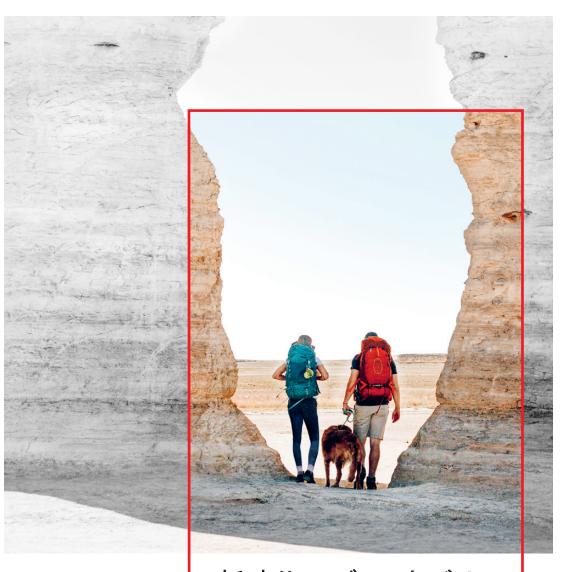
Year Ahead 2022

2022**年の見通し** UBS House View

日本版

チーフ・インベストメント・オフィスGWM インベストメント・リサーチ



新時代のディスカバリー



Year Ahead 2022 - UBS House View

本稿はUBS AG、UBS AG London Branch が作成した"Year Ahead 2022 – A Year of Discovery"(2021年11月18日付)を翻訳・編集した日本語版として2021年12月10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。



Angkor Wat (Cambodia) Pexels / Van Trang Ho

読者の皆様へ

Year Ahead 2022「新時代のディスカバリー」にようこそ。

新型コロナウイルスのパンデミックによる混乱、損失、ロックダウン、そして経済再開という2年間を経て、私たちは今「新時代のディスカバリー」の年を迎えようとしています。

2022年は前半と後半で景色が変わると予想します。前半は経済成長率とインフレ率が高い状況が続き、ユーロ圏をはじめ景気動向に敏感な市場に投資機会が生まれるでしょう。しかし後半には成長率とインフレ率が低下し、ヘルスケアなど比較的ディフェンシブなセクターにもよい環境が訪れると考えます。国債金利、債券利回り、各種スプレッドも低い状況が続くことから、投資家にはリターン獲得のために、これまでと違うアプローチも必要になるでしょう。

さらに先を見据えると、温暖化ガス排出量実質ゼロ(カーボン・ネットゼロ)への移行とデジタル化による創造的破壊が、これからの10年で最も大きな投資トレンドとなることが予想されます。その結果、グリーンテックや持続可能な社会の実現に貢献する技術、さらには人工知能(AI)、ビッグ・データ、サイバーセキュリティなどのイネーブリング技術関連に投資機会が見いだせると考えます。

Year Ahead 2022が、変化し続ける世界を乗り切るために必要な今後の視点、展望、そして投資アイデアをご提供できましたら幸いです。



Igbal Khan

Co-President, UBS Global Wealth Management, and President, UBS EMEA



Tom Naratil

Co-President, UBS Global Wealth Management, and President, UBS Americas

09

The Year Ahead





2022年の見通し

09 2022年、新時代のディスカバリー Mark Haefele

主な疑問

- **14 インフレ率は今の水準にとどまるのか?** 我々のインフレ見通しは投資家に何を 示唆するか?
- 18 2022年の経済成長要因は何か? 我々の経済成長見通しは投資家に何を 示唆するか?
- 21 どのような経済政策が打ち出されるのか? 我々の政策見通しは投資家に何を 示唆するか?

投資アイデア

- 26 世界経済の成長から恩恵を受ける 勝ち組を買う 上昇局面を逃したようだが、 今買う必要はあるのか?
- 31 ヘルスケアに投資機会を見出す 自分の医療費はいくら必要か?
- 34 「非伝統的な」利回りを追求する ライフスタイルを維持するためにはど の程度の資産が必要か?
- 39 **米ドル高に備えたポジショニング** ポートフォリオの通貨配分をどのよう に考えたらよいか?

42 今後10年を 見据える



今後10年の見通し

- 42 今後10年を見据える
- 45 今後10年の投資
- **47 資産クラス別の見通し** 理想的な資産配分のポートフォリオ をどのように構築したらよいか?

投資アイデア

- **51 創造的破壊技術への投資** ポートフォリオに暗号資産を組み入れる べきか?
- 56 カーボン・ネットゼロに向けたポジション どのようにサステナブル投資を活用して、 投資家個人の目標を実現できるか?

Appendix

- 62 2021年の振り返り
- 64 資産クラス別予想
- 66 経済予想



Great Pyramid of Giza (Egypt) Pexels / Spencer Davis

2022年、 新時代のディスカバリー

金融市場は「新時代のディスカバリー」の年を迎える。パンデミックの影響に支配された2年間を経て、成長率とインフレ率の何が新しい「ノーマル」になるのか、経済政策がそれにどう応えるかを見極める年になるだろう。多くの人々にとっても、2022年はディスカバリーの年になるだろう。パンデミックは人々の人生、目標、価値観に大きな影響をもたらしたが、ここからは失われた喜びや新しい価値観を再発見していくことになるだろう。これからの1年は、世界に影響を与える主要トレンドや投資家にとって最も重要な事柄をポートフォリオに取り入れてゆく機会となるだろう。



Mark Haefele Chief Investment Officer Global Wealth Management



インフレ率

新たな需給の均衡点を発見する

インフレ率は今のところ高水準にあるものの、 需給のミスマッチが解消し、エネルギー価格 が安定し、労働市場のミスマッチが緩和するこ とで、2022年中には落ち着くと予想している。 その結果、企業利益率への下押し圧力が弱ま り、利上げの緊急性が低下するため、株式市場 への追い風となるだろう。ただし、需給の新たな 均衡点が見つかるまでの過程では、投資家が 乗り越えるべき不透明感が生じるだろう。



成長率

前半と後半で景色が異なる1年

2022年は、前半には世界経済成長率が過去 平均を大幅に上回るものの、後半には経済が 完全に再開し、過剰貯蓄が消費され、緊急の 景気刺激策が終了して正常化に向かうという、 二分された年になると考える。地域ごとの動き も同じようなパターンをたどるだろう。前半には 先進国は新興国に比べて異例な強さで成長 し、後半に入ると新興国が相対的に高い成長 率を取り戻すとみている。



導入した緊急の金融緩和策を縮小するだろう。 米連邦準備理事会(FRB)は量的緩和策を年央 までには終了し、欧州中央銀行(ECB)は債券購 入プログラムをさらに縮小する可能性が高いと みている。イングランド銀行、カナダ銀行、ニュ ージーランド準備銀行は利上げに踏み切ると予 想する。しかし、年央にはインフレ率も経済成 長率も低下する見込みが高いため、政策決定 者たちは過度な引き締めリスクには慎重になり そうだ。



見通し

ディスカバリーの年

我々は株式市場に対し強気のスタンスで新し い年を迎える。特にユーロ圏株式など、世界経 済が成長する中での勝ち組企業に注目してい る。もっとも、成長率は2022年の途上で鈍化が 見えてくるため、ヘルスケアなどのディフェンシ ブ・セクターに有利な環境が訪れるだろう。低金 利、低利回り、低スプレッドの状況は、引き続き 「非伝統的な」高利回り商品の物色が有効であ ることを示す。米ドルも推奨する。長期的には、 人工知能(AI)、ビッグ・データ、サイバーセキュ リティなどの創造的破壊技術や、温暖化ガス排 出量実質ゼロ(カーボン・ネットゼロ)関連の投資 に機会があるとみている。

2022年より先を見据えた投資



世界経済の成長から恩恵を受ける勝ち組を買う

2022年前半も経済成長の堅調な推移が見込まれることから、ユーロ圏株式と日本株式、米国中型株、世界の金融、コモディティ、エネルギー株が恩恵を受けるだろう。2022年に我々が有望と考える22銘柄も特定した。

詳しくは26頁参照



ヘルスケアに投資機会を見出す

2022年は高い経済成長率で始まるとみているため、前半は景気動向に敏感なセクターに有利と予想するが、その後は成長が鈍化するため、よりディフェンシブなセクターに有利な市場環境になるだろう。ヘルスケア・セクターは株価水準が割安で、しかもディフェンシブ株の特徴と構造的なグロース株の特徴を兼ね備えている。

詳しくは31頁参照



「非伝統的な」利回りを追求する

主要中央銀行は緊急緩和策を縮小する可能性が高いが、金利は低水準を維持するだろう。したがって、インカム収入を求める投資家には、米シニアローン、一部のハイイールド債、債券のアクティブ投資、プライベート・クレジット、高配当株など、「非伝統的な」利回りの源泉の物色を検討することを勧める。

詳しくは34頁参照



米ドル高に備えたポジショニング

FRBのテーパリング(債券購入の段階的縮小)に世界的な経済成長率の鈍化が重なって、2022年には米ドルに有利に働くとみている。各国の金融政策に違いが鮮明となり、英ポンド、米ドル、ノルウェー・クローネなどの「タカ派」国の通貨が、スイス・フラン、ユーロ、日本円といった「ハト派」国・地域の通貨に対して上昇すると予想する。

詳しくは39頁参照



創造的破壊技術への投資

今後10年を見据え、創造的破壊をもたらす3つのイネーブリング技術として、人工知能(AI)、ビッグ・データ、サイバーセキュリティに注目している。投資家には巨大ハイテク銘柄から中型株にも物色対象を広げ、さらにはプライベート・エクイティで成長機会を捉えることを勧める。

詳しくは51頁参照



カーボン・ネットゼロに向けたポジション

カーボン・ネットゼロ(温暖化ガス排出量ネットゼロ) への道程は、次の10年で最も重要な投資トレンドの1つになるとみている。グリーンテック、清浄な空気を生み出し二酸化炭素(CO2)を削減する技術に加え、従来のコモディティ、炭素排出量取引、および環境・社会・ガバナンス(ESG)のリーダー企業に投資機会があるとみている。

詳しくは56頁参照





Great Wall of China Unsplash / Markus Winkler



インフレ率は今の水準にとどまるのか?

2021年、財とサービスの価格は2008年以来の高い上昇率を記録し、個人消費、金利、企業利益率への影響が懸念されるようになった。我々の基本シナリオでは、2022年は後半に向けて現在の高インフレ率が低下するため、消費者、金利、企業への圧力も下がり、株式市場を支えるだろう。

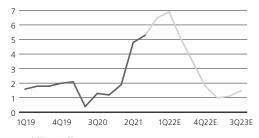
需給のミスマッチは解消する

2021年のインフレ率の高騰は、供給能力を上回る需要の異例な拡大の結果であり、しかもパンデミックによるサプライチェーンの混乱が状況悪化に拍車をかけたと我々はみている。その結果、一部の財には配送の遅延、在庫不足、価格上昇が生じた。だが、インフレが予想以上に幅広く長期化した一方で、中古自動車やアパレルなど、需要急増の影響を最も受けた財とサービスの価格は正常化し始めている。財からサービスへと需要が移るにつれて、需要と供給には新たな均衡点が見つかるだろう。

図表1

2022年にはインフレ率は低下を予想

米国CPIインフレ率(前年比、%、UBS予測値)



Q=四半期、E=予想 出所:UBS、2021年11月

エネルギー価格は安定を予想

エネルギー価格も、主要地域での新たな生産能力の稼働を受けて下落し、現在よりはやや高水準ながら、安定に向かうと予想する。その結果、インフレ率の上昇圧力と経済成長の低下圧力はいずれも緩和するだろう。この見解に対するリスクとしては、北半球における異例の厳冬(在庫が枯渇しかねない)や気候政策(拡大するエネルギー需要とカーボン・ゼロ目標とのバランスを慎重に取る必要がある)などが挙げられる。

労働市場のミスマッチが緩和すれば、賃金上昇 圧力が低下する

経済活動の再開とともに、一部セクターでは 労働者不足が深刻化してきた。米国では、8月 までの1年間で仕事を辞めた人が3,000万人を 超えており、本稿執筆時点で、就労者がパンデ ミック前よりもおよそ500万人少ない。求人数が 記録的な数に達し、賃金の伸び率も加速してい るのにはこうした事情が背景となっている。 今後は、労働市場に復帰する労働者の数が増 え、離職率も低下して正常化するだろう。その 結果、賃金上昇率も安定するだろう。

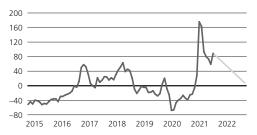


の投資家が今後12カ月間でインフレ率の上昇が加速すると予想し、38%がポートフォリオの対応策として株式の保有比率を引き上げると回答した。

出所:2021年第3四半期UBS投資家センチメント調査

図表2

エネルギー価格の上昇は鈍化の見込み ブレント原油価格(前年比変化率、%、CIO予測値)



─ ブレント原油(実績) 予測

出所:ブルームバーグ、UBS、2021年9月

(<u>!</u>)

我々のインフレ見通しは投資家に何を示唆 するか?

インフレ率は、米国では2021年末の前年比6.5%から2022年末には同1.8%へと低下し、ユーロ圏でも同じ期間で4.1%から1.2%へ低下するのに対し、中国では1.5%から2.3%へと若干の上昇を予想する。その結果、企業の利益率への下押し圧力が弱まり、過度な利上げの

必要性が低下して、株式市場には有利な投資環境になるだろう。我々のこの見解が正しければ、ユーロ圏株式や日本株式、米国中型株など、世界の経済成長の勝ち組とされる資産クラスのパフォーマンスが今後も好調に推移するだろう。コモディティ関連とエネルギー関連銘柄も魅力的に見える。経済成長率が高い場合や高インフレ率が続いた場合にも上昇が見込めるからだ。

リスク・レーダー

高いインフレ率が予想以上に長く続いたらどうするか?

