

# UBS House View

Monthly Letter

2022年7月28日

Chief Investment Office GWM

Investment Research

## 焦点のシフト

市場の懸念はインフレーションから過度な金融引き締めと景気後退リスクに移った。

## 長期見通しに明るさ

目先の不透明感が強いとはいえ、今年の急落は長期投資家に投資機会をもたらした。

## 待機戦略は高くつく

待つことによる機会損失は時間の経過とともに著しく拡大する。想定している投資期間が長ければ長いほど、待機を正当化することは難しくなる。

## 資産配分

株式市場では、バリュー株、ディフェンシブ株、高クオリティ株の比重を高める。高格付債を中立から推奨に引き上げる。



Mark Haefele

Chief Investment Officer  
Global Wealth Management

## なぜ今投資するのか

各国の中央銀行はインフレ抑制への強い姿勢を維持している。ところが市場の注目は概ね、物価上昇懸念から過剰な金融引き締めと景気後退のリスクに移っている。これは、今日の投資家にとって、どのような意味を持つのだろうか。

短期的には、株価指数全体のリスク調整後リターンは低いだろう。株式市場は「ソフトランディング」(経済の軟着陸)を織り込んでいるが、経済活動の低迷が深刻化するリスクが高まっているからだ。したがって、短期的にはバリュー株、安定したインカム収入を期待できる高クオリティ銘柄(クオリティ・インカム)、ヘルスケア・セクターを中心とする選別的投資を勧める。債券では、「スランプ」(景気低迷)シナリオで反発すると予想される高格付債を、「中立」から「推奨」へと引き上げる。通貨市場では、スイス・フランの推奨を維持する。

では、長期投資家はどうすればよいただろう。

株式のバリュエーションが過去平均を下回り、債券利回りが過去平均を上回り、株価がピークをつけた後に組成されたプライベート・エクイティ・ファンドという条件が揃えば、その分散ポートフォリオには優れた長期リターンが期待できるだろう。S&P500種株価指数のバリュエーションはこの12カ月で26%下落したが、現在は今後10年で7~9%という健全な年率リターンが期待できる水準で取引されている(3頁参照)。債券市場の利回りも今年は大幅に改善した。オルタナティブ投資(代替投資)の過去の実績を振り返ると、株価急落後に組成されたグロース・ファンドは、それ以前に組成されたファンドよりも高いリターンを達成している。こうした状況を踏まえて、長期的な視点から現状を見ると、多くの顧客は分散投資が不十分で、しかも過少投資のように見える。

投資家はしばしば、楽観的な長期見通しと悲観的な短期見通しに対し、ただ待つことで整合性をとろうとする。ただし、このアプローチにもリスクがある。待つことによる貯蓄拡大は限られている一方で、潜在的な機会損失の方がはるかに大きくなるということだ。さらに、株式市場の短期的な見通しは不安定に見えるものの、現在考えられる市場シナリオを考慮すると、分散ポートフォリオを組めば、今後数カ月で安定した成果を期待できる。

分散ポートフォリオに今日投資するか、または投資を決意すれば、投資家は市場に取り残されたあげくいつまでも模様眺めを続けるリスクを冒すことなく、短期的なリスクを軽減しながら、長期のパフォーマンスも望めるポジションを築けるだろう。

本レターでは、短期的な相場の先行きに関する我々の最新の見通しと、今年に入って長期見通しが改善したと考える理由について述べるとともに、長期投

本稿はUBS AGが作成した“Monthly Letter: Why invest now?”(2022年7月28日付)を翻訳・編集した日本語版として2022年8月4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。

資家が「待つこと」と「今投資すること」とのトレードオフについて、どう考えるべきかを分析する。

## 目先の不透明感は継続

先月のレター以降、今年下期の見通しに関して2つの大きな動きがあった。

中央銀行の長期インフレ懸念が低下している。

第1に、中央銀行の長期インフレ懸念が低下している。正確に言うと、最近発表されたインフレ率は事前予想を上回ったが、市場は米連邦準備理事会(FRB)によるさらに前倒しの利上げを織り込んでいたこともあり、長期インフレ懸念が低下しているように見える。7月のミシガン大学消費者信頼感指数調査によると、長期の期待インフレ率が年率2.8%と6月の3.1%から低下し、米10年ブレイクイーブン・インフレ率は4月の3.1%をピークに2.46%に低下した。消費者物価指数(CPI)のコア(エネルギーと食品を除く)指数も3カ月連続で低下した。

