

# UBS House View

Monthly Letter

2022年9月22日  
Chief Investment Office GWM  
Investment Research

## 予想されるボラティリティ

金利がいつピークに到達するか、企業利益がいつ底打ちするか、そしてエネルギー価格がどうなるかなど、不透明な状況が続いている。したがって、相場の変動は当面収まらないだろう。

## 高インフレ率が続く

米国の消費者物価指数(CPI)が予想以上に高いため、インフレ率の急低下期待が弱まり、ソフトランディング(経済の軟着陸)に対する楽観論が後退しつつある。

## 経済成長への逆風

欧州はロシアによる天然ガス供給の大幅減が響き、高インフレとマイナス成長に直面している。中国の景気回復は、ゼロコロナ政策と不動産をめぐる様々な問題で、足踏み状態が続いている。

## 資産配分

我々は投資家に対し、投資を継続しつつも選別的アプローチを維持し、とりわけディフェンシブ株、インカム収入を期待できる銘柄、バリュー株、分散投資、安全保障関連株を推奨する。



Mark Haefele

Chief Investment Officer  
Global Wealth Management

## 「新時代のディスカバリー」は続く

2021年11月に発表したYear Ahead 2022「新時代のディスカバリー」で、我々は、いくつもの市場で需給の新たな均衡を発見するプロセスが進む中で不確実性が生まれ、投資家はそれを乗り越える必要があることを指摘した。

それから10カ月以上が経過したが、このプロセスに伴うボラティリティ(相場変動)と不確実性はまだ続いている。

米国では、サービスと住宅セクターで高インフレが続いており、ガソリン価格の値下がりや財供給の正常化で物価上昇が減速するとの期待が後退しつつある。労働市場は逼迫しており、労働力供給は新型コロナ危機前のトレンド水準を下回り続け、FRBはインフレ率が低下するまで利上げを続けるとの姿勢を崩していない。

欧州では、本稿執筆時点で、ロシアからの天然ガス供給が過去水準を20%以上下回っているため、さらなるインフレとマイナス成長が促されそうだ。ウクライナ軍が、ロシアの支配地域の一部を奪還したとのニュースを受けて、ロシア政府はこれまで以上に對抗姿勢を強めている。

中国では、不動産市場の過熱を冷やすためにとられた措置の影響で、不動産開発業者と住宅購入者が対立し、消費者信頼感が著しく悪化している(中国では家計資産の70%を不動産が占めている)。厳しい行動制限と後手に回っている新型コロナ対策の終わりはまだ見えていない。

ここからの展開はどうなるのだろうか？

新たな需給の均衡に対する投資家の信頼感が高まれば、そこからの相場の反発は早いだろう。7月と9月初めの相場の急反発は、一時的とはいえ、こうした状況が市場に反映された例であり、持続的な上昇に取り残されないためには、投資し続けることが唯一の方法であることを示している。我々の基本シナリオでも、2023年6月までに相場が上昇することを想定している。

しかし、米国のインフレ率が高止まり、欧州では冬が近づき、中国では10月に中国共産党第20回全国代表大会を控えており、金利がいつピークに達するか、企業利益がいつ底打ちするか、そしてエネルギー価格がどうなるかなど、

本稿はUBS AGが作成した“Monthly Letter: ‘Year of Discovery’ continues”(2022年9月22日付)を翻訳・編集した日本語版として2022年9月29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。

依然として不透明な状況が続いている。したがって、我々は「新時代のディスカバリー」たる2022年は、年末まで不安定な展開になると考えている。以上を踏まえ、投資家に対し、投資を継続しつつも選別的アプローチを維持し、とりわけディフェンシブ株、インカム収入を期待できる銘柄、バリュー株、分散投資、安全保障関連株を推奨する。

本レターのここからのセクションでは、市場の不透明感とボラティリティをもたらしている世界的な変動要因のいくつかを検討し、今日投資を推奨できる分野に焦点を当てる。

## 米国

粘着性の高いインフレはソフトランディングの期待を後退させている。

ガソリン価格が値下がりしてコア(食品とエネルギーを除く)インフレ率が低下したため、米国経済のソフトランディングが視野に入ってきたとの希望的観測が生まれていた。ところが、こうした期待は最近の景気指標で打ち砕かれた。

