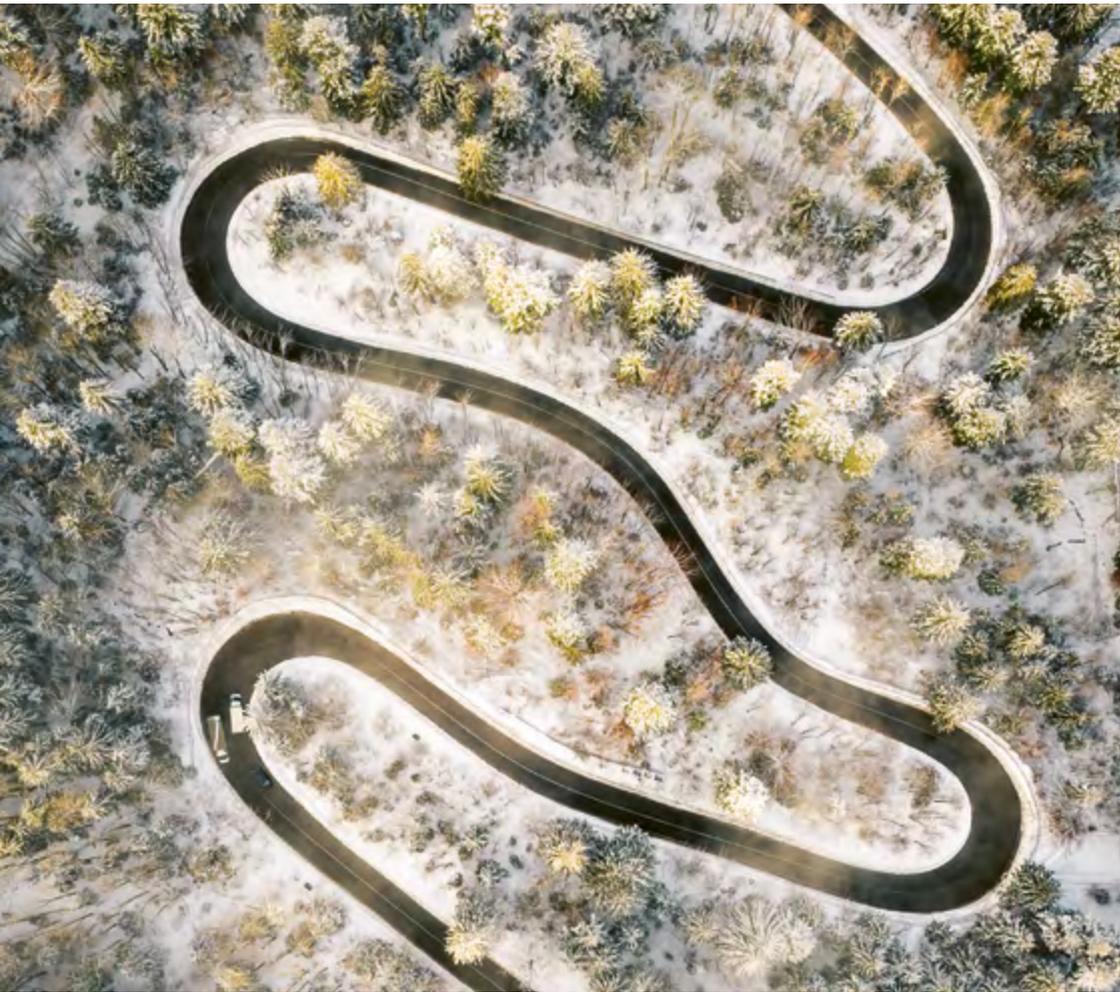


Year Ahead 2023

2023年の見通し

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



転換点となる年



Year Ahead 2023 – UBS House View

本稿はUBS AG、UBS AG London Branch、UBS Switzerland AG、UBS Financial Services Inc. (FS)、UBS Singapore Branchが作成した“Year Ahead 2023 – A Year of Inflections”(2022年11月17日付)を翻訳・編集した日本語版として2022年12月12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。



序文

Year Ahead 2023へようこそ。

2022年は投資家にとって歴史上最も困難な年の1つであったといえます。その1年が終わり、我々は「転換点となる年」を迎えようとしています。

2023年を目前にし、インフレ率は高水準にあり、金利はいまだに上昇を続け、景気見通しは悪化しています。また、地政学的な緊張、金融市場のストレスの高まり、新型コロナウイルス感染拡大の影響により、不確実性が高まっています。そうした環境に鑑み、我々はディフェンシブ・セクター、インカム収入の機会、安全資産、オルタナティブ投資を推奨します。

惨憺たる状況が日常的に報じられるなか、投資家は2023年を迎えるにあたり、グローバル市場を支える各国政府や中央銀行の影響力や目的について、多くの疑問を抱えていることでしょう。しかし、世界が新たな地政学、金融、疫学的な危機を回避できるとすれば、年末に向けてより明るい展望が開けてくるでしょう。インフレ圧力が後退し始め、各国中央銀行は引き締め策から緩和策へと舵を切り、足元では減速している景気が底打ちして回復に向かうと我々は考えます。

2023年は、転換点を上手く捉えて行くことが、投資において成功の鍵となるでしょう。足元のノイズに惑わされず先を見据えることのできる投資家は、2022年の困難な状況から長期的な投資機会への道を切り開くことになるでしょう。

Year Ahead 2023が、転換点となる年を上手く乗り切るための視点、洞察およびアイデアを示し、皆様の資産目標の実現の一助となれば幸いです。



Iqbal Khan

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

08

2023年の見通し

2023年の展望

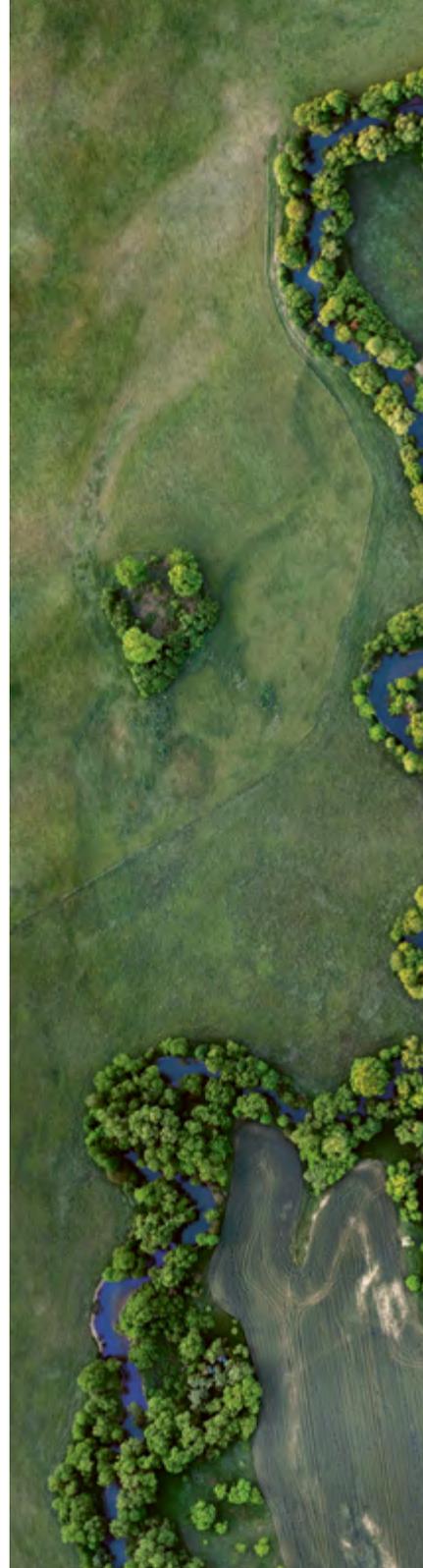
08 転換点となる年

2023年の主な疑問

- 12 転換点を遅らせる
リスク要因は何か？
- 17 中央銀行はいつ利下げに
踏み切るか？
- 20 再び景気が拡大するのはいつか？

2023年の投資

- 26 ディフェンシブ株とバリュー株を組み入れる
景気敏感株とグロース株に
いつ投資すべきか？
- 29 インカム収入の機会を追求
高リスク社債にいつ投資すべきか？
- 33 安全通貨に避難する
米ドルはいつ売るべきか？
- 37 他資産との相関が低いヘッジファンド
戦略を追求する
どのようにオルタナティブ資産を
ポートフォリオに組み入れるか？



40

今後10年の見通し

今後10年の展望

40 今後10年を見据える

43 今後10年の投資

未来への投資

48 セキュリティの新時代に備える

51 サステナブル資産に投資する

54 プライベート市場でバリューと
グロースの機会を追求する

58

2022年の振り返り

62

予想



転換点となる年

2022年はインフレが高止まりし、金利が上昇し、成長見通しが低下し、株式、債券市場ともに下落した。2023年は転換点の年になるだろう。複雑な地政学的問題を抱える中で、投資家はインフレ率、金利、経済成長、金融市場の転換点を探っている。



Mark Haefele
Chief Investment Officer
Global Wealth Management

インフレの転換点

米国のインフレ率は前年比でピークを過ぎ、欧州ではピークをつけつつあると考える。欧米共に2023年は年間を通してインフレが鈍化すると予想するが、利上げの長期化が必要かもしれないとの投資家の懸念を反映して、インフレ低下の速度や程度が市場ボラティリティ(変動率)を左右するだろう。



Marcin Jucha | Shutterstock

利上げから利下げへ

今後の経済指標が鍵を握るが、米連邦準備理事会（FRB）、欧州中央銀行（ECB）、スイス国立銀行（SNB）、イングランド銀行（BOE）は、2023年1-3月期（第1四半期）か、遅くとも第2四半期には利上げを終了すると予想する。インフレの粘着性の程度によるが、FRBは年末までに利下げ態勢に入る可能性がある。

景気後退から経済成長へ

金利上昇が経済に影響を与え始めるにつれて、2023年上期は経済成長と企業利益の見通しが低下すると予想する。総じて我々は、2023年の企業利益について、米国は4%低下、欧州は10%低下、アジアは

2%増加を予想する。だが、世界経済は2023年内に底を打ち、投資家が2024年に明るい兆しを期待し始めるにつれて、年後半には成長見通しが改善すると予想する。

ロックダウンから経済活動再開へ

ゼロコロナ政策により、中国の景気サイクルはその他諸国とは明らかに異なっている。今後の動向は政策判断にかかっており、習近平国家主席への権力集中が投資家の不安を高めている。だが、恐らく年半ばごろに経済活動の全面再開が消費を押し上げ、インフラ支出の増加が不動産市場の低迷を補完できるならば、経済見通しは改善し始める可能性がある。

衝撃を切り抜ける

地政学的事象により市場のボラティリティが高まることはよくあるが、経済成長の大きな道筋を変えてしまうことはまれだ。だが、2023年に向けて、政治が経済活動に大きな影響力を持つリスクが高まっている。ロシアによるウクライナ侵攻は欧州にエネルギーおよび安全保障上の脅威をもたらし、北大西洋条約機構(NATO)が関与する

危険性を高めている。中国政府が自給自足経済に軸足を移し、バイデン米政権が安全保障上の理由から貿易規制に動き、台湾を巡り関係が悪化する恐れがあると考えると、米中間の緊張が和らぐ可能性は低い。また各国レベルでもインフレや金利のような経済問題が政治問題に発展し、大胆な政策介入や市場の歪みが生じる余地が広がっている。

投資家にとって何を意味するのか？

投資家が利下げと経済活動および企業利益の底打ちを予想し始めると、持続的な市場の転機が訪れる傾向にあることを歴史は示している。2023年を迎えるに当たり、高インフレ、金利上昇、経済成長率の鈍化、地政学的リスクの高まりを鑑み、ディフェンシブ、バリュー、インカムおよび安全保障といったテーマへの投資を推奨する。