2022年は後半に向けてインフレ率が低下するとみているが、高インフレ率が予想以上に長く続く可能性はある。これには様々な原因が考えられる。冬季の悪天候でコモディティの在庫が枯渇し価格が高止まりする、環境規制で汚染に対する税金が予想以上に高くなる、労働市場が予想通りに回復しない、といった可能性だ。パンデミックで引き起こされた問題の解決に時間がかかる、といったことも考えられる。

このようなシナリオにおける市場へのリスクは様々だ。第1に、高インフレ率が続くと、消費者需要を圧迫し始める可能性がある。第2に、中央銀行が統計データのシグナルを見誤って、あまりにも早い時期に、あまりに突然、あるい

はあまりに極端な利上げを実施する可能性がある。第3に、相次ぐ「一過性の」経済ショックに中央銀行の不作為が相まって個人と企業のインフレ期待が上昇し、各国の中央銀行が信頼回復のために利上げを迫られる可能性だ。

高いインフレ率が継続する環境の中で恩恵を受けそうな投資アイデアとしては、価格決定力のある企業の株式、エネルギーやコモディティ関連、そしてインフラ関連の株式などが挙げられる。インフレに関する不安が高まると、株式と債券の相関も高まりかねない。その場合にはヘッジファンドがポートフォリオの分散に寄与できる。金(gold)は戦略的な投資分散の手段として有益だが、インフレとの相関は低い。

UBS Wealth Way

インフレはなぜ重要なのか? 投資家はインフレにどう備えるべきか?

インフレーションは、短期的には経済成長への期待や金利見通しに影響を及ぼしてポートフォリオのボラティリティ(変動率)を高める可能性がある。 長期的には、資産価値が目減りし、一定の資金で買える財やサービスの量を減少させる。

金利がインフレ率を下回っている時は特に問題だ。2008年以来、米ドルの購買力は17%低下し、英ポンドは18%、ユーロは13%、スイス・フランは1%低下した。

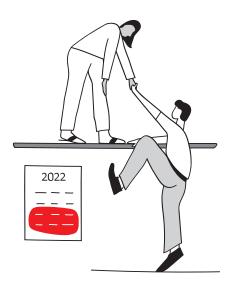
資産価値の長期的な低下を緩和するために、投資家にはできることがいくつかある。(1) 実質ベースでプラスのリターンが期待できる資産とポートフォリオに投資する、(2) 価格決定力が高い企業への投資を検討する、(3) コモディティ企業の株式、または資産が十分に分散されたアクティブ運用型コモディティ戦略を組み入れる、(4) 通貨分散を検討する。高インフレ率は、各国の国内現象であることが多いからだ。

UBS Wealth Wayの考え方は、インフレへの備えとして、投資家の人生に必要な資産を3つの戦略に分類する。その3つとは、Liquidity—流動性戦略、Longevity—老後戦略、Legacy—資産承継戦略である。

これにより投資家は、さまざまな想定されるインフレ状況が、人生における支出目標にどう影響するのかを評価し、退職目標日や支出プランをそれに合わせて調整できる。

UBS Wealth Wayは、お客様がUBS Switzerland AG、UBS AG、UBS Financial Services Inc.、およびクライアント・アドバイザー(お客様担当)とともに、様々な時間軸において、それぞれのニーズと目標を明確にし、実現する上での指針となるLiquidity. Longevity. Legacy.戦略(流動性戦略、老後戦略、資産承継戦略)を組み入れた考え方です。この考え方は、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。すべての投資商品は、元本の全額を失うリスクを含む損失リスクを伴います。時間軸は様々です。戦略はお客様の長期目標、中期目標、適合性によって変わります。

2022年の 経済成長要因 は何か?



2022年は前半と後半で景色が変わると予想する。前半は世界の経済成長率が過去平均を大きく上回るものの、後半に入ると経済活動再開の影響が消えて正常水準へと低下するだろう。現在の力強い成長モメンタムは、株式市場の景気敏感セクターに有利に働き、年後半の正常化プロセスでは、ディフェンシブ・セクターであるヘルスケアが支えられるとみている。

61%

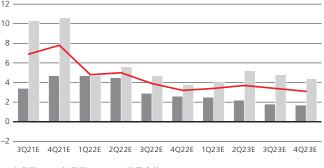
の投資家が、今後12カ月間 の世界経済見通しを楽観 している。

出所:2021年第3四半期UBS投資家センチメント調査

図表3

前半と後半で景色が変わる1年を予想

実質GDP成長率(前期比、%、先進国と新興国)



■ 先進国 ■ 新興国 — 世界全体

Q=四半期、E=予想

出所: Haver、CEIC、各国の統計数値、UBS、2021年11月

前半と後半で景色が変わる1年

2022年の前半は、経済活動の再開と過剰貯蓄の取り崩し、そして企業の在庫補充によって世界経済が牽引される見込みである。だが、後半に入ると過剰貯蓄がほぼ枯渇し、量的緩和策が縮小し、経済再開は概ね完了するため、成長率は正常化するだろう。2022年の世界の国内総生産(GDP)成長率は、2021年の6%から4.7%への減速が予想される。四半期ごとの平均成長率は、前半の年率4.9%から後半には3.5%へと減速する見込みである。

先進国から新興国へ

地域別の動きも同じような「前半と後半で景色が変わる」パターンをたどるだろう。つまり、前半には先進国が新興国よりもはるかに力強く成長し、後半には新興国の成長率が先進国を上回ると予想する。全体として、我々はユーロ圏のGDP成長率を4.8%、米国の成長率を4.2%、また日本を除くアジア諸国の成長率を5.7%、うち中国は5.4%と予想する。

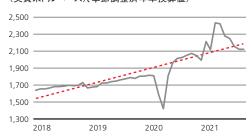
財からサービスへ

2021年の個人消費支出は、財の消費が例年を 大幅に上回った。2022年は、消費者が旅行や 娯楽への欲求を再認識し、支出が財からサー ビスへと移行するだろう。全体として、2022年に は累積していた過剰貯蓄が枯渇して個人消費 支出の伸びは鈍化し、企業支出が経済成長に 大きく寄与するだろう。

図表4

財からのシフト

米国の耐久消費財実質支出(2012年連鎖ドル (実質米ドルベース)、季節調整済年率換算値)

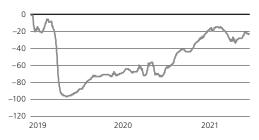


出所:ブルームバーグ、UBS、2021年10月

図表『

サービスへのシフト

米国の旅行者数(TSA調べ、対2019年比、7日移動平均、%)



出所:ブルームバーグ、米運輸保安庁(TSA)、2021年10月

(<u>i</u>)

我々の経済成長見通しは投資家に何を示唆 するか?

以上を踏まえると、投資家は景気敏感セクターと 先進国市場の保有比率をやや高くして2022年を 迎えることが得策と判断する。具体的には、 ユーロ圏株式、日本株式、米国中型株に加え、 経済活動再開から恩恵を受ける米国、欧州、 アジアの銘柄を推奨する。

だが年が明けて時間が経過し景気回復のペー スが鈍化すると、これらのポジションの牽引力は 弱まるとみてよさそうだ。したがって、投資家は、 景気敏感株のポジションと、我々が推奨するデ ィフェンシブ・セクターであるヘルスケアとのバラ ンスを取りながら、企業の設備投資や公共投資 に関連する銘柄を物色することが望ましい。 企業利益と経済成長率の伸びが期待される今、 新興国市場と中国市場の最近の下落は、 アジア地域に長期の戦略的ポジションを構築 するよい機会とも捉えられる。

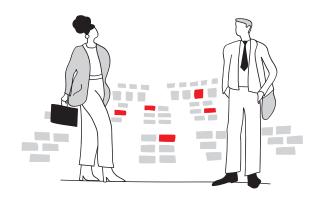
リスク・レーダー

我々の成長見通しに対するリスクは何か?

- 価格の高止まり、人件費の上昇が消費者物 価に転嫁され、需要の低下につながる。
- 主要中央銀行が高いインフレ率に過剰反応 して、あまりにも早く、あまりにも突然、あるい はあまりにも極端な利上げを実施する。
- 中国の規制強化が不動産市場の大幅下落 を引き起こし、中国やその主要貿易相手国 の経済成長率が著しく低下する。
- 変異株の登場で新型コロナウイルスの感染 が再拡大するか、ワクチンの効果が薄れる 兆候を受けて新たな経済規制が講じられる。

サプライチェーンの混乱の継続、エネルギー - 米中間の緊張が再燃して世界貿易に影を落 とす、あるいはイランの核開発をめぐる問題 が原油の供給と価格に影響を及ぼす。

> 低成長期に市場をアウトパフォームする投資 アイデアとしては、ヘルスケアなどのディフェン シブ銘柄、長期倩、米ドルなどが挙げられる。



どのような経済政策が打ち出されるのか?

米連邦準備理事会(FRB)は量的緩和の縮小を2022年半ばまでに終了し、欧州中央銀行(ECB)は債券買い入れ額の縮小を進め、イングランド銀行、カナダ銀行、ニュージーランド準備銀行は利上げに動くものと予想する。しかし、インフレ率と経済成長率は年央までに鈍化する可能性が高いことから、過度な引き締めとならないよう、政策当局者は慎重な姿勢を維持するだろう。我々の基本シナリオでは、金融引き締め政策は株式市場の上昇の妨げとはならないとみている。

政策リスクを切り抜ける

2022年は経済政策の過誤が投資家と世界経済にとっての主要リスクの1つになるだろう。経済成長率とインフレ率はともに2022年後半には正常な水準に落ち着くとみているが、正常化のタイミング、ペースや順番については不確実性が高いことから、投資家と中央銀行には過度な警戒感や安心感が生まれやすい状況となるだろう。

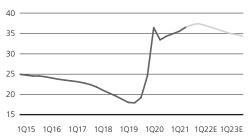
緩やかな金融引き締め政策

我々の基本シナリオでは、FRBは債券購入プログラムの縮小を2022年半ばまでに終了させると見込んでいるが、景気の先行きについて不透明な兆候がみられた場合、FRBは必要以上に緩和姿勢を強める可能性がある。

図表6

FRBは量的緩和を縮小するものの、 緩和政策を維持すると見込む

FRBのバランスシートの対国内総生産(GDP)比率



Q=四半期、E=予想 出所: UBS、2021年11月 我々の予想通りインフレ率が鈍化した場合、FRB は2023年まで政策金利を据え置き、ECBと日銀はそれよりさらに長く現行の政策金利を維持すると見込む。イングランド銀行、カナダ銀行、ニュージーランド準備銀行は、2022年に緩やかな利上げを行うと予想する。

財政政策は補助的な役割を担う

2022年は財政政策の役割が弱まるだろう。世界の財政赤字の対GDP比率は2022年に5.0%まで縮小すると予想する。2019年の3.4%に比べると依然高いが、2021年の7.6%からは改善を見込む。ユーロ圏と日本の財政政策は景気をさらに下支えすると予想するが、米国のインフラ法案は1兆米ドルに落ち着き、当初案に比べて規模が縮小した。ドイツは新政権の下、恒常的な財政赤字が続くと見込む。欧州では、新型コロナからの復興基金の中核をなす「復興・強靭化ファシリティ」の資金配分が2022年から2023年にかけて行われる見込みだ。日本では、新たな経済対策はGDPの約6%規模(22年度通常予算分を除く部分)となった。

図表7

米国10年国債利回りは緩やかに上昇し、 2022年12月には2%に達すると見込む 各国10年国債利回り(%)



出所: ブルームバーグ、UBS、2021年11月

(!)

我々の政策見通しは投資家に何を示唆するか?

債券

足元の好調な経済を受け、金融政策は引き締めに向かい、利回りは全期間で上昇すると予想する。長期金利は「均衡」水準に近づくにつれ横ばいになると見込まれ、短期利回りの上昇幅は長期利回りの上昇幅を上回り、イールドカーブはフラット化するだろう。FRBの見通しによると、長期(均衡)金利は2.5%である。債券利回りは2022年末までに2%まで上昇すると予想する。

株式

金融緩和の長期化が見込まれ、株式益回りと国債利回りの格差が大きい市場は、株式の魅力度が高いと考える。よって、これに該当するユーロ圏と日本の株式市場を推奨する。世界の金融株は緩やかな利回り上昇の恩恵を受けるとみている。また、金融引き締めは一般に成長株よりも割安株に追い風となるが、生活必需品セクターなど債券代替セクターにとっては逆風となることから、生活必需品セクターは非推奨とする。

通貨

各国・地域の金融政策スタンスにばらつきが生じる中、米ドル、英ポンド、カナダ・ドル、ノルウェー・クローネ、ニュージーランド・ドルなど「タカ派」寄りの国の通貨がユーロ、スイス・フラン、日本円、スウェーデン・クローナなど「ハト派」寄りの国・地域の通貨に対して上昇すると予想する。

36%

の投資家が2022年に利上げが行われると予想 しているが、米国においては47%と最も高い。

出所:2021年第3四半期UBS投資家センチメント調査

リスク・レーダー

中国の最悪期は過ぎたのか?