8月のインフレ率は予想を上回った。コアCPIは、7月の前年同月比5.9%から同6.3%に加速した。懸念すべきは、インフレの変動要因が広がったことである。クリーブランド連銀の「刈り込み平均CPI」、つまりCPIの構成目目のうちで価格変動の最も大きなものを取り除いた指数は、前月比で0.6%上昇した。

一方、労働市場は依然逼迫している。8月の非農業部門雇用者数は前月から31万5,000人増と、7月の50万人から鈍化し、失業率も3.5%から3.7%へと若干上昇した。しかし、絶対数ではなおしっかり伸びている。失業保険申請件数も実際に減少に転じており、労働市場の不均衡な状況に変わりはなく、労働需要が供給可能な範囲を大幅に上回っている。求人労働異動調査(JOLT)が発表した最新データによると、現在の失業者数はおよそ600万人だが、求人数は1,120万人となっている。8月の労働参加率は62.4%と、パンデミック以来で最高水準に達したが、なおパンデミック前の水準を1%(160万人)下回っている。

現在のデータを根拠に、FRBは利上げを積極的に進めて行くと我々はみている。

現在のデータを根拠に、FRBは利上げを積極的に進めて行くと我々はみている。FRBは、コア個人消費支出(PCE)指数の前月比伸び率が少なくとも3カ月にわたり0.2%未満となるなど、インフレ率の低下傾向が数カ月続き、さらに労働市場の落ち着きが確認できれば、利上げペースを鈍化させる可能性が高い。

ところが、目先の労働市場の強さが続くと、FRBは今後数カ月間、必要性を確信して利上げを継続する可能性が高い。現在の市場は、年末までにここから100~125ベースポイント(bp)の利上げが実施され、来春にはフェデラルファンド(FF)金利が4.54%でピークを迎えるとの見通しを織り込んでいる。

FRBは、最終的にインフレを抑えることに成功し、2023年初めには利上げサイクルが一服すると我々はみている。期待インフレ率は低下している。消費者と市場はともにFRBが物価を抑えられるとの見方をしているということだ。ニューヨーク連銀の消費者調査によると、3年先期待インフレ率は8月に2.8%に低下し、5年後のブレイクイーブン・インフレ率は現在2.52%となっている。

FRBによる積極的な利上げが、米国経済に少なくとも何らかの痛みをもたらすとの見方には異論が挟みにくい。過去の事例を振り返ると、失業率が増加せず、求人率の著しい低下が起きたことはない。住宅のような金利感応度の高いセクターはすでに弱まり始めており、今後十分に監視する必要がある。以上を背景に、消費者物価よりも投入コスト(コモディティなど)の上昇率が低いために短期的に利益率が支えられるとしても、企業の利益見通しが今後数カ月で下方修正される覚悟はしておく必要がある。

基本シナリオでは、株式市場は、これまでと同様に振れ幅の大きいレンジ内取引となる可能性が高い。

投資家は、米国株式に対して極端なほど弱気になっている。

### これは、市場にとってどういう意味があるのか？

基本シナリオでは、株式市場は、これまでと同様に振れ幅の大きいレンジ内取引となる可能性が高い。市場センチメントは既に悪く、企業利益が最大10%縮小する可能性は織り込まれている模様である。つまり、企業利益の見通しが今後悪化しても、株価には少なくともある程度の余裕があることになる。一方、債券との比較で株式を眺めると、大幅反発を示唆するほどの投資魅力があるとは思えない。

株式リスクプレミアム(ERP)とは、投資家が米国債のような「無リスク」資産と比べて株式投資から期待できる超過リターンを意味する。益利回りに基づいて算出したグローバルERPは現在300bpで、これは12カ月先予想株価収益率(PER)で14~15倍という計算になるが、MSCIオール・カントリー・ワールド指数のPERは現在14.6倍と、ほぼこの水準にある。同様に、グローバル資本コスト(投資家が株式投資に求めるリスクに見合うリターン)は現在8.7%と、2001年以降債券をアンダーパフォームしていた時期と同水準にある。