だが、2023年が進むにつれて、リスク資産を取り巻く状況は徐々に好転すると考える。これは、忍耐強く規律を持って投資を継続していれば、時間の経過とともに恩恵に浴することを意味する。現在、ボラティリティの高い相場展開から市場と距離を置いている投資家には、2023年中にいつ、どのようにしてリスク資産に再び投資するか計画する必要があるだろう。

2023年の投資

ディフェンシブ株とバリュー株を組み入れる
生活必需品やヘルスケアなどのディフェンシブセクターは、景気減速見通しの影響を比較的受けにくく、バリュー株は高インフレ環境で好調なパフォーマンスを上げる傾向にある。2023年後半には、市場がインフレの鈍化と経済成長率の上昇を期待し始めることから、シクリカル(景気敏感)株とグロース株に投資する魅力的な機会が到来するだろう。

› 詳しくは26頁参照

インカム収入の機会を追求する

不確実性が高い投資環境下、一定のインカム収入が期待できる投資機会は魅力的だ。一方、市場ボラティリティ(変動率)の上昇によりインカム創出の機会が生まれる可能性もある。年初頭は高クオリティ社債に注目する一方、金利と景気見通しが安定すれば、低格付債にも投資機会を見いだせるだろう。

› 詳しくは29頁参照

安全通貨に避難する

米ドルとスイス・フランを推奨する。米国金利が相対的に高く、経済成長率が世界的に鈍化する中、今後数カ月は米ドルの堅調が続くだろう。また、安全通貨として魅力的なスイス・フランには資金が流入する可能性が高い。2023年はFRBの政策転換への期待から、投資家は米ドル安に備えることが必要になるだろう。

› 詳しくは33頁参照

他資産との相関が低いヘッジファンド戦略を追求する

金融政策見通しは、2023年の市場を左右する重要な要因になるだろう。つまり、株式と債券の相関が定期的に高まるということだ。こうした状況下では、マクロ戦略、株式マーケット・ニュートラル戦略、マルチ戦略など伝統的な資産との相関が低いヘッジファンド戦略が、引き続きポートフォリオの分散に寄与する。

› 詳しくは37頁参照



転換点を遅らせる リスク要因は何か？

2022年は、政策の選択によって市場ボラティリティ(変動率)が高まるのみならず、相場の方向性を変えてしまう可能性があることが示された。ロシアのウクライナ侵攻や中国のゼロコロナ政策、英国の財政政策「ミニ予算」が誘発した金融不安でさえも、

複数の経路を辿り世界経済に影響を及ぼした。2023年の主な政策リスクとしては、ウクライナ紛争の激化、中国の経済政策の失敗、地政学的緊張の高まり、金融・財政の失策が挙げられる。



Ivica Dzambo | pexels

ウクライナ紛争の激化

2022年のロシアによるウクライナ侵攻は、人道的・環境的危機のみならず、世界経済の道筋にも多大な影響を与えた。コロナ後の需要再拡大や労働市場のひっ迫、サプライチェーンの混乱にすでに直面していた世界に、物価上昇という打撃をもたらした。

2023年も、ロシアによるウクライナ占領地域の一方的な併合が世界の市場に脅威をもたらすだろう。併合された地域はロシアの核ドクトリン(核戦略の基本的原則)の対象になるため、ウクライナがこれら地域の奪還の試みを続ければ、ロシアが通常兵器以外を使用して報復攻撃に出る可能性を排除できない。ひいてはこれが、北大西洋条約機構(NATO)とロシアの直接衝突の危険性を高めることにもなりかねない。

中国の経済政策の失敗

中国は長年にわたり経済成長を重視した政策をとってきたが、政府首脳はいま、自給自足経済、国家安全保障、共同富裕など広範にわたる目標達成に軸足を置いている。短期的には、第20回共産党大会を経て習近平国家主席の権力掌握が進み、それがゼロコロナ政策継続への懸念を高

めている。仮に2023年末までゼロコロナ政策を延長した場合には、世界経済が2023年に底打ちする可能性は低くなるだろう。

また、権力の集中による民間部門への支援縮小、政策ミスの危険性の増大、長期的な経済成長率の低下に関し、投資家は懸念を強めている。

中国ポジションへの対応

コロナ対策に伴う移動規制の厳格化で消費や新規事業投資が阻害されたこともあり、中国の株式市場は2022年1月~10月までの間に44%下落した。本稿執筆時点で、MSCI ACワールド指数における中国のウェイトは3%近辺である。ゼロコロナ政策の継続や不動産セクターの低迷による短期的なリスクを踏まえると、グローバル株式ポートフォリオにおける中国株式の

保有割合はこの水準で適切と考える。中国株式のウェイトが高い投資家には、グローバルなディフェンシブ株やバリュー株への分散を推奨する。とはいえ、中国資産を組み入れていない投資家には、特に電気自動車や再生可能エネルギーのサプライチェーン、消費者向けサービスや耐久財といった分野が長期的に魅力的な投資先となるだろう。

55%
の投資家が地政学的リスクを最大の
懸念要因に挙げている。

出所:UBS投資家センチメント調査、2022年11月



地政学的緊張の高まり

2022年は米中間の対立が一貫して高まった。中国がロシアのウクライナ侵攻を非難せず、ペロシ米下院議長が台湾を訪問し、中国軍が台湾周辺で軍事訓練を実施したことなどが緊張を高めた。一方、半導体の国内製造を促進する米国CHIPS法の成立や、米政府による米先端技術への中国のアクセスを制限する措置は、両国間の技術的な分断傾向を加速させている。

2023年も、台湾が地政学的な火種になるだろう。習主席が依然として台湾統一の方針を掲げている一方、バイデン米大統領は台湾が「攻撃」されれば、米軍が防衛に出動する方針を繰り返し示している。来年中国が台湾統一に踏み切るとは考えにくいですが、国家安全保障をめぐる緊張は技術やサプライチェーンの内製化を引き続き促し、アジア全域の各セクターに影響を及ぼす可能性がある。

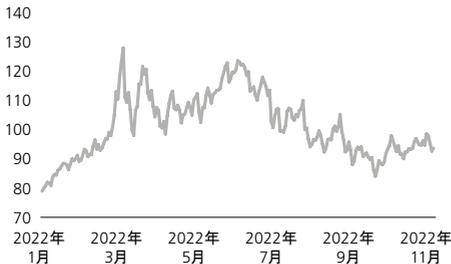
地政学的緊張は、米中間に限ったことではない。

バイデン大統領は10月、石油輸出国機構（OPEC）とロシアなどの非加盟産油国で構成する「OPECプラス」が原油減産を決定したことで、サウジアラビアに「この決断には結果を伴うだろう」と警告した。2023年の市場リスクとしては、バイデン大統領が言う「結果」がサウジアラビアのさらなる減産を招くならば、原油価格が上昇し、経済成長見通しにさらに重石となるだろう。

図表1

地政学的緊張が原油価格を通じて経済に波及

ブレント原油価格、1バレル当たりの米ドル価格



出所：リフィニティブ、UBS、2022年11月10日

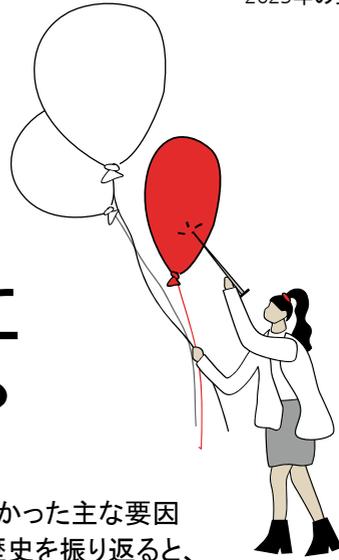
金融および財政の失策

2022年に起きた英国債市場の混乱は、中央銀行がインフレ抑制のために保有する国債を売却する一方で、政府は国債発行額を増額する計画を発表したことが背景にあった。今回のケースは英国固有のものだったが、2023年に英国がその他市場に先がけて金融不安に陥るリスクは否定できない。

ユーロ圏では、量的緩和の縮小で債券市場に圧力がかかるリスクを注視している。欧州中央銀行（ECB）は新たな債券購入スキーム、伝達保護措置（TPI）を導入し、同地域の市場の分断といった問題の軽減を目指しているが、TPIが実際にどのように機能するかは依然として不透明であり、機動的に展開されない可能性もある。

米国では、米連邦準備理事会（FRB）が量的引き締めを進めているなか、FRBのバランスシート縮小が米ドルの流動性を逼迫させた2019年と同様に、資金調達難を引き起こすリスクはないか注視している。一方、米国がねじれ議会になったことで、連邦予算や債務上限をめぐる論争が起きると予想され、市場に影響を及ぼす可能性がある。

中央銀行はいつ利下げに踏み切るか？



2022年の市場パフォーマンスが芳しくなかった主な要因として、金利上昇見通しが挙げられる。歴史を振り返ると、通常、相場が底を打つ前に、投資家はFRBの利下げを期待し始める。インフレ率は2023年末までにFRBの目標近くに低下し、FRBは利下げを検討できるとみている。

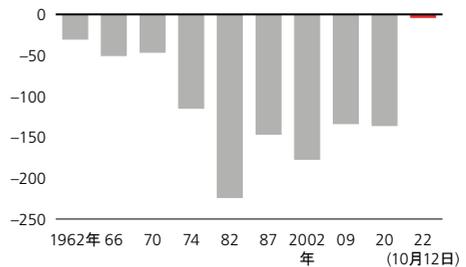
本稿執筆時点では、利下げの見込みはまだ先ようだ。インフレ率はFRBが掲げる目標を優に上回っており、主要中央銀行が自身の信認が危ういと考え、さらなる利上げに踏み切る可能性が高い。我々は最終的な利上げの到達地点を米国については約5%、ユーロ圏は2.5%、スイスは1.5%とそれぞれ予想する。

しかしながら、米国のインフレ率は前年比で見ればすでにピークを打ったと考える。新規家賃、賃金上昇率、輸入価格、仕入価格指数といった今後のインフレ率を示唆するリアルタイムの指標は、ほぼすべてが下向きとなり、耐久財価格も下落している。サービス価格インフレ率は鈍化していないが、これは主に好調な企業業績による下支えがあるため、一時的な現象である可能性が高い。

図表2

米2年国債利回りは通常、相場が底打ちする前に低下

弱気相場底打ち前6カ月間の米2年国債利回りのピークからの下落幅(bp)



出所：ブルームバーグ、UBS、2022年11月

欧州でも、エネルギー価格の高騰による影響が薄れ始め、金利上昇を受けて消費者や企業が支出を控えるにつれて、インフレ率はピークに達する公算が大きい。インフレ率の低下によりFRB、ECB、SNB、BOEは、2023年1-3月期(第1四半期)か遅くとも第2四半期には、利上げサイクルを終了させられるだろう。

その後、どれだけ早く中央銀行と投資家が利下げの可能性を意識したすかは経済指

標次第だろう。両者とも利下げを視野に入れる前に、インフレが持続的に目標に向かって低下している証拠を求めるからだ。

我々の基本シナリオでは、2023年末に向けて米国と欧州のインフレ率は中央銀行の物価目標である前年比2%に十分に近づき、政策当局は経済成長と雇用に再び目を向け利下げを検討し始めると考える。

投資家への影響

高いインフレ率と依然上昇を続ける金利は、短期的にリスク資産の価格が引き続き大きく変動することを意味する。

だが、インフレ率が持続的に低下している証拠、FRBによる利上げ停止、そして利下げ期待が、2023年が進むにつれて市場を

一段と下支えする材料になるとみられる。よって、年初はディフェンシブな投資姿勢を勧める。また、投資家は長期的な計画に沿って投資を継続し、市場が転換点を織り込みに行く際に、ポートフォリオが相場上昇に乗り遅れないよう、上値を捉えるポジションを維持することも重要だ。

