

UBS House View

Monthly Letter

2022年8月25日

Chief Investment Office GWM
Investment Research

正常か異常か？

一見矛盾する経済シグナルが出ているため、金融政策の今後の方向性が極めて不透明になっている。

広がった滑走路

米国では経済指標が最近改善したことを受けて、米連邦準備理事会(FRB)がソフトランディング(経済の軟着陸)を達成する確率が高まった。とはいえ、金融政策の方針転換を期待するのは時期尚早だ。

過度な楽観主義が台頭

ソフトランディングが市場におおむね織り込まれているなか、成長率を鈍化させてでも利上げを続けるというFRBの意欲が過小評価されている可能性がある。

資産配分

選別的アプローチを推奨する。株式市場では、ディフェンシブ株、高クオリティ株、バリュー株を勧める。



Mark Haefele

Chief Investment Officer
Global Wealth Management

スーパーマン 対 ビザロ

DCコミックス『スーパーマン』の中に、「ビザロ」という超悪党がいる。ビザロはスーパーマンの不完全なクローンとして登場し、やることなすこと全てがスーパーマンとは正反対のキャラクターだ。架空の惑星「ビザロ・ワールド」に住んでおり、そこではあらゆることが通常とは真逆になっている。「上」が「下」で、「速い」ものは「遅く」、「良い判断」は「悪い判断」になる。あるエピソードでは、トレーダーが「ビザロ・ボンド」を販売する。これは「損することを保証する」債券で、買い手は先を争ってそれを購入する。

今日の金融市場は「正常な世界」なのか、それとも「異常な世界(ビザロ・ワールド)」なのか。米国債利回りは逆イールドになっているにもかかわらず、米国では先月、50万人以上の雇用が生み出された。米連邦準備理事会(FRB)のパウエル議長は、40年ぶりの高水準近辺にあるインフレ率の抑制への強い姿勢を打ち出しているのに、市場は来年初めの利上げ終了を織り込んでいる。

私が話す多くの投資家たちは混乱しており、昨年に引き続き、今年もポートフォリオ構築で失敗したくないと考えている。新型コロナ禍の相場急落で、あまりにも多くの投資家が手持ちのポジションを売却し、買い戻せなかったのは市場の回復が早すぎたためだ。そしてウクライナ危機が起きて売った際も、相場の戻りについていけなかった。今や市場が最近の底値から脱したところで、ナスダック市場に再び戻るべきか尋ねてくる投資家もいる。

来年の今頃には、FRBの歴史書の中で、パウエル議長がスーパーマンとして描かれるか、ビザロとして描かれるのかが明らかになっているかもしれない。FRBによる段階的な利上げが、今日の激しいインフレを冷やす効果を発揮すれば、パウエル議長はスーパーマンとして来年にかけての相場上昇に寄与する可能性がある。だが、FRBあるいは市場がインフレの方向性と変動要因を見誤ると、悲観的な結果になることを投資家は覚悟した方がよいかもかもしれない。

FRBは、ソフトランディング(経済の軟着陸)の達成は「非常に難しい」と警告している。つまり、段階的な利上げではインフレ率を9%前後から2%まで引き下げられないかもしれないことを認めている。ところが市場を見ると、投資家はFRBよりもはるかに自信を持っているかのようだ。

本稿はUBS AGが作成した“Monthly Letter: Superman vs. Bizarro”(2022年8月25日付)を翻訳・編集した日本語版として2022年9月1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。

市場タイミングを見計らっているうちにポートフォリオに損失が発生してしまった投資家は多い。こうした投資家にとっての最悪の「ビザロ」シナリオでは、コモディティ価格の下落や供給問題の緩和といった一時的要因で足元インフレ率が低下するものの、その後に、市場タイミングに固執してきた投資家がソフトランディングを確信して市場に戻るときには、賃金や住居費といった頑固なインフレ要因、あるいはコモディティ価格の再騰が問題になり始める。