米国個人投資家協会(AI)の調査に基づくセンチメント指数によると、弱気派に対する強気派の割合が、長期平均から2標準偏差以上下にある。1991年以降、悲観的なセンチメントがこれほど大きくなった時には、常にこれが逆張り指標として機能し、株価は反発してその後6カ月間の平均リターンはプラス9%となっている。

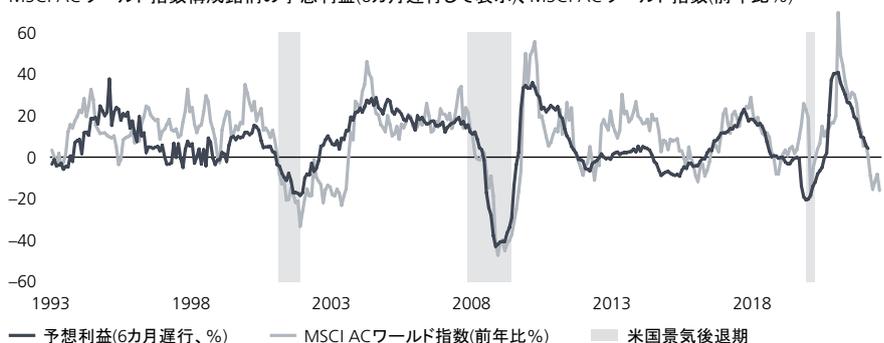
予想利益は株式のパフォーマンスとの相関性が高い(図表1)。グローバル株式は、12カ月予想1株当たり利益(EPS)で最大10%、米国株式は1桁の減益率をそれぞれすでに織り込んでいる可能性がある。しかし、企業利益の先行指標(ISM指数、在庫に対する新規受注の割合など)は、2023年には1桁台前半の伸びというのが現時点での見込みである。

失業率を跳ね上げるほどの景気後退が起きると、減益率が10%を超える可能性がある。過去の景気後退では、12カ月実績ベースの利益がグローバル株式で20~30%、米国株式で15%縮小したことがある。我々の悲観シナリオでは、米国経済のもっと大きな減速を想定しており、企業利益の15%減益を前提にS&P500種株価指数の目標を3,300ポイントにしている。

図表1

### 企業の減益はすでに株価に織り込まれている

MSCI ACワールド指数構成銘柄の予想利益(6カ月運行して表示)、MSCI ACワールド指数(前年比%)



出所:リフィニティブ、ブルームバーグ、UBS (2022年9月現在)

我々のMSCIオール・カントリー・ワールド指数のEPS予想は、2023年の増益率が2%と、コンセンサス予想の6%よりも低い。コンセンサス利益予想の下方修正は、決算発表までに底打ちするだろう。我々は、悲観的なセンチメント(5~10%減益)が長期化する兆候を見極めるために、12カ月予想利益の3カ月間の変化率を観察していく。

現在の投資環境は、株価指数全体の方向性に賭けるポジションを取るには適していない。

現在の投資環境は、株価指数全体の方向性に賭けるポジションを取るには適していない。したがって、ディフェンシブ株、高クオリティ株、バリュー株を重視した選別的なアプローチを推奨する。こうした銘柄は企業全般の利益見通しが下方修正され始めると高パフォーマンスを上げる傾向があるので引き続き注目する。ヘルスケアや生活必需品はそもそもディフェンシブであるか、割高なグロース株よりも妥当なバリュエーションで取引されているからだ。

債券市場については、米10年国債利回りは現在3.53%と、すでに今回の利上げサイクルにおけるピーク水準に近づいている可能性がある(我々の年末予想は3.5%)。インフレ率が低下すると、FRBの利上げ期待は低下して債券価格を支えるだろう。だがもしインフレ率と金利期待が高止まりすれば、将来の深刻な景気後退の可能性が高まり、長期債をはじめとするヘッジ資産への需要が増大するだろう。我々は、高格付債を引き続き推奨する。米10年国債利回りは2023年6月までに3.25%に低下すると予想している。この予想に基づくと、ターミナル・レート(利上げの最終的な到達点)は4%台半ばになると思われる。