景気後退懸念が高まっている。

第2に、経済成長関連の指標の悪化が続き、景気後退懸念が高まっている。米国では、第2四半期の国内総生産(GDP)が年率換算で前期比0.9%減少し、これで2四半期連続でのマイナス成長(「テクニカル・リセッション」入り)となった。S&Pグローバルによる7月の購買担当者景気指数(PMI)総合値(速報値)は47.5と、6月の52.3から低下し、活動の縮小を示唆している。ユーロ圏では、7月のPMI総合値が49.4と6月の52から低下して、こちらも縮小を示している。中国では、住宅建設の中断または遅れに反発した住宅購入者による住宅ローンの返済ボイコットと、複数の都市における新型コロナウイルス感染の再拡大が、2022年下期の景気回復の足かせとなる可能性がある。

我々は、こうした動きを受けて、インフレ制御不能への不安から株式も債券も下落する「スタグフレーション」シナリオの確率を20%から10%に引き下げた。しかし同時に、景気後退の深刻化を懸念して株価が下落し、高格付債が上昇する「スランプ」シナリオの確率を30%から40%へ引き上げた。

ここから先、我々に残された道は何か？

我々は、株価指数が今の水準から下落する確率を50%とみている。

我々は、株価指数が年内に大幅下落する確率を50%とみている。「リフレーション」シナリオは相場を押し上げる可能性があるが、そのためには、コモディティ供給問題が解決するか、中国の新型コロナ問題が収束するか、米国の労働力人口が大幅に増加した、との見方が市場に広がる必要がある。このシナリオは、実現する確率が低いだろう。したがって、現在の市場環境では、投資期間を6カ月程度とする短期投資家は、引き続き投資対象を分散させ、ディフェンシブで、選別的なスタンスを維持することが望ましい。

## 市場をけん引すると予想される4つのシナリオ

CIOの予想(2022年末時点)

	現在	ソフトランディング	スランプ	スタグフレーション	リフレーション
<b>S&amp;P500種株価指数</b>	<b>4,024</b>	<b>3,900</b>	<b>3,300</b>	<b>3,100</b>	<b>4,500</b>
米10年国債利回り	2.78%	3.25%	1.50%	4.00%	2.75%
ブレイクイーブン(期待インフレ率)	2.46%	2.55%	2.00%	3.00%	3.25%
実質利回り	0.32%	0.70%	-0.50%	1.00%	0.50%
株式リスク・プレミアム	315bps	278bps	426bps	312bps	260bps
予想株価収益率(PER)(単位:倍)	16.9x	16.6x	17.4x	14x	17.9x
予想1株当たり利益(EPS)	USD 238*	USD 235	USD 190	USD 235	USD 252
利益成長率(前年比)		3.5%	-16.3%	3.5%	11%
<b>確率</b>		<b>40%</b>	<b>40%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>

\*12カ月先予想EPS

出所:ブルームバーグ、UBS(2022年7月現在)

### 長期見通しは今年に入ってから改善している

目先の見通しは厳しい。だが、長期投資家にとっては、年初からの市場の急落は投資機会の創出と見ることもできるだろう。

S&P500種株価指数は現在、今後10年間で年率7~9%のリターンが見込めるバリュエーションで取引されている。

株価バリュエーションは、短期パフォーマンスの指針にはならないことが多いが、長期リターンとは相関性がある。S&P500種株価指数は、過去12カ月で26%下落した結果、実績EPSベースの株価収益率(PER)が18.3倍となっている。これは1960年以降のデータで見ると、今後10年間で年率7~9%という健全なリターンを見込める水準である。MSCIオール・カントリー・ワールド指数は、1988年以降のデータに照らすと、今後10年で年率6~8%を期待できる15.5倍の実績PERで取引されている。債券市場の利回りも今年は大幅に改善した。

国債利回りは2018年以来(それ以前では2008年)の高水準に近づいている。過去の事例を見ると、運用開始時の利回り水準は、債券市場の長期的なリターンの信頼できる指針となってきた。つまり、債券の長期見通しは現在、世界金融危機後のほとんどの期間よりも良好であると考えてよさそうだ。

歴史的に見ても、新たに設定されたプライベート・エクイティ・グロース・ファンドの見通しは明るい。

オルタナティブ投資では、既存のプライベート・エクイティ・ファンドの中には、株式相場の急落を受けて純資産総額の下修正を発表するファンドもあるとみられるが、過去のデータを見る限り、市場急落後に設定されたグロース・ファンドは、それ以前に設定されたファンドよりも好成績を残している。ケンブリッジ・アソシエイツの試算によると、市場がピークを打った1年後に設定されたグロース・エクイティ・ファンドの内部収益率(IRR)は18.6%で、市場がピークを打つ1年前の11.4%よりもはるかに高い。