中国政府は2021年に規制による取り締まりを 強化した。意表を突かれた中国株式市場は、 一時大きく下落する局面があった。

経済成長の鈍化は2022年1-3月期(第1四半期)まで続くと見込む。しかし、足元マイナス材料の多くは市場に織り込み済みであり、規制の先行きも徐々に見通せる状況になると考える。また、中国政府が「共同富裕(共に豊かになる)」という長期目標と景気下支えという当面の目標のバランスを図るため、2022年第2四半期から成長が加速するだろう。

堅調な企業業績と政策支援が見込まれる状況を踏まえ、長期投資家には成長セクターの保有比率を引き上げることを勧める。中期的には、グリーンテックなど政策の重点分野に沿ったセクターを推奨する。また、短期的には景気敏感株を勧める。

中国への投資には3つの政策リスクがあると考える。1つ目は、株式市場の主要セクターの重石になりうる新たな政策が導入されることだ。例えば、中国サイバー当局が表明した「文明的な」インターネットを構築する取り組み強化などがこれに該当する。次に、不動産など主要セクターの規制強化が経済全体の鈍化につながること、最後に、米中関係が予想外に悪化することである。

シナリオ分析

楽観シナリオ	基本シナリオ	悲観シナリオ	
インフレ/中央銀行 インフレ懸念が後退する、またはインフレ率は 高止まりする一方、経済は力強い成長を示す。 主要中央銀行は低金利政策を継続するが、 予想を上回る景気回復ペースに、資産購入規 模の縮小時期を前倒しする。	米国のインフレ率は2022年初頭まで高止まり するが、その後徐々に鈍化し、2022年後半に は2%に滅速する。主要中央銀行は金融緩和 を縮小するが、緩和寄りの姿勢を維持する。 米連邦準備理事金(FRB)は2022年半ばまで にテーパリング(量的緩和の縮小を完了する。	インフレ率が高止まりする一方で、経済成長率 は予想を下回る。エネルギー価格が急騰し、少 なくとも2022年半ばまで高止まりする。FRBが 予想外に前倒しで利上げを実施する。	
経済成長 経済成長率は長期平均を上回る高い水準を 維持する。	経済成長は減速するが、長期平均を上回る 水準を維持する。	経済成長が予想よりも早期且つ急激に失速 する。	
財政政策 予想を上回る大規模な財政支出が引き続き 世界経済を下支えする。	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されない。	
新型コロナ 足下の感染拡大の波が収束する、または 経済活動の規制措置が予想より早期に広く 解除される。	2022年を通じて緩やかなペースでの経済活動 の再開が続く。足下の感染拡大の波はロック ダウンを要するほどには悪化しない。	強毒性の変異株の発生、人々の継続的な不安 感、経済活動の規制措置が再導入されるなどし、 消費が完全には回復しない。	
中国 北京オリンピック終了後に新型コロナ関連の 規制が解除され始める。規制による締め付け が緩和される。	経済成長率は安定して推移する。2022年第2 四半期以降、新型コロナ関連の規制が解除さ れ始める。	新型コロナ関連の規制が継続または強化され、 経済活動の再開が2022年後半に先送りされる。 不動産市場の資金繰り問題が拡大し、規制がさ らに強化される。	
地取学 米中の既存の関税が部分的に撤廃され、 世界経済に押し上げ効果を及ぼす。	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する。	
2022年6月に向けた資産クラスの目標値			
S&P500種 (現在:4,680)* 5,200	5,000	4,000	
ユーロ・ストックス50 (現在:4,345) * 5,000	4,750	3,700	
MSCI新興国 (現在: 1,269) * 1,450	1,400	1,100	
SMI (現在: 12,379) * 13,800	13,000	10,600	
TOPIX (現在: 2,019) * 2,320	2,250	1,800	
** 国投資適格債スプレッド ** (現在: 62bp) * 45bps	80bps	150bps	
米国ハイイールド債スプレッド ** (現在: 303bp) * 270bps	350bps	550bps	
EMBIGスプレッド **(現在: 350bp) * 300bps	360bps	550bps	
ユーロ/米ドル (現在: 1.16) * 1.18	1.12	1.09	
金(Gold) (現在:1,826米ドル/オンス) * 1,450~1,550米ドル/オンス	1,750米ドル/オンス	1,950~2,050米ドル/オンス	

出所:UBS、2021年11月

^{* 2021}年11月9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ります。 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します。

注:資産クラスの目標値は、それぞれのマクロ・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。



Niagara Falls (Canada/United States) Unsplash / Alexander Ross

世界経済の成長 から恩恵を受ける 勝ち組を買う



2022年前半も世界経済の堅調な推移が見込まれ、ユーロ圏株式、日本株式、 米国中型株式、および世界の金融、コモディティ、エネルギー株がその恩恵を受けことが期待される。「2022年注目の22銘柄」は、個人のサービス消費や企業 支出・政府支出の恩恵を受ける企業を中心に厳選した推奨銘柄リストだ。

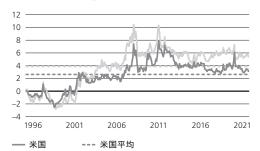
2022年の世界の企業利益成長率は10%と予想する。中でも経済成長率に対する感応度が高い景気敏感株が最も高い利益成長を達成するだろう。ユーロ圏と日本の株式市場、米国中型株式、世界の金融株を特に推奨する。また、

コモディティとエネルギー株も勧める。高いインフレ率が我々の基本シナリオ以上に長引いた場合に恩恵を受ける銘柄だ。一方、世界の資本財、不動産、生活必需品セクターの上昇余地は限定的とみる。

図表1

ユーロ圏株式は債券と比べると魅力度 が高い

株式リスクプレミアム(12カ月先予想益回り一 固定利付国債利回り)



出所: リフィニティブ・データストリーム、UBS、2021年11月

--- ユーロ圏平均

図表:

エネルギー株は原油高を完全には織り 込んでいない

MSCI ACWIエネルギー指数、ブレント原油価格(基準日の値を100として指数化)



出所: ブルームバーグ、UBS、2021年11月

- ユーロ圏

日本株式

コロナ禍で導入された行動規制措置の緩和により、景気の拡大と投資家センチメントの改善を予想する。岸田新総理大臣の新たな経済対策はGDPの約6%規模(22年度通常予算分を除く部分)となった。日銀も概ね緩和姿勢を維持し、円安を後押しすると考える。東証株価指数(TOPIX)の12カ月先予想株価収益率(PER)は14.4倍の水準にあり、MSCI ACワールド指数(MSCI ACWI)の18.6倍、S&P500種株価指数の21.1倍と比べると割安である。2022年度(2023年3月期)の企業利益成長率は9%と予測する。

米国中型株式

米国中型株式は高い景気感応度とクオリティ(質)の特性を併せ持っており、景気拡大ペースが直近ピークから減速する中、足元の景気局面における魅力度は高いと考える。中型株(ラッセル中型株指数)は利益成長率の点で大型株を上回っているが、バリュエーションは約20%(過去15年で最大)割安な水準にある。ポートフォリオにおいては、債券利回りが予想を上回るペースで上昇するリスクに対して一定のプロテクション機能を果たすことも期待できる。中型株の相対パフォーマンスと債券利回りの相関は、ここ数カ月で高まっている。

世界の金融株

過去、金融セクターは利回りが緩やかに上昇する局面で良好なパフォーマンスを示してきた。 米国10年国債利回りは、10月末時点の1.6%から2022年6月には2.0%まで上昇すると予想する。財務面では、与信の伸び、クレジット・クオリティの向上、貸倒引当金の戻入などが金融セクターの利益に寄与するだろう。

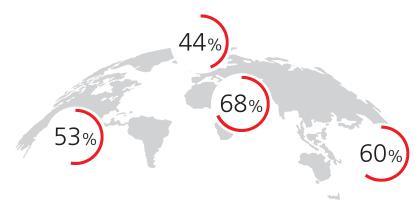
コモディティとエネルギー株

2022年はコモディティ価格の上昇に歯止めがかかると見込む。しかし、多くのコモディティ関連株はコモディティ価格上昇の長期化をまだ織り込んでいないようだ。例えばエネルギー株の株価に織り込まれている長期のブレント原油価格は、1バレル当たり60米ドルと推定される。

また、工業用金属、特に銅、アルミニウム、ニッケルの魅力度も高いと考える。こうした金属はカーボン・ネットゼロへの移行を背景に需要が高まることが予想される。そのためコモディティにはアクティブな配分を推奨する。コモディティの供給混乱により高いインフレ率が長期化した場合には、コモディティへの配分がヘッジとしての役割も担いうる。

2022年注目の22銘柄

2022年年初は経済再開の動きに伴い家計の 過剰貯蓄が消費に回され、それが株価リターン をけん引する展開となるだろう。米国、ユーロ 圏、英国、カナダ、オーストラリアで4兆米ドルを 超える過剰貯蓄が積み上げられている。その 後、企業が生産設備を拡大し、在庫を再度積 み増し、市場シェアの拡大を図るようになると、 次は企業支出がリターンのけん引役として重ると、 次は企業支出がリターンのけん引役として重め を役割を果たすものとみる。企業支出による恩 恵が期待されるセクターに高い成長を見込み、 その恩恵を受けると見込まれる国・地域および 8セクターから22の有望銘柄を厳選し、グロー バル株式指数を上回るパフォーマンスを 目指す。



自国重視の傾向は依然強く、欧州・中東・アフリカ(68%)、アジア(60%)、米国(53%)、スイス(44%)の投資家は、今後6カ月の最も魅力的な市場として自国市場を選択した。

出所: 2021年第3四半期UBS投資家センチメント調査

世界の生活必需品、不動産、資本財セクターに警戒

一部銘柄では投資機会が生まれているものの、 市場全体に対して直近アウトパフォームしてき た銘柄を中心に、世界の生活必需品、不動産、 資本財セクターの見通しについて警戒感を強め ている。

生活必需品セクター(MSCI ACWI生活必需品指数)は、予想PERが20倍を超えており、過去平均と比べると割高である。投入コストも上昇しており、また、債券利回りが予想よりも速いペースで上昇した場合には下落リスクが高まる。一方、不動産セクターは、パンデミックの影響でオフィスおよび小売セグメントが構造的な逆風を受けている。

資本財セクターについても警戒している。景気 敏感セクターは2022年前半は概ね良好に推移 するとみているが、資本財セクター(MSCI ACWI 資本財指数)は過去1年の間に27%超上昇して おり、現在のバリュエーションは相対的に割高 となっている。足元の予想PERは19.4倍で、過 去10年(15.8倍)と過去20年(15.5倍)の平均を 大きく上回っている。さらに、中国の景気鈍化と 中小規模の製造業へのコスト圧力の高まりが リターンの重石になる可能性がある。

欧州の時代

ユーロ圏株式は過去10年にわたり毎年米 国株式をアンダーパフォームしてきたが、 2022年は最も魅力が高い市場の1つとみる。

ユーロ圏市場は景気感応度が高く、今後供給網の混乱が解消され、在庫が再度積み上げに向かえば、その恩恵を受けるとみている。足元、投資家のユーロ圏のポジションは軽い。ユーロ圏株式の組入比率は、MSCIACWIが9%であるのに対して、UBSウェルス・マネジメントの自主運用型の投資家においては3%(MSCIEMU)にすぎない。今後数カ月間、ユーロ圏株式は金融緩和政策、財政拡大政策、堅調なGDP成長率、好調な企業業績に支えられるだろう。

欧州市場には様々な長期投資テーマも存 在する:

- 欧州のデジタル・リーダー: デジタルトランスフォーメーション(DX)の第2波は、インダストリアルIoT(IIoT)が中心となると予想する。製造業の比率が高い欧州は、現実世界とデジタル世界の融合が進む中において高い競争優位性を発揮すると考える。
- 欧州グリーンテック:欧州グリーンテックの けん引役として、再生可能エネルギー、省 エネ、電池、水素、デジタル化に積極的な 企業が挙げられる。こうした企業は欧州 のエネルギー移行と世界最大のグリーン



投資プログラム「欧州グリーンディール」 の恩恵を受けることが期待される。

- 欧州「Q-GARP(財務の質が高く、成長力もある割安銘柄)」: 欧州への投資に際しては、バリュエーションが適正でクオリティと成長性が高い企業を追求することにより、その恩恵を享受できると考える。これは、特定のスタイルに投資することで生じうるボラティリティ(相場の変動率)を回避し、市場の上昇・下落の両局面で有効な戦略になるとみている。



の投資家はバイ・アンド・ホールド型の長期投資を行っており、 38%は市場の下落局面で買い入れると回答している。

出所: 2021年第3四半期UBS投資家センチメント調査

UBS Wealth Way

上昇局面を逃したようだが、今買う必要はあるのか?

株式市場は今年複数回にわたり最高値を更新したが、最高値を更新した後も上昇が続く傾向があることを覚えておきたい。1960年以降、S&P500種株価指数の12カ月リターンは、平時の平均が11.8%だったのに対し、最高値更新後の平均は11.9%だった。力強い経済成長、堅調な企業業績、低水準の債券利回りを勘案し、我々は短期的には株式に強気である。

しかし、市場参入のタイミングを計ることは難しく、コストがかかる可能性があることを踏まえ、購入または売却の意思決定は通常、全体的な資金計画の観点から行う必要があるだろう。 UBS Wealth Wayは、投資家の資産目標を達成する観点から市場サイクルを捉え、投資家とその家族に特定の投資期間内に目標を達成するようカスタマイズした投資戦略の策定を支援するものである。 例えば、米国株式のトータル・リターンは20年の 投資期間において常にプラスであった。バランス型ポートフォリオは、それより短い期間でリターンは通常プラスであった。過去を指針とすると、当面の資金ニーズはLiquidity(流動性)戦略で対応し、成長資金はLongevity(老後戦略)に投資し続けることで、長期の資産目標に向けたポートフォリオを構築することを勧める。

投資にあてる余剰キャッシュを保有しながらもタイミング・リスクを依然懸念する投資家には、保守的なアプローチで市場に参加することを提案する。例えば定額や定期での投資や、押し目買いが考えられる。また、ダイナミック・アセット・アロケーション戦略であれば、システマティックに株式のリスク・エクスポージャーを調整することで、大幅な下落リスクの抑制をすることも可能だ。

UBS Wealth Wayは、お客様がUBS Switzerland AG、UBS AG、UBS Financial Services Inc.、およびクライアント・アドバイザー(お客様担当)とともに、様々な時間軸において、それぞれのニーズと目標を明確にし、実現する上での指針となるLiquidity. Longevity. Legacy.戦略(流動性戦略、老後戦略、資産承継戦略)を組み入れた考え方です。この考え方は、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。すべての投資商品は、元本の全額を失うリスクを含む損失リスクを伴います。時間軸は様々です。戦略はお客様の長期目標、中期目標、適合性によって変わります。

ヘルスケアに 投資機会を見出す



2022年前半に経済は力強く成長し、景気敏感セクターにとって追い風となると予想するが、景気はその後減速し、よりディフェンシブなセクターに有利な市場環境になるだろう。ヘルスケア・セクターの株価は長期平均に比べて割安な水準にあり、しかもディフェンシブ株の特徴と構造的なグロース株の特徴を兼ね備えている点も魅力的だ。

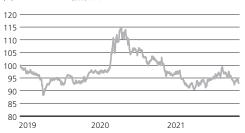
グローバル・ヘルスケア株式は年初来アンダーパフォームしている。MSCIACワールド指数(MSCIACWI)の+17%に対してMSCIACWIヘルスケア指数は+13%の上昇だった。薬価引き下げに向けた法改正など米国の医療制度改革をめぐる動きが投資家センチメントの重石となって

きた。しかし、足元のバリュエーションはこうした リスクをほぼ織り込んでおり、また2022年後半は 景気が鈍化する見通しであることから、ヘルスケ ア株は投資家のポートフォリオにディフェンシブな 特性と長期の成長機会の両方を提供するという 点で重要な役割を担うことができるだろう。

図表3

ヘルスケア・セクターは過去数年にわたり アンダーパフォームしている

MSCI ACWIヘルスケア指数の相対パフォーマンス (対MSCI ACWIで指数化)

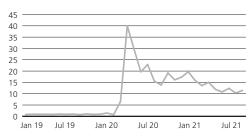


出所: ブルームバーグ、UBS、2021年11月

図表.