インフレと金利 — リスクシナリオ

市場にとっての**悲観シナリオ**は、インフレが予想ほど早く目標まで低下せずに利下げが遅れるか、追加利上げを余儀なくされるというものだ。各中央銀行は、利上げを停止することによるインフレ圧力の再燃リスクを特に警戒するだろう。

楽観シナリオは、サプライチェーンの混乱の緩和、米国労働市場の均衡化、コモディティ供給の改善といった要因が重なって、インフレが予想よりも早く鎮静化し、中央銀行が早めに利下げに舵を切れるというものだ。

62%
の投資家がインフレ率はさらに上昇すると考え、
48%の投資家が支出削減を計画している。

出所: UBS投資家センチメント調査、2022年11月

再び景気が拡大するのはいつか？

米国の金融引き締め策、欧州のエネルギー危機、中国で続くゼロコロナ政策と不動産市場の混乱により、2023年の経済成長率は低下し、企業利益は減少する可能性が高い。だが、世界経済は2023年内に底打ちするとみている。

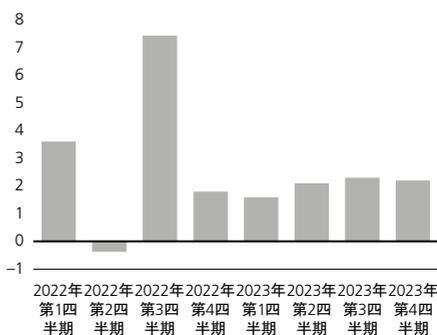
2023年に向けて世界経済は減速している。米国経済はプラス成長にあるが、金利上昇や金融環境の引き締め、不動産および労働市場の軟化の影響が数カ月後に遅れて顕在化するだろう。ユーロ圏と英国は、エネルギー危機やインフレ、金融引き締めが相まってすでに景気後退入りしている可能性がある。また中国においても、新型コロナウイルスや不動産市場に関わる問題により、景気回復が引き続き遅れている。

目先、経済成長率が鈍化する可能性を踏まえ、数カ月後に企業利益がさらに下方修正される可能性がある。全体として我々の企業利益成長率の予想は、米国については4%低下(コンセンサス予想は4%増加)、欧州は10%低下(同3%増加)、アジアは2%増加(同7%増加)であり、市場予想を下回ると考えている。

図表3

世界のGDP成長率は鈍化するも年後半には回復見通し

実質GDP成長率(2022年第3四半期以降はUBS予測値)、前期比 %



出所: CEIC, Haver, 各国統計、UBS、2022年11月

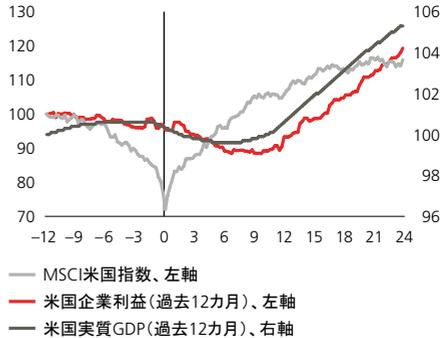
足元の見通しは厳しいが、同時に世界経済は2023年に底打ちするとも考えている。

欧州では、この冬も厳しさに見舞われる可能性はあるものの、冬が過ぎれば欧州大陸のエネルギー危機が後退し始めるため、2023年半ばに成長率が回復に向かうだろう。中国については年半ばに経済活動が再開されれば、恐らくはインフラ支出の増加という支援材料を受けて、経済成長が再び加速するとみられる。米国については、今のところ経済が好調で、金融引き締め策の影響が遅れて出てくるため、景気の底は遅れて到来する可能性が高い。だが、インフレが低下して金融環境が緩和すれば、消費と投資が年後半の経済を下支えするだろう。

図表4

株式相場は経済活動に先行して底打ちする

相場の底前後の米国株、企業利益、GDP推移、指数化



注：弱気相場の底(1974年、1982年、1990年、2002年、2009年、2020年)近辺の平均

出所：リフィニティブ、UBS、2022年10月

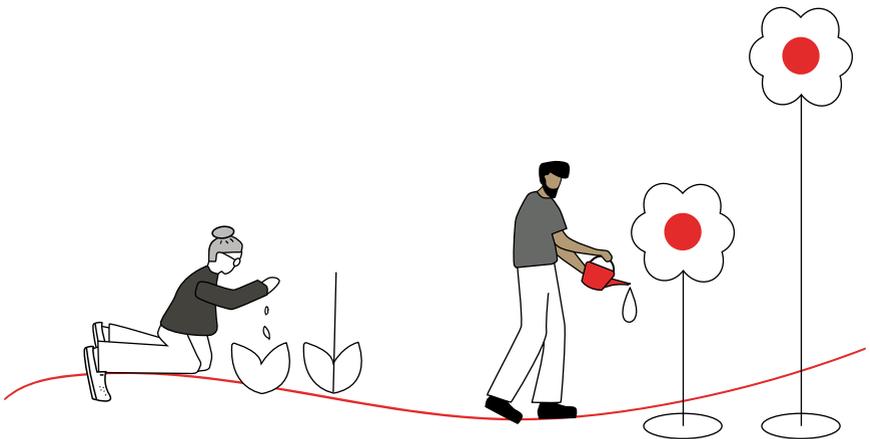
投資家への影響

企業の利益見通しの下方修正は、今後数カ月はリスク資産に対しリスクに見合ったリターンは期待しにくいことを意味する。だが過去を振り返ってみると、相場は経済活動と企業利益が底打ちする3~9カ月前に転換し始める。

そのことを念頭に置くと、経済と企業利益の成長率が転換点を迎えると市場が予想するに伴い、リスク資産に有利な環境が年内に台頭し始めるとみられる。

また、市場の転換点を正確に予測しようとしても失敗に終わることが多く、大半の投資家がこの先の良好な相場環境に備える最善の方法は、長期投資計画に沿って分散ポートフォリオを保有し続けることだと歴史も示している。

ひとたび転換点を迎えれば、すでに最悪のシナリオを織り込みバリュエーションが落ち込んだ市場の回復見込みは極めて高い。その可能性が現在高いのは、欧州と新興国株式だろう。



経済成長 — リスクシナリオ



市場の**悲観シナリオ**は、想定よりも深刻で長い景気後退に陥ることだ。FRB独自の労働市場の予測は景気後退を示唆するものであり、過去を振り返ると米国の景気後退は世界に波及効果を及ぼしている。欧州では、例年よりも厳冬に見舞われれば、エネルギー供給がひっ迫し、景気後退が一段と深刻化するだろう。中国が想定以上に長くゼロコロナ政策を固持すれば、景気回復はさらに遅れるだろう。

楽観シナリオは、想定よりも早く力強い景気回復を遂げるというものだ。欧州とロシアの緊張緩和や暖冬は、エネルギー危機を和らげ、欧州の成長期待を後押しするだろう。中国政府が迅速に経済活動の再開に踏み切るか、追加景気刺激策を打ち出せば、中国の経済成長見通しも上振れする可能性がある。また、想定以上に早いインフレの鎮静化と借り入れコストの低下は米国の経済成長を下支えするだろう。



シナリオ分析

楽観シナリオ 確率:20%	基本シナリオ 確率:50%	悲観シナリオ 確率:30%
変動要因		
中央銀行		
インフレ率は予想よりも速く低下し、利下げタイミングも早まる。金融政策の効果が遅れて顕在化し、インフレ率は想定外に低下する可能性がある。	インフレ率が低下し主要中央銀行(FRB、ECB、SNB、BOE)が2023年第1四半期(1-3月期)、または遅くとも2023年第2四半期には利上げサイクルを終了する。 米国と欧州のインフレ率は中銀の目標である前年比2%に近づく可能性があり、2023年末に向けて利下げが検討される。	インフレ率が目標水準まで低下せず、利下げが遅れるか、さらなる利上げを余儀なくされる。 各中央銀行による利上げ停止が早過ぎ、目先の景気が刺激されインフレ圧力が再燃し、さらなる利上げが必要となる。
経済成長		
以下の1つあるいは複数の要因により経済活動は再加速する。1)欧州とロシア間の緊張緩和、または暖冬によるエネルギー危機の緩和、2)中国のゼロコロナ政策の見直し、または追加の景気刺激策、3)米国でのインフレ率の予想より速い低下と借り入れコストの低下。	米国経済はなお拡大が続けるが勢いは鈍化し、ユーロ圏と英国はすでに景気後退入りしている可能性が高い。中国の景気回復がさらに遅れる。 冬期を越しエネルギー危機が緩和し始める、欧州の経済成長率も改善する。中国では、2023年半ばまでにゼロコロナ政策の少なくとも一部が緩和され、経済成長率も改善する。米国では、現在は成長モメンタムが強く、金融引き締め政策の影響は運行することを考えると、経済活動の底打ちは後にずれのだろう。	各国中央銀行の金融引き締めと賃金伸び率を上回るインフレ率を受け、経済成長率が予想以上に急降下する。 欧州では、予想を超える厳冬でエネルギー供給が逼迫し、景気後退が深刻化する。 中国の経済活動再開は2024年まで先送りされる。 景気後退が長引き企業業績は落ち込み、デフォルト率は上昇し、コモディティ価格は下落する。
地政学とその他		
ウクライナ紛争が沈静化するか解決に向かう。	ウクライナ紛争が長引き、相場の変動が続く。金融環境が引き締め、外的ショックに対する市場の脆弱性が増す可能性がある。	ウクライナ紛争が激化するか、米中間の緊張が高まる。 金融環境がさらに引き締め、金融システム不安が高まる。
市場の動き		
利下げと景気の底打ちが視野に入り、リスク資産選好へ投資環境が改善する。	市場はボラティリティが高止まり、弱い景況感の中、インフレと利上げ圧力にさらされる。リスクに見合ったリターンは望みにくく、株価は2023年6月末も現在の水準近辺となるだろう。	市場は大幅に下落し、株式などのリスク資産は2桁のマイナスを記録する。クレジット・スプレッドは拡大し、他方で安全資産は恩恵を受ける。

シナリオ目標値

資産クラスの予想値(2023年6月時点)	スポット*	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	748	820	720	590
S&P 500種株価指数	3,957	4,400	3,700	3,300
ユーロ・ストックス50指数	3,888	4,400	3,550	3,100
米国10年国債利回り	3.85%	1.50%	3.50%	4.50%
米国10年国債ブレークイーブン利回り	2.38%	1.50%	2.25%	3.00%
米国ハイイールド債スプレッド**	467bps	300bps	600bps	850bps
米国投資適格債スプレッド**	128bps	60bps	150bps	200bps
ユーロ/米ドル	1.03	1.05	0.98	0.92
コモディティ(CMICコンポジット)	1,909	2,200	2,000	1,600
金(gold)	1,777米ドル/オンス	1,400-1,500米ドル/オンス	1,600米ドル/オンス	1,800-2,100米ドル/オンス

* 2022年11月14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11月



2023年の
投資

ディフェンシブ株と バリュー株を 組み入れる



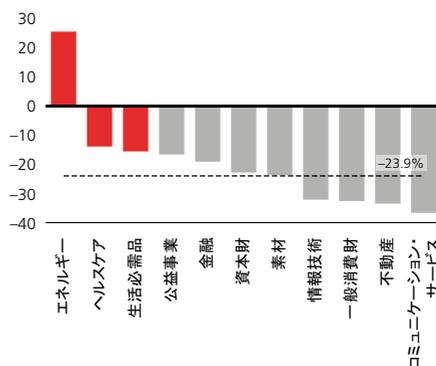
ディフェンシブ株は景気減速の影響を比較的受けにくく、またバリュー株は高インフレ環境で良好なパフォーマンスを上げる傾向がある。2023年後半には、投資家が経済活動の底と利下げを予想し始めることから、シクリカル株(景気敏感株)とグロース株に魅力的な投資機会が到来すると考える。

