

リスクの高まりに対応する

資産クラスの推奨変更

UBS House View - CIO Alert

Mark Haefele, Global Chief Investment Officer GWM, UBS AG

7月は一時的に戻り相場にみえたものの、市場はこの1年一貫して下降しており、多くの投資家がいつ相場が底をつけるのか考えている。過去を振り返ってみると、市場で底値を付けるのは、(1)投資家が今後6~12カ月の間に大幅な金融緩和策を予想し始めたとき、(2)経済活動の底が視野に入ってきたとき、(3)バリュエーション(株価評価)がすでに「弱気」シナリオの可能性を十分に織り込んでいたときである。

だが今日の状況は、そのいずれも満たしていない。

1つ目に、米連邦準備理事会(FRB)は2023年1~3月期(第1四半期)に利上げを終了する可能性はあるものの、最近のインフレおよび労働市場のデータは、当面利下げ見込みがないことを示している。9月の米コア消費者物価指数(CPI)は前年同月比6.6%増といまだに上昇の勢いが止まらず、1982年以降で物価上昇ペースが最も速かった。直近公表されたFRB議事要旨からは、インフレを十分に抑制できないリスクを冒すくらいなら、政策を「引き締めすぎる」ことを厭わないFRBの姿勢が見て取れる。また、FRB高官は一貫して、フェデラルファンド(FF)金利を2023年は4.5~4.75%に引き上げる意向を繰り返し示している。さらに、インフレ率の重要な押し上げ要因である労働市場は依然としてひっ迫している。9月の失業率は8月の3.7%から3.5%に低下し、50年ぶりの低水準となった。インフレの鈍化と労働市場の軟化がない場合、FRBの政策転換には、大幅な経済指標の悪化が必要だと考えている。

2つ目に我々は、金融引き締めが経済と企業利益にもたらす結果が、コンセンサス予想に十分に反映されていないとみている。企業は、需要の減少、労働コストの上昇、利益成長率の前年対比での鈍化という三重苦に直面している。最近の英国年金基金の混乱が示すように、経済活動の急速な悪化の前兆になりうる金融市場での相場急変の圧力が高まっている。新規受注などの先行指標は下降している。また、中国ではゼロコロナ政策や不動産セクターの混乱が続いており、短期的に世界の経済成長の支援材料ではなくリスク要因になる可能性の方が高い。こうした状況にもかかわらず、コンセンサス予想は依然として、2023年の世界の企業利益成長率を5%としている。

3つ目に、株式相場はかなり下落しているが、リスク資産のバリュエーションはまだ「弱気」シナリオを反映していない。経済成長に対するリスクの高まりと市場ボラティリティ(変動率)の上昇にもかかわらず、株式は債券よりも割安にはなっておらず、大幅な成長率の低下や減益を織り込んでいない。今年の市場動向は、金利上昇によってほぼ説明できるうえ、株式リスクプレミアム(株式投資のリスクをとることで国債を上回る期待リターン)は250ベーシスポイント(bp)と、年初の320bpから縮小している。また債券市場についても、投資適格債や高格付債に対する現在のハイイールド債のスプレッドは、リスクの高い発行体が直面している深刻な問題に十分見合っていない。

投資戦略

今後3~6カ月の市場のリスクリワードは芳しくないだろう。我々は、2023年第1四半期までに主要中央銀行が利上げサイクルを終了するとは予想していない。世界経済成長は2023年初頭に向け引き続き減速し、各国中銀が金融政策引き締めを行う中で、世界の金融市場はその影響を受けやすいだろう。

だが同様に、インフレ率と労働関連指標が徐々に鈍化する可能性や、FRBが利下げサイクルをじきに終了する気配、あるいは経済の底堅さを示す兆候を見逃がさないことが重要だ。これらの要因はそれぞれ、短期的な相場上昇を後押しするだろう。また2023年が進むにつれ見通しも改善する可能性が高い。2023年上期に経済成長率が底を打ち、市場はFRBによる利下げサイクルの開始を期待し始めるだろう。また、株式のバリュエーションは米国では長期平均並み、その他諸国ではそれを下回っており、分散ポートフォリオを保有する投資家にとって長期的なリターン見通しは比較的良好である。

よって我々は、中長期的に上昇が見込めるポジションを保持しつつ、短期的な下方リスクの軽減に注力する。また、株式の資産配分を低めにしている投資家は、足元の高ボラティリティと価格下落局面を生かし、長期的なポジションを構築することが引き続き重要と考える。