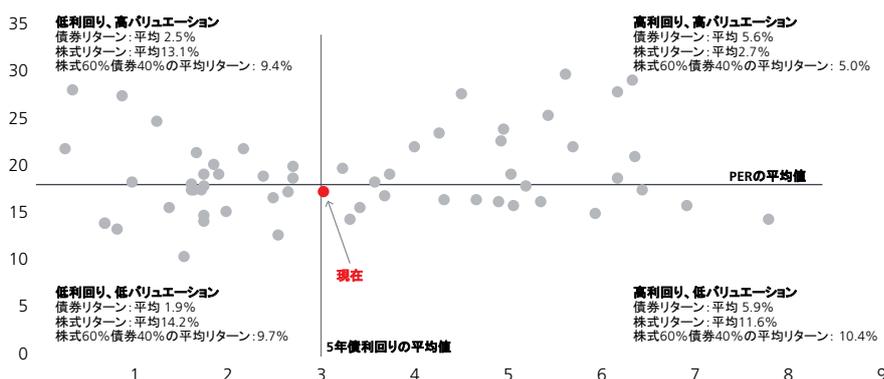
もちろん、長期リスクもいくつかある。人口の高齢化でGDP成長率が抑えられる可能性が高く、サービス業への移行が進む経済では、生産性の伸びも阻害される可能性がある。GDPを構成する企業利益は、消費者にコストの転嫁をしなければこれ以上伸びない可能性がある。さらに、量的引き締め(QT)と金利の上昇で、流動性見通しも過去10年間とは異なる様相を呈している。

しかし、次の10年が過去の10年より必ずしもよくなると思えなくても、ポートフォリオの見通しは良好となりうる。さらに言えば、イノベーションと技術の進歩は、サービス・セクターでも生産性の伸びを促進する可能性がある。第4次産業革命は経済の効率性向上をけん引し、利益率の維持にも寄与するだろう。また、各国の中央銀行はバランスシートの圧縮を行っているが、政府の債務水準が高いことから、債務負担を持続可能な水準に抑えるために長期金利を低く抑えたいと考えるだろう。

図表1

### 債券利回りが平均を上回り、株式のバリュエーションが平均を下回る組み合わせは最近ではまれ

S&P500種株価指数の実績PER(倍、縦軸)、米5年国債利回り(%、横軸)、半年ごとのデータ、過去30年



出所:ブルームバーグ、ファクトセット、データストリーム、UBS(2022年7月現在)

過去平均を下回る株式のバリュエーションと過去平均を上回る債券利回りは、長期リターンを押し上げを示唆している。

リターン予測を計算する際に、競合する複数の長期的要素のバランスをどうとるかを正確に知ることは難しい。しかし、長期バリュエーション分析は、シンプルで且つ過去の実績がある。要するに、株式のバリュエーションが過去平均を下回り、債券利回りが過去平均を上回り、株価がピークをつけた後に組成されたプライベート・エクイティ・ファンドという条件が揃えば、その分散ポートフォリオには優れた長期リターンが期待できるということだ。

### 「待機」が「投資」よりもリスクが高い理由

投資を待つことはリスクを伴う。

投資家はしばしば、楽観的な長期見通しと悲観的な短期見通しに対し、ただ待つことで整合性をとろうとする。しかし、待機にはリスクも伴う。

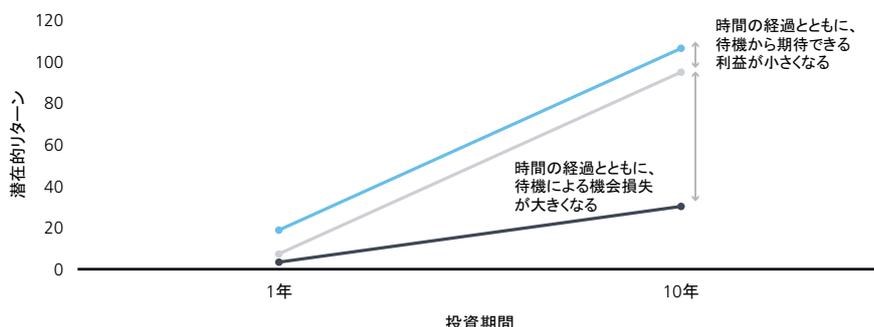
投資にあたり、現在2つの選択肢があると考えてみよう。1)キャッシュを保有しておき、市場が現在の水準から10%下落したら初めて買う、または2)今すぐ買う、の2つだ。1年後と10年後にはそれぞれどうなっているだろうか。