パンデミックを機に遠隔医療の導入に弾 みがついた

総受診件数に占める遠隔医療件数の割合(%)



出所: IQVIA、クレディ・スイス、UBS、2021年11月



の投資家が今後6カ月の間にポートフォリオにヘルスケア株を 組み入れることに関心があると回答している。

出所: 2021年第3四半期UBS投資家センチメント調査

グローバル・ヘルスケア:グローバル・ヘルスケア・セクターのグローバル株式に対するプレミアムは、過去20年の平均が10%であったのに対し、足元ではわずか2%に留まっている。医薬品株は特に割安で、MSCI ACWI 対比でみた12カ月先予想株価収益率(PER)のディスカウント幅は16%と、20年ぶりの低い水準に近づいている。これまで主なマイナス要因となっていた米国の薬価政策は、本稿執筆時点で民主党上院議員が薬価引き下げ案で譲歩する見通しとなったことから、不透明感が払しょくされた(訳注:薬価引き下げを含む法案は下院を通過し、現在上院での可決を待つ)。よって、当セクターへの影響は限定的となるだろう。

医療機器:医療機器銘柄はヘルスケア・セクターの時価総額の約3分の1を占め、ディフェンシブ株の特徴と構造的なグロース株の特徴を兼ね備えている。構造的には、高齢化、着実に成長を続けるエンドマーケット、新製品導入、新興国市場の成長による恩恵を受けるとみている。企業利益は、パンデミック下で先送りされた手術の実施が当面の下支え要因となるだろう。また、価格設定に対する米国の政治的圧力も医薬品企業ほど大きくはない。

ヘルステック:ヘルス・テクノロジーは、治療成果の改善と医療費削減の両立により医療の効率化を目指すデジタル・イノベーションに注力するものである。例えば、遠隔医療の利用率はコロナ前に比べて高い水準が続き、バーチャル・ヘルスケアを取り入れたビジネス・モデルの拡大を後押しすると予想する。またウェアラブル機器やデジタルヘルス・トラッキング技術の長期的な成長も見込まれる。長期投資家には、低流動性プレミアムと成長の初期段階にある企業への投資機会を捉えるため、プライベート・エクイティによる直接投資を検討することも勧める。

遺伝子治療:遺伝子治療は、病気の進行を遅らせたり症状を和らげることを目指す従来型の医薬品とは異なり、人間の遺伝情報を修正または除去することにより病気を治すことを目的としている。米食品医薬品局(FDA)はこれまでに7件の遺伝子治療を承認しており、2025年までに年間10~20の遺伝子治療を新たに承認する見通しを示している。最初に実用化された遺伝子治療は、今後数年で年間総売上が200億米ドルを超えると我々は予想する。医薬品開発には固有のリスクが伴うことを考慮し、遺伝子治療関連の複数の企業に分散投資することを推奨する。

UBS Wealth Way

自分の医療費はいくら必要か?

米国の医療費計算ソフト会社ヘルスビューサービスの予測によると、米国の健康な65歳の夫婦が夫87歳、妻89歳まで生きる場合、その間の医療費支出は606,337米ドルに上る。目標額に沿ってLongevity戦略(老後戦略)への投資額を決めるためには、老後の支出を推定することが必要となる。

支出を推定するにあたっては、3つの重要なポイントに留意することが重要だ。第1に、医療費は経済全体のインフレ率よりも速いペースで増加することが予想される。ヘルスビューサービ

スは、米国における近い将来の医療費の上昇率を年率4.9%と予想している。第2に、老後の家計支出においては、医療関係の支出が総支出の増加分の大半を占めることが多い。第3に、月額保険料など固定費用だけではなく、各支出の変動分も含めた全ての潜在コストを考慮することが重要だ。

自身の支出ニーズを満たすかたちでLiquidity戦略(流動性戦略)を構築する上で、医療費の固定部分と変動部分の差額を認識することは特に有益と考える。

UBS Wealth Wayは、お客様がUBS Switzerland AG、UBS AG、UBS Financial Services Inc.、およびクライアント・アドバイザー(お客様担当)とともに、様々な時間軸において、それぞれのニーズと目標を明確にし、実現する上での指針となるLiquidity. Longevity. Legacy 戦略(流動性戦略、老後戦略、資産承継戦略)を組み入れた考え方です。この考え方は、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。すべての投資商品は、元本の全額を失うリスクを含む損失リスクを伴います。時間軸は様々です。戦略はお客様の長期目標、中期目標、適合性によって変わります。

「非伝統的な」 利回りを追求する

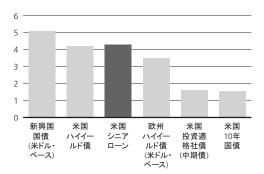


主要中央銀行は緊急緩和策を縮小する可能性が高いが、過度な引き締めとならないよう慎重に進めるだろう。金利、利回り、スプレッドはともに過去と比べて低い水準にあり、魅力に欠ける。インカム収入を求める投資家には、米国シニアローン、一部のハイイールド債、債券のアクティブ投資、プライベート・クレジット、高配当株など、「非伝統的な」利回りの源泉の物色を検討することを勧める。

2021年は米国と欧州のクレジット・スプレッドが縮小したため、インカム重視の投資家はインカム目標の達成が困難となっている。我々は2022年の平均インフレ率を、アジア約2.7%、ユーロ圏2.2%、米国4.2%と予想しており、余剰キャッシュまたは高格付債の実質価値は低下すると考える。

図表5

米国シニアローンの利回りは魅力的 各債券セグメントの利回り(%)



注:指数は以下の通り: JPモルガンEMBIグローバル・ダイバーシファイド、ICE BofA米国ハイイールド債指数、S&P/LTSAレバレッジド・ローン指数、ICE BofAユーロ・ハイイールド債指数、ブルームバーグ米国社債指数出所: ブルームバーグ、UBS、2021年10月

米国シニアローン: 変動利付資産で、足元の平均利回りは4.3%の水準にある。年初からこれまで、米国ハイイールド債が63億米ドル(11月4日現在)の純資金流出となっているのに対して、米国ローン・プライムファンドは400億米ドル(10月末現在)と債券ファンドとしては最大の純資金流入がみられた。2022年は、景気が後半に減速するとしても依然見通しは堅調であることから、デフォルト・リスクは抑制されるだろう。また、シニアローンは変動利付資産であることから、金利上昇に対するプロテクションになっている。

プライベート・クレジット:ロックアップ(売却不能) 期間とこれに伴う追加リスクに抵抗のない投資家は、ダイレクト・レンディングへの投資により上場市場のリターンを上回るインカム・リターンを獲得する機会が促されるだろう。中堅企業へのファーストリーン・ローン(第1順位抵当権付きシニアローン)の典型的な利回りは、ベンチマーク金利に対して400~600ベーシスポイント(bp)高い水準にあると我々は推定する。

アクティブ戦略:アクティブ・アプローチもリターン 向上に寄与する可能性がある。例えば、非投資 適格級から投資適格級への格上げが予想され る企業に投資機会があるとみている。パンデミッ クを背景に投資適格級から投機的格付けへの格下げが増えたことで、投資適格級を回復する、または新たに獲得することが期待される「ラインジングスター」銘柄が足元で増加している。また、ESGエンゲージメント・ハイイールド債にも投資機会が見出せる。これは、エンゲージメント(企業との建設的対話)によって、特定可能で具体的なESGの改善を図ることで恩恵を受けると見込まれる企業が発行する債券である。エンゲージメントに成功すれば、当該企業の株価下振れリスクが低減し、リターンが向上しうる。

アジア・ハイイールド債:利回りの魅力が高いと 我々が考える上場債券市場のセグメントとして、 アジア・ハイイールド債があげられる。中国で は、不動産セクターに対する政府の規制強化が 嫌気され、ハイイールド債は過去1年にわたり大 きくアンダーパフォームしている。しかし、その規 制が最近やや緩められたことが市場にプラスに 寄与しており、今後数カ月は、道のりは平坦では ないものの、悪材料の軽減により同資産クラス は反発すると予想する。アジアのハイイールド債 (JACIハイイールド債指数)の3年債の最終利回り は10.5%とグローバル・ハイイールド債市場の 水準を大きく上回っており、今後利回り格差は縮 小すると考える。尚、比較的新しい資産クラスで あることから、一部の地域では選択肢が限られ る可能性がある。

高配当株式: 足元の配当利回りは、S&P500種株価指数が1.3%、ユーロ・ストックス50指数が2.8%、MSCIアジア指数が2.4%の水準にある。しかし、インカムを追求する投資家は、高配当株式戦略への投資により、平均水準を上回るインカムの獲得が期待できる。過去のデータを見ると、配当のトータル・リターンへの寄与度は、景気回復局面の1年目においては8%に留まるが、景気回復が進むと高まる傾向が見られる。1986年以降、MSCIワールド指数のトータル・リターンにおける配当の寄与度は約26%となっている。

図表6

アジア・ハイイールド債の利回りはリスクの 高まりを受けて10%に近づいた

JPモルガンJACIハイイールド、最終利回り(%)



出所: ブルームバーグ、UBS、2021年11月

36%

の投資家が、低金利が続く場合にポートフォリオ の利回り向上のために高配当株式を組み入れ たいと回答している。

出所: 2021年第3四半期 UBS投資家センチメント調査

UBS Wealth Way

ライフスタイルを維持するためにはどの程度の資産が 必要か?

金利および債券利回りが低いと、一定のインカム収益を得るためにはより多くの資金が必要となる。しかし、インカムはクーポンや配当だけに頼る必要はなく、低金利の世界においてはクーポン、配当、投資資産の売却を組み合わせることで、インカム獲得に向けて効率性を一段と高めることができる。

老後生活のために必要となる資金を対支出倍率(年間支出の何倍必要か)で算定することで、バランス型ポートフォリオからの適切な引き出し率を決め、資産のうち自分自身の老後の費用としていくら必要なのかを把握することができる。これにより、確信を持って残余資産をLegacy(資産承継戦略)に振り向けることができる。Legacy戦略では、被承継者の生活向上のため税引き後資産の最大化を目標に、積極的な投資を行うことができる。

下表は、老後年数毎にLiquidity(流動性戦略)と Longevity(老後戦略)に必要な資産額を、成功確 率85%を目標として示したものである。長期にわ たり複利で投資収益を増やすことができることか ら、ポートフォリオのリスクを引き上げると、計画 された支出をより少ない資金でより長期にわたり 賄うことができる。例えば、老後年数40年を目標 とする投資家は、やや積極的なポートフォリオに 投資する場合には年間支出額の25.5倍、保守 的なポートフォリオに投資する場合は28.8倍の 資金を貯めることが必要となる。老後年数が短 く、リスクが高いポートフォリオの場合、早期に下 落を経験するリスクが高く、且つ回復までの時間 が限られることから、一般に多くの資金が必要と なる。これまで同様、自分に適切なポートフォリ オなのか確信が持てない場合、時間軸、短期的 なボラティリティに対する許容度、支出ニーズ などの要因を考慮することが重要だ。

UBS Wealth Wayは、お客様がUBS Switzerland AG、UBS AG、UBS Financial Services Inc.、およびクライアント・アドバイザー(お客様担当)とともに、様々な時間軸において、それぞれのニーズと目標を明確にし、実現する上での指針となるLiquidity. Longevity. Legacy.戦略(流動性戦略、老後戦略、資産承継戦略)を組み入れた考え方です。この考え方は、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。すべての投資商品は、元本の全額を失うリスクを含む損失リスクを伴います。時間軸は様々です。戦略はお客様の長期目標、中期目標、適合性によって変わります。

老後の支出を賄うには年間支出の何倍の資金が必要か? (運用ポートフォリオ別の倍率、成功確率85%を目標)

老後年数	保守的	やや保守的	中程度	やや積極的	積極的
10	9.6x	9.6x	9.6x	9.6x	9.7x
20	17.4x	17.1x	16.9x	16.7x	16.8x
30	23.7x	22.8x	22.2x	21.7x	21.7x
40	28.8x	27.3x	26.3x	25.5x	25.5x
50	32.8x	30.5x	29.1x	28.0x	27.8x
60	36.1x	33.2x	31.2x	29.9x	29.6x
70	38.8x	35.3x	33.0x	31.4x	31.1x

米国ポートフォリオ向け均衡下での「資本市場の前提条件」に基づく。結果は3年のキャッシュフロー・ニーズを賄うLiquidity(流動性戦略)を含む。また配当およびキャピタルゲインの税金は支出額に含まれると想定する。