すでに長期目標水準程度の株式ポジションを保有する投資家には、下方リスクを軽減する戦略の検討を勧める。我々は多くの運用ポートフォリオですでに、こうした元本確保戦略を可能な限り導入している。これら戦略を活用することで、投資家は、相場上昇時には値上がり益を享受する一方、相場下落時にはある程度の元本確保が可能となる。グローバル・ヘルスケアや生活必需品のような、景気悪化の影響を受けにくいディフェンシブ・セクターのポジションを増やすことも、上昇するポジションを残しつつ、下方リスクの軽減に役立つ。

長期目標を上回る株式ポジションを保有する投資家には、高格付債や耐性のある社債への超過分の組み換えを勧める。高格付債では、最近の利回り上昇で米高格付債の最終利回りが4.67%になるなど、投資を始めるに魅力的な水準となっている。2023年に景気が急速に鈍化する場合、同資産クラスは好調なリターンを上げると予想する。ただし、インフレ率が予想外に上振れれば、短期的には下落する可能性がある。満期5~7年付近のAA格またはA格の投資適格債や、景気連動性が比較的低い事業の発行体が魅力的とみている。

長期目標を下回る株式ポジションを保有する投資家には、今は買うには適当でない時期に見えるかもしれない。だが、長期投資家にとってバリュエーションの低下は、投資を始めるのに良いタイミングであることを示唆している。過去のデータに基づくと、S&P500種株価指数の株価収益率(PER)が現在と同程度のときには、その後10年間の年率リターンが8~10%になっている。

資産クラスの見直し

マクロ経済環境の悪化に伴い、資産クラスの推奨をいくつか変更した。

株式

米国株式を中立から非推奨に引き下げた。多くのグローバル株式市場が同じく景気悪化に直面しているが、米国株式のバリュエーションにはあまり織り込まれておらず、いまだに長期平均並みである。インフレ率や労働市場に関する経済指標が徐々に鈍化するにつれて、安心感から短期的に相場が上昇する可能性もあるが、上値を追うよりも下値のプロテクションに注力する。

また、金利変動の高まり、世界経済の減速、米中の技術面での「デカップリング」継続に鑑み、テクノロジー・セクターを中立から非推奨に引き下げる。一方、ヘルスケアや生活必需品といったディフェンシブ・セクターや、金利とインフレ率の上昇局面ではテクノロジー株などのグロース銘柄を上回るパフォーマンスを上げる傾向があるバリュー株を推奨する。

債券

米国ハイイールド債を非推奨に変更する。利回りは上昇しているものの、投資適格債や高格付債と比べたハイイールド債のспредは、この資産クラスのリスクを十分に織り込んでいない。流動性がひっ迫する環境では、ハイイールド債への価格下落圧力が高まる可能性がある。よって、投資適格債や高格付債の中で耐性の強い社債を推奨する。

コモディティ

コモディティ全般を推奨から中立に引き下げ、新たなポジション追加ではなく、既存のポジション保有を勧める。中国の経済回復が依然として停滞するなど、世界経済成長に対するリスクが高まっており、需要予想が低下する可能性がある。だが同時に、我々のアクティブ・コモディティ戦略では原油、また株式ではエネルギー・セクターの推奨を維持する。供給側の問題が需要減速よりも深刻であることが今後数カ月のうちに明らかになり、この先数カ月間は引き続き原油価格が上昇すると予想する。

外国為替

英ポンドとユーロに対して、「安全資産」として米ドルとスイス・フランの推奨を継続する。FRBの利上げサイクルは、依然として世界の主要中央銀行の中で最も急速に進んでおり、リスクオフ環境では米ドルとスイス・フランへの資金流入が続く見込みが高い。一方、英ポンドとユーロは比較的割安ではあるが、エネルギー供給のひっ迫が続く間は下落リスクが残る。

オルタナティブ投資

今年は今までは、ヘッジファンドが稀に見る素晴らしい投資先となっており、とりわけマクロ戦略が好調だ。インフレ指標と中央銀行の金融政策から、短期的に株式と債券の相関が高い状況が続くと予想される。よって、こうした資産との相関が低いヘッジファンド戦略に分散することで、不確実な市場環境を切り抜けることを勧める。

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ます。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、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