S&P500種株価指数の我々の短期予想と長期水準に関するいくつかの仮定に基づくと、待機に伴うリスク調整後リターンは時間の経過とともに著しく低下することがわかった。本レターの最後の囲み記事で詳細な分析と解説を行う。だが、要約すると、想定している投資期間が長ければ長いほど、待機を合理的に正当化することは難しい。

図表2

### 投資期間が長いほど、待機を正当化することが難しくなる

投資期間と潜在的リターン(%)



— 今すぐ投資する — 待機戦略で10%下落が実現した場合 — 待機戦略で10%下落が実現なかった場合

出所：ブルームバーグ、UBS (2022年7月現在)

待機の機会損失は時間の経過とともに膨らむ。

すぐに投資するよりも待つ方がリスクが高いという考え方は、過去のデータでも裏付けられている。1960年以降、10%調整するのを待ってからS&P500種株価指数に投資し、その後史上最高値で売却する戦略のパフォーマンスは、「バイ・アンド・ホールド」(買い持ち)戦略を80倍下回っている。また、同じ期間について、20%下落した直後に投資した場合の1年間の平均リターンは15.6%だった(図表3参照)。つまり、20%下落した後に1年間キャッシュで置いておくことは大きな機会損失であり、そのパフォーマンスの差は、時間の経過とともに複利的に拡大する。さらに、1945年からのデータを用いて、「一括」投資する戦略と12カ月間で段階的に投資する戦略とを比べると、最初の1年間では前者が後者を平均4.4%上回った。

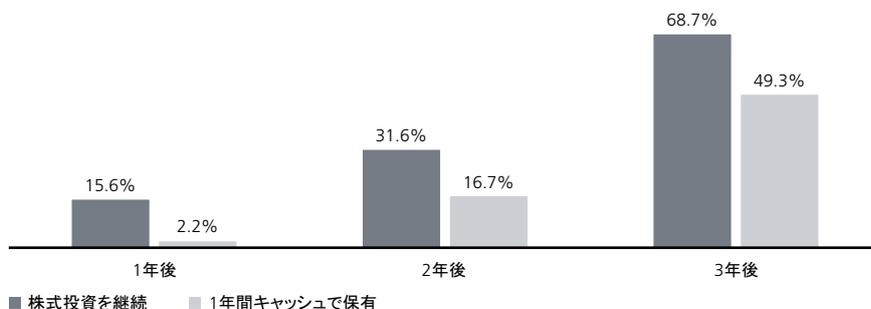
市場タイミングを計ろうとする場合のコストも、実際の投資パフォーマンス・データに表れている。金融サービス調査会社DALBARによる最新のQAIB(投資家行動の定量分析)レポートによると、ミューチュアル・ファンドに投資する個人投資家は、過去30年間でS&P500種株価指数のパフォーマンスを平均年率3.52%下回っている(うち、2021年のパフォーマンスは1年で10%ポイント以上アンダ

一パフォーマンスしている)。多くの投資家にとっては、市場のタイミングを計ることに手間や時間をかけ、重視すればするほど、パフォーマンスは低下する。

図表3

### 投資継続は結局利益になる

20%下落した後のリターン推移: 最初の1年は株式への投資を継続するか、キャッシュで保有し、その後市場に再参入した場合のパフォーマンス比較(1960年以降のデータに基づく月次リターン)



出所: Ibbotson, UBS (2022年7月現在)

要するに、分散ポートフォリオに今日投資するか、少なくとも投資を決意すれば、投資家は市場に取り残されたあげく、いつまでも模様眺めを続けるリスクを冒すことなく、短期的なリスクを軽減しながら、長期のパフォーマンスも望めるポジションを築けるだろう。

## 投資アイデア

資産クラスの推奨においては、今月は2つの変更を行う。

高格付債を「中立」から「推奨」に引き上げる。

第1に、高格付債(ソブリン債(国債、政府機関債、国際機関債)や準ソブリン債等を含む)の1年~10年債セグメントを「中立」から「推奨」に引き上げる。利上げサイクルが前倒しされるとの予想はすでに相当織り込まれている(図表4参照)。高格付債とソブリン債とのスプレッドは過去平均と比べて拡大している。比較的高い金利収入が相場変動に対する一定のプロテクションとなっている。1年間で、1~5年のセグメントで利回りが125ベーシスポイント(bp)、5~10年のセグメントで50bp上昇した場合には、このポジションの採算は合わなくなる。

「スランプ」への懸念が市場に影響し始めれば、利回りがさらに低下する可能性もある。特に高格付債については、今年年初からの急落で、多くの債券が現在額面割れとなっているため、この点が有利に働くかもしれない。というのも、債券市場における利回り低下による価格上昇幅は、同程度の利回り上昇による価格下落に比べて大きくなるからだ。これを「正のコンベクシティ」という。

