず、インフレ率が株価上昇の終焉をもたらすとは予想していない。パンデミックに起因する世界のサプライチェーンの混乱が解消されてくれば、物価上昇圧力はいずれ和らぐだろう。エネルギー価格は、高止まりはするものの、落ち着いてくる可能性が高い。また、特に新学期の開始に伴い労働市場に戻ってくる人が増えると見込まれるため、賃金上昇に歯止めがかかるだろう。FRB高官は、インフレと雇用関連指標がパンデミックにより一時的に歪んでいる状況と、経済正常化に伴う急激な需要拡大に引き続き注意を払っている。パウエルFRB議長は11月の連邦公開市場委員会(FOMC)後の記者会見で、「(コロナ後の世界は)さまざまな意味で以前と異なっており、我々はそうした状況を受け入れる用意がある」と述べた。

要点: 予想を上回るインフレ指標が続いており、サプライチェーンの目詰まりの解消には想定以上に時間がかかっている。だが、我々の基本シナリオでは、インフレ圧力は来年中に徐々に後退し、FRBは緩和的な政策運営を継続すると見込む。これを踏まえ、伝統的な債券(アジア・ハイイールド債を除く)にはほとんど上値余地がないことから、利回り追求への多様なアプローチをとることを推奨する。

企業利益の回復が株価上昇を支え

米国企業の7-9月期(第3四半期)決算発表シーズンが終わりに近づく中、好調な業績が引き続き株価を支えている。サプライチェーンの混乱にもかかわらず、S&P500種企業の売上高は前年同期比17%増加する一方、利益は今年38%以上伸びており、予想を10ポイントほど上回っている。こうした力強い企業利益は米国にとどまらない。ユーロ圏ではおよそ89%の企業がすでに決算発表を終えているが、利益予想を上回った企業は72%に上る。目先株価に上昇余地があるのはユーロ圏だ。ユーロ圏はその他地域よりも企業利益が大きく伸びており、今年の利益成長率を60%と予想する。パンデミックに伴う行動制限の緩和、在庫の積み増し、EU復興基金の支出開始により経済が急拡大しており、リスクは上振れ方向に傾斜している。MSCI EMU指数の12カ月予想利益に基づく株価収益率(PER)は16倍程度であり、バリュエーションはまだ割安に見える。低金利環境を踏まえれば、PERが約17倍というのは妥当だろう。また、収益を重視する投資家にとって、配当利回りが2.8%の欧州株式は、利回りがゼロかそれを下回る国債対比で魅力的に映る。

要点: 力強い企業利益がグローバル株式市場を支えており、我々はS&P500種株価指数が2022年12月末までに5,000ポイントに達するとみている。一方、ユーロ圏は好調な世界経済の恩恵を受けることが予想されるため、世界の景気回復による勝ち組銘柄を推奨する。

今週の動き

- 1. 各国のインフレ指標に市場は動揺するか?** 10日に発表された10月の米国CPIは過去30年間で最も早いペースで物価が上昇していることを示す内容となったが、各国株式市場は比較的落ち着いた反応だった。今週はユーロ圏、カナダ、日本、英国のインフレ指標が発表される。グローバル市場の基調を決定するのは概ね米国の指標ではあるが、それ以外の地域で想定外の指標が発表されれば投資家が動揺する可能性もある。全体的に見れば、各国中央銀行は足元のサプライチェーンの混乱は一時的との姿勢を崩さず、緩和的な政策を維持することが予想される。
- 2. 欧州企業的好調な利益は継続するか?** 欧州企業の利益は今のところ予想を上回っており、ユーロ圏株式に対する我々の強気見通しを裏付けている。この流れは継続するとみられ、ユーロ圏株式を含め世界の経済回復による勝ち組銘柄を推奨する。
- 3. COP26は終了したが、各国政府や企業は環境対策を遂行するだろうか?** COP26が終了した。成果については見方が分かれるところだが、成功の真の評価は、政府、企業、投資家による今後の具体的な活動に委ねられるだろう。力強い潮流が続く、多くの投資機会がもたらされることが期待される。

COP26の成果は限定的だが、グリーンアジェンダ(環境対策)は揺るがない

11月13日に第26回国連気候変動枠組条約締結国会議(COP26)が終了したが、具体的な対策というより公約が多かった、というのが大半の意見である。本会議での進捗は限定的ではあったが、グリーンアジェンダが既定路線であることに変わりはなく、前向きな動きがいくつかみられた。まず、米国と中国が気候変動対策で協力を強化すると共同声明を発表し、市場を驚かせた。また、石炭、メタンガス、森林破壊についても合意に至った。会合以外に目を向けると、温室効果ガス排出削減に向けた各国の取り組みが確認できた。バイデン米大統領は5,550億米ドル規模のクリーンエネルギー対策を盛り込んだ包括経済法案について議会承認をめざす一方、欧州連合(EU)も2030年までに温室効果ガスを55%削減するための政策「Fit for 55」を公表している。また、投資家、企業、消費者の意識の高まりを背景に、グリーンアジェンダの政策支援への依存度が低下しつつある。サステナブル投資残高は過去2年間に15%増加し、35兆米ドルに拡大した。消費者は環境インパクトの低い企業の製品を好む傾向を強めている。中国では、政府補助金の削減にもかかわらず、2021年1月~8月までの電気自動車(EV)販売台数は179万台と、前年から194%増加した。