出所: UBS

UBS Wealth Wayは、お客様がUBS Switzerland AG、UBS AG、UBS Financial Services Inc.、およびクライアント・アドバイザー(お客様担当)とともに、様々な時間軸において、それぞれのニーズと目標を明確にし、実現する上での指針となるLiquidity. Longevity. Legacy、戦略(流動性戦略、老後戦略、資産承継戦略)を組み入れた考え方です。この考え方は、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。すべての投資商品は、元本の全額を失うリスクを含む損失リスクを伴います。時間軸は様々です。戦略はお客様の長期目標、中期目標、適合性によって変わります。



の投資家は、オルタナティブ資産への配分を維持すると回答した。一方、維持しないと回答した投資家は、リスクが過大である(37%)、またはオルタナティブ資産についてよくわからない(31%)と答えた。

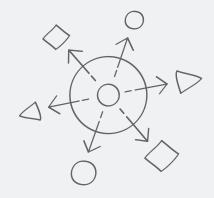
出所: 2021年第3四半期 UBS投資家センチメント調査

オルタナティブ資産への分散投資

低金利および低利回りの環境下、インカム 獲得だけでなくポートフォリオの分散も難し くなっている。また、インフレ懸念が強まると 株式と債券の相関が高まる傾向が見られ る。株式と債券に加え、ヘッジファンドなど オルタナティブ資産を組み入れると、分散 強化とリターン向上につながる。

ヘッジファンド全体のパフォーマンスを追跡するHFR指数によると、平均的なヘッジファンドは2020年に2桁台のリターンを記録し、2021年は年初以降のリターンが5~10%となっている。2021年のヘッジファンドの純資金流入額は180億米ドルを超えており、直近の調査データによると、投資家は今後数カ月の間に配分を増やす計画である。

ヘッジファンドは、魅力的なリスク調整後リターンが期待されること、歴史的に株式よりも下方リスク感応度が低いこと、他の資産クラスとの相関が低いことから、魅力度が



高いと考える。インフレ、経済正常化、持続可能性、デジタル化、グローバル化の変容など、短期および長期のテーマによりアルファ創出(追加リターン)の機会が生まれている。

米ドル高に備えた ポジショニング



世界経済の成長減速、米連邦準備理事会(FRB)の資産買い入れ額の縮小、財政刺激策の縮小などが米ドルの支援要因となるだろう。また、金融緩和の継続が見通される国・地域の通貨(スイス・フラン、ユーロ、日本円、スウェーデン・クローナなど)に対して、金融引き締め観測が高い国の通貨(米ドル、英ポンド、ノルウェー・クローネ、ニュージーランド・ドルなど)の上昇を予想する。

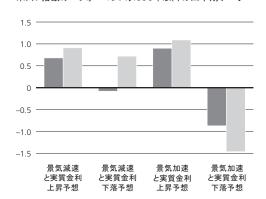
米ドル買い:米ドルは購買力平価に対して依然割高である。FRBの引き締め寄りの金融政策は米ドルの上昇を後押しするが、その一方で新興国通貨、およびユーロなど輸出主導地域通貨の下落要因になるとみている。債券の利回り格差も米ドルの支援要因となるだろう。米国とドイツの10年国債の利回り格差は足元の175ベーシスポイント(bp)から200bpまで拡大すると予想する。また、米国は最近1950年代以降で初めて石油純輸出国になったことから、エネルギー市場のリスクに対する耐性が十分に備わっている。

タカ派対ハト派: 金融政策はばらつきが大きくなり、それに伴い通貨のリターン格差が拡大すると予想する。世界の中央銀行を量的緩和縮小または利上げの過程にある相対的な「タカ派」と、緩和政策および低金利を長期維持する方針の「ハト派」に二分すると、スイス・フラン、ユーロ、日本円、スウェーデン・クローナなど金融緩和政策の継続が予想される国・地域の通貨に対して、米ドル、英ポンド、カナダ・ドル、ノルウェー・クローネ、ニュージーランド・ドルなど金融政策が引き締め方向にある国の通貨の上昇を予想する。

回車7

米ドルはGDP成長率がプラスで実質金利が上昇する局面で堅調

米ドル指数のパフォーマンス、1996年以降の四半期データ



■ 平均値 ■ 中央値

出所: UBS、2021年10月

金(gold)に警戒:引き締め方向にある金融政策、 米財政支援策の縮小、実質金利の上昇など、米 ドルにとってプラスとなる傾向が強い要因の多く は、金(gold)にとってはマイナスとなる傾向があ る。さらに、インフレ率が鈍化すればヘッジ需要 は後退すると見込む。結論として、2022年末まで に金価格は1オンス当たり1,650米ドルまで下落 すると予想する。

16%

のスイスの投資家が、2022年の 利上げを予想したが、米国では47% に上る。

出所: 2021年第3四半期 UBS 投資家センチメント調査

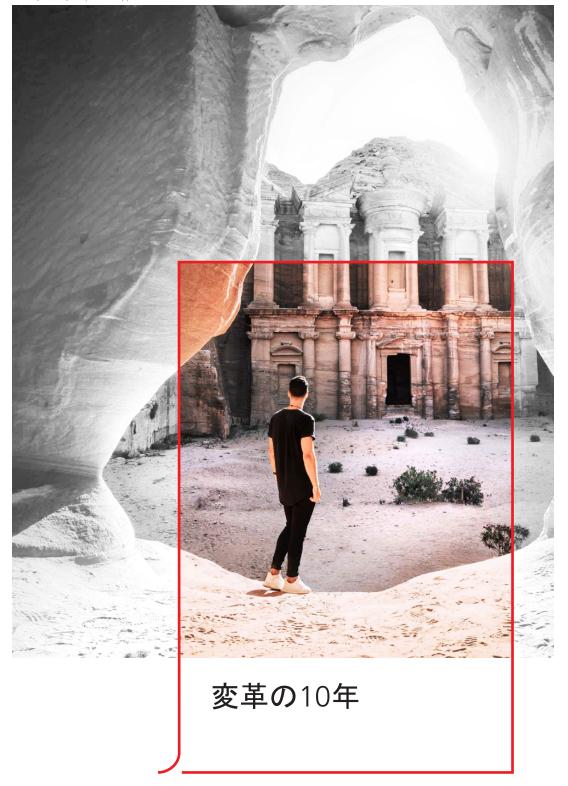
UBS Wealth Way

ポートフォリオの通貨配分をどのように 考えたらよいか?

一般的な原則として、投資家には保有する債務または支出計画と同じ通貨でエクスポージャーを持つことを勧める。例えば、時間とお金の大半を欧州で費やすユーロ圏の投資家には、一般に資産の大半をユーロ建て、またはユーロでヘッジして保有することを勧める。

しかし、投資家によっては多様な通貨エクスポージャーを持つ方が適切な場合もある。例えば、将来の債務または支出ニーズを上回る資産を保有している場合、キャッシュ・リターンの最大化が主たる運用目標となる。過去の分析によると、均等配分した通貨バスケットは長期的には米ドルよりも高いリターンを生んでいる。

UBS Wealth Wayは、お客様がUBS Switzerland AG、UBS AG、UBS Financial Services Inc.、およびクライアント・アドバイザー(お客様担当)とともに、様々な時間軸において、それぞれのニーズと目標を明確にし、実現する上での指針となるLiquidity. Longevity. Legacy.戦略(流動性戦略、老後戦略、資産承継戦略)を組み入れた考え方です。この考え方は、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。すべての投資商品は、元本の全額を失うリスクを含む損失リスクを伴います。時間軸は様々です。戦略はお客様の長期目標、中期目標、適合性によって変わります。





今後10年を見据える

新型コロナウイルスのパンデミックは、次の10年を決定づけるとして我々が取り上げてきたトレンドの多くを加速させた。デジタル化による創造的破壊、グローバル化の変容、そして金融・財政政策の連携が進む一方、富の再分配や環境問題への政策対応を求める声も一層高まっている。労働参加率が低下し、労働市場を取り巻く状況も変化した。

創造的破壊技術

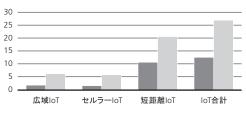
2022年は、コロナ禍で導入が急増したeコマース、遠隔医療、ビデオ会議といったデジタルサービスの利用がやや低下し、「リアルな日常」へと回帰してゆくことが予想される。だが、こうしたデジタル化の潮流を加速してきた長期的な要因が変わることはない。高インフレ率への懸念が高まっているが、こうした創造的破壊技術には、生産性を高め賃金上昇を抑圧する「ディスインフレ(インフレ抑制)」効果があることにも留意したい。

金融・財政政策の連携

中央銀行は、この2年間、債券購入プログラムを通じて大量の国債を吸収してきたが、2022年はこうした債券購入が段階的に縮小される見通しである。とはいえ、パンデミックにより、中央銀行には、財政出動を下支えするだけの余力があることが示された。したがって、今後数年は、量的緩和策が政策ツールの1つとして継続され、将来の危機時には財政と金融の政策連携が一段と強まるものと考える。その結果、債券利回りの上昇余地は限定的となり、中央銀行の独立性が脅かされ、インフレと為替のボラティリティ(変動率)に上振れリスクが生じると考えられる。

創造的破壊技術の普及は今後も継続する 見通し

2020年と2026年のIoT接続(単位:10億)

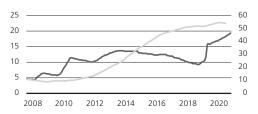


- 2020
- 2026 (予想)

出所:エリクソン、UBS、2021年2月

中央銀行の国債保有割合が上昇

FRBおよび日銀の国債保有割合(発行総額に対する割合%)



- FRBの米国債保有割合
- 日銀の日本国債保有割合(右軸)

出所:ブルームバーグ、UBS、2021年11月

富の再分配に対する政策の必要性が高まっている

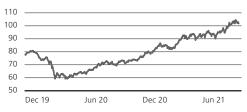
アトランタ連銀賃金上昇率トラッカー(賃金階層別賃金上昇率 (中央値)の12カ月移動平均)



出所:アトランタ連銀、2021年10月

ネットゼロ・エミッションへの過程で コモディティ価格の高止まりが続く 可能性がある

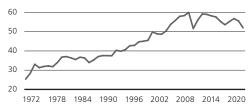
ブルームバーグ商品超過リターン指数



出所:ブルームバーグ、UBS、2021年11月

技術、サプライチェーン、安全保障、 環境面への懸念から、グローバル化の 変容が継続

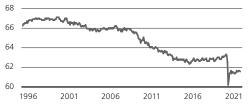
GDPに占める世界貿易の割合%



出所:世界銀行、UBS、2021年10月

パンデミックが労働参加率の悪化に拍車 をかけた

米国労働参加率(%)



出所:ブルームバーグ、UBS、2021年10月

富の再分配

形のない知識・情報を基盤とする「知識型経済」の定着、新たな技術トレンドの加速、資産価格の上昇等の要因が相まって、コロナ禍では労働よりも資本の方が、より多くの富を生み出した。しかし、それと同時に、富の再分配を重視する流れも加速した。グローバルな法人最低税率の設定、米国の連邦法人税率および最高所得税率の引き上げ、中国の「共同富裕」戦略などは、ここ1年で導入されたか議論が交わされた政策だ。これからの10年は再分配に軸足を置いた財政策が取られると予想する。再分配政策は、直接的には投資家に悪材料となることが多いが、平均的な家計の購買力が高まることで経済全体の成長が促されれば、長期的にはプラスに働く可能性がある。

環境対策

温暖化ガス排出量実質ゼロ(カーボン・ネットゼロ)社会への移行に伴う経済的な影響は、コモディティ価格とボラティリティの大幅上昇という形で2021年に顕在化し始めた。ネットゼロ社会への移行は、対応を誤ればコモディティ価格の上昇を長引かせる恐れがあり、ひいてはそれが社会的、政治的、経済的な問題にもつながりうる。環境汚染や温暖化ガス排出に伴う社会的コストを消費者や企業に負担させる政策措置も、インフレ率の上昇に拍車をかける可能性がある。ネットゼロ社会への移行は、膨大な規模の投資が必要となることから、今後10年における最も重要な投資トレンドの1つであり、グリーンテック、大気清浄、CO2削減関連技術など、様々な分野に多くの投資機会を生み出すと考える。

グローバル化の変容

製品に対する消費者需要の高まりを背景に、2021年は世界貿易が急回復を遂げたが、2022年はその伸びが鈍化すると予想する。現在のところ、保護貿易の動きが世界的に広がる兆しは見えないが、2010年代後半に課せられた貿易障壁の撤廃に前向きだとも言い難い。気候変動対策をめぐる摩擦が、新たな貿易障壁に発展する可能性もある。もっとも、こうした障壁が顕在化しなくても、自動化などの技術や、サプライチェーンの安定確保、環境負荷への配慮などから、グローバル化変容の潮流は今後も続くとみられる。

人口動態

パンデミックにより退職率や離職率が高まった。 労働市場に人が戻らなければ、人手不足は深刻 化し、経済を長期的に下押ししかねない。一方、 中国の生産年齢人口は縮小に転じており、豊富 な若年労働人口を有する他の新興国もパンデミ ックによる経済的な打撃から立ち直るには時間 がかかる見通しである。全体としては、労働市場 をめぐる状況の変化が経済成長率とインフレ率 の低下につながり、金利上昇抑制の一因となる と予想する。

今後10年の投資

変革の2020年代の幕開けとともに、長期的な経済環境に変化が生じる可能性が高まった。だが、我々の基本シナリオでは、今後10年は2010年代の「低金利の長期化」に近い状態に回帰すると予想している。株価バリュエーションが上昇し、クレジット・スプレッドが縮小し、金利が低下する局面では、プラスの実質リターンを得るにはリスクを取る必要がある。今後数年では、株式と社債が、キャッシュおよび国債を上回るリターンを上げると見込む。また、分散投資効果の向上にオルタナティブ投資が重要な役割を果たし、さらに、米国株式よりも他の市場の方がリターンの上昇余地が大きいと予想する。