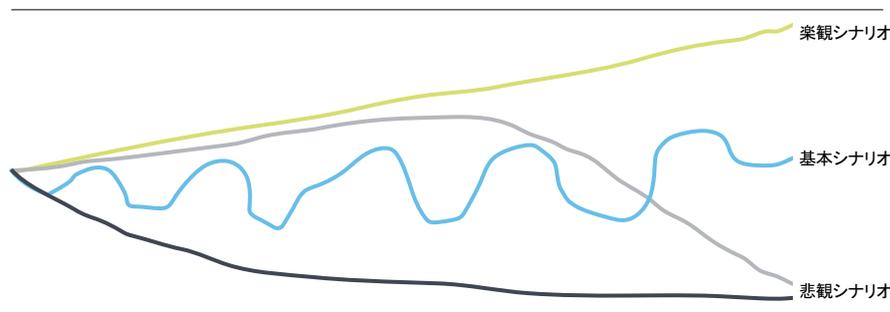
FRBがあらかじめ警告したことだけを忠実に実行し、景気抑制的な領域まで利上げを進めると、来年には景気減速に拍車がかかるとされる。すると資産価格は下落し、多くの市場タイミング派が「取り残される不安(FOMO)」による行動に走り、大規模なレバレッジ解消が起きて本格的な景気後退に陥ってしまう。このシナリオでは、パウエル議長はビザロになる。なぜなら、段階的にインフレ率を抑制しようという一見正しい判断が、結局は経済と多くの投資家にとって悪い結果をもたらしたことになるからだ。

複数の結果について考えることは、投資家が市場タイミングを見誤るのを防ぐのに役立つ。

このシナリオにおける朗報は、複数の結果を考慮して対策を講じていれば、投資家が市場タイミングを見誤り、パフォーマンスが大幅に悪化するのを防ぐことも可能ということだ。ただし、投資家が慎重さを失わず、選別的な銘柄選択を行い、分散投資を実行していても、常に短期的なアンダーパフォーマンスのリスクに晒される。

本レターでは、今後1年間の相場がどのような経路をたどるのか、投資家はそれをどのように乗り越えて行けるのかについて、シナリオを検討する(図表1)。

図表1
今後1年間で予想される相場の動き
イメージ図



出所: UBS (2022年8月現在)

基本シナリオ

ここ数週間でソフトランディングへの楽観的な見方が強まった。

ほんの数週間で何たる変わりようだろう。米国のインフレ率が予想以上に低下し、雇用の伸びが加速したことで、米国経済の「ソフトランディング」期待が一気に高まった模様だ。この楽観論を支えているのは、堅固な小売売上高と鉱工業生産に加え、7月に前月比で上昇し、8月も上昇しそうな実質賃金の伸びだ。

しかし、最近のデータが好調で、S&P500種株価指数が6月中旬の安値から13%回復するのに貢献したものの、市場はソフトランディングを織り込んで先走っているのではないかと我々は考える。

我々の基本シナリオでは、株式市場は2023年6月には結局、現在と同程度の水準に戻っている可能性が高いと想定している。「ソフトランディング」シナリオへの確信が一進一退するため、投資家はその間市場が上下するのを覚悟しておく必要がある。

しかし、市場はソフトランディングを織り込み過ぎたのかもしれない。

市場は、「金融引き締め策を続ける」との中央銀行の意欲を過小評価している可能性がある。

雇用統計は強く、7月には50万人以上の雇用が創出された。しかし、このような力強い成長が、真に経済力を反映したものなのか、それともパンデミック後に財からより労働集約性の高いサービスへと消費がシフトした影響によるものなのかは、まだ不透明だ。さらに、FRBが、史上初めて失業率を引き上げることなく求人率を大幅に低下させられるかも、まだわかっていない(図表2)。