今月は米ドルを推奨に引き上げる。

米ドルに関しては、現在は非常に強いとはいえ当面この状況が続くそう。FRBは他の主要国の中央銀行よりも利上げに積極的で、米国経済は依然として比較的底堅いからだ。今月は米ドルを推奨に引き上げ、米国の金利の上限が明確に見えてくるまでは反落しないと予想する。上述のように、FRBはインフレが落ち着き労働市場が沈静化する証拠を確認してから方針転換をしたと考えている。したがって我々はコアPCEの毎月の傾向と失業率データ(新規失業保険申請件数と継続受給件数)を注視していく。米ドルは、地政学的緊張が悪化しても上昇する可能性が高いため、我々はウクライナ紛争と中国に対するバイデン政権のアプローチも注視していく。

## 欧州

投資家がウクライナ紛争を主な市場変動要因として注視しなくなった時期があったものの、その後2つの動きによって、再びウクライナ紛争が注目されるようになった。第1に、ロシアはノルドストリーム1からの天然ガス供給を全面的に停止し、経済制裁によってパイプライン施設の修理とメンテナンスが妨げられているため、これが解除されるまでは供給を再開できないと主張している。第2に、ウクライナによる一部領土奪還の軍事的成功が、ロシアの攻撃の激化を促している。ロシアは予備役30万人の動員令とともに、9月23日~27日にウクライナのロシア支配地域でロシア編入の是非を問う「住民投票」を行うと発表した。

ウクライナ紛争は、少なくとも冬までは停戦合意の見込みなしに継続するとみている。

ウクライナ紛争は、少なくとも冬までは停戦合意の見込みなしに継続するとみている。ウクライナとロシア双方からの公式声明を見る限り、現状では交渉の余地はない。ウクライナは、最近の戦況好転に沸き立っており、政府高官はクリミア地方とドンバス地方を含むウクライナ全土を開放するとの目標を強調している。一方、ロシアは、ドンバス地方を完全に支配すると引き続き言明し、親ロシア派の軍事評論家の間では、戦力増強を支持する声が高まっている。ロシアのプーチン大統領は、ウクライナ紛争に対する中国の「懸念」を承知していると述べたが、この紛争をめぐる両政府間の見解の相違によって、直ぐに停戦に向かう気配はない。

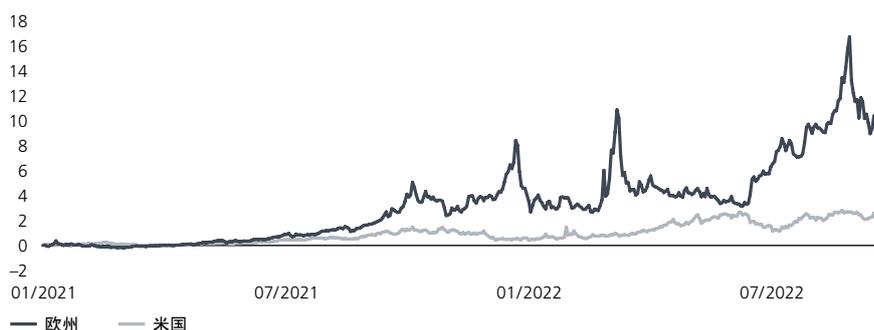
つまり、ロシアからの欧州(ドイツを含む主要国)向け天然ガス供給の混乱は続くというのが我々の基本シナリオだ。欧州連合(EU)は、予想より早く天然ガスの備蓄を進め、貯蔵率はすでに80%を超えているが、冬に予想されている需要を賄うにはまだ不十分と思われる。配給になる可能性も見えてきた。

ロシアからの天然ガス供給の大幅減が継続したままだと(しかもそれが長期間に及ぶと)、企業は天然ガスを大量に消費する経済活動の抑制を余儀なくされ、サプライチェーンが圧迫されて、2022年後半から2023年初めにかけてはユーロ圏全域の景気後退が深刻化する可能性が高い。生活費の高騰が続く中で、インフレの二次的なリスク要因として、社会生活への不満の高まりを排除できない。欧州委員会は、エネルギー企業に対する超過利潤課税、電力会社への流動性の供給、および多くの加盟国で打撃を受けている消費者への財政支援を行うといった緊急措置案を発表した。