生活必需品株とヘルスケア株:生活必需品セクターとヘルスケア・セクターは、2022年初からの10カ月間でMSCI ACワールド指数をそれぞれ9%、11%アウトパフォーマンスした。今後数カ月は景気が減速することから、両セクターは引き続きアウトパフォーマンスすると予想する。両セクターの2023年の利益成長率のコンセンサス予想はそれぞれ7%、4%の増益だ。一方我々は、株式市場全体について3%の減益を予想する。12カ月先予想株価収益率(PER)は生活必需品セクターが18.4倍、ヘルスケア・セクターが16.4倍と、バリュエーションは割安ではないが、過去10年の平均水準を依然として若干下回っている。

図表1

エネルギー、ヘルスケア、生活必需品がアウトパフォーマンス

MSCI ACワールド指数とセクター別パフォーマンス、年初来10月31日まで(%)



■ セクター ---- グローバル株式(MSCI ACワールド指数)

出所: ブルームバーグ、UBS、2022年10月31日

グローバル・バリュー株:2022年年初からの10カ月間で、バリュー株はグロース株を18%ポイント(MSCI指数に基づく)アウトパフォーマンスした。インフレ率は米国でピークを打ったようだが、過去にインフレ率が3%を上回る局面では、バリュー株がグロース株をアウトパフォーマンスしている。我々は、インフレ率が3%を下回るのは2023年末近くになると予想する。また、バリュー株は金融引き締め政策の下でもグロース株をアウトパフォーマンスする傾向がある。歴史的に、FRBの利上げ一巡後の12カ月間は、バリュー株がグロース株を平均4%ポイントアウトパフォーマンスしている。

エネルギー株:エネルギー・セクターは、2022年年初からの10カ月のリターンが+33%(株式市場全体を示す指数は-21%)となり、グローバル株式セクターの中でパフォーマンスが最上位となった。一般的に、世界経済の減速はエネルギー・セクターにとって悪材料であるが、原油市場は需給がかなり逼迫していることから、需要が低下しても、価格上昇は支えられると考える。セクター・バリュエーションは12カ月先予想PERがわずかに7.4倍と、過去10年の平均を50%下回る水準にある。

59%

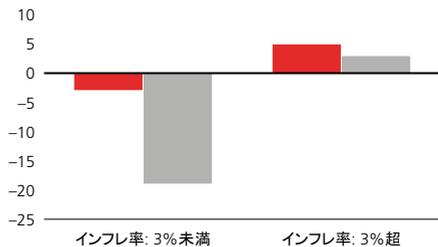
の投資家が、足元の環境においてエネルギー株は魅力度が非常に高いと考えている。

出所:UBS投資家センチメント調査、2022年11月

図表2

高インフレの環境下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傾向がある

ラッセル1000バリュー指数のラッセル1000グロース指数に対する月次超過リターン(年率、%)



■ ISM景況感指数: 50超 ■ ISM景況感指数: 50未満

出所:ブルームバーグ、UBS、2022年11月

株式以外でみると、期先の原油先物契約ではエネルギー価格が長期にわたり高止まりする可能性を過小評価しているとみられる。またコモディティの機動的運用は、投資ポートフォリオ全体の分散強化に資するとみている。

元本確保戦略:今後数カ月は世界的な景気減速、企業業績の悪化、金融引き締め政策が株式市場の重石となるだろう。2023年に向けてディフェンシブな投資スタンスを勧める一方で、市場が転換点を探る中でポートフォリオが相場上昇機会に乗り遅れないように、上昇局面でリターン獲得を狙うためのエクスポージャーを維持することも重要と考える。元本確保戦略は、下落リスクを制限しつつ、投資を継続することを可能にする。

景気敏感株とグロース株にいつ投資すべきか？

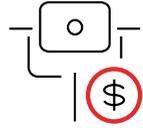
相場がいつ底を打つか正確に予測することは困難だが、2023年は投資家が景気回復と利下げを予想し始めるに伴い、転換点が到来するとみている。我々は米国の2年国債利回りやISM景況感指数などの兆候を引き続き注視している。

景気敏感株の上昇の可能性を探る投資家には、欧州市場およびアジア太平洋市場の一部で下落シナリオの織り込み完了が

近いと考える。例として、特定の投資テーマ銘柄やドイツ市場および韓国市場の景気サイクル初期の投資機会があげられる。

グロース株の転換点の到来はインフレ率低下と金融引き締め政策の終了次第であることから、2023年年初はグロース株とグローバル・テクノロジー株に対しては慎重姿勢で臨む。

インカム収入の 機会を追求



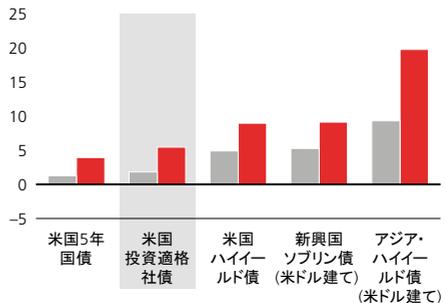
不確実性が高い環境の下では、一定のインカム収入が期待できる投資機会は魅力的である。また、相場変動は、変動自体がインカム創出の機会を提供することもある。世界経済の減速により、高リスクな社債に対しては慎重な見方をするが、2023年後半には投資機会が生まれるとみている。

投資適格債:投資適格債は金利感応度が高く、2022年のトータル・リターンの主な足かせとなった。企業業績の悪化と金融引き締め政策は引き続き市場ボラティリティを高めるだろう。しかし、足元のリスク・バランスはより改善に向かうとみている。米国投資適格債は利回りが約5%と魅力的な水準にあり、ボラティリティ上昇局面では緩衝材としての役割を期待できる。

図表3

各債券セクターで利回りが上昇

債券利回り、2021年末と2022年11月10日時点の比較 (%)



■ 2021年末 ■ 11月10日

出所: ブルームバーグ、UBS、2022年11月10日

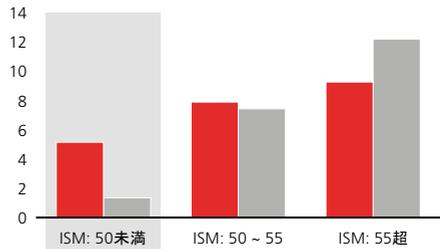
一部の短期債、耐性のある社債、サステナブル債:高格付債の中では、特に一部の短期債と耐性のある社債を推奨する。短期債はベンチマーク利回り上昇の影響を比較的受けにくいだろう。また、耐性のある社債はスプレッド拡大のリスクを抑えることができる。

ベンチマーク指数よりもクレジット・リスクがやや高く、残存期間が短いサステナブル債についても投資機会があるとみている。こうした債券は、ボラティリティが低く、トータル・リターンが高いと考える。また、サステナブル投資は投資期間が通常長期であることから、ボラティリティも低下するとみている。

図表4

クオリティ・インカム銘柄は景気低迷局面でアウトパフォームする傾向がある

クオリティ・インカム銘柄とMSCI ACワールド指数のパフォーマンス比較(年率、%)、ISM製造業景況感指数の水準別



- クオリティ・インカム
- グローバル株式(MSCI ACワールド指数)

注: 1988年以降データ
出所: ブルームバーグ、UBS、2022年10月

クオリティ・インカム銘柄:高クオリティ(高いROE(自己資本利益率)、安定した業績、低い負債資本倍率)と高配当を組み合わせることにより、変動する相場環境下でより安定したリターンを追求できると考える。過去6回の市場の大幅下落局面では、クオリティ・インカム戦略がグローバル株式市場をアウトパフォームした。2022年年初から10月までの超過リターンは+8.5%となった。

高リスク社債にいつ投資すべきか？

2022年は、金融引き締め政策と世界経済に対する投資家の懸念により高リスク社債が急落した。

利回りは高い水準にあるが、ハイイールド債の当面の見通しは芳しくないと考える。米国国債とのスプレッド(利回り格差)は480ベースポイント(bp)を超えて拡大したが、2020年3月の1,087bpといった、過去のスプレッド上昇局面で記録した水準を大幅に下回っている。一方、企業業績の悪化と借り換え費用の上昇によりデフォルト(債務不履行)リスクが高まっている。また、市場の流動性が低下していることから、クレジット・リスクプレミアムが著しく拡大する可能性もある。

高リスク社債に対して楽観的な見方を持つようになるには、クレジット・リスクプレミアムのさらなる拡大、流動性の正常化、利下げと経済活動の底が近いことを示す明確な兆候が必要になるだろう。

現行利回り水準を確保したいリスク許容度の高い投資家には、ファンダメンタルズ(基礎的条件)の堅調な一部の消費財、エネルギー、素材セクターの発行体に投資機会があるとみている。

安全通貨に 避難する



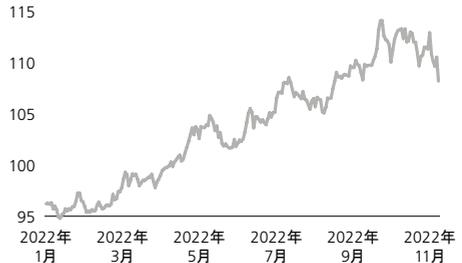
通貨では、米ドルとスイス・フランを推奨する。米国金利は相対的に高く、世界経済が減速していることから、今後数カ月は米ドル高が続くと見込む。スイス・フランは安全通貨として魅力度が高く、資金が流入するとみている。2023年後半は市場が米連邦準備理事会(FRB)の利下げを予想し始めることから、投資家は米ドル安に備えることが必要になると考える。

米ドル:2022年は米ドルが異例の強さをみせた。米ドル指数(DXY)は2022年年初から10月までに16%上昇し、年間上昇率は過去最大をつける勢いだ。米ドル高は当面続くとみている。市場全体のボラティリティが高止まりする中、投資家は米ドルのような安全通貨を求めると予想する。またFRBは、利上げに対して他の主要中央銀行よりも積極的な姿勢を維持すると考える。このため、米ドルは割高な状態が続くとみている。ユーロ／米ドルと英ポンド／米ドルは2023年6月にそれぞれ0.98、1.13と予想する。

図表5

米ドル高が続いた

米ドル指数(DXY)

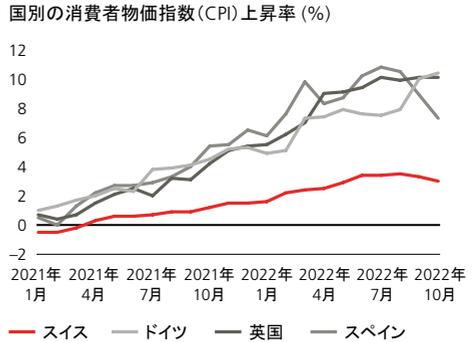


出所: ブルームバーグ、UBS、2022年11月10日

スイス・フラン:スイスのインフレ率は貿易相手国よりもかなり低いことに加え、スイス国立銀行(中央銀行)が比較的早期に利上げに踏み切ったことから、スイス・フランは2022年に貿易加重ベースで最高値を記録した。欧州の景気後退、ウクライナ紛争をめぐる懸念、欧州の政府債務への懸念、スイスの大幅な貿易黒字、スイス国立銀行のスイス・フラン高容認の意向を背景に、今後数カ月はスイス・フランがユーロに対して上昇すると考える。

図表6

低インフレがスイスの競争力を下支え



出所: ブルームバーグ、UBS、2022年10月31日

55%
 の投資家が2023年も米ドル高が続くと
 予想している。

出所: UBS投資家センチメント調査、2022年11月

高格付債:投資ポートフォリオに我々の通貨見通しを反映させる1つの方法は、推奨通貨建ての債券を保有することだ。この点で、足元は米ドル建て高格付債をポートフォリオのヘッジとして保有する良い機会と考える。高格付債は、世界経済が低調な局面で良好

なパフォーマンスを示す傾向がある。また、こうした環境下では、米ドル高も続くと考えられる。我々の悲観シナリオでは、米国10年国債利回りは1.5%まで低下し、米ドルはユーロに対して上昇して、ユーロ/米ドルは0.92まで下落すると予想する。

英国の今後はどうなるのか?