インフレ率と期待インフレ率を示すいくつかの指標は低下している。しかし、ガソリン価格の下落がなければ、7月の米国消費者物価指数(CPI)は前月並みではなく0.4%高かったはずであり、商品価格が再上昇するとインフレ状況が急速に悪化する可能性がある。実際、原材料価格は供給サイドの深刻な問題をそのまま反映しているとは思えず、我々はOPECプラスが市場変動を受けて減産する可能性を示唆したサウジアラビアの最近のコメントに注目している。

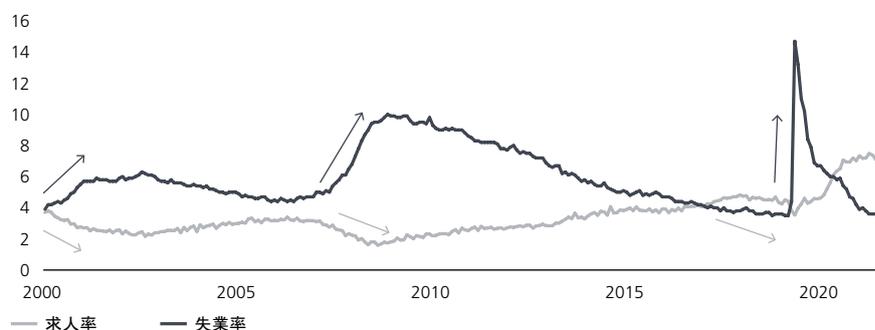
インフレ率の低下で、FRBが予想よりも早く利上げを停止するか方針転換をするとの期待が高まったとはいえ、インフレ率は依然として前年比8.5%という高水準にある。市場は、インフレ目標達成に関する自らの信認を回復するために金融引き締め策を続けるとの各国の中央銀行の意欲を過小評価している可能性がある。

以上をまとめると、基本シナリオでは、企業利益のさらなる悪化、金融引き締め、デフォルト(債務不履行)率予想の上方修正などで「ソフトランディング」が可能か試され、株式市場は調整と変動の時期を迎えるかと予想する。我々は、このシナリオの実現確率を50%とみている。

図表2

求人率が低下すると失業率が上昇する傾向がある

米国の求人率と失業率(単位:%)



出所:ブルームバーグ、UBS (2022年8月現在)

楽観シナリオ

インフレ率が低下し続けて経済成長率が健全な水準を維持すれば、市場はさらに上昇する可能性がある。

生産者物価の後退は、サービス価格のインフレ率が低下する気配を示す。

もちろん、過去1カ月の全体的なトレンド(インフレ率の低下と健全な経済成長率)に持続性があることが確認できれば、株式市場は反発を続け、2023年6月までには以前の高値を抜く可能性もある。

楽観シナリオでは、FRBは利上げを続けるものの、インフレ率が低下すれば、現在の市場予想よりも低水準で利上げを一服できると想定している。消費者物価の上昇ペースが鈍化すると、賃金の伸び率がインフレ率を上回り、消費を下支えして経済成長と企業利益への期待もさらに高まるだろう。

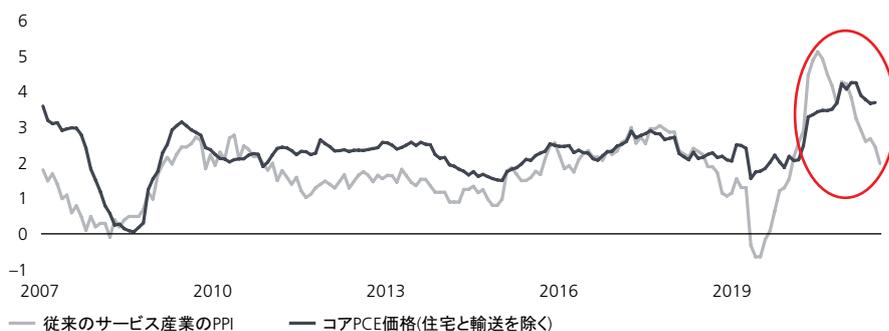
なぜ、こうしたシナリオが実現する可能性があるのか。その理由として第1に、投資家は経済活動の再開、サプライチェーン問題、ウクライナ紛争といった一時的要因の価格への影響をなお過小評価している可能性がある。第2に、7月には米国CPIの構成品目のうちおよそ30%が前月比で値下がりがりした。生産者物