図表2

### 欧州は米国よりもはるかに天然ガス不足の影響を受けている

欧州(オランダ)と米国の天然ガス価格の変化率(%)



出所: ブルームバーグ、UBS (2022年9月現在)

投資家は、天然ガスだけでなく、エネルギー価格の上昇に備える必要がある。

### これは、市場にとってどういう意味があるのか？

第1に、投資家は、天然ガスだけでなく、エネルギー価格の上昇に備える必要がある。原油価格は、需要予想が低下してここ数週間は値下がりしてきたが、供給はなお逼迫している。またロシア産原油の輸入価格に上限を設けるという提案は、その意図とは裏腹に、ロシアからの供給減少を招く可能性がある。ノバク副首相をはじめとするロシアの政府高官は、価格に上限を求める国には原油を売らないと主張しているからだ。我々はこれを現実味のある脅威とみており、ロシアが原油輸出をしなければ、原油価格は相当長期にわたって1バレル当たり150米ドルを上回っても不思議ではないと考える。我々の基本シナリオでは、原油価格は年末までに1バレル当たり110米ドル、来年3月までに125米ドルまでの上昇を想定している。

第2に、停戦交渉に入るか、欧州が十分な代替エネルギーの供給を確保して配給制を回避できる兆候が見えるまでは、欧州の資産は価格変動と下落圧力がかかる状況が続く可能性が高い。ドイツは、世界中から輸入する液化天然ガス(LNG)の量を増やすため、5基目の浮体式LNG貯蔵・再ガス化設備(FSRU)導入計画を最近発表した。しかし、新しい設備が稼働するまでは、短期的に経済的圧力に見舞われることは避けられない。我々は、ユーロが対米ドルで弱含むと予想している。また、英ポンドは推奨しない。

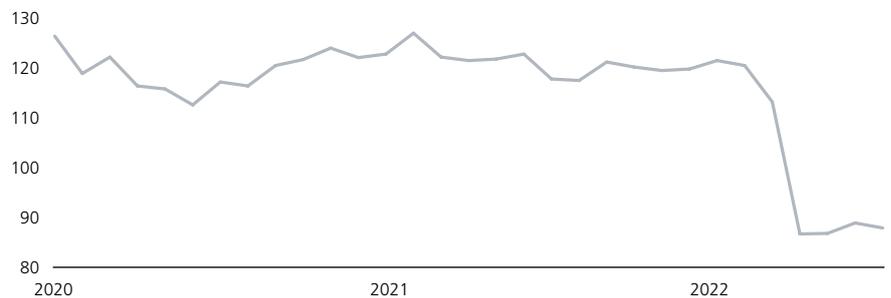
### 中国

中国では、8月後半に新型コロナ関連の制限措置が強化され、成都、貴陽などの都市や深セン市の一部で一時的なロックダウンが実施された(すでに解除されている)。全国的には、8月以降、国内旅行要件が若干厳しくなっている。北京などの都市への訪問者は何度ものPCR検査と待機期間を経ないと公共の場には出られない。こうした行動制限の強化措置は、10月の中国共産党第20回全国代表大会まで続くだろう。

図表3

景気回復懸念が高まるなか、中国の消費者信頼感は大きく低下

中国の消費者信頼感指数



出所: 国家統計局、ブルームバーグ、UBS (2022年9月現在)

一方、最新のデータによると、不動産市場の売上高は前年比30~40%減と、7月と8月並みの下落率となった。地方政府からは追加の政策支援が発表されているが、これは新規の売り上げ拡大というよりも、中断していた建設プロジェクトの再開と事前購入済の物件の完成と引き渡しを中心である。大半の不動産開発業者は、今後数カ月は新規投資への意欲をさほど示していないため、建設活動は今後も低調となる可能性が高い。