金を「中立」から「非推奨」に引き下げる。

第2に、金(gold)を「中立」から「非推奨」に引き下げる。米国の金利上昇、インフレ率の低下、量的引き締め、米ドル高の継続はいずれも金への重石となる可能性が高く、7月27日現在1,746米ドル/オンス(スポット)の金価格は、年末時点で1,600米ドル/オンスまで下落すると予想する。こうした状況下、金は景気減速に対するヘッジ手段の1つとして適切な投資対象とは思えない。したがって投資家は、金のポジションを保有している場合にはヘッジするか、高格付債、クオリティ・インカム銘柄、ヘルスケア・セクター、耐性のある社債、スイス・フランなどのディフェンシブな資産への入れ替えを検討するのが得策だ。

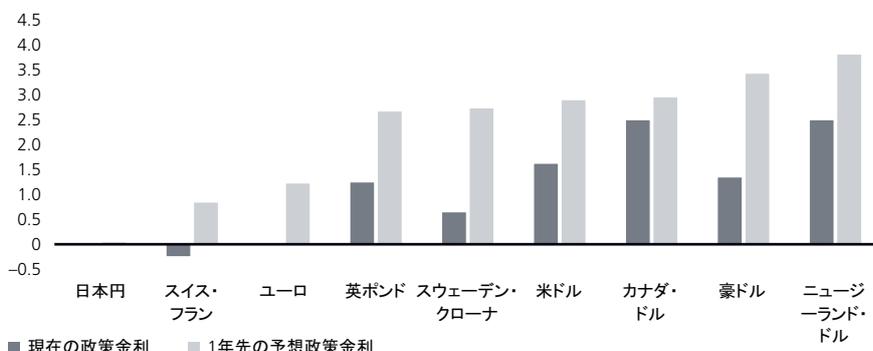
その他、株式ではクオリティ・インカム銘柄、バリュー株、英国株、オーストラリア株を推奨するが、グロース株は推奨しない。エネルギーとヘルスケア・セクターも推奨する。

通貨市場では、スイス・フラン、豪ドル、カナダ・ドルを推奨し、ユーロを非推奨とする。コモディティ全般と原油も推奨する。

図表4

### 利上げサイクルの前倒しはすでに イールドカーブに相当織り込まれている

現在の政策金利、1年先の予想政策金利(%)



出所:ブルームバーグ、UBS (2022年7月26日現在)

全体として、不透明な短期見通しと長期の投資機会で調和させるために、我々は投資家が分散ポートフォリオを構築し、さまざまな短期的変動にうまく対処し、長期的に資産を増やすのに役立つ、次のような投資アイデアに注目し続ける。

シナリオ	投資見解	
<b>スランプ/スタグフレーション</b>	流動性戦略の策定	現金、債券、借入れなどを利用して今後3~5年間の支出ニーズを賄えるだけの流動性を確保することで、投資家は強制売りのリスクを軽減し、利回りを獲得し、新たな投資機会に備えることが可能となる。
	ヘッジファンドによる分散強化	マクロ戦略など一部のヘッジファンドは景気後退シナリオにおいて良好なパフォーマンスを示す傾向があり、年初来、株式戦略や債券戦略などをアウトパフォームしている。結果として効果的な分散投資先になりうる。
	ディフェンシブ銘柄とクオリティ銘柄の組み入れ	金利上昇と物価上昇が企業利益にどの程度の影響を及ぼすかはまだ完全には明らかになっていない。ディフェンシブ・セクター(ヘルスケア株やクオリティ株など)、高格付債、スイス・フラン等へのエクスポージャーを追加することで、ポートフォリオの耐性(レジリエンス)を高めることが可能とみている。対照的に、現在、金は効果的なポートフォリオ・ヘッジ手段とはならないと考える。
	ボラティリティの利用	ボラティリティ(変動率)を抑えるためには、元本確保戦略とダイナミック・アセット・アロケーションがポジションをよりディフェンシブにするのに有用と考える。一方、通貨、コモディティ、株式市場でボラティリティが高まる中では、リターン獲得の機会もあるとみている。
<b>ソフトランディング</b>	バリュー株式への投資	バリュー株は今年の大半の期間でアウトパフォームしてきたが、コモディティ価格の下落と債券利回りの低下を受けて、ここ数週間アンダーパフォームしている。だが、コモディティ価格の上昇基調は続くと考えており、インフレ率が持続的に低下するようになるまでは、バリュー株がグロース株をアウトパフォームするだろう。バリュー株全般、特に高クオリティ銘柄、エネルギー株、英国株式などを推奨する。
	セキュリティの新時代に備えたポジション構築	サプライチェーンの混乱、地政学的な不確実性、コモディティ価格の高騰の中、政府も企業も、効率性や価格よりもセキュリティを重視する「セキュリティの新時代」へとシフトしている。短期的には、各種コモディティ市場のひっ迫は、今後数カ月は物価が上昇することを意味する。だが、長期的にみれば、エネルギー安全保障(脱炭素化)、食糧安全保障(農業生産力の強化)、サイバーセキュリティ等への需要が新時代を牽引していくとみている。
<b>リフレーション</b>	長期グロース株への選別的な投資	インフレ高進の長期化懸念が後退していることから、最近グロース株が上昇している。ただし、現時点では選別的な姿勢を維持することを勧める。一部の売られすぎの銘柄や、「オートメーションとロボティクス」関連、ファミリービジネス、中国関連企業などに投資妙味がみられる。
	プライベート市場への投資	今年はグロース株のバリュエーションが低下したことから、今後数カ月は、一部のプライベート・マーケット・ファンドが純資産価値(NAV)の予想を下方修正する可能性がある。だが、歴史的にみれば、株式相場下落後のプライベート市場への投資が、リターン獲得の機会となりうる例がみられてきた。