価指数(PPI)の最近の傾向も、サービス価格のインフレ率が低下する気配を示している。今年、PPIのサービス価格が後退している。歴史的にはこれはコア(食料とエネルギーを除く)個人消費支出(PCE)のサービス価格上昇率と相関してきた(図表3)。このデータには住居費が含まれていないが、住宅価格の上昇率も急速に鈍化しており、時間の経過とともにCPIデータに反映されるだろう。

図表3

サービス価格インフレ率は低下の気配

従来のサービス産業(貿易、輸送、倉庫を除く)のPPI、コアPCE価格(住宅と輸送を除く)対前年変化率(%)の推移



出所: Haver, UBS (2022年8月現在)

第3に、CPIの価格粘着性のある品目(帰属家賃や賃金など)が上昇しても、価格粘着性のない品目(一般消費財やサービス)の価格が下落すれば、市場は現在高止まりしているインフレ率のその先の動向を見ようとする傾向が強まる可能性がある。

欧州における天然ガス不足による経済への悪影響が予想ほど大きくない場合(たとえば、天然ガス需要が経済成長に大きな悪影響を及ぼすことなく抑制される場合)、あるいは中国が予想以上に大きな財政拡張政策または金融緩和政策を実施する場合、楽観シナリオはさらに説得力を持つと思われる。

我々は楽観シナリオの実現確率を20%とみている。

だが、我々はこのシナリオの実現確率をわずか20%とみている。7月の米国インフレ率の鈍化は、好調が続く労働市場と賃金上昇によって相殺された。米国で毎月発表されている「刈り込み平均値」と「加重中央値」インフレ率は若干低下したものの依然上向き傾向にあり、インフレの広がりを目指している。同様に、アトランタ連銀が発表している「粘着価格CPI」(価格変動の鈍い品目の物価指数)は上昇傾向が続いている。

スランプ

スランプ・シナリオでは、FRBが方針転換するという最近の楽観論は短命に終わる。

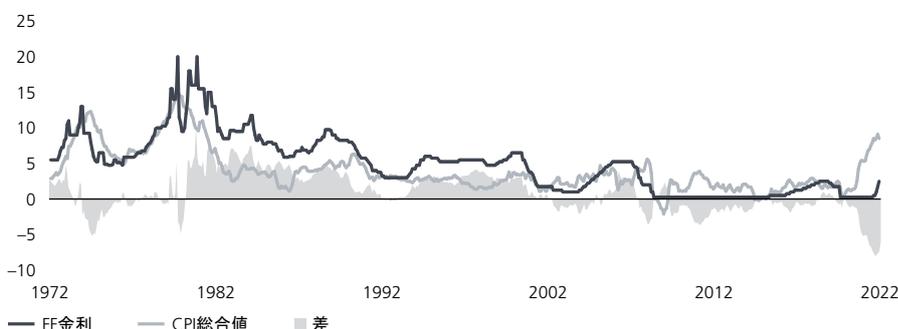
我々のスランプ(景気低迷)シナリオでは、FRBが方針転換するという最近の楽観論は短命に終わる。経済成長予想が下方修正されるにもかかわらず、インフレ率の高止まりがさらに続くことから、市場の金利見通しはるかに高くなると想定している。

インフレと金融政策との関連性については誰も専門的な見解を示せない。しかし歴史を振り返れば、長期的な展望を得ることができる。1950年代以降、インフレ抑制のためには、一般にフェデラルファンド(FF)金利をCPIインフレ率よりも高くする必要があった。今回は新型コロナ危機とロシアのウクライナ侵攻による歪みで状況が変わってくるかもしれないが、「全く違う」ことはないように思われる。インフレ率が急速に低下した場合、現在予想されている以上の引き締めが行われなくても、FF金利がCPIよりも高くなる可能性がある。ここでのリスクは、インフレ率が高止まりすることだ。その場合、FRBが政策金利をさらに引き上げざるを得なくなる。