基本シナリオでは、全国代表大会が契機となってゼロコロナ政策が大きく変更されるとは想定していない。

基本シナリオでは、行動規制が次第に緩和されるとしても、全国共産党大会が契機となってゼロコロナ政策が大きく変更されることは想定していない。また、政府が不動産開発業者の救済を目的とした、大規模な不動産市場への介入策や財政による景気刺激策を発表することもないだろう。基本シナリオでは、不動産販売は第4四半期も低調だが、年初からの3四半期間に比べると前年比の減少率は縮小すると予想している。とはいえ、インフラや戦略的に重要なセクターへの投資拡大が今後数カ月の間に明らかになる可能性も高く、脆弱な不動産市場によるマクロ経済への重石はある程度緩和されるだろう。

中国の経済と資産価格をさらに圧迫しかねないリスク要因があるとすれば、それは安全保障上の理由を根拠とする米中間の貿易および投資制限が強化される可能性だ。この1カ月も、米政府は米半導体大手2社に対し人工知能(AI)向けの一部の半導体を中国に輸出することを禁じ、半導体製造装置の一部の輸出にも制限を加えた。バイデン大統領は、中国による米国のテクノロジー分野への投資を部分的に阻止する大統領令にも署名している。こうした措置が続くと、米中間の貿易、資本の流れ、地政学的関係にさらなる悪影響が及ぶ可能性がある。

これは、市場にとってどういう意味があるのか？

多くの企業にとってマクロ環境は最大の課題であり、中国の景気回復に対する市場の期待はこれまで何度も先送りされてきた。したがって、大規模な財政政策による景気支援、米国の国家安全保障政策の方向性の明確化、そして不動産および新型コロナ政策の変更などが確認できるまで、投資家は中国の持続的な景気回復の可能性を神経質に眺め続ける可能性が高い。

中国企業の利益見通しは、およそ1年にわたって下方修正されてきた。中長期で利益成長が見込めるとの市場の確信が高まるには、このトレンドがプラスに転じる必要があるだろう。

投資家は、中国がすでに発表したサプライチェーンの安全性と脱炭素化といった優先課題に沿ったポートフォリオを組み、さらに中国政府の野心的な産業高度化目標と双循環戦略を支えるセクターに投資することを勧める。とはいえ、我々は米国が、特に11月の中間選挙を控えて、半導体などの重要セクターに規制をかけて、中国のこうした野心を抑えようとする可能性があることは認識している。

## 米ドル:短期的には米ドル高を予想

この1カ月で最も注目された市場トレンドの1つは米ドル高だ。対英ポンド、ユーロ、日本円ではもちろんのこと、韓国ウォンを含む複数の新興国通貨に対しても数十年ぶりの高値を記録し、為替介入に関する議論が活発になっている。

米ドルは現在かなり高い。実質実効為替レートは2000年以降での最高水準に近づいており、購買力平価で見ると、特にユーロ、英ポンド、スウェーデン・クローナに対して「割高」となっている(図表4)。

しかし、我々は米ドルの強気相場はまだ終わっていないとみている。米国は高インフレ率に加え、他の主要国に比べて経済成長が底堅いという特異な地位にある。つまり、FRBには主要国の中央銀行よりも一段と高い利上げを迅速に実施するだけの大義と資格がある。その結果、米ドルの金利の優位性がさらに拡大している。とりわけエネルギー安全保障が主な懸念材料となっている

世界において、米ドルは相対的な「安全通貨」とみなされる。さらに、バイデン政権が中国との貿易に対する規制を厳しくしている。歴史的に、米中間の地政学的緊張が高まったときには米ドル高になる傾向がある点に注目したい。

### 投資家は何をすべきか

今月は米ドルを推奨に引き上げた。投資家はキャッシュと債券を米ドルに振り向けるのが得策と考える。そうすれば、今後数カ月は高パフォーマンスを上げ、ポートフォリオの分散化を図れ、十分なインカム収入が実現できると考える。スイス・フランは、利回りは低いものの、もう1つの安全通貨といえる。

長期的には、FRBが高インフレの抑制に成功すると我々は考えている。したがって、米国金利の上限がより明確に見えれば、2023年には米ドル安に向かい始めると予想する。

図表4

### 購買力平価から見ると米ドルは「割高」

ユーロ/米ドル、英ポンド/米ドル、購買力平価(PPP)