低金利の長期化、 スタグフレーション、 それとも「狂騒の 20年代」か? 2022年後半に入りコロナ禍からの経済回復の要因が弱まるにつれて、長期的な経済環境に変化が生じたのかどうかが見えてくるだろう。我々の基本シナリオでは、2010年代の「低金利の長期化」に近い状態に回帰すると予想する。だが、変革のうねりが高まる中、「狂騒の20年代」あるいは「スタグフレーション」のシナリオに移行する可能性にも注視していく。

今後10年のシナリオ

•			_
` '	_	11	\mathbf{x}



弱気シナリオ スタグフレーション



基本シナリオ 低金利の長期化



強気シナリオ 「狂騒の20年代」

概要

インフレ率が高止りする 一方で、成長率が鈍化 する。中銀による積極的な 利上げが景気後退を引き起 こす恐れがある。 金利は、緩やかに上昇する も、低水準が続く。成長は 緩やか。インフレ率は中銀 の目標水準に近づく。 成長率とインフレ率がともに 上昇し、利上げの根拠とな る。

変動要因

労働市場がひっ迫し、インフレ率上昇を誘発する賃金上昇が続く。

コモディティ価格は高止まり の状況が長引く。

カーボン・プライシング*の 影響でコストが上昇する。

インフレ期待を抑制できず、物価上昇スパイラルに陥る。

技術が引き続きディスイン フレ要因。

資金需要が供給を下回る 状態が続く。

人口動態の変化が金利上 昇とインフレの抑制要因と なる。 創造的破壊技術が生産性 向上を後押し。

2021年からの需要拡大に 応じるため、企業の設備投 資が急増。

政府がグリーン経済移行を 支援する投資を拡充。

低所得者層の賃金増加によ り消費支出が大幅に拡大。

投資結果

債券利回りは上昇し、株式 バリュエーションは低下。

大半の金融資産のリターン (特にインフレ調整後リターン)が低迷。

名目資産より実物資産が有 利。 低い債券利回りと高い株式 バリュエーション。

債券リターンは低く、リスク 資産のリターンは中程度。

バリュー株よりグロース株 が有利。 債券利回りが上昇。

株式バリュエーションは低 下するも、利益成長により 相殺される見込み。

良好な予想リターン。

グロース株よりバリュー株 が有利。

^{*}排出されたCO2に価格を付け、排出者の行動変容を促す仕組み 出所:UBS

資産クラス別の見通し

キャッシュおよび国債

2021年は国債の利回りが上昇し、今後数年は 緩やかな金利の上昇が予想される。だが、我 々の基本シナリオでは、インフレ調整後のキャッシュおよび国債利回りは依然としてマイナス の状態が続くと想定している。テクノロジー、労 働生産人口等の状況、財政・金融政策の連携 などにより、利回りと金利は抑制される可能性 が高い。金融資産の購買力を維持するために は、社債およびオルタナティブ資産(代替資産) への分散を検討することが有効と考える。

社債

中長期的な経済成長は、減速はするものの依然プラス成長が見込まれることから、米国と欧州の債券デフォルト・リスクは低位にとどまると考えられる。社債スプレッドは国債を上回ると表期リターンを提供できるだけの水準にあるとスプレッドはあるが、過去の水準に比べるとスプレッドは限力であり、金利リスクは高まる。例外はアジーであり、金利リスクは高まる。例外はアジーであり、金利リスクは高まる。例外はアジーであり、金利リスクは高まる。例外はアジーであり、金利リスクは高まる。例外はアジーであり、一次である。このセクターは、中国不動産が大しているため、ボラティリティは高いものの、リターンの観点からみると魅力的である。社債にポジションを分散することで、長期でおよりも高い利回りが得られるともはまする。

株式

企業の力強い利益成長と低金利環境が、近年の先進国株式市場のリターンを下支えしてきた。 だが、経済成長の鈍化、富の再分配方針、気候変動対策などがこの先の企業利益に重石となり うる。とはいえ、株式は引き続き、今後10年間に 大幅な実質リターンが期待できる数少ない資産 クラスの1つであり、相対的に低い金利水準が株価をバリュエーションの面から支え続けるものと 予想する。

地域別では、バリュエーション面から見ると、今後10年にわたり米国株式が他の市場をアウトパフォームする状況が続く可能性は低い。新興国株式はバリュエーションが相対的に割安である。今後数年は、グローバル株式への分散投資が、資産の成長とインカム獲得の両面で効果を発揮すると考える。

オルタナティブ投資

2021年は、インフレおよび金融政策に対する 期待と不安が入り交じり、株式と債券の双方に 同様の影響を与え、両資産の相関が高まった。 この先10年は、引き続き金融および財政政策 への見通しが市場の大きな変動要因になると 考えられる。よって、株式と債券で構成されるシンプルなポートフォリオでは得られない分散効 果を上げるには、ヘッジファンドが重要な役割 を果たすと考える。一方、プライベート市場は、 公開市場では投資できない企業や戦略へのアクセスを提供し、アクティブ運用へのエクスポージャーと、場合によっては非流動性プレミアムの獲得も可能である。

诵貨

購買力平価から見ると英ポンドは割安水準にあるため、長期的には上昇すると見込む。英国株式を保有する海外投資家は、長期的な英ポンドの上昇を享受できるよう為替ヘッジはしない方が良いと考える。

コモディティ

今後数年は、経済発展、都市化、人口増加、電化・電動化の動きがコモディティ需要を下支えすると予想している。一方で、長年の投資抑制ですでに供給に制約が生じているコモディティは、気候変動対策により、供給がさらに制限されるだろう。さらなる異常気象で需要と供給の双方が大きく変動する可能性もある。今年の推移を見てみると、コモディティ間のパフォーマンスに違いが見られたため、コモディティ投資については分散とアクティブ運用が引き続き重要と考える。

不動産

低金利環境下では、不動産投資による賃貸収益は魅力的である。たとえばバリュエーション面を踏まえると、絶対リターンはここ数年に比べて低下する可能性はあるとしても、不動産は今後数年にわたりプラスの実質リターンが見込める数少ない資産クラスの1つになるとみられる。不動産はスタグフレーション・リスクに対する優れたヘッジ先にもなり得る。コロナの影響を受けて大きな構造変化が起きていることから、不動産物件の選別とアクティブ運用が鍵を握るだろう。

UBS Wealth Way

理想的な資産配分のポートフォリオをどのように構築 したらよいか?

資産を配分する目的の1つは、退職後の資産価値を最大限に高め、老後の支出を賄えるだけの資産を確保することだ。そのためには、「どの程度リスクを取るべきか」が重要な問題となる。その答えは、それぞれの時間軸、資産価格の変動に対する心理的余裕、支出ニーズの状況などによって異なる。UBS Wealth Wayの考え方はその答えを導き出す指針となる。

リスクの高いポートフォリオは通常、複数年の期間で見れば高リターン・高成長をもたらすが、長期的な成長が見込まれる一方で短期的なボラティリティ(価格の変動)は避けられない。30頁で述べたように、過去の推移を見てみると、複数の資産種別で構成するバランス型ポートフォリオの方が、株式のみで構成されているポートフォリオよりも弱気相場の損失からの立ち直りが早い。この「評価損を計上している期間(通常は

3~5年)」が、高い投資成果を生み出す資産運用計画を立てる上での鍵となる。

現役中は給与で支出を賄えるため、弱気相場に耐えることができる。だが、引退の時期が近づくにつれて資産を取り崩して支出に回すようになるため、一時的に過ぎない弱気相場局面でも損失を確定せざるをえないリスクが発生する。このリスクを回避するために、3~5年の支出ニーズに対応できるだけのキャッシュや債券、借入余力を備えたLiquidity(流動性)戦略を構築することを勧める。このLiquidity戦略により、代表が急落した場面でも短期的な支出ニーズに対処でき、Longevity(老後)戦略においても資資を継続し、ライフスタイルの維持に役立てることができる。

UBS Wealth Wayは、お客様がUBS Switzerland AG、UBS AG、UBS Financial Services Inc.、およびクライアント・アドバイザー(お客様担当)とともに、様々な時間軸において、それぞれのニーズと目標を明確にし、実現する上での指針となるLiquidity. Longevity. Legacy、戦略(流動性戦略、老後戦略、資産承継戦略)を組み入れた考え方です。この考え方は、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。すべての投資商品は、元本の全額を失うリスクを含む損失リスクを伴います。時間軸は様々です。戦略はお客様の長期目標、中期目標、適合性によって変わります。

投資アイデア





Machu Picchu (Peru) Shutterstock

創造的破壊技術 への投資



創造的破壊技術のトレンドは今後10年において大きな投資機会をもたらす。中でも注目したいのは、創造的破壊を支援する「人工知能(AI)」、「ビッグデータ(Big data)」、「サイバーセキュリティ(Cybersecurity)」の3つの主要技術である。これらのいわゆる「ABC技術」は、第5世代移動通信システム(5G)とともに、テクノロジーセクター全体を上回るペースでの成長が見込まれる。こうした急成長分野を捉えるには、既存の巨大IT銘柄だけでなく、次代を切り拓く「Next Big Thing」として有望視される中規模企業にも目を向ける必要があるだろう。

ABC技術:

AI、ビッグデータ、サイバーセキュリティ

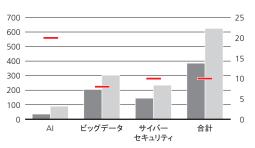
近年、ABC技術に対する企業や政府の取り組みが強化されており、これら3つの分野を合計した潜在市場規模(売上高ベース)は2020年の

3,860億米ドルから2025年には6,250億米ドル に拡大すると予想している。このうち市場の成 長が最も速いと予想されるのはAI分野で、年率 約20%の伸びが見込まれる。ビッグデータとサ イバーセキュリティの年平均成長率は8~10% と想定されるが、利益率の上昇余地は大きい。

図表1

ABC技術は力強い伸びが予想される

潜在市場規模(10億米ドル、左軸)と予想成長率(年平均成長率、右軸)



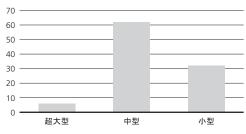
■ 2020年(左軸) ■ 2025年(左軸) — 年平均成長率(右軸)

出所:UBS、2021年11月

図表2

巨大IT企業以外にも目を向ける

ABC技術を持つ企業の時価総額別内訳



出所:ブルームバーグ、ファクトセット、UBS、2021年11月

こうした「技術のABC」に関連した企業全体の1 株当たり利益(EPS)の伸び率は16%と予想す る。

人工知能: Alはすでにナビゲーション、プライシング(最適価格の決定)、広告、顔認証、翻訳などの分野で広く使われている。今後は、顧客経験の改善、製品・サービス提供に係るコスト削減、新事業分野の開発等にAlを活用する企業が増えると見込まれる。Alサービスとハードウェアの市場規模は年平均成長率20%での拡大が見込まれ、2025年には900億米ドルに達すると予想される。Alの計算力、研究開発、機械学習やディープラーニング機能が想定以上に向上すれば、この予想値が上振れする可能性もある。

ビッグデータ:「データは新たな石油である」とも言われるように、今やデジタル化された情報は付加価値を生むコモディティ(資源)となっている。世界の総データ量は2020~2030年の10年で10倍以上に増加し、660ゼタバイトに達すると予想する。これは地球上のすべての人が128GBのiPhoneを610台保有するのに相当する。だが、石油は精製しないと使用できないように、データも分析・加工して初めて事業プロセスの自動化や効率性向上、戦略的意思決定の質の改善に活かすことができる。

データにも人の一生のようにライフサイクルがあり、生成、伝送、保存、加工処理、消費、収益化という大きく6つの段階をたどる。我々は、各段階の関連企業に幅広く注目しており、ビッグデータ市場の2020~2025年の年平均成長率は8%と予想する。新興国市場でビッグデータの利用が想定以上に進めば、この数字でも保守的な結果となる可能性がある。

サイバーセキュリティ: インターネットに接続されるデバイスの数は急激に増加している。だが、それと同時に、ノートン サイバーセーフティインサイトレポート2021によると、過去1年間に何らかのサイバー犯罪に遭った被害者数は10カ国で約3億3,000万人に上る。また、企業の現場でも、クラウドコンピューティングへの移行で企業のコスト削減は大幅に進展したが、一方でオンライン攻撃と想定される被害も増加している。

企業によるIT投資の増加とクラウドセキュリティの採用強化などを追い風に、サイバーセキュリティ業界は2020~2025年では年平均10%の伸びが予想される。サイバーセキュリティはIT業界の中で最もディフェンシブな分野の1つでもある。IT全体の投資の伸び率は1桁前半から半ばにとどまっているが、サイバーセキュリティの重要性が高まる中、近年、この分野への設備投資は1桁後半で増加している。

...そして**5G**

4Gの20倍の通信速度と10分の1の通信データ 遅延を特長とする5G基盤が展開されること で、ABC技術の活用は今後さらに加速し、これ まで実現できなかったさまざまな分野での応用 が可能になるだろう。固定無線アクセス、自動 運転、没入型拡張現実(AR)や仮想現実(VR)、 遠隔手術、大規模なインダストリアルIOT、デー タ主導のアグリテック、高度に接続されたスマートシティなどがその例だ。

5G通信技術企業や5Gプラットフォームの恩恵を受ける企業に投資機会が見込まれ、今後3年で10%台半ばの利益成長を予想する。



の投資家が、最も投資妙味があるセクターとしてテクノロジーを 挙げ、ヘルスケア(64%)とエネルギー(62%)がそれに続く。

出所:2021年第3四半期UBS投資家センチメント調査

巨大IT企業以外にも注目

主要株式指数において大きな比率(MSCI ACワールド指数の約20%)を占める巨大IT企業に投資することで、ABC技術に対してある程度のエクスポージャーを得ることができる。これら企業は創造的破壊技術を中心とした独自戦略を構築しており、ABC技術やクラウドコンピューティングなどの関連分野で地歩を強化していくものと見込まれる。巨大IT銘柄はこれまで堅調に推移してきた。だが、2022年に入ると、予想利益成長率は10%台前半となり、予想1株当たり利益に基づく株価収益率(PER)は約30倍となる一方、大手IT企業に対する規制リスクは払しょくされない状況が続くだろう。

過去を振り返ってみると、業界最大手がその後 首位の座を明け渡すケースは少なくなく、現在 の状況が将来も続くわけではない。よって、新し いトレンドや技術イノベーションにエクスポージ ャーを取るためには、既存企業だけでなく、より 革新的で、変化に即応でき、成長の速い企業 にも目を向けることが重要だと考える。これは 公開市場、プライベート市場の両方で実行可能 だ。 中小型IT企業: 我々は、次の3つの理由から、今後、中小型IT企業に注目すべきと考える。第1に、利益成長の速さである。コンセンサスによると、大手企業の利益成長率は2桁台前半から半ばにとどまる見通しである一方、中小型IT企業は2桁台後半が見込まれる。第2に、このセグメントは規制や税務リスクが低いことだ。中小型IT企業は巨大IT企業ほど政府の監視が厳しくないとみられる。第3は、業界再編による追い風だ。成熟期を迎えた巨大IT企業は成長性の高い企業を買収する機会を模索しており、中小型IT企業はその恩恵を受ける可能性が高い。

プライベート・エクイティ:また、プライベート・エクイティを通じて、公開市場ではなかなか投資できない、成長の初期段階にある企業にポジションを取ることが可能である。調査会社ピッチブックの調べでは、世界の上場IT企業は8,100社にとどまるが、非上場のIT企業は43万7,000社にのぼる。足元では特にヘルステック、フィンテック、デジタル・サブスクリプションといったセクターや、持続可能な経済への移行から恩恵を受ける業種へのプライベート・エクイティ投資が活発化している。

UBS Wealth Way

ポートフォリオに暗号資産を組み入れるべきか?