図表4

インフレ率の抑制にはフェデラルファンド(FF)金利をCPIより上まで引き上げる必要がある

FF実効金利、CPI総合指数対前年比変化率(%)



出所: ブルームバーグ、UBS (2022年8月現在)

経済成長率が鈍化してもFRBが利上げを続けると、株式市場は下落する可能性が高い。

経済成長率が鈍化してもFRBが利上げを続けると、株式市場は弱気相場水準へ追いやられる可能性が高い。中国では不動産市場が問題となっているなか、国際貿易が減速して中国の経済成長をさらに圧迫したり、ロシアから欧州への天然ガス供給が完全に途絶するという事態が重なれば、市場はさらなる下落に見舞われる可能性がある。

天然ガス価格の高騰はすでに経済活動に打撃を与えている。前年比ベースで見ると、欧州における7月の天然ガス需要は、産業部門の需要減(投入コスト増による生産活動の縮小)により、2017~21年平均比で15%減少している。この減少率は「欧州連合(EU)ガス需要削減計画」によって定められている削減目標値と一致しているが、これは夏場の方が達成しやすい。また、EUのガス貯蔵量は、冬季に入るまでの目標水準を満たす目途は立っているものの、ロシアからのガス供給がさらに減り、且つ欧州各国が備蓄分を完全に使い切ることをためらう場合には、配給制度が必要になるリスクを排除できない。

我々はスランプ・シナリオの実現確率を20%とみている。

最近の経済成長率とインフレ率のデータが良好であることを考慮すると、このシナリオの実現確率はわずか20%とみているが、このシナリオの深刻さ(2023年6月までにS&P500種株価指数が20%下落と想定している)を考慮し、投資家はそのような結果に耐えられるだけの堅固なポートフォリオの構築を検討することが重要だ。

「ヘッドフェイク」

FRBが早過ぎる勝利宣言をして政策を誤ると、最も危険なシナリオの現実味が高まりかねない。

投資家にとって最も危険なシナリオとして考えられるのは、インフレの「ヘッドフェイク」だろう。ヘッドフェイクとは、スポーツで言うところのフェイントと同様、ある動きをすると見せかけて逆の動きをすることだ。つまり、短期的に物価データが予想を下回ると、FRBが政策転換か利下げをする意欲があるのではないかと投資家が過大評価してしまうが、結果的に、年末までに、あるいは2023年にはじめにインフレ率が再び上昇してしまうことだ。

インフレ・データにはあまりにも多くの単発的な要因が影響するため、インフレ率の一時的な低下をトレンドの変化と市場が誤解して、早過ぎる「勝利宣言」をする可能性がある。もちろん、FRBがデータを見誤り、利下げや「方針転換」といった政策ミスを犯し、その後軌道修正を余儀なくされ、政策ミスをしなかった場合よりも政策金利をはるかに引き上げることになれば、このシナリオはさらに悪化する可能性がある。

市場とFRBが、パンデミック関連のインフレ(これは低下しつつある)と、通常の景気サイクル後期のインフレ圧力(これは今後も続く可能性がある)とを正しく区別しなければ、こうした事態が生じても不思議ではない。FRBが前者を過大評価し、後者を過小評価すると、「ヘッドフェイク」シナリオが実現する可能性がある。

この場合、その後インフレが再燃(その原因としては、力強い労働市場、コモディティの供給ショック、あるいは比較的緩和的な金融環境が考えられる)すると、市場は期待値の大幅な見直しを迫られ、投資家は大幅なレバレッジ縮小を余儀なくされるだろう。