Liquidity, Longevity, Legacy. ディスクレーム: 時間軸は様々です。戦略はおお客様の目標・目的と適合性によって変わります。このアプローチは、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。

## 主要シナリオと資産クラスへの影響

	<b>リフレーション</b> 株式が力強く反発	<b>ソフトランディング</b> リスク資産の上値は限定的	<b>スランプ</b> 安全な債券が上昇する一方、株式は下落	<b>スタグフレーション</b> 株式と債券がともに大幅下落
確率	10% (従来: 10%)	40% (従来: 40%)	40% (従来: 30%)	10% (従来: 20%)
第1の要因	<p>経済成長が予想外に強い一方、インフレ指標が想定を上回るペースで低下し始める。</p> <p>インフレ懸念が後退する。FRBや主要中銀の金融緩和縮小は、市場が現在織り込んでいるほど大きくはならない。</p>	<p>金融環境の引き締めやエネルギー価格の上昇により景気が鈍化するも、企業利益は底堅く推移する。米国およびユーロ圏の景気減速はあるものの、市場の耐性は依然高い。</p> <p>総合インフレ指標は高止まりするものの、コア指標は低下し続ける。インフレは徐々に抑制されるとの投資家の信頼感が高まるにつれ、長期期待インフレ率も安定する。FRBとECBの利上げ幅は市場が織り込む程度にとどまる。</p>	<p>米国の実質可処分所得の大幅な落ち込みや金融環境の引き締めにより、経済活動が停滞することから、米国は今後12カ月で、景気後退を経験し、投資家は企業の大減益を織り込み始める。欧州の国債スプレッドは懸念を要する水準まで上昇する。</p> <p>景気低迷が深刻化し、インフレ率、債券利回り、リスク資産を大きく押し下げる。FRBをはじめ主要中銀は利下げまたはその他金融緩和策を再考する。</p>	<p>米国、ユーロ圏およびその他の地域の景気後退はインフレ圧力を抑えるには至らない。</p> <p>インフレ率は年後半も上昇し、高止まりする。賃金上昇が物価を押し上げる悪循環が生じ始め、FRBは後手に回る状況が続く。長期期待インフレ率が上昇する。</p> <p>FRBおよび主要中銀は積極的に金融引き締めを継続し、それが国債の利回りを一段と押し下げ、株式のバリュエーションを押し下げる。</p>
第2の要因	<p>ロシアからの欧州に対する天然ガス供給が、欧州のエネルギー需要を完全に満たせる水準まで回復し、エネルギー市場が安定する。</p> <p>中国の新型コロナウイルス感染が沈静化し、主要都市でのロックダウンが7日以内に限定される。強力な政策支援が景気を押し上げる。</p> <p>高賃金が労働者を市場に呼び戻し、米国の労働参加率が改善する。</p>	<p>ロシアからの欧州への天然ガス供給量は低下する。欧州でガスが配給制となり、年後半にユーロ圏は緩やかな景気後退に突入する。</p> <p>中国では新型コロナウイルスの感染が引き続き拡大するが、主要都市でのロックダウンは7~14日に限定される。政策支援策が徐々に拡大し景気を押し上げる。</p>	<p>ロシア産天然ガスの供給停止が長期化し、ユーロ圏全体に深刻な景気後退をもたらす。</p> <p>ロシアによるウクライナでの大量破壊兵器の使用が北大西洋条約機構(NATO)が直接軍事関与するリスクを著しく高める。</p> <p>中国で新型コロナウイルスの感染拡大が再加速する。主要都市部で14日間以上に亘るロックダウンが施行される。政府の経済支援策が遅れ、経済への効果も緩慢となる。</p>	<p>ウクライナ紛争、ロシア産天然ガスの禁輸措置、ロシアのエネルギー輸出制限による他国への経済制裁などを背景とした供給混乱により、エネルギー及び食料価格が高止まりする。</p> <p>中国で再び新型コロナウイルスの感染が拡大し、中国の輸出余力に重石となり、供給制約が一段と悪化する。</p>
現在の状況	<p>景気後退リスクが高まる一方、構造的なインフレ上昇リスクは先月から後退した。米国の6月の消費者物価指数(CPI)は予想を上回る前年同月比9.1%となる一方、ミシガン大学調査の5年先期待インフレ率は前月の3.1%から2.8%に低下し、長期のブレイクイーブン・インフレ率も低下した。米国債の利回り曲線は短期金利が長期金利を上回る逆イールドとなり、FRBが景気を犠牲にしてもインフレを抑制する意欲を強めていることが示唆された。中国では、年後半に景気が想定以上に持ちなおす初期の兆候が示された。地方政府が今後はより対象を絞ったロックダウンを行えるよう、感染拡大に伴うロックダウン規則が改善された。景気を押し上げ、グローバル・サプライチェーンへの影響を抑えるために、一段と積極的な政策支援が講じられることが予想される。米国の総合CPIは高止まりしているものの、長期期待インフレ率は低下した。</p>			