2022年は政治的な混乱と経済成長の鈍化により、英ポンドが大幅下落しただけではなく、投資対象としての英国の今後に対して懸念が高まった。通貨のバリュエーションは低く、長期的には、英国の厚い消費基盤、教育、技能、柔軟な市場が引き続き投資を呼び込むと考える。実際、同国は依然

として、海外からの巨額な直接投資の主要受け入れ先の1つだ。しかしながら、長期にわたり不安定な局面が続いたことから、英ポンドが再び正常な水準に戻るには数年を要すると考える。2023年末までに、英ポンドは対米ドルで1.21を予想する。

米ドルはいつ売るべきか？

当面、少なくともFRBが利上げを続け、世界経済の成長率見通しが下方修正されている間は、米ドルは高止まりするだろう。

もともと、米ドルはすでに大きく上昇しており、足元のバリュエーションが高いことを認識する必要がある。米ドル指数は2022年年初から10月までに約16%上昇し、1980年代半ば以来の高水準に達した。そのため、さらに上昇して高値を更新する可能性は低いと考える。米国の政策金利が最終地点に到達し、投資家が世界の経済活動の底打ちを予想し始めれば、米ドルはピークをつけるとみている。これらの条件は2023年前半に整うだろう。

その後は、相対的に実質金利が高く、経済成長の見通しが安定している国の通貨が上昇すると見込む。G10通貨で最初に上昇が期待されるのはスイス・フラン、豪ドル、カナダ・ドルであり、新興国通貨では、ブラジル・レアル、メキシコ・ペソ、南アフリカ・ランドが上昇すると考える。

金価格(米ドル・ベース)は年初来8%超下落した。我々の米ドルおよび米金融政策の見通しに基づくと、2023年1-3月期に1,600米ドル／オンスまたはそれを下回る水準まで下落し、その後年末に向けて1,650米ドル／オンスまで緩やかに反発すると予想する。以上から、現在は金に投資するタイミングではないが、ポジションを組み入れる機会は2023年に到来するとみている。

他資産との 相関が低い ヘッジファンド 戦略を追求する



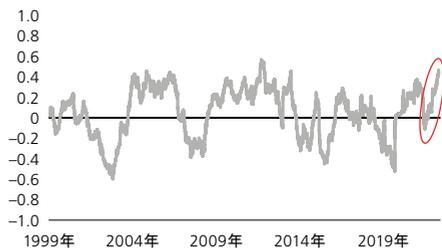
2022年は、株式と債券が互いのパフォーマンスを補完し合うことがなかった。2023年は、マクロ戦略、株式マーケット・ニュートラル戦略、マルチ戦略など、他資産との相関が低いヘッジファンド戦略が分散ポートフォリオの中で引き続き重要な役割を担うと考える。

マクロ:マクロ戦略のマネジャーは、多様な資産クラス、地域、金融商品においてロングまたはショート・ポジションを持つことにより、深刻かつ大規模な混乱局面においても魅力的なリターンを獲得することを目指す。同戦略は、歴史的に株式市場との連動性が低く、ポートフォリオの分散強化に寄与してきた。マクロ戦略では、多くのマネジャーが米ドル高と短期金利の上昇を活用したことで、2022年年初から10月までの平均リターンは+11.5%となった。2023年は金融引き締め政策の継続とボラティリティの高止まりにより、マクロ戦略マネジャーにとって好ましい年になると考える。歴史的に、インプライド・

図表7

債券と株式の相関が高まった

グローバル株式とグローバル債券の日次リターン6カ月相関、1998年以降



出所:ブルームバーグ、UBS、2022年10月

ボラティリティ(予想変動率)が高い局面(VIX指数が25を上回る)では、株式の平均リターンは-11.3%となる一方で、マクロ戦略は市場のストレスを活用し、年率+6.1%のリターンを獲得することができた。

株式マーケット・ニュートラル:株式のロング・ショート戦略マネジャーは、アウトパフォーマンスを予想する銘柄を買い建てると同時にアンダーパフォーマンスを予想する銘柄を売り建てる。マネジャーによってネット・エクスポージャーは様々だ。しかし、市場全体に対しネット・エクスポージャーが低いマネジャーを選択することで、市場の動きへのポートフォリオの感応度を抑制しながらリターンを追求することができる。2023年はマクロ環境の不透明感が高まる中、同戦略は、相対的に魅力が高く、他資産との相関が低いリターンの創出を期待できると考える。

マルチ・ストラテジー:マルチ・ストラテジー・ファンドは、多様なヘッジファンド戦略を組み合わせたファンドであり、投資家自身は

複数の個別ファンドに投資することなく、分散ヘッジファンド・ポートフォリオを保有することができる。これは、ヘッジファンドへの投資を指向しながらも、高額な最低投資額や個別ファンドへの需要が高いことなどが障壁となり、質の高い分散ポートフォリオの構築が困難な投資家に特に適していると考ええる。また、マネジャー手腕によるアルファ(市場平均に対する超過リターン)の源泉が多様であること、高いパフォーマンスが見込まれるヘッジファンド戦略および運用チームへの迅速な再配分が可能なこと、優れたリスク・マネジメントが期待されることも、同戦略の大きな強みである。1997年以降の年率リターン(運用報酬控除後)と最大ドローダウン(下落率)は、株式50%/債券50%のポートフォリオ(MSCIワールド・ネット・トータル・リターン、バークレイズ・グローバル総合トータル・リターン)が+5%、-31.3%となったのに対して、マルチ・ストラテジー・ファンド(バークレイズ・ヘッジ・マルチストラテジー・インデックス)は+7.1%、-20.7%となった。

53%

の投資家がすでにオルタナティブ資産(代替資産)に配分し、33%の投資家は今後6カ月の間に配分を増やすことを計画している。

出所: UBS投資家センチメント調査、2022年11月

どのようにオルタナティブ資産をポートフォリオに組み入れるか？

オルタナティブ資産(代替資産)を組み入れたポートフォリオの構築には、投資割合、投資対象、最適な組み合わせを決める必要がある。

投資割合は？

これは、投資家の投資期間、キャッシュフロー・ニーズ、低流動性に対する許容度が大きく影響する。一般的には、低流動性資産への配分を20%以下に抑えれば、大半の投資家は流動性の問題を回避することができる。ポートフォリオのキャッシュフロー・ニーズが比較的低い場合は、上限を40%まで高めることも可能だ。

投資対象は？

幅広い分散と高リターンのパテンシャルから恩恵を受けるため、ヘッジファンド、プライ

ベート・エクイティ、プライベート・デット、不動産をポートフォリオに組み入れることを勧める。

最適な組み合わせは？

債券と株式を補完するために、3つのオルタナティブ資産の「ビルディング・ブロック」方式による積み増しを検討することを勧める。その3つとは、他資産との相関が低いリターンにより分散強化に資するアクティブ戦略、ポートフォリオのインカム収入獲得の可能性を高めるインカム重視戦略、投資元本の長期成長を目指すキャピタルゲイン重視戦略である。

投資家は、自身の目標、目的、選好に基づき、オルタナティブ戦略のタイプによって投資割合を変えて投資することができる。



今後10年を見据える

「変革の10年」は、すでに世界の経済、政治、社会、環境の景観に大きな変化をもたらしている。しかし、長期的にはよりポジティブな環境を引き続き展望できると考える。

中央銀行はインフレ抑制を固く決意

1970年代とは異なり、現在の中央銀行は、一時的に経済成長を犠牲にしてでもインフレを抑制することを至上命題としている。この金融政策の徹底から、高インフレが長く定着することはないとみている。また、高金利局面の到来により、投資は生産性の低い領域には向かわず、長期的には資本は効率的に配分されることが確認された。

グリーンエネルギーへの長期的移行に向けた投資に拍車がかかるだろう

2020年代に入り、クリーンエネルギーと脱炭素化へ向けた世界的な移行が着実に進行していた。しかし、ロシアのウクライナ侵攻により、国家安全保障のための投資の必要性が高まっている。エネルギー需要が旺盛で代替エネルギーの供給が比較的少ないことから、今後10年は化石燃料への



Luis Eusebio | Unsplash

依存が続くとみているが、長期的にはグリーン経済の構築競争が経済成長を押し上げると考える。遷移金属(コバルトやニッケルなど)および食料への需要拡大を考慮すると、工業用金属ならびに農業生産への大規模投資も必要であり、サステナビリティ(持続可能性)重視の投資家のみならず、全ての投資家に投資機会が生まれている。

セキュリティの新時代はインフラと研究開発(R&D)への公的支出を促すだろう

エネルギー・食料生産、技術開発、国家安全保障など、戦略的に重要な分野での自給自足の達成に国が注力するセキュリティ(安全保障)の新時代に突入している。米国のCHIPS法(半導体の国内R&Dと製造の促進を支援する法)やインフレ抑制法

(クリーンエネルギーの促進も目標の一部)といった措置は、今後数年にわたり公的および民間部門の支出を促すだろう。

ビジネス・モデルのデジタル化は勢いを増すだろう

ここ2年半で、パンデミック前には考えられなかったような手法の事業運営を可能にするテクノロジーを装備した企業が出現した。今後は、ビジネス・モデル全体がデジタル化を中心に構築され、効率性の飛躍的向上につながる可能性がある。高インフレをめぐる懸念が高まる中、デジタル化がインフレ抑制に寄与する可能性があるという点は注目に値する。

しかしながら、これらのポジティブ要因は同時に、今後数年のより厳しい環境を生み出すネガティブ要因にもなりうる。

金融政策が政治化する可能性がある

中央銀行は、特に経済的な痛みが増し始めると、早期の利下げ転換へ向け政治的圧力を受ける可能性がある。一部の国では、政府が中央銀行の目標と直接的もしくは間接的に相反する財政政策を打ち出すかもしれない。これにより、足元の景気調整局面が長引き、各国・地域の通貨ならびに経済の変動性が高まる可能性がある。

グリーン経済への移行がインフレを誘発する可能性がある

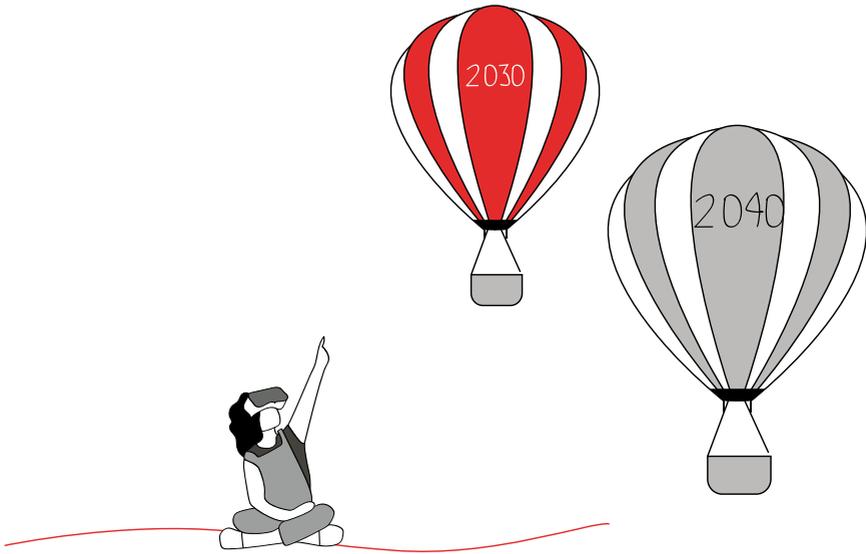
グリーン経済への移行を実現させる技術や素材は、今後数年にわたり需要が高まるだろう。またエネルギー安全保障に対するニーズの高まりはエネルギーとコモディティの供給不足を悪化させ、価格上昇につながる恐れもある。CO2排出による第三者への負の影響といった環境の外部性に価格付けする政策（炭素税や排出権取引制度など）は、何年にもわたる高インフレを招く可能性がある。