我々は「ヘッドフェイク」シナリオの実現確率を10%とみている。

我々はこのシナリオの実現確率を10%とみている。FRBは、早過ぎる勝利宣言をしてインフレ期待を制御できなくなるとその代償が大きくなることを、1970年代後半の経験から理解している。このシナリオを考慮に入れることは重要だ。なぜなら、FRBはこの最悪シナリオを何としても回避したいからだ。株式相場がさらに上昇し、投機的な動きが再燃すると、FRBが利上げ継続を主張し、これに立ちはだかる可能性が高い。

投資方法

S&P500種株価指数のようなベンチマークに伴うリスクと不確実性は依然として高いと考える。

市場が経済情勢の改善を迅速に織り込み、一部の投機的な銘柄が再び上昇したことから、FRBはタカ派の姿勢を強調した。経済指標は改善しており、需給要因の中には一段と相場を押し上げるものもあるかもしれないが、S&P500種株価指数のようなベンチマークに伴うリスクと不確実性は、依然として高いと考える。

したがって我々は、足元の市場環境を乗り切るために引き続き銘柄を厳選し、さまざまな不測の事態に備えられるポートフォリオの構築を目指す。

株式の中では、バリュー株とエネルギー株の推奨を継続する。コモディティ価格が再び上昇しており、株式市場全体に重要なリスクとなっている。よって、バリュー株、英国株、エネルギー株、コモディティのオーバーウェイトを維持することで、投資を継続しながらもこうしたリスクの一部を軽減できる。また、スランプのシナリオ下でもアウトパフォームすると予想される高クオリティ株(クオリティ・インカム)とヘルスケア株も推奨する。

市場見通し(2023年6月)

	現在*	楽観シナリオ	基本シナリオ	悲観シナリオ
MSCI ACワールド指数	768	920	780	650
S&P500種株価指数	4,141	4,800	4,200	3,300
MSCI中国指数	64	80	74	59
米国10年国債利回り	3.10	3.5	2.75	1.5
米国10年国債ブレイクイーブン利回り	2.64	3.0	2.25	1.5
米国ハイイールド債スプレッド**	461bps	300	500bps	750bps
米国投資適格債スプレッド**	118bps	60bps	115bps	200bps
ユーロ/米ドル(見直し中)	1.00	1.08	1.00	0.95
金(gold)	USD 1,751/oz	USD 1,400-1,500/oz	USD 1,650/oz	USD 1,800-2,100/oz