## 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	716	920	780	650
S&P500種株価指数	3,790	4,800	4,200	3,300
ユーロ・ストックス50指数	3,492	4,400	3,700	3,000
MSCI中国指数	61	80	70	59
米国10年国債利回り	3.53	3.5	3.25	1.5
米国10年国債ブレイクイーブン利回り	2.37	3.0	2.25	1.5
米国ハイイールド債スプレッド**	487bps	300bps	600bps	750bps
米国投資適格債スプレッド**	122bps	60bps	150bps	200bps
ユーロ/米ドル	0.98	1.03	0.98	0.90
コモディティ(CMCIコンポジット)	1,845	2,300	2,156	1,593
金(gold)	1,674米ドル/オンス	1,400-1,500米ドル/オンス	1,650米ドル/オンス	1,800-2,100米ドル/オンス

\* 2022年9月21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。

注:資産クラスの見通し水準は、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9月現在

## 主要シナリオと資産クラスへの影響

<b>現在の市場環境</b>	<p>過去1カ月で市場はCIOの基本シナリオに近づいた。債券市場が米連邦準備理事会(FRB)による前倒しの金融引き締めを織り込み続ける一方、株式市場は企業利益の下方修正見込みを次第に受け入れていった。その結果、株式は安心感から上昇した7月の値上がり分を一部失った。本稿執筆時点の市場水準に基づき、我々は基本シナリオにおける2023年6月までの世界の株式のリターンを約9%と、長期平均と概ね同水準を予想する。</p> <p>米国の経済指標、とりわけ労働市場関連の指標は強く、一部の活動指標は予想外に堅調だ。著しい例外は、想定を上回ったコア消費者物価指数(CPI)である。だが、FRBのタカ派姿勢が期待インフレ率を抑制している。欧州では天然ガスの貯蔵水準が想定より早く積み上がっていることが判明し、深刻なエネルギー主導の景気後退懸念は一旦は和らいだ。だが、ロシアが部分動員令の計画と、一部のウクライナ占領地域でロシアへの編入を問う住民投票を実施することを発表したことで、見通しは再び悪化した。</p> <p>結局のところ先月の市場動向は、経済活動は短期的には底堅いが、2023年に入ってもインフレ率が大きく上振れするリスクがあることを示した。よって我々は、悲観シナリオの「ヘッドフェイク」シナリオの確率を10%引き上げる一方、「スランプ」シナリオの確率を10%引き下げる。</p>			
<b>シナリオ (2023年6月)</b>	<b>楽観シナリオ</b>	<b>基本シナリオ</b>	<b>悲観シナリオ</b>	
<b>確率</b>	20%	50%	<b>「スランプ」シナリオ10% (従来予想:20%)</b>	<b>「ヘッドフェイク」シナリオ20% (従来予想:10%)</b>
<b>市場動向</b>	<p>インフレ率が想定よりも早期に低下し、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をやや上回る可能性が高い。</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>高インフレ下では各国中銀の金融引き締め意欲は強いが、投資家はそれを過小評価する傾向があると我々は考える。高インフレ率と金融引き締めは、目先のボラティリティ増大とバリュエーションへのさらなる下方圧力につながる可能性がある。</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>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、リスク資産は2022年末に向けて当面の間上昇する。</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年後半までには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>	
<b>ファンダメンタルズ 動向</b>	<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、米国やノルウェーからの天然ガス輸入が堅調を維持するか、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はならないだろう。</p> <p>中国では、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且つ恒久的に停止し、ユーロ圏が2022年後半または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9月現在

## 投資アイデア

米国経済が比較的好調なため、短期的には景気後退に陥るリスクが遠のいているが、その一方で、FRBが金利を大幅かつ迅速に引き上げ、その後景気後退に陥るリスクが高まっている。この点を念頭に、「スランプ」シナリオの確率を20%から10%に引き下げ、「ヘッドフェイク」シナリオの確率を10%から20%に引き上げた。