要点: 温暖化ガス排出ネットゼロ社会への移行は、クリーンエネルギー、エネルギー効率化・デジタル化、電化・蓄電池、バイオエネルギー、グリーン金融など、幅広い分野における投資機会を提供すると期待される。

今週の動きをどう見るか

高インフレ下、企業利益が株価をけん引

Mark Haefele
チーフ・インベストメント・オフィサー

市場はどう動いたのか？

米国の物価上昇率は30年ぶりの水準に達した...10月の米消費者物価指数(CPI)の上昇率は前年同月比で6.2%となり、1990年11月以来の高水準となった。エネルギー価格および食品価格が物価全体を大きく押し上げたが、それらを除いたコアCPIも前年同月比で4.6%上昇した。

米国のイールドカーブはベアフラット化...CPI発表当日は、5年・30年国債の利回り格差が5ベース・ポイント(bp)縮小して68.5bpとなり、2020年3月以降で最もフラット化(長短金利差の縮小)が進んだ。市場が織り込む利上げ開始のタイミングは2022年7月に前倒しされた。S&P500種株価指数は反落したが、週末は最高値をわずかに0.4%下回る水準で終えた。

企業の利益成長率は引き続き市場予想を上回った...米国の7-9月期(第3四半期)決算シーズンは終わりに近づいているが、市場予想を上回る業績を発表した企業数は過去平均を上回った。

市場の動きをけん引した要因は何か？

先週は株式市場のボラティリティ(変動率)が一時的に急上昇し、米国のイールドカーブがベアフラット化(短期金利が長期金利以上に上昇し、長短金利差が縮小)した。これは、インフレ高進で急激な金融引き締め策が取られ、景気が減速しかねないとの懸念を反映したものと考える。各インフレ指標は市場予想を上回っており、金利および株式市場のボラティリティがさらに上昇する可能性がある。

インフレ高進はしばらく続く可能性があるが、来年には鈍化するとみている...物価上昇は予想以上に広がりを見せ、また長引いており、目標を上回る上昇率は今後数カ月にわたり続くと見込まれる。しかし、我々の基本シナリオでは、2022年には需給不均衡が徐々に解消され、エネルギー価格が安定化し、多くの労働者が労働市場に戻ってくるとみており、物価上昇率は足元の高水準から減速すると考える。これにより消費者、金利、企業に対する圧力が軽減され、株式市場にとっては好ましい環境となるであろう。

...米連邦準備理事会(FRB)は忍耐強く待つ姿勢を維持するであろう...不透明な経済環境を前に、FRBは政策運営について慎重に判断し、利上げに関して忍耐強く待つ姿勢を維持するとみている。11月の米連邦公開市場委員会(FOMC)会合の重要なメッセージの1つは、経済データ(物価と雇用の双方)がパンデミックにより歪められており、政策当局者は過剰に反応すべきではないということである。そのため、FRBの忍耐強い姿勢は物価上昇により試されることになろうが、FRBは時期尚早の引き締め政策による景気の腰折れは回避したい考えと思われる。

...良好な企業ファンダメンタルズ(基礎的条件)が引き続き注目され、株式市場の上昇を後押ししよう。S&P500種構成企業の92%が第3四半期の決算発表を終えたが、80%の企業は利益が市場予想を上回った(過去5年平均は76%)。増収率は前年比17%となり、サプライチェーンの問題を抱えながらも企業の売上(中央値)はコンセンサス予想を2%上回った。需要が旺盛なため、企業はコスト上昇の価格転嫁が容易となっている。S&P500種構成企業の第3四半期の利益率は過去最高の水準が維持された。最終的に、第3四半期の前年同期比増益率は38%を超え、市場予想を約10%ポイント上回った。欧州では、企業の約89%が決算発表を終え、72%は利益が市場予想を上回った。世界全体の1株当たり利益(EPS)成長率は、2021年が+43%、2022年が+9%になると予想する。堅調な企業業績は、短期的には株式市場の追い風になると考える。

これは投資家に何を意味するのか？

S&P500種は最高値圏にあるが、高い経済成長率、堅調な企業業績、金融緩和政策がインフレ懸念よりも優勢となり、株式市場の一段の上昇を後押しすると考える。エネルギー株、金融株、米国中型株、ユーロ圏株式、日本株式など、世界的な経済成長の恩恵を受ける株式を推奨する。

今後数カ月はインフレが高止まりし、金利の低位推移が続くと予想されることから、キャッシュや高格付債の実質価値は目減りすると考える。プラスの実質リターンを獲得するため、米国シニアローン、アジア・ハイイールド債、一部の高金利通貨や、プライベート・クレジットなどの非伝統的な利回りの源泉に注目したい。

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 SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社(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。銘柄の選定はお客様ご自身で行って頂くようお願い致します。

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ものです。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。また当社では税務、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 SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 3233 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

当社における国内株式等の売買取引には、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社のお客様の場合、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。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 SuMi TRUST ウェルス・マネジメント 2021 無断転載を禁じます。UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社はすべての知的財産権を留保します。事前の許可なく、本資料を転載・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 SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社は、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