* 2022年8月24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。

出所: UBS、2022年8月現在

主要シナリオと資産クラスへの影響

<p>現在の市場環境</p>	<p>過去1カ月の株式市場は、想定を下回る7月の消費者物価指数(CPI)と予想を上回る好調な巨大ハイテク企業の決算を受けて急騰した。米国債利回りは、市場がFRBの早期利上げ終了を織り込んだため、当初低下した。だが、FRB高官が早期政策転換への市場の期待を退けたことから、米国債利回りは短期および長期ともに再び上昇し、株式市場はこれまでの値上がり分を一部失った。</p> <p>本稿執筆時点で、米国債のイールドカーブは逆イールド、グローバル株式は依然として1月高値を13%ほど下回っており、短期的な景気減速が市場価格に織り込まれている。FRBは2023年3月までに政策金利を3.75%程度に引き上げたところで利上げを停止し、金利引き下げを検討し始めると予想される。総合CPIで見た長期期待インフレ率は約2.5%と、FRBが目標とする2%の長期コア個人消費支出(PCE)と一致する。</p>			
<p>シナリオ (2023年6月)</p>	<p>楽観シナリオ</p>	<p>基本シナリオ</p>	<p>悲観シナリオ</p>	
<p>確率</p>	<p>20%</p>	<p>50%</p>	<p>20% (「スランプ」シナリオ)</p>	<p>10% (「ヘッドフェイク」シナリオ)</p>
<p>市場動向</p>	<p>インフレ率が想定よりも早く継続的に低下し、FRB主導の景気後退懸念が和らげば、株式市場は2023年6月までに高値を更新する可能性がある。</p> <p>インフレが鈍化すれば、FRBは利上げを低い水準で停止できるため、経済成長と企業利益に対する期待感がさらに高まるだろう。</p>	<p>基本シナリオでは、2023年6月の株式市場は足元の水準とほぼ変わらない。</p> <p>市場は短期的な景気減速を織り込むも2023年第2四半期以降の金融緩和を見込んでおり、概ね我々の見解と一致する。</p> <p>だが、現在の高インフレ率では各国中銀の金融引き締め継続意欲は強く、投資家はそれを過小評価していると考えられる。高インフレ率と金融引き締めで、企業利益の一段の低下、予想を上回る債務不履行(デフォルト)率の上昇、目先のボラティリティ増大をもたらす可能性がある。</p>	<p>ここから経済成長に対する期待が一段と悪化すれば、株式市場は再び弱気相場入りするだろう。</p> <p>景気低迷にもかかわらず高インフレ率が長期化すると、FRBは当初の計画よりも政策金利を大幅に引き上げざるを得なくなり、2023年の経済に一段と重石となる。</p> <p>株式市場は今後6~12カ月の間は下落基調をたどる可能性がある。インフレ率が高止まりするため短期的には安全資産の上値が重くなるものの、インフレは抑制されつつあるとの確信が深まれば、再び上昇に転じるだろう。</p>	<p>もう1つの悲観シナリオとして、想定を上回る経済指標やインフレ率の低下期待を受けて、2022年末に向けてリスク資産が上昇する。</p> <p>だが、インフレ率の高止まりが続けば、FRBは当初想定以上の政策金利の大幅な引き上げを選択し、最終的に本格的な景気後退に陥るだろう。市場は2023年後半までに米国の景気後退が深刻化すると予想し、2023年半ばまでに株式市場が再び弱気相場入りする。</p> <p>米国債相場の動向は、FRBがどの程度インフレ抑制に成功するかという市場の認識に影響されるだろう。インフレが長期的な問題と認識され始めると、米国債利回りは2023年6月以降も我々の悲観シナリオの見通しに向かって低下する可能性がある。</p>
<p>ファンダメンタルズ 動向</p>	<p>天然ガスの配給制度が導入され十分に効果を発揮するか、ウクライナ紛争を巡り何らかの合意に達すれば、天然ガス不足によるユーロ圏経済への影響は想定したほど深刻となはらないだろう。</p> <p>中国では、秋に開かれる共産党大会を前に、景気浮揚対策として、財政および金融緩和策で想定以上に力強い支援を行った、もしくは効果的であったことが証明される。</p> <p>米国の賃金上昇率がインフレ率を一貫して上回り始め、消費を下支えする。</p>	<p>ユーロ圏および英国は、6~12カ月のうちに景気後退に陥るだろう。</p> <p>米国では、国内総生産(GDP)成長率が潜在成長率を下回り、今後数四半期はマイナス成長になる時期もある。</p> <p>中国の緩やかな経済活動の回復によって、先進国の景気減速が一部相殺される。</p>	<p>エネルギー価格の上昇で総合インフレ率が想定よりも長期にわたり高止まりする。</p> <p>インフレ率が賃金の伸びを上回り、消費者の貯蓄が枯渇し、数カ月以内に米国消費が大幅に縮小する。</p> <p>国際貿易が減速し、中国の成長を一段と下押しする。</p> <p>ロシアが欧州向け天然ガスの供給を完全に停止し、ユーロ圏全域が2022年後半から2023年初めに深刻な景気後退に陥る。</p>	<p>数カ月間は想定を上回る経済指標が発表されるが、米国の景気鈍化が最終的に企業業績の低下、デフォルト率の上昇、コモディティ価格の低下をもたらす。</p> <p>景気を犠牲にしてもインフレを抑制するとのFRBの判断により、最終的にインフレ率は低下するだろう。だが最悪のシナリオでは、長期期待インフレ率が抑制できなくなり、数年あるいは数十年に及びインフレが常態化し、FRBの政策正常化がさらに遅れる。</p>