セキュリティの新時代は、グローバル化の変容を加速する可能性がある

セキュリティ(安全保障)の新時代は投資とR&Dを促進するが、一方で効率性が犠牲となり、潜在成長率が押し下げられる可能性がある。国家安全保障を追求する中で貿易障壁が再び高まる場合も、潜在成長率が押し下げられ、高インフレの原因にもなり得る。

デジタル化により労働者および人々の不満が一段と高まる可能性がある

技術革新は、経済的、社会的な課題をもたらすとみている。資本集約型革新により少数の手に富が集中し、それが大衆迎合主義者の台頭を促す可能性がある。また、働き方の最近の変化が労働参加および生産性に対して長期的にどのような影響を及ぼすのかも注視したい。



今後10年の投資

短期的なリスクは高まるものの、株式の低バリュエーションと債券の高利回りを受け、分散ポートフォリオの今後10年のリターンは堅調と考える。

国債

2022年は投資家が金利見通しを修正したことから、国債利回りが急上昇した。投資家にとって厳しい年となったが、国債の長期リターンの見通しは良好とみている。これまでも、期待リターン(現地通貨ベース)を算定する上で、現行の利回りは有効な指標となってきた。

また、インフラ投資に大規模な資金調達が必要であり、過去10年よりも今後10年の方が実質金利は高くなるとみている。中期的にはインフレ率は低下すると予想しており、株式と高格付債の価格は再び負の相関となり、伝統的なポートフォリオの分散向上に寄与すると考える。

社債

2022年は景気減速懸念の高まりを受け、社債利回りは年初来、国債利回り以上に上昇した。短期的なリスクは高まっているが、足元の社債スプレッドは長期平均に比べて大きく、複数年の投資期間を指向する投資家にとって魅力的なリターンが期待される。米国の金融引き締め政策による圧力が弱まることから、ハイイールド債と新興国債の長期期待リターンも魅力度が高いと考える。

株式

2022年は大半の株式相場が大幅下落し、株価バリュエーションはかなり低下した。MSCI ACワールド指数の予想株価収益率(PER)は年初18.6倍であったが、10月末には14.1倍まで低下した。過去20年の平均14.6倍を3%下回る水準だ。過去のデータを元に現在のバリュエーションから算出した今後10年の期待リターンは8~10%となる。尚、直近10年の年率平均リターンは7.4%であった。企業の利益率は過去平均に比べると高いが、金利、税率、コモディティ価格の上昇とサプライチェーン・セキュリティへの投資により、今後低下する可能性があることは留意しておく。しかしながら、株式の長期期待リターンは過去1年で改善したと考える。

オルタナティブ資産

ヘッジファンドの2022年年初から10カ月のリターンは、株式や債券に比べて好調となった。今後についても、高金利と伝統資産の期待リターンの上昇がプラス材料になるとみている。また、ヘッジファンドは、マルチアセット・ポートフォリオのリスク低減と分散強化の面で引き続き重要な役割を担うと考える。一方、公開市場の下落の影響は、プライベート・エクイティの純資産価値(NAV)に遅れて表れるだろう。しかし、プライベート・マーケット(非公開市場)投資の公開市場投資に対する長期リターン・プレミアムは引き続き高いとみている。ケンブリッジアソシエイツのデータを1995年まで遡って分析したところ、公開市場の株価がピークから急落した年の翌年に組成されたプライベート・マーケット・ファンドの内部収益率(IRR)は18.6%だった。尚、株式相場がピークをつけた年に組成されたファンドのIRRは14.8%、ピークの前年に組成されたファンドのIRRは11.4%となった。

通貨

2022年は米国金利の大幅上昇と安全通貨としての位置づけから米ドルが大きく上昇した。2023年に向けて米ドル高が続くと見込むが、中期的には下落すると予想する。米ドルは、スイス・フラン、ユーロ、日本円、英ポンドといった主要通貨に対して購買力平価ベースで約30%割高となっている。日本円と英ポンドは大幅に割安になっていること、日本株式市場と英国株式市場は輸出企業のウェイトが高いことから、いずれの市場についても為替ヘッジは勧めない。

コモディティ

コモディティ市場全体への投資は、過去2年にわたり堅調なパフォーマンスを示し、マルチアセット・ポートフォリオの分散効果向上に大きく貢献した。長期的には、エネルギー、食料、遷移金属への需要の持続的拡大や、エネルギーの持続可能性と安全保障を重視する潮流を背景に、価格は下支えされ続けるとみている。コモディティの高い景気連動性をコントロールし、またリターンがまちまちのコモディティの中から投資機会を獲得するため、コモディティ投資にはアクティブ・アプローチが有効と考える。コモディティ価格上昇の機会をポートフォリオで獲得するには、関連セクター株式への投資、または資源国および資源国通貨への投資を通じて間接的に実現することも可能である。

資本市場別予想

現地通貨ベースでの今後15年間の予想値(別途記載のある場合を除く)

	期待リターン (年率)	予想ボラティリティ (年率)
通貨		
キャッシュ 米ドル/ユーロ/スイス・フラン/ 英ポンド	2.7% / 1.6% / 1.0% / 1.9%	0.0%
債券		
米ドル/英ポンド建て 高格付債 (5~10年)	4.0% / 2.7%	5.0% / 4.6%
ユーロ/スイス・フラン建て 高格付債 (5~10年)	2.5% / 2.7%	4.2% / 4.2%
米ドル建て物価連動債	3.4%	4.5%
米ドル建て投資適格社債(中期債)/ ユーロ建て投資適格社債	4.5% / 3.5%	4.7% / 4.1%
米ドル/ユーロ建てハイイールド債	6.3% / 5.2%	9.6% / 10.1%
米ドル/ユーロ建て シニアローン	6.6% / 5.8%	7.5% / 7.7%
新興国国債 (米ドル建て)	6.2%	9.5%
株式		
米国	7.7%	15.9%
新興国 (米ドルベース)	9.3%	19.7%
ユーロ圏	7.9%	17.6%
英国	7.6%	16.0%
日本	6.9%	18.5%
スイス	7.3%	13.8%
オルタナティブ、その他		
コモディティ	7.1%	17.4%
ヘッジファンド(ファンド・オブ・ファンズ: 米ドル)	5.0%	5.7%
その他/リスク・パリティ戦略(米ドル)	7.3%	10.1%
プライベート市場 – プライベート不動産 (米ドル)*	9.3%	10.5%
プライベート市場 – グローバル・プライベート・エクイティ (米ドル)*	10.8%	13.8%
プライベート・デット (米ドル)*	8.6%	5.9%

* 均衡リターン

出所: CIO GWM

注: 均衡リターンは、現在の状況とは無関係に景気サイクル全体の長期リターン予想を指す。これらはプライベート市場やエンダウメント(大学等の寄贈基金)ファンドにより適している。期待リターンは、期待単純リターン/期待算術リターン。予想ボラティリティは対数リターンのボラティリティ。コモディティは、セクターや期間において十分に分散された先物指数。プライベート・デットは企業のダイレクト・レンディング。不動産はコアプラス型(インカムゲインにキャピタルゲインも追加目標とするファンド)。



未来への
投資

セキュリティの新時代に備える



我々は、セキュリティ(安全保障)の新時代の入り口に立っている。エネルギー安全保障、食料安全保障、サイバーセキュリティが、政府や企業において効率を犠牲にしてでも優先する課題となる時代が到来しようとしている。セキュリティの新時代は、今後10年のあらゆる投資環境で勝者と敗者を分ける主要因の1つとなるだろう。

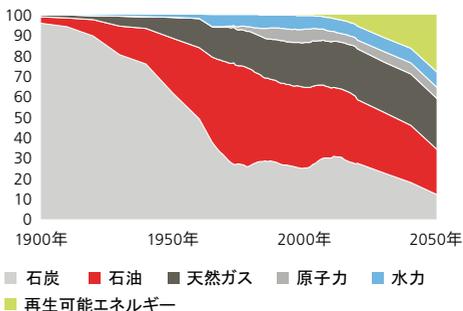
エネルギー安全保障。エネルギー生産を化石燃料から移行させる計画が長年にわたり進められてきた。ロシアによるウクライナ侵攻と、それに伴う欧州へのエネルギー供給の混乱を機に、環境への配慮に加え、安全保障上の必要性からも、この動きが加速する可能性が高い。

セキュリティの新時代の到来が、コモディティ価格の長期にわたる上昇を促すと我々はみている。供給元の同盟国への集中、構造的な投資不足、脱炭素化に向けた取り組み、新興国の需要拡大に対処する必要性、これらすべてがコモディティ価格を下支えするだろう。この冬は天然ガスから原油への転換が生じ、経済協力開発機構(OECD)による石油戦略備蓄の放出が終了する可能性も高く、欧州によるロシア産原油

図表1

グリーンテックは脱炭素化への手段の1つ

一次エネルギー消費量(燃料別シェア、%)



出所：過去データ(1900~2020年)：Smil (2010)、BP Statistical Review of World Energy 2021(BP世界エネルギー統計レビュー 2021)
2050年までの予想：IEA World Energy Outlook 2021 under its Stated Policies Scenario(国際エネルギー機関「世界エネルギー展望公表政策シナリオ」)、UBS予想

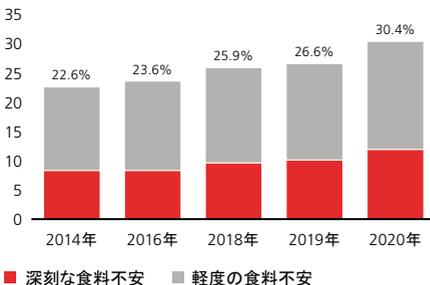
の海上輸送による輸入の禁止も迫っていることから、目先の原油価格は上昇する見込みである。

さらに、今後数年間は再生可能エネルギー関連企業においても引き続き需要拡大が期待でき、「清浄な空気と二酸化炭素の削減」や「エネルギー効率化」といった我々の長期投資テーマを支えるだろう。

図表2

軽度あるいは深刻な食料不安が高まっている

深刻な食料不安に見舞われる人口が増加(全人口比、%)



出所: 国連食糧農業機関(FAO)、UBS、2022年11月

食料安全保障。新型コロナ、気候変動、ウクライナ紛争等に関連した供給途絶に端を発した食料品価格の高騰で、各国政府と国際機関は、食料安全保障のあらゆる側面について再考を迫られている。

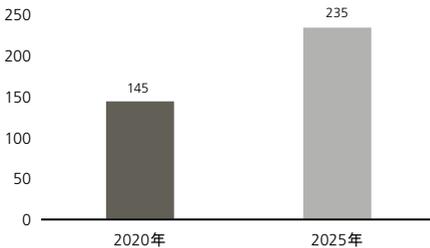
そうした動きを勘案し、環境破壊の低減や節水、気候変動に取り組みつつ農産品収穫量の向上に寄与する銘柄が有望と考える。生産効率の向上とCO2総排出量の削減を実践していることで、企業がさらに恩恵を受けつつある。国連食糧農業機関(FAO)の予測によると、動物性タンパク質など、土地集約的食料の消費をそのまま続けるには、食料生産高を50~60%程度増やす必要がある。