投資目標を実現する確率を最大限に高めるためには、Longevity(老後)戦略において、資産の成長を目指しながら、同時に下落リスクを相対的に小さく抑える戦略が最も効果的だと考える。暗号資産は価格の変動が極めて高いことから、暗号資産への直接投資は、リスク許容度が高い投機的な投資家のみに適している投資手段だと考える。

Longevity戦略で引退後の支出を賄う資産とは別に、ポートフォリオのごく一部を「楽しむ投資」の資金に充てる投資家もいる。こうした方法は、Longevity戦略の資産で投機的取引を行う衝動を抑えつつ、資産運用全体の目標達成を危険にさらすことなく重要な投資手法を学ぶことができる、健全なアプローチだろう。だが、その場合でも、その資金がなくても生活に支障のない金額だけを投資することが重要だ。

UBSはいかなる暗号資産およびその関連商品についても、取り扱い・推奨は行っておりません。

UBS Wealth Wayは、お客様がUBS Switzerland AG、UBS AG、UBS Financial Services Inc.、およびクライアント・アドバイザー(お客様担当)とともに、様々な時間軸において、それぞれのニーズと目標を明確にし、実現する上での指針となるLiquidity. Longevity. Legacy.戦略(流動性戦略、老後戦略、資産承継戦略)を組み入れた考え方です。この考え方は、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。すべての投資商品は、元本の全額を失うリスクを含む損失リスクを伴います。時間軸は様々です。戦略はお客様の長期目標、中期目標、適合性によって変わります。

暗号資産、デジタル資産、フィンテック

デジタル資産は近年、市場で最も話題となっている分野の1つである。暗号資産といえば、その激しい値動きに注目が集まりがちだが、最も重要な長期的価値を創造するのは、暗号資産を支える分散型台帳技術(DLT)を利活用する企業であると考える。

DLTには取引の事務効率化や安全性、透明性の向上などのメリットが考えられ、これら技術を採用することで、今後10年間で世界の国内総生産(GDP)を1兆米ドル以上押し上げる効果が期待される。特に、DLTを基盤とするエコシステムへのサービス提供会社や、DLTの関連技術会社、プラットフォームの運用事業者などに大きな成長機会が見込まれる。

技術はこれまでも金融サービス業における 重要な差別化要因であったが、新型コロナ の感染拡大を契機に非接触、携帯支払、 eコマースへの流れが一気に加速した。コスト 削減の必要性と新興企業との競争により、 既存の金融機関もまたフィンテックサービス を導入せざるを得ない状況に置かれている。

こうした潮流が複合的に作用することで、フィンテックの売上高は2020年の2,250億米ドルから2030年には7,500億米ドルへと



大幅な増加が予想され、売上高の年平均成長率は金融業界全体のおよそ3倍になる見通しである。次の10年にわたり2桁台の利益成長率が見込めるフィンテックは、今後、世界的な急成長業種の1つになると予想する。

カーボン・ ネットゼロに 向けたポジション



ネットゼロ・エミッション(温暖化ガス排出量実質ゼロ)への移行は、今後10年間で最も重要な投資トレンドの1つになるだろう。グリーンテック、大気清浄、CO2削減関連技術に加え、炭素取引戦略、ESGリーダー企業にも投資機会があると考える。

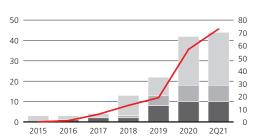
世界のCO2排出量の55%を占める59カ国が、2050年までのネットゼロ達成を公約した。米国は2030年までに発電の80%をクリーンな資源に由来するものとし、新車販売の50%以上を電

気自動車(EV)にする目標を示した。EUは2030年までに温室効果ガス排出量を55%削減し、最終エネルギーに占める再生可能エネルギーの比率を40%に引き上げ、さらに2035年にガソリン

図表3

ネットゼロを公約する国が増加している

ネットゼロ公約国数(左軸)と世界のCO2排出量に占める割合 (右軸)



■ 法制化 ■ 提案 ■ 政策文書化

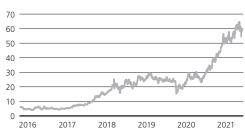
ネットゼロ公約国の世界全体の排出量に占める割合(右軸)

出所: 国際エネルギー機関(IEA) (2021), Net Zero by 2050、 IEA、 Paris、 UBS、 2021年10月

図表4

欧州の炭素価格は過去1年で3倍に

EU排出枠(EUA)価格の期近物価格(トン当たりユーロ)



出所:ブルームバーグ、UBS、2021年10月

車などの新車販売を禁止する方針を発表した。 中国は、2030年までに、1次エネルギー消費に 占める非化石燃料の割合を約25%へ高めてい く目標を掲げている。

だが、世界のエネルギー消費量は増加の一途をたどっている。国際エネルギー機関(IEA)の予測では、2050年までに世界のエネルギー消費量は5割近く増加する。原油、天然ガス、石炭価格が数年来の高値をつける最近の状況は、経済的な混乱を最小限に抑えながらネットゼロ・エミッションを達成するには、グリーンテクノロジー投資を大幅に拡大させる必要があることを浮き彫りにしている。

46%

の投資家が、最も共感できる運用戦略として 気候変動に関連するサステナブル戦略を挙 げている。

出所:2021年第3四半期UBS投資家センチメント調査

さまざまな分野に投資機会が見出せる:

グリーンテック、大気清浄、炭素削減

2030年までのCO2排出量削減目標は、化石燃料利用の一部を再生エネルギーに置き換えることで、概ね達成できる見通しである。IEAによると、ネットゼロへの道のりにおいて、発電量に占める再生可能エネルギーの割合は2018年の25%から2050年には90%に上昇し、風力と太陽光発電を合わせて約7割を占めることが期待される。

短中期的には次の5つの分野に有望な投資機 会が見出せる。

- 1) クリーンエネルギー
- 2) エネルギー効率の向上とデジタル化
- 3) 電化・電動化、蓄電池
- 4) バイオエネルギー
- 5) グリーン金融を扱う金融機関

長期的には次の2つの分野にも新たな投資機会が見込まれる。

- 6) 水素
- 7) CO2回収·利用·貯留(CCUS)

伝統的なコモディティおよびコモディティ生産業者

ネットゼロへの移行に伴いコモディティ価格の上昇が予想され、今後数年はコモディティ価格のボラティリティ(変動率)が高まる局面が見込まれる。また、排出量削減に向けて再生可能エネルギーの利用や蓄電能力の拡大が進むとみられるが、

これらは一夜にして実現されるわけではない。 したがって、グリーンテックと並行して伝統的なコ モディティやコモディティ生産業者へも分散投資 するアプローチが、排出量ネットゼロに向けたマ クロ経済トレンドに乗る現実的な方法と考える。

炭素取引難略

炭素市場はネットゼロへの移行を捉えるもう1つの投資手段である。炭素に価格を設定する仕組みは、化石燃料に対する需要を抑制し、排出量の少ない技術への投資を促す手法であり、気候変動対策の重要な施策と位置付けられている。炭素価格は変動が激しく、EU域内排出量取引制度(EU-ETS)における炭素の価格は、エネルギー需要の増加と環境規制の強化見通しを背景に、年初から9割以上上昇して足元で最高値に達している。

炭素価格は、ボラティリティは高いものの、排出枠の縮小と排出量取引対象セクターの拡大により、中長期的に下支えされるものとみている。排出企業・事業に排出枠(キャップ)を設定し、企業間での余剰排出量や不足排出量の売買(トレード)を認める「キャップ・アンド・トレード制度」の導

入は、炭素排出量を効率的に管理できる業種に 恩恵をもたらすだろう。ネットゼロに向けた長期 的な取り組みは、カーボン・フットプリント(商品や サービスのライフサイクル全体における温室効 果ガス排出量)の管理・抑制に優れたリーダー企 業にとって追い風になると予想する。

サステナブルな資産クラス

サステナブルな投資をポートフォリオに組み入 れることで、こうしたネットゼロへの移行に備え たポジション構築が可能となる。サステナブル 投資には、以下のようなさまざまな投資手法が ある。1) ESGリーダー戦略は、優れたエネルギ 一管理を実証している企業に投資することであ る。2) ESGテーマ株式は、長期的な気候変動 対策へのエクスポージャーを提供する。また、 グリーンボンドは、気候変動問題解決や移行に 向けた企業の取り組み全体に資金を供給する 手段となる。3) ESGエンゲージメント戦略は、企 業に対する投資家の影響力を高め、企業の気 候変動対策の推進に寄与する。4) 国際開発銀 行債への投資は、新興国に資金を配分するこ とで、新興国のネットゼロ移行を支援することが できる。

グリーン・インフレーションの始まりか?



以下は、英ヘッジファンド、アルジェブリス・インベストメンツの創業者兼CEOであるダビデ・サラ氏との対談である。同氏とそのチームは「気候変動対策がもたらすインフレーション(グリーン・インフレーション)」の可能性と、それが経済および市場にもたらし得る影響について、次のように語っている。

気候変動対策がインフレを加速する可能 性があると考える理由は何か?

1970年以降、人間が生活する上で消費する 天然資源の量が、地球の生態系が再生産 できる供給量を上回る「バイオキャパシティ 不足」の状態に陥っている。経済理論は、バ イオキャパシティの不足が続けばインフレが 加速すると説く。だが、これまでインフレが起 こらなかったのは、こうしたバイオキャパシティ 不足に価格が設定されていなかったから だ。現在、EU排出量取引制度や、CO2排出 量などの環境汚染に応じた課税制度を通じ て、環境負荷の外部性に価格を設定する仕 組みが注目を集めている。

どの程度のインパクトを期待しているか?

インパクトの規模を考える1つの方法として、排出量を十分に抑えるためには炭素価格をどの程度引き上げる必要があるか、という考え方がある。国連は、その基本シナリオにおいて、世界の資源採掘量が2060年には1,900億トンになると予想している。だが、持続可能なシナリオを維持するためには、この採掘量を25%削減しなければならない。価格弾力性を-0.35vと想定した場合、資源消費をこれだけ大幅に削減するには、2060年までに排出価格を70~75%引き上げる必要がある。これは毎年約0.9%の価格上昇に相当する。

中央銀行の政策や投資にはどのような影響を与えるか?

多くの中央銀行が2%の物価目標の実現に 長年苦戦してきた。だが、外部性に価格を 設定すれば、長年のディスインフレ状態を、 インフレ目標を上回る未来へと変えることが できるかもしれない。そしてこれは、長期化 する量的緩和やマイナス金利から別の枠 組みへのパラダイムシフトにつながる可能 性がある。これは、株式バリュエーションか ら債券価格、投資スタイルの調整に至るま で、投資家にもさまざまな影響をもたらすだ ろう。

本インタビューにはUBS Chief Investment Office Global Wealth Management (CIO GWM)以外の見解が含まれています。従って、本インタビューがCIO GWMの見解と完全には一致しない場合があります。

UBS Wealth Way

どのようにサステナブル投資を活用して、 投資家個人の目標を実現できるか?

