

# 不確実性に備える

## Weekly Global

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

### 今週の要点

#### 不確実性に備えてヘッジを検討する

株式市場は、ウクライナ情勢悪化の報道および中央銀行の利上げペース加速への懸念からボラティリティ(変動率)が高まった。

ウクライナ東部ドンバス地方へのロシアの大規模攻撃により、当面は停戦が期待できない状況となった。一方、米国の金融市場では、米連邦準備理事会(FRB)高官のタカ派的なコメントを背景に、先物市場が約 260 ベーシスポイント(bp)の利上げを織り込んだ。これは、1994年の利上げ局面を上回る引き締めペースである。

また、欧州中央銀行(ECB)でも高官から早期利上げを支持する発言が続いている。ECB政策委員会メンバーのナーゲル独連邦銀行(中銀)総裁は、資産購入が6月末に完了すれば、「7-9月期の初め」に利上げ着手の可能性もあると述べた。

不確実性が高まる中、投資家にはヘッジを強化し、ディフェンシブな株式ポジションを組み入れ、ボラティリティ(変動率)を抑制する戦略を検討することを勧める。

ヘッジファンドは1-3月期に堅調なリターンを示し、株式および国債をアウトパフォームしたことから、分散効果とディフェンシブ性が改めて確認された。マクロ・ファンドの1-3月期のリターンは、四半期リターンとしては1993年以降で最大となった。

当面のボラティリティ上昇局面を乗り切るには、相応の流動性を確保する以外に、投資を継続しつつ急落リスクの抑制も期待できるダイナミックアセットアロケーション(動的資産配分)戦略なども検討できる。

**要点:** 我々の基本シナリオでは、マクロ経済上の逆風は強まっているものの、景気後退は避けられると想定している。しかし、ボラティリティの高止まりが予想されることから、投資家はヘッジを強化し、株式ポートフォリオにディフェンシブ銘柄を組み入れることを勧める。

#### コモディティには上昇余地が見込まれる

この数週間でコモディティ価格高騰の動きが弱まってきた。北海ブレント原油価格は、足元3月末の水準を下回って推移している。UBSブルームバーグCMCIの1-3月期のリターンは22%となったが、これは主にエネルギーがけん引した。ロシア産コモディティの供給混乱もかなり落ち着いてきており、天然ガスの輸出は継続し、4月の石油販売は増加し、金属輸出も総じて減少していない。

しかし、コモディティ市場全体の上昇局面が終わったとは考えていない。4月のCMCIのリターンはすでに4%に達し、エネルギー、産業用金属、穀物に対して引き続き上昇圧力がかかっている。

エネルギーについては、ロシアの輸出は今のところ続いているが、欧州がロシア産天然ガス、原油、石炭の輸入依存度を引き下げる動きを強めている。一方、世界の石油供給能力拡大の動きは引き続き限定的である。OPECプラスはパンデミックに伴う減産の巻き戻しについて慎重姿勢を堅持しており、米国のシェールオイル・ガス企業も規律ある掘削を維持している。

同様の供給制約は他のコモディティでもみられる。原油高の影響で、欧州の産業用金属、特に精錬でエネルギーを大量に消費するアルミニウムや亜鉛の生産コストも大幅に

### 今週の動き

1. **欧州のインフレ指標を受けてECB高官はよりタカ派発言に傾くか？** ドイツ連銀総裁が7-9月期のはじめにも利上げの可能性があると示唆したことを受け、4月29日に発表されるユーロ圏の4月の消費者物価指数(CPI)が今週の注目材料になるだろう。20日に発表されたドイツの生産者物価指数(PPI)が1949年の算出開始以来の高い伸びとなるなど、ユーロ圏CPIはエネルギー価格の上昇による圧力を引き続き反映した数値になりそうだ。だが投資家はインフレのピークが近い兆候を模索するだろう。
2. **ロシア産エネルギーの禁輸措置は拡大するか？** いまのところロシアに対する禁輸措置に伴う混乱は比較的軽微である。ロシアからの天然ガス供給は続いているし、4月のロシア産原油の輸出も今のところ前月比で増加している。だが、ロシア産エネルギーへの依存度を削減する動きは続いており、フランスのルメール経済・財務相は、EU加盟国内でロシア産原油の禁輸措置を継続して検討していると述べている。ロシア産天然ガスへの依存度引き下げ計画も進行中だ。
3. **好調な決算発表シーズンは持続するか？** 米国の2022年1-3月期決算発表シーズンが始まった。企業によって内容はまちまちだが、総じて好調だ。投資家はこの流れが継続し、FRBの金融引き締めペースに対する懸念を和らげることを期待しているだろう。また26日に発表される4月の米消費者信頼感指数に、底堅い家計消費が引き続き企業利益の伸びを下支えする兆候を期待するとみられる。

上昇している。また、ウクライナ危機の影響は、世界有数の穀物輸出国であるロシア、ウクライナ双方の農産物輸出にも及んでいる。

*要点: コモディティ指数の今後6カ月のトータル・リターンには10%の上昇余地があるとみている。このため、投資家にはコモディティの買いポジションを維持し、特に市場環境に適応した機動的なアクティブ・コモディティ戦略を勧める。*

### **1-3月期決算は銘柄選別の必要性を浮き彫りに**

米国の2022年1-3月期決算シーズンは好調なスタートを切った。S&P500種企業のうち決算を終えたのはまだ4分の1程度だが、そのうち8割近い企業が利益予想を上回っており、こうした底堅い決算がさらに続くと予想している。我々は、2022年の1株当たり利益(EPS)成長率を約10%と予想しており、総じて好調な1年になると見込む。

だが、ここまでの決算は、銘柄選別が必要であるとの見方を我々の裏付ける内容でもある。

米電気自動車大手の利益が過去最高を記録したことは、第1四半期の業界全体の電気自動車(EV)販売台数が前年同期比120%近く増加するとの予想(調査会社EVvolumes.com調べ)と一致する。これは、電化、カーシェアリング/配車サービス、自動運転等を含むスマート・モビリティに向けた幅広い流れの一環とみている。

魅力的なバリュエーションとディフェンシブ性を備えたヘルスケア・セクターも好調なスタートを切った。決算発表を終えた企業はまだセクター全体の10%に満たないが、現在のところ全社が利益予想を上回っている。

一方、動画配信大手は会員数が減少に転じたため、決算発表後に株価が3割強下落した。この決算がサブスクリプション・サービスに対する力強い成長見通しに影を落とすものではないと考えるが、現時点では個別銘柄ベースの投資判断が有効だろう。

*要点: 我々の基本シナリオではS&P500種株価指数は年内上昇すると想定しており、年末の予想を4,700ポイント(現在は4,270ポイント)と予想してはいるが、銘柄は厳選した方が良いだろう。ディフェンシブ銘柄や、5Gやスマート・モビリティなど長期的な成長見込みのあるテーマに注力することを勧める。*

## 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 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。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 2022 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