サプライチェーン全体での効率化に向けた取り組みは、スマート農業、代替タンパク質、物流などの分野でビジネス機会を促すだろう。スマート農業の現在の市場規模は130億米ドルと推定されるが、これが2030年まで年間11%で拡大すると予想する。

図表3

サイバーセキュリティ市場は2025年 まで毎年10%の成長を見込む

CIOによる世界のサイバーセキュリティ市場規模の推計
(単位: 10億米ドル)



出所: UBS、2022年10月

サイバーセキュリティ。リモートワークの増加や国家・非国家からの脅威の増大に伴い、サイバーセキュリティへの注目が高まっている。実際に、2022年年初からの10カ月間で、サイバーセキュリティ・セクターのパフォーマンスがテクノロジー・セクター全体を10%ポイント上回った。

サイバーセキュリティ銘柄がテクノロジー・セクターの中でも相対的にディフェンシブなのは、セキュリティが必要不可欠な要素とみなされており、企業も政府も、景気が悪化しても支出を維持する傾向があるからだ。テクノロジー分野の調査会社ガートナーによると、サイバーセキュリティへの支出は2023年に11.3%増の1,880億米ドルに達し、2024年も2桁増を予想している。

サステナブル資産 に投資する



サステナブル投資は、過去1年はアンダーパフォームしたものの、長期的に見ると絶対的にも相対的にも力強いパフォーマンスを維持している。自社のビジネス、ステークホルダー(利害関係者)、環境への配慮に持続的に取り組む企業は、良好な財務結果も伴うだろう。ただし、投資にあたってはセクター、投資スタイル、資産クラス別の分散が重要になる。

サステナブル投資テーマ全体に分散投資する。2022年は、投資家がグロース・セクターを回避してバリュー・セクターを選好したため、高成長のテクノロジー銘柄に投資している一部のサステナビリティ(持続可能性)関連テーマが低調だった。我々は、環境と社会の課題に取り組む製品やサービスを提供している企業の長期展望に前向きな見方を維持する。EUや米国政府は、それぞれ3,000億ユーロの「リパワ―EU」(ロシア産化石燃料依存からの脱却計画)や3,700億米ドルの「インフレ抑制法」といったサステナブルな目標に向けた強力な財政支援を打ち出している。こうした決定により、サステナビリティが長期にわたって投資リターンをけん引する主要因の1つになるとの我々の確信は高まっている。

とはいえ、2022年はグロース株が大きく変動したことで、ポートフォリオの分散とサステナビリティ分野でのバリュー指向の長期投資の重要性が改めて浮き彫りとなった。例えば、食料サプライチェーン、廃棄物処理、資源再利用にはバリュー型の投資機会が数多くある。

リーダーばかりでなくインプルーバーにも注目する。環境・社会・ガバナンス(ESG)分野のリーダー(先進企業)は、これまで何年にもわたって主要な株価指数をアウトパフォームしてきたが、2022年のパフォーマンスは低調だった。これは主に伝統的なエネルギー企業への資産配分が相対的に少なかったことが原因である。このことは、ESGリーダー

ばかりでなく、ESGインプルーバー(ESG課題への取り組みが年々改善し、財務実績も向上している企業)も投資対象として検討することの重要性を示唆している。指数で見ると、ESGインプルーバーの株価は過去5年間で年2%ポイント近く株式市場全体をアウトパフォームしてきた。我々はまた、ESGエンゲージメント(建設的な対話)戦略にも引き続き注目する。これは、株主・企業間の対話を通じ、サステナビリティの重要課題に積極的に取り組む企業に投資する戦略である。

ESGインプルーバーとエンゲージメント・アプローチの基本にあるのは、低炭素経済への移行といったサステナブルな長期トレンドは一夜にして実現するものではなく、あらゆるセクターや産業の企業が参加しなければならないという考え方だ。よって、より安定したパフォーマンスを求める投資家は選別的に投資する必要があるが、これは、CO2排出量の多い企業などのESGの取り組みが遅れているセクターを排除するということではない。サステナブル資産のポートフォリオの中では、明確な脱炭素目標を掲げる企業や、低炭素エネルギー源の多様化を積極的に進める企業、社会的課題の改善が顕著な企業を推奨する。

サステナブル投資戦略全体に分散投資する。2022年、分散投資はサステナビリティ重視の投資家だけの課題ではなかった。債券と株式の相関が高く、従来型の運用ポートフォリオにも影響が及んだからだ。とはいえ、サステナブル投資資産クラス全体に分散投資することは、将来的にはリスク調整後リターンの上につながると考える。

図表4

**長期の投資期間で見れば、
クリーンエネルギーの低調は一時的**

世界のエネルギー・セクターとクリーンエネルギー・セクターのトータルリターン



出所: ブルームバーグ、UBS、2022年11月10日

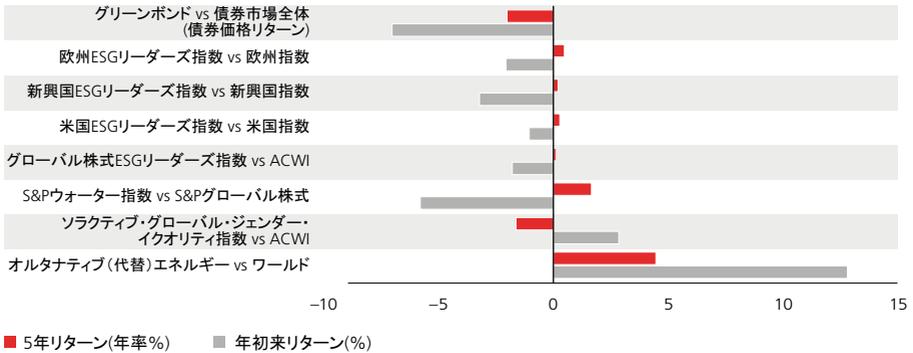
したがって、株式全般での分散投資の機会に加え、サステナブル・ボンドへの分散投資にも積極的に取り組むことを勧める。グリーンボンド(資金使途が環境改善に資する事業に限定される債券)、ソーシャルボンド(資金使途が社会的課題に取り組む事業に限定される債券)、サステナビリティ・ボンド(資金使途が環境・社会の持続可能性に貢献する事業に限定される債券)、サステナビリティ・リンク・ボンド(発行体が設定したサステナビリティ/ESG目標の達成状況によって発行体の利払いが変化する債券)など、

ベンチマークの指数より期間が短く、信用リスクがやや高いサステナブル・ボンドに投資妙味があるとみている。経済成長率が減速する時期には、こうした資産クラスの保有により、ボラティリティを抑えつつトータルリターンの向上が期待できる。さらに、米国債に代わるサステナブル投資対象として、国際開発金融機関債にも引き続き注目している。資金使途は、経済的、社会的にプラスの影響を与える新興国のプロジェクトで、10月末時点の利回りは4.1%となっている。

図表5

サステナブル資産への分散投資は長期リターンを支える

サステナブル投資指数と「従来型投資」指数の年率リターンの比較



注: グリーンボンドはグリーンボンド指数(GREN)を指す。その他は別途記載のない限りMSCI指数
出所: ブルームバーグ、ICE、UBS、2022年11月

51%
の投資家がサステナブル投資のリターンが
従来の投資を上回ると予想している。

出所: UBS投資家センチメント調査、2022年11月

プライベート市場 でバリューと グロースの機会を 追求する



歴史的には、公開市場の下落後数年内にプライベート市場(非公開市場)に新たに投資すると、長期的に優れたリターンを獲得することができている。我々は現在、価格の歪みを活用する戦略を勧める。また、デジタル化と低炭素経済への移行にエクスポージャーを拡大する投資機会も生まれている。

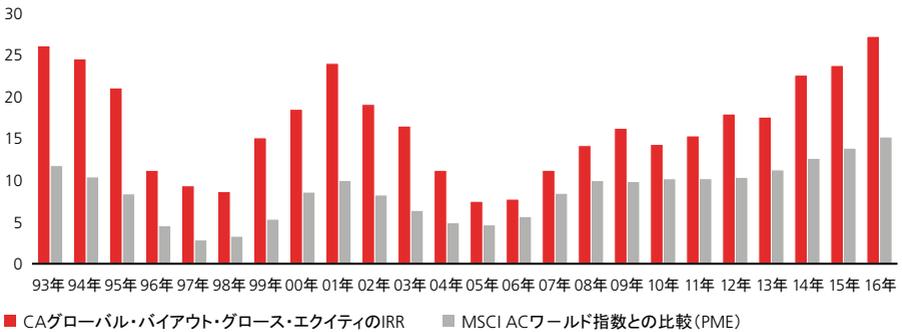
セカンダリー市場: プライベート市場におけるセカンダリー(流通)市場のマネジャーは主に、保有資産の現金化を希望する他のプライベート市場マネジャーや投資家からの資産持分の取得に特化する。ポートフォリオのリバランスや強制売りにより投資家が資産売却の必要性に迫られている場合、買い手は有利な価格交渉が可能となるためだ。米投資銀行によると、バイアウト・ファンド

(企業を買収し、企業価値を向上させ、売却・利益獲得を目指すファンド)の投資口価格は、1口当たりの純資産価値(NAV)に対し、2021年末の97%から2022年上期は91%まで低下した。取引額も拡大しているようで、セカンダリー取引の総額は、2021年上期の480億米ドルから2022年上期は570億米ドルに拡大し、過去最高を更新した。

図表 6

グローバル・プライベート・エクイティは多くのサイクルで公開市場をアウトパフォーマンスした

組成年別の内部収益率(IRR)、グローバル・プライベート・エクイティの公開市場との比較(%)



出所: ケンブリッジアソシエイツ(CA)、UBS、2022年10月

ディストレスト・デット(経営破綻や不振に陥った企業の債権)ノリストラクチャリング・デット(事業再編する企業の債権): 金利が上昇し、世界経済が減速する中、ファンダメンタルズ(基礎的条件)が脆弱で過剰債務を抱えた企業の債務返済能力は低下するだろう。これは当該企業にとっては問題であるが、一方でそうした局面への専門性を有するクレジット・マネジャーやディストレスト・

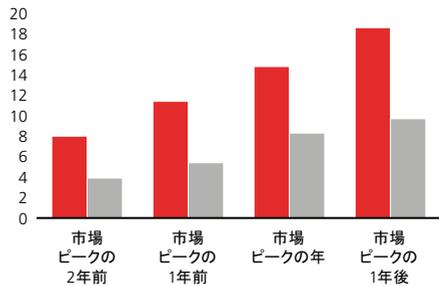
マネジャーにとっては投資機会となるかもしれない。歴史的に、ディストレスト・デット・マネジャーは、企業のデフォルト(債務不履行)率が高い局面で高リターンを掴んできた。米国ハイイールド債のデフォルト率は1%に近く、依然低い水準にあるが、今後12カ月の間に1桁中盤まで上昇すると予想する。

バリュー指向のバイアウト:企業がコストを削減し、中核事業に注力し、不採算部門を分離していることから、バイアウト・ファンドにとって、株式非公開化、カーブアウト（事業分離）、ダイベスティチャー（会社・事業分割）といった投資機会が増えると予想する。カーブアウトとダイベスティチャーは、米国プライベート・エクイティのミドルマーケット案件に占める比率が2021年の11.2%から2022年上期は13%まで上昇した。2023年も上昇傾向を辿るとみている。また、環境・社会的インパクトを明確な目標とするバイアウト戦略も増えており、こうした戦略が確実に実行されれば実社会における持続可能な変化をもたらすことも可能だ。