新型コロナの感染拡大と深刻化する環境問題を契機に、自身の価値観をみつめ直し、人生において何が重要かを改めて考える人が増えてきた。その結果、自身が共感する理念や考え方に影響を与えるためには、どのように資産を活用すればよいかという問いが数多く寄せられている。

UBS Wealth Wayは、資産目標にとどまらず、 人生における目標、成し遂げたいことや価値観 を明確にし、次世代を支援し前向きなインパクトを長期的に与えることを目指す上での指針と なる。

例えば、Liquidity(流動性)戦略では、キャッシュの代替としてESGマネーマーケット・ファンドなどを活用したり、年限の異なるサステナブル債券(グリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンド、サステナビリティ・リンク・ボンドなど)*や国際開発銀行債に同額ずつ投資する「債券ラダー・ポートフォリオ」を構築できる。

Longevity(老後)戦略では、サステナブルな投資 先に資産を全面的に配分したり、大気清浄、炭 素削減、国連持続可能な開発目標(SDGs)への 取り組みといった投資テーマを既存ポートフォリ オに補完的に組み入れることにより、資産配分 と自身のサステナビリティ目標とを一致させることができる。

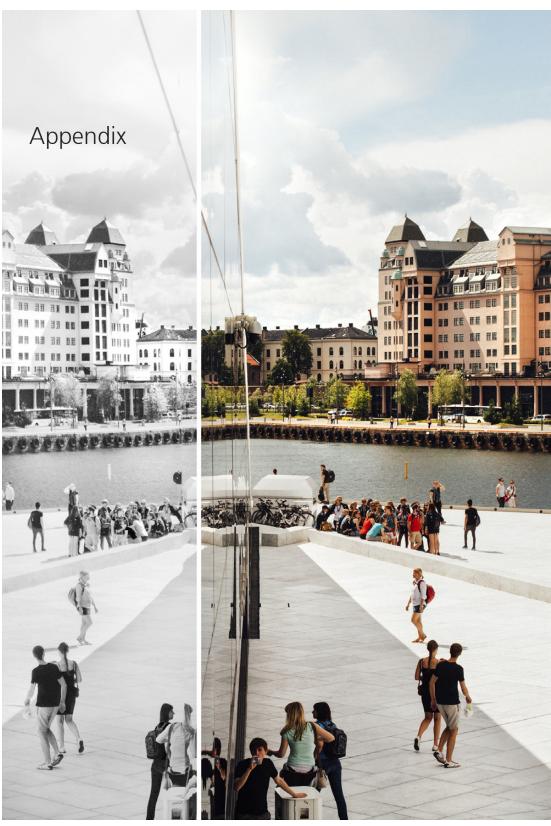
Legacy(資産承継)戦略は基本的に長期運用であるため、柔軟にインパクト投資を行うことができる。投資方法としては、ファンド・マネジャーが市場平均またはそれを上回るリターンを目指しながら、測定可能な変化を与えることを目的とした、ヘルスケアや教育といった分野の成長株やベンチャー・キャピタルファンドへの投資などが考えられる。またLegacy戦略の一部としてフィランソロピー(慈善活動)や慈善贈与を行うこともできる。

* グリーンボンド: 資金の使途が環境改善に資する 事業に限定されている債券。

ソーシャルボンド: 衛生・福祉・教育などの社会的課題の解決に資するプロジェクトの資金調達のために発行される信券。

サステナビリティボンド:資金の使途が環境・社会の 持続可能性に貢献する事業に限定されている債券。 サステナビリティ・リンク・ボンド:特定の資金使途に 限定する必要がなく、あらかじめ定められた発行体 のサステナビリティ / ESGの目標の達成・未達成に よって条件が変化する債券。

UBS Wealth Wayは、お客様がUBS Switzerland AG、UBS AG、UBS Financial Services Inc.、およびクライアント・アドバイザー(お客様担当)とともに、様々な時間軸において、それぞれのニーズと目標を明確にし、実現する上での指針となるLiquidity. Longevity. Legacy.戦略(流動性戦略、老後戦略、資産承継戦略)を組み入れた考え方です。この考え方は、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。すべての投資商品は、元本の全額を失うリスクを含む損失リスクを伴います。時間軸は様々です。戦略はお客様の長期目標、中期目標、適合性によって変わります。



Oslo Opera House (Norway) Unsplash / Oliver Cole

2021年の振り返り

2021年は、ワクチンの接種開始、財政刺激策、経済活動の再開、企業の力強い 増益と、新型コロナウイルスの新たな変異株やインフレ率上昇に対する不安が 交錯した1年だった。株式とコモディティが反発したが、債券は売られた。

正しかった3つの予想

- ✓ ワクチンは持続的な景気回復を 促進する
- ✓ 株式は上昇を続ける
- ✓ 原油価格は大幅に上昇する

誤った3つの予想

- ※ 経済成長率とインフレ率は我々の予想を トロった
- 債券利回りは予想以上に上昇した
- × 我々の予想に反して米ドルは上昇した

その結果、マクロ 経済と各資産クラス にとって2021年は 次のような1年と なった。

経済

「Year Ahead 2021」では、ワクチン接種が広がれば欧州と北米で持続的な景気回復が広がると予想し、これは実現した。経済成長率と企業の増益率はいずれも我々の予想を上回った。2021年の先進国経済は4.9%成長になる見通しで、我々の予想4.2%を上回った。S&P500種株価指数構成企業の増益率は45%を超える勢いで伸びており、これも我々の22%という予想を大幅に上回るだろう。中国のGDP成長率も、若干予想を上回った。

株式

我々は2021年の株式市場の上昇を予想したが、本稿執筆時点でのMSCI ACワールド指数の上昇率は17%となっている。我々は、2020年のパフォーマンス低迷を受けて「出遅れ分を取り戻す」可能性の高い銘柄と市場に注目した。この見方はとりわけエネルギーと金融については正しかったが、米国市場は、既に高パフォーマンスを上げていたにもかかわらず、業績の目覚ましい伸びを背景にさらに上昇を続けた。

債券

債券利回りは、予想を超えるGDP成長率とインフレ率を背景に、予想以上に上昇した。米10年国債利回りは本稿執筆時点で1.6%と、「Year Ahead 2021」を発行時点での予想約0.9%を上回っている。欧州の債券利回りも、米国債ほどではないが我々の予想を上回っている。ドイツ10年国債利回りは本稿執筆時点で-0.2%と、2021年12月末での当初予想の-0.4%を上回っている。

通貨

2021年末までは米ドル安が続くと予想していたが、若干の米ドル高となった。その一因として米国経済の力強い拡大が挙げられる。その結果、米国の期待金利が上昇した。市場は現在2022年末までに2~3回の利上げを織り込んでいる。昨年時点では、我々は当面利上げがないとみていた。

コモディティ

「Year Ahead 2021」の執筆当時、原油価格は1 バレル当たり44米ドルで、2021年末までに同 60米ドルへの大幅上昇を予想していた。我々 の予想通りに推移したが、その後さらに上昇 し、需要の拡大、低水準の在庫、サプライチェ ーンの混乱が重なって、年後半のコモデイティ 市場は大荒れの様相を呈している。

資産クラス別予想

通貨

スポット	2022年6月	2022年12月	購買力平価(PPP)
1.14	1.12	1.10	1.34
114	116	116	68
1.34	1.35	1.34	1.64
0.92	0.96	0.98	0.83
1.05	1.08	1.08	1.11
0.85	0.83	0.82	0.82
0.73	0.72	0.70	0.72
1.26	1.27	1.28	1.23
10.01	10.00	10.00	9.89
9.95	9.70	9.70	10.85
	1.14 114 1.34 0.92 1.05 0.85 0.73 1.26	1.14 1.12 114 116 1.34 1.35 0.92 0.96 1.05 1.08 0.85 0.83 0.73 0.72 1.26 1.27 10.01 10.00	1.14 1.12 1.10 114 116 116 1.34 1.35 1.34 0.92 0.96 0.98 1.05 1.08 1.08 0.85 0.83 0.82 0.73 0.72 0.70 1.26 1.27 1.28 10.01 10.00 10.00

出所: UBS、2021年11月12日

新興国市場			
	スポット	2022年6月	2022年12月
米ドル/人民元	6.39	6.60	6.65
米ドル/インドネシア・ルピア	14,235	14,600	14,800
米ドル/インド・ルピー	74.4	78.0	79.0
米ドル/韓国ウォン	1,180	1,180	1,180
米ドル/ロシア・ルーブル	72.9	70.0	73.0
米ドル/トルコ・リラ	9.99	10.20	10.80
米ドル/ブラジル・レアル	5.42	5.50	5.50
米ドル/メキシコ・ペソ	20.49	20.20	20.50

出所: UBS、2021年11月12日

コモディティ

	スポット	2022年6月	2022年12月
ブレント原油 (米ドル/パレル)	82.2	85.0	85.0
WTI原油(米ドル/バレル)	80.8	82.0	82.0
金(米ドル/オンス)	1,865	1,750	1,650
銀(米ドル/オンス)	25.3	22.0	20.0
銅(米ドル/トン)	9,711	11,500	11,500

出所: UBS、2021年11月12日

金利と債券

		政策金利		10年債利回り(%)			
	現在	2022年E	2023年E	スポット	2022年6月	2022年12月	
米ドル	0.08	0.08	0.33	1.56	2.00	2.00	
<u>л</u> —п	-0.50	-0.50	-0.50	-0.26	0.00	0.00	
スイス・フラン	-0.75	-0.75	-0.75	-0.18	-0.05	-0.05	
英ポンド	0.10	0.75	1.25	0.91	1.05	1.10	
日本円	-0.10	-0.10	-0.10	0.08	0.15	0.15	

E= 予想

出所: UBS、2021年11月12日

経済予想

	GDP成長率(%)				インフレ率(%)			
	2020年	2021年E	2022年E	2023年E	2020年	2021年E	2022年E	2023年E
米州								
米国	-3.4	5.5	4.2	3.0	1.2	4.6	4.2	1.4
ブラジル	-4.1	5.1	1.2	2.2	3.2	8.1	6.8	3.6
カナダ	-5.3	5.3	5.8	3.5	0.7	3.4	3.5	1.5
欧州								
ユーロ圏	-6.5	5.1	4.8	2.0	0.3	2.5	2.2	1.5
ドイツ	-4.9	2.8	4.9	1.8	0.4	3.1	2.1	1.4
フランス	-8.0	6.7	3.8	1.7	0.5	2.0	1.4	1.0
イタリア	-9.0	6.2	4.5	1.5	-0.1	1.8	1.5	0.8
スペイン	-10.8	4.6	6.1	3.3	-0.3	2.9	2.5	0.8
英国	-9.7	7.0	4.6	1.5	0.9	2.4	3.4	1.8
ロシア	-3.0	4.4	3.0	2.1	3.4	6.6	6.3	4.1
スイス	-2.5	3.1	3.1	1.7	-0.7	0.6	0.7	0.6
アジア								
中国	2.3	7.6	5.4	5.0	2.5	0.9	2.0	1.6
日本	-4.7	2.1	3.1	1.4	0.0	-0.2	0.5	0.8
インド	-7.3	9.5	7.7	6.0	6.2	5.4	4.8	4.3
韓国	-0.9	3.9	3.0	2.9	0.5	2.3	2.0	1.3
先進国市場	-4.7	4.9	4.2	2.5	0.7	3.1	2.9	1.3
新興国市場	-2.0	6.8	5.1	4.5	4.1	4.4	4.7	3.7
世界	-3.1	6.0	4.7	3.6	2.6	3.8	3.9	2.7

E= 予想

出所: UBS、2021年11月12日

Year Ahead 2022 - UBS House View 本書はUBS AG、UBS AG London Branchに よって作成されました。本書末尾に掲載され ているディスクレーマーは大変重要ですので 是非ご覧ください。

本書はグローバルに拠点を有するCIOチーム 全体の考察と見通しを反映しており、UBSの 知的リーダーシップを示しています。

Global Chief Investment Officer

Mark Haefele

Editor in Chief

Kiran Ganesh

Supervisory analyst

Mark Boehme

Project manager

Sagar Khandelwal

Editorial deadline

13 November 2021

Publishing date

18 November 2021

Design

CIO Content Design UBS Switzerland AG

Cover photo

Adobe Stock

Languages

English, German, French, Italian, Spanish, Portuguese, Russian, Chinese (Simplified, Traditional), Japanese

将来予想に関する記述についての注意事項

本稿には、将来予想に関する記述(forward-looking statement)が記載されています。これらの記述には、証券市場および資本市場の仮定についての現在および予想される状況に関する記述等が含まれますが、これらに限られません。将来予想に関する記述は、本稿に記載されている事項に関する我々の判断および将来の見通しを反映したものですが、様々なリスク、不確定要素、市場の変化、その他の重要な要因により、実際の結果がその記述の内容と大きく異なる場合があります。これらの要因の例としては、次のものが挙げられますが、これらに限られません。(1)米国市場およびその他の市場セグメントにおける将来の変動の程度およびその性質、(2)その他の市場およびマクロ経済情勢。これには、現時点の市場の混乱に直接・間接的に起因するか否かを問わず、国内外の証券市場、クレジット・スプレッド、為替レート、金利の変動等を含みます。(3)これらの変動がその他の市場ならびに資産クラスに与える影響。UBSは、新たな情報、将来の事象、その他の結果にかかわらず、将来予想に関する記述を更新または変更する義務を負わず、かかる義務を明示的に否認します。

新興国市場への投資

新興国市場の資産は、とりわけ為替レートの変動、資本コストの突然の変更や経済見通しの急変にかかる潜在的なリスク、および規制リスクや社会政治リスク、金利リスク、信用リスクなどを伴います。新興国の資産は流動性が非常に低下し、流動性の状況が急激に悪化する場合があります。CIO GWMは通常、米連邦登録規定 (1934年証券取引所法セクション12) および各州の登録規定(いわゆる「ブルースカイ法」)の下に登録されていると判断した証券のみを推奨します。見込み投資家は、CIO GWMが、米国法が認める範囲内で、米国または各州の証券法の下に登録されていない債券を推奨することがあることを認識しておく必要があります。そうした未登録債券は、情報開示の頻度・内容の要件が米国法より低い管轄区域で発行されていることがあります。

債券の長期保有に関心のある投資家には、(投資適格級の中で)信用格付けが最も高い国の国債に投資することを勧めます。これにより、保有する国債がデフォルト(債務不履行)状況に陥るリスクを低減します。投機的格付けの債券は、リスク許容度が高く、高利回り債券を短期に限定して保有することを目指す投資家のみに推奨します。

非伝統的資産

本レポートでは非伝統的資産投資に関する一般的な情報を提供していますが、これらの金融商品の勧誘等を行うものではなく、弊社では取り扱いのない金融商品を勧誘することもありません。また、お客様個々人に特有の投資目的、財務状況、投資経験、等を考慮したものではありませんので、お客様に適合しない投資に関する記述が含まれている可能性があります。

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。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。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5.0%の買戻手数料を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投資ー任運用サービス(以下、当サービス)」のお取引には、投資ー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・アドバイザリー株式会社 関東財務局長(金仲)第898号