	現在*	リフレーション	ソフトランディング	スランプ	スタグフレーション
S&P500種株価指数	4,024	4,500	3,900	3,300	3,100
ユーロ・ストックス50指数	3,607	4,200	3,400	3,000	2,700
MSCI新興国指数	990	1,180	1,050	850	800
スイス株価指数	11,057	12,200	11,300	9,600	9,400
MSCI ACワールド指数	752	830	750	615	570
米国10年債クーポン・レート	2.78%	2.75%	3.25%	1.50%	4.00%
米国10年債実質利回り	0.32%	0.50%	0.70%	-0.50%	1.00%
米国投資適格債スプレッド**	127bps	45bps	100bps	200bps	135bps
米国ハイイールド債スプレッド**	507bps	300bps	450bps	750bps	650bps
ユーロ/米ドル	1.02	1.08	0.98	0.98	0.95
ゴールド(金)	USD 1,746/oz	USD 1,400-1,500/oz	USD 1,600/oz	USD 1,800-1,900/oz	USD 2,000-2,100/oz

\* 2022年7月27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: 資産クラスの予想水準は、それぞれのマクロ経済シナリオを前提としています。個別の資産価格は、マクロ・シナリオで言及されていない要因の影響を受けることがあります。

出所:UBS、2022年7月現在

## 待つことによる機会損失

投資のタイミングを待つ意味はあるだろうか？我々の分析によると、投資期間1年の投資家は、相場の10%超下落確率が30%を超える場合、待つことに合理性がある。投資期間10年の投資家は、相場の10%超下落確率が81%超となる場合のみ、待つことが合理的となる。

前提条件：

- キャッシュの1年リターン、米国1年国債利回りに基づき3%。
- キャッシュの10年リターン、米国10年国債年利2.8%の複利に基づき32%。
- 株式の1年リターン、S&P500種株価指数の2023年6月予想4,200(現水準から4.3%高い)と配当利回り1.6%に基づき8%。
- 株式の10年リターン、10年後のフェアバリュー(適正株価)推定値に基づき82%。収益トレンドから推定した2032年S&P500種1株当たり利益(EPS)予想は382米ドル(2022年227米ドル)。S&P500種の株価収益率(PER)は1960年以降の中央値、16.1倍。以上に基づき、S&P500種の2032年の予想水準は足元から56%高い6,150(16.1倍x382米ドル)。配当再投資込みのトータル・リターン82%(収益トレンド分析に基づく期待リターンは実績PER分析による算出値と異なる可能性がある)。

次に、現在取り得る2つの戦略、1)相場が足元の水準から10%下落した場合にのみ投資を行い、それ以外はキャッシュを保持する戦略と、2)今投資を行う戦略の試算結果を検討する。

- すぐに投資を行う「今」型投資家の期待リターンは、単純に上記の株式市場の予想リターンと同水準となる。
- 10%の下落が発生した時のみ投資を行い、それ以外はキャッシュを保持する「待ち」型投資家の期待リターンは、下落が発生するかしないかによって異なる。
- 10%の下落が発生した場合、「待ち」型投資家は足元から10%低い水準で投資を行い、その後、上記期待リターンと同水準のリターンを獲得することになる。キャッシュの保有期間によって異なるが、一定のキャッシュ・リターンも獲得することとなる。
- 10%の下落が発生しない場合、「待ち」型投資家は全期間にわたりキャッシュを保持することとなる。