図表7

公開市場の下落後にプライベート・エクイティに投資すると高リターンが期待できる

組成年別内部収益率(IRR) (%)



■ CAグローバル・バイアウト・グロース・エクイティのIRR

■ MSCI ACワールド指数との比較 (PME)

出所: ケンブリッジアソシエイツ、UBS、2022年11月

注: PMEは非公開市場の公開市場に対するパフォーマンス比較。グラフは2000年と2007年の株式相場ピークの前後のデータをもとに算出。

ダイレクト・レンディングと不動産へはどのように投資すべきか？

過去数年、低金利環境下で高利回りを追求する動きの中で、ダイレクト・レンディング（ノンバンクによる中小企業への直接融資）と不動産が大きく注目を浴びてきた。現在、金利が上昇しているなか、今後の見通しについて述べる。

ダイレクト・レンディング

クリフウォーター・ダイレクト・レンディング指数の2022年上期のリターンは2.3%となった。一方、米国ハイイールド債は同期間に15%下落した。今後は、デフォルト率が徐々に上昇し、スプレッドが拡大するとみているものの、ローン・インカムの創出とそれに伴うプラスのトータルリターンが期待される。プライベート・ローンは、返済の優先順位が高いシニアローンで、満期保有が多い点にも着目している。また、金融ストレスの高まる状況に備えた条件を定めており、歴史的に経済ショックに対する耐性がある。足元のボラティリティ上昇も許容できる投資家にとっては、同資産クラスは、エンダウメント型（寄付金の投資手法を用いた長期運用）ポートフォリオにおける、他とは異なる魅力的なインカムの源泉の1つになると考える。

不動産

不動産直接投資はかつて平均を大きく上回るリターンを創出してきたが、今後2年は資産価値が年率5~10%低下するなど、厳しい状況が予想される。賃料収入によるインカムの増加がリターンの主なけん引役になるとみている。

しかしながら、プライベート不動産は、引き続き長期ポートフォリオの重要な組み入れ資産であると考えられる。安定的かつ高水準の利回りの提供が可能だからだ。プライベート不動産は、上場不動産に比べてボラティリティが低く、不動産エクスポージャーの分散に寄与し、ニッチな戦略への投資が可能となる。賃料収入によるインカムはインフレに連動して調整されることも多く、不動産投資にはインフレ・プロテクションの機能も期待される。

オルタナティブ・ポートフォリオの構築方法については本稿39頁に詳述している。



2022年の振り返り

正しかった4つの予想

- ✔ 超大型IT株以外に目を向ける
- ✔ 米ドルは上昇し、金価格は下落する
- ✔ エネルギー株とヘッジファンドはポートフォリオの保護に寄与する
- ✔ 暗号通貨は投資ではなく、「娯楽」のための取引

誤った4つの予想

- ✘ ウクライナ紛争は予想外だった
- ✘ インフレ率は低下する
- ✘ 金融引き締めは穏やかに進む
- ✘ 国債利回りはやや上昇する



Josh Withers | Unsplash

結果的に、2022年は次のような1年となった。

経済成長率

Year Ahead 2022では、経済が完全に再開し、景気刺激策が終了し、その結果、経済成長が鈍化すると予想した。経済成長は鈍化したが、ウクライナ紛争、コモディティ価格の上昇、中国のロックダウン(都市封鎖)措置の継続が主に影響し、鈍化ペースは予想よりも速かった。2022年の経済成長率は、先進国が2.4%(CIOの当初予想:4.2%)、新興国が3.8%(CIOの当初予想:5.1%)となりそうだ。

インフレ率

サプライチェーンの問題が解決され、エネルギー価格が安定化し、労働市場のミスマッチが解消される結果、インフレ率が低下すると我々は予想した。しかし、ウクライナ紛争によりコモディティ価格が上昇し、また労働市場の逼迫が続いた。さらに、個人消費がモノからサービスにシフトしたため、サービス価格の上昇率が市場予想を上回った。米消費者物価指数(CPI)の2022年末の前年比上昇率は、我々の当初予想1.8%に対して7.2%となりそうだ。

金利

インフレ高進が続いたことから、中央銀行は我々の予想を大きく上回る利上げを実施した。我々は中央銀行が徐々に引き締めを行うとみていたが、高インフレによりこれまでにない異例のペースで利上げが行われた。2022年年初に0%の水準にあった米国の政策金利は、年末には4.25%になる勢いで上昇しており、欧州の政策金利は年初の-0.5%から年末には2%まで上昇する見通しだ。

債券

我々は緩やかな金融引き締め政策に伴い国債利回りも上昇すると見込んでいたが、インフレ率および利上げ幅が予想以上に大きく、債券利回りは大幅に上昇した。米国10年国債利回りは1.5%から2%に上昇すると予想していたが、本稿執筆時点で4%の水準にある。

株式

経済成長率が予想以上に減速し、金利が大幅に上昇したことから、株式相場が大きく下落し、特に景気敏感セクターとグロース・セクターが大幅にアンダーパフォームした。2022年はディフェンシブ・セクターとバリュー・セクターが良好なパフォーマンスを示

し、我々が年初来推奨してきたヘルスケア・セクターとエネルギー・セクターがアウトパフォームした。一方、超大型IT株以外に目を向けるという我々の投資見解は正しかった。10月末時点で、ナスダック総合指数が29%下落したのに対して、米中の主要テクノロジー10銘柄で構成するNYSE FANG+指数は41%下落した。

通貨

米ドルは上昇すると予想し、実際には上昇したが、我々の予想を遥かに超えた。経済成長の鈍化と他の中央銀行に比べて積極的な米連邦準備理事会(FRB)の利上げにより、米ドルに資金が流入した。ユーロ/米ドルは1.16から1.00を割り込む水準まで下落した。

コモディティ

原油価格が高く推移すると予想したが、ロシアのウクライナ侵攻が原油の大幅上昇を後押しした。原油相場に対する我々の見方は正しかった。期先の原油先物およびエネルギー株はエネルギー価格の長期上昇リスクを過小評価しており、またインフレ・リスクに対してヘッジの役割を担うと我々は考えた。金価格は米国の実質金利の上昇が重石となり、我々の予想通り下落した。



予想

資産クラス別予想

通貨

先進国市場

	スポット	2023年 3月	2023年 6月	2023年 9月	2023年 12月	購買力平価 (PPP)
ユーロ/米ドル	1.03	0.96	0.98	1.00	1.04	1.30
米ドル/円	140	155	150	140	135	62
英ポンド/米ドル	1.17	1.10	1.13	1.16	1.21	1.59
米ドル/スイス・フラン	0.95	0.97	0.94	0.92	0.88	0.76
ユーロ/スイス・フラン	0.98	0.93	0.92	0.92	0.91	0.99
ユーロ/英ポンド	0.88	0.87	0.87	0.86	0.86	0.82
豪ドル/米ドル	0.67	0.67	0.70	0.72	0.74	0.68
米ドル/カナダ・ドル	1.33	1.35	1.32	1.28	1.26	1.19
ユーロ/スウェーデン・クローナ	10.82	11.50	11.20	10.94	10.60	10.09
ユーロ/ノルウェー・クローネ	10.34	10.50	10.00	9.80	9.50	11.23

出所: UBS、2022年11月14日

新興国市場

	スポット	2023年3月	2023年6月	2023年9月	2023年12月
米ドル/人民元	7.04	7.30	7.10	7.00	6.90
米ドル/インドネシア・ルピー	15,517	15,700	15,500	15,300	15,300
米ドル/インド・ルピー	81.3	83.0	82.0	81.0	81.0
米ドル/韓国ウォン	1,326	1,400	1,360	1,320	1,280
米ドル/ブラジル・リアル	5.32	5.00	5.00	5.00	5.00
米ドル/メキシコ・ペソ	19.40	20.50	21.00	21.50	21.50

出所: UBS、2022年11月14日

コモディティ

	スポット	2023年3月	2023年6月	2023年9月	2023年12月
ブレント原油(米ドル/バレル)	93.1	110.0	110.0	110.0	110.0
WTI原油(米ドル/バレル)	85.8	107.0	107.0	107.0	107.0
金(米ドル/オンス)	1,777	1,600	1,600	1,600	1,650
銀(米ドル/オンス)	22.1	18.0	18.0	18.0	19.0
銅(米ドル/トン)	8,375	9,000	9,500	9,500	9,500

出所: UBS、2022年11月14日

金利と債券

	政策金利			10年債利回り(%)		
	現在	2023年E	2024年E	スポット	2023年6月	2023年12月
米ドル	4.00	4.30	3.32	3.85	3.50	3.00
ユーロ	1.50	2.81	2.43	2.15	1.95	1.95
スイス・フラン	0.50	1.35	1.50	1.07	1.25	1.25
英ポンド	3.00	4.41	3.85	3.37	3.20	2.90
日本円	-0.10	0.11	0.24	0.24	0.25	0.35

注: 政策金利は先物に織り込まれた金利を示しており、UBSの予想を示したものではありません。

E=予想

出所: UBS、ブルームバーグ、2022年11月14日

経済予想

	GDP成長率(%)					インフレ率(%)				
	2021年	2022年E	2023年E	2024年E	2025年E	2021年	2022年E	2023年E	2024年E	2025年E
米州										
米国	5.9	1.9	0.1	0.3	2.7	4.7	8.1	3.6	1.9	1.8
ブラジル	4.6	2.8	1.3	2.5	2.2	8.3	9.3	4.1	3.3	3.0
カナダ	4.6	3.0	-0.6	0.3	0.3	3.4	6.8	3.1	1.6	1.5
欧州										
ユーロ圏	5.3	3.2	0.2	0.8	1.1	2.6	8.5	5.3	2.2	2.0
ドイツ	2.6	1.7	-0.5	0.7	1.0	3.2	8.8	5.4	2.0	1.8
フランス	6.8	2.5	0.4	0.9	1.4	2.1	6.0	4.2	1.6	1.5
イタリア	6.7	3.7	0.4	1.0	0.9	1.9	8.7	6.1	1.9	2.0
スペイン	5.5	4.7	1.4	2.1	1.8	3.0	8.5	3.0	1.9	1.8
英国	7.5	4.3	-0.5	0.6	1.5	2.6	8.9	5.3	2.3	2.1
ロシア	4.7	-3.2	-3.0	0.8	1.3	6.7	13.8	4.6	4.2	4.4
スイス	4.2	2.1	0.4	1.0	1.8	0.6	2.9	2.1	1.3	1.3
アジア										
中国	8.1	3.1	4.5	4.8	4.6	0.9	2.1	2.0	1.8	2.2
日本	1.7	1.5	1.0	1.2	1.5	-0.2	2.4	1.1	1.7	1.0
インド	8.7	6.9	5.5	6.0	6.0	5.5	6.7	5.2	5.1	5.2
韓国	4.1	2.5	1.1	1.7	2.5	2.5	5.1	3.4	2.1	2.3
先進国市場	5.2	2.4	0.4	0.8	2.1	3.2	7.1	3.7	1.9	1.8
新興国市場	7.3	3.8	3.5	4.2	4.3	4.7	9.7	7.0	4.8	4.3
世界	6.3	3.2	2.1	2.7	3.3	4.0	8.6	5.6	3.6	3.2

E=予想

出所: UBS、2022年11月8日

Year Ahead 2023 – UBS House View

本書はUBS AG、UBS AG London Branch、UBS Switzerland AG、UBS Financial Services Inc. (FS)、UBS Singapore 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

Abe De Ramos

Project manager

Sagar Khandelwal

Editorial deadline

15 November 2022

Publishing date

17 November 2022

Design

CIO Content Design

UBS Switzerland AG

Cover photo

Shutterstock

Languages

English, German, French, Italian, Spanish, Portuguese, 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。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ウェルズ・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