出所: UBS、2022年8月現在

シナリオ	投資アイデア	
悲観*	流動性戦略の策定	Liquidity ¹ 戦略によって、現金、債券、借り入れなどを利用して今後3~5年間の支出ニーズを賅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、効果的な分散投資先になりうる。年初来、株式戦略や債券戦略などを概ねアウトパフォーマンスしている。
	ディフェンシブ銘柄とクオリティ銘柄の組み入れ	ディフェンシブ・セクター（ヘルスケア株や生活必需品株、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（gold）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。
基本	ボラティリティの利用	今後もボラティリティの高い状況が続くとみており、元本確保戦略やダイナミック・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。
	バリュー株式への投資	バリュー株は今年の大半年の間でアウトパフォーマンスしてきたが、最近ではアンダーパフォーマンスしている。だが、グロース株とのバリュエーション格差は依然として大きく、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マンスするだろう。バリュー株全般、特に高クオリティ株、エネルギー株、英国株などを推奨する。
	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、様々なコモディティ市場における供給の混乱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、食糧安全保障、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。
楽観	長期グロース株への選別的な投資	グロース株は依然としてインフレおよび金利見通しの変化に大きく左右されるため、現段階では選別的な投資を勧める。一部の売られすぎの銘柄や、ファミリービジネス、「サーキュラーエコノミー（循環経済）」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、一部のプライベート・マーケット・ファンドが純資産総額（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。

* 悲観シナリオに分類された投資アイデアは、悲観シナリオ下で他の資産より高い耐性を発揮すると考えられます。これは、各投資アイデアが悲観シナリオ下よりも基本／楽観シナリオ下ですぐれた絶対リターンを上げる可能性を否定するものではありません。

¹ Liquidity, Longevity, Legacy. ディスクレーム: 時間軸は様々です。戦略はお客様の目標・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。

今月我々は、ディフェンシブ・セクターのエクスポージャーを引き上げ、生活必需品を中立から推奨に引き上げた。生活必需品企業の利益は改善し始めており、株価収益率（PER）も長期平均に近づくなどバリュエーションも魅力的になりつつある。

債券の中では高格付債の推奨を継続する。高格付債は「スランプ」シナリオ下で上昇することが予想される。また利回りには、「ソフトランディング」の際の衝撃を緩和する役割を果たすのに十分なほどの魅力がある。

また、スイス・フランの推奨を継続する。スイス・フランは安全資産で、且つインフレを目標値に迅速に回帰させようとする意思と能力があるスイス国立銀行のサポートがあることを踏まえ、G10通貨の中で底堅く推移すると考える。



Mark Haefele
最高投資責任者
Global Wealth Management

UBS投資家フォーラムの見方

今月の投資家フォーラムでは、中央銀行の金融政策、中国の見通し、厳しい環境における投資機会について意見が交わされた。

- 中央銀行の政策見通しについて、参加者は米国の利上げサイクルは進んでおり、タカ派のピークは過ぎた可能性があるとの見解を示した。9月の利上げ幅のコンセンサスは0.5%だった。欧州については、欧州中央銀行(ECB)がインフレ圧力と景気低迷、エネルギー危機に対処しようとしており、参加者はこの先厳しい環境を予想している。
- 中国の相対的に低いインフレ率と魅力的なバリュエーションに鑑み、ポートフォリオ内での中国資産の役割について議論された。だが、金融および財政政策への依存度が高いことに懸念を表し、ボトムアップによる銘柄選定を勧める参加者もいた。
- 参加者は、利回りが上昇している債券市場に投資妙味が高まっているとみている。株式の中では、引き続きグロース株よりもバリュー株と高クオリティ株を推奨している。通貨については、スイス・フランを安全通貨として引き続き推奨している。

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。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