下の表は試算結果を示している。

- 投資期間1年の場合、「待ち」型投資家の期待リターンは18%~21%(下落後に投資し、市場が2023年6月予想水準まで回復した場合)、または3%(キャッシュを保持し続ける場合)となる。「今」型投資家の期待リターンは8%となる。
- 投資期間10年の場合、「待ち」型投資家の期待リターンは92%~95%(下落後に投資し、その後の市場リターンが上記期待リターンと同水準になる場合)、または32%(キャッシュを保持し続ける場合)となる。「今」型投資家の期待リターンは82%となる。

全てのシナリオでアウトパフォームするような戦略は存在しない。では、合理的な投資行動をどのように導き出せばよいだろうか？

- 当然、下落の可能性に大きく依存する。下落の可能性が高ければ、待つ方がよい。下落の可能性が低ければ、今投資を行う方がよい。合理的な投資行動をするための1つの方法として、待つことによる期待リターンが今投資する場合の期待リターンを上回るために必要な下落の発生確率を考慮することがあげられる。
- 投資期間1年の場合、「待ち」型投資家の期待リターンが「今」型投資家の期待リターンを上回るには、下落の発生確率が30%を超える必要がある。この場合、「待ち」型投資家の最初の年の期待リターンは7%超( $(30\% \text{超} \times 18.5\%) + (70\% \text{未満} \times 3\%) = 7\% \text{超}$ )となる。
- 投資期間10年の場合、「待ち」型投資家の期待リターンが「今」型投資家の期待リターンを上回るには、下落の発生確率が81%を超える必要がある。この場合、「待ち」型投資家の投資期間10年の期待リターンは82%超( $(81\% \text{超} \times 93.5\%) + (19\% \text{未満} \times 32\%) = 82\% \text{超}$ )となる。

これは何を意味するか？

- 投資期間1年の投資家は、10%を超える下落の発生確率が30%超の場合に、待つことが合理的となる。
- 一方、投資期間10年の投資家は、10%を超える下落の発生確率が81%超の場合のみ、待つことが合理的となる。
- 簡潔に言うと、投資期間が短い投資家は待つことが正当化され得るが、長期投資家の待ちが正当化されるのは、下落の可能性が相当程度高い場合に限られてくるということだ。

投資期間1年	最初の年に10%の下落が発生	10%の下落が発生しない	「待ち」型投資家の期待リターンが「今」型投資家の期待リターンを上回るために必要な下落の発生確率
「待ち」	+18-21%	+3%	30%
「今」	+8%	+8%	
投資期間10年	最初の年に10%の下落が発生	10%の下落が発生しない	「待ち」型投資家の期待リターンが「今」型投資家の期待リターンを上回るために必要な下落の発生確率
「待ち」	+92-95%	+32%	81%
「今」	+82%	+82%	

## 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、市場を左右する要因、新興国市場、投資機会について意見が交わされた。

- インフレ見通しについて、インフレ率を目標値まで引き下げるにあたり中央銀行が果たす役割について議論した。インフレ率が4%近辺まで下がればFRBは政策スタンスを転換するとの見方が大勢を占めた。世界経済もこうした環境変化に対し迅速に調整を行うと予想される。景気が減速すれば、企業の雇用意欲が後退するため労働市場に影響が始まる。
- 新興国市場の中では中国を推奨している。参加者は不動産市場が脆弱であることに懸念を示したが、同時に中国の低いインフレ率、パンデミックに伴う行動制限の若干の緩和、中国人民銀行による企業寄りの規制が投資機会をもたらすと指摘した。中国以外では、新興国市場に対するリスク許容度を判断する際に重要な米ドルの行方に注目している。
- 参加者は、不確実な経済環境を切り抜けるためにディフェンシブなポートフォリオを推奨した。地域別に見ると、一部の参加者が欧州のバリューストックと高配当戦略に妙味があるとする一方、金や不動産などのインフレヘッジ資産を勧める参加者もみられた。債券では、投資適格債が魅力的なディフェンシブ・ポジションと見なされる一方、最近のバリュエーション低下を受けて、ハイイールド・クレジットに関心がある参加者もみられた。



Mark Haefele  
最高投資責任者  
Global Wealth Management

## 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はありません。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のもではありません。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値、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家に相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。また当社では税務、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、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2.20%(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・マネジメント株式会社 2022 すべての権利を留保します。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