リスク資産が持続的に上昇するには、インフレ率が下落基調をたどり、経済成長リスクがある程度予想可能になったという明確な証拠が必要だろう。不確実性がある程度払しょくされるまでは、ボラティリティのさらなる上昇が予想される。こうした環境では、投資継続を推奨するが銘柄を厳選し、ディフェンシブ株、高インカム銘柄、バリュー株、分散投資、セキュリティ分野を中心に、起こり得るさまざまな事象に備えられるポートフォリオを構築することを勧める。

### 投資アイデア

ディフェンシブ銘柄の組み入れ	各国・地域中銀の金融引き締め政策、欧州エネルギー不足の脅威、中国のゼロコロナ政策はすべて、世界の経済成長に逆風となる。よって我々は、経済活動が鈍化した場合に耐性(レジリエンス)のあるセクターへの資産配分を増やすことを勧める。株式ではヘルスケア株と生活必需品株がこれに当たる。グローバル・ヘルスケアとグローバル・生活必需品セクターは、今年MSCIオール・カンントリー・ワールド指数(MSCI ACWI)をそれぞれ6%、9%、アウトパフォームしている。債券では、高格付債と耐性のあるクレジットを推奨する。通貨では、スイス・フランと米ドルを推奨する。元本確保戦略もポートフォリオ全体のディフェンシブ性を高めるのに寄与する。
収益機会の追求	ボラティリティの高い局面では、予見性の高いリターンを獲得できる可能性が高く評価される。株式(例:ファンダメンタルズが強く高配当のクオリティ・インカム銘柄)、債券、不動産、為替およびコモディティのボラティリティを活用した戦略にわたり、ポートフォリオの収益性を高める機会がある。
バリュー株式への投資	過去を振り返ってみると、インフレ率が高い期間にはバリュー株式がグロース株式をアウトパフォームしている。今年MSCI ACWIバリュー株指数がグロース株指数を13%上回っている。我々はグローバル・バリュー株式と、バリュー・セクターのウェイトが高い英国株式を推奨する。また、キャッシュ・リターンが魅力的なバリュー・セクターであるエネルギー株式は、今後数カ月は原油価格の上昇が追い風になると予想する。
相関のないヘッジファンド戦略を追求	今年プラスのリターンを上げることが極めて難しい状況が続いている。だが、裁量的マクロなどの一部のヘッジファンド戦略のパフォーマンスは特に好調で、有望な投資先である。インフレと中央銀行の政策が引き続き株式と債券市場を左右するため、市場の不確実性を切り抜けるためにヘッジファンドへの分散投資を勧める。
プライベート市場に投資 妙味を見いだす	今年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・ファンドが純資産価値(NAV)の推定値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得る例がみられてきた。足元の環境では、バリュー指向の戦略でプライベート市場へのエクスポージャーを構築することを勧める。
セキュリティの新時代に 備えたポジション構築	グロース株式を引き続き非推奨としているが、セキュリティの新時代と、安定性と持続可能性への世界的な移行は、依然として長期的な機会をもたらすと予想する。エネルギー、環境、食料および技術の安全保障の改善計画は、今後数年にわたり重要な長期成長要因となる可能性があり、グリーンテックから農産品収穫量向上のためのソリューションなどの分野の投資を下支えする。



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、各地の最近の経済情勢について意見が交わされ、主な投資アイデアが議論された。

- 各国・地域中銀はインフレ抑制を目指しており、タカ派姿勢を維持している。こうした背景から、参加者は、リスク資産の弱気相場が長引く可能性があり、まだ底を打っていないと考えている。FRBの利上げサイクルは2023年上期にピークを打つとみられるものの、米国のインフレ率が低下しFRBの利下げが再び視野に入ってくるには、失業率の大幅な上昇が必要だろう。
- 参加者は中国の見通しについてやや楽観的な見方を示した。マクロ経済環境は底打ちしたようであり、政府はさらなる信用緩和策を打ち出すと予想される。
- 今後6カ月間の資産配分について、参加者は英国株式、物価連動国債、高格付クレジット、新興国クレジットを推奨した。通貨の中では、米ドルと円には強気なようだが、一方でユーロと英ポンドに対しては、悪材料をすでに織り込み済みであるが、弱気姿勢を強めていた。

## 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