

UBS House View

Monthly Letter

2023年1月19日

Chief Investment Office GWM
Investment Research

厳しい投資環境

最近の景気指標は好調だが、目先は高インフレ、金利上昇、成長鈍化という投資環境が続くだろう。

転換点の到来

中国の経済活動再開のペースが加速し、成長には底堅さがある。他に先駆けて転換点が到来する地域やセクターも現れ、格差が広がりそうだ。

選別して投資する

ディフェンシブとバリュー銘柄、インカム収入の投資機会に加え、市場が転換点を織り込み始めると高パフォーマンスを上げる一部の景気敏感銘柄を推奨する。

資産配分

新興国株式、新興国債券、コモディティを推奨に引き上げる。通貨では、ユーロの投資判断を非推奨から中立へと変更する。



Mark Haefele

Chief Investment Officer
Global Wealth Management

転換点を見極める

インフレ率の低下、比較的好調な景気指標、中国のゼロコロナ政策の転換によって世界経済の「ソフトランディング(軟着陸)」に向けた投資家の期待が高まり、2023年の市場は堅調な滑り出しとなった。

現在の大きな問題は、最新の景気指標と中国の経済活動の再開は相場の持続的な上昇を意味するのか、若しくは、市場は更なる変動と不確実性に直面するのか、ということだ。

我々は、『Year Ahead 2023』の中で、2023年が「転換点となる年」であり、インフレ率、金利、そして成長率の転換のタイミングと規模が市場見通しを決定すると指摘した。本レターでは、主要な転換点の進展と投資戦略への影響について説明する。

端的に言えば、目先は高インフレ、金利上昇、成長鈍化という投資環境が続くだろう。しかし同時に、労働市場とインフレ率に関するここ数週間のデータはポジティブな内容であり、市場の一部は他に先駆けて転換点に到達する、つまりさまざまな地域やセクター間の格差が拡大する可能性が高い。したがって、我々は慎重な銘柄選別が功を奏すると考えており、推奨する投資戦略はこの判断を反映している。

たとえば、中国の経済活動が再開すれば、世界経済の成長の転換点が近づき、新興国株式とコモディティは下支えされるだろう。この判断に基づき、我々は今月、この両資産クラスを推奨に引き上げた。さらに、天然ガス価格が下落すれば欧州の景気後退リスクは低下すると判断し、ユーロへの投資判断を非推奨から中立に引き上げた。また、米国のインフレ率の沈静化と中国の政策転換を受けて、新興国債を推奨する。

本稿はUBS AGが作成した“Monthly Letter: Gauging the inflections”(2023年1月19日付)を翻訳・編集した日本語版として2023年1月26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。



米国の株式指数のリスク調整後リターンは引き続き不調であることから、株式には選別的に投資を行う。

一方、物価指数の最近の低下にもかかわらず、米国の労働市場が依然ひっ迫しているため、投資家と中央銀行のインフレ懸念は収まりそうにない。しかも、現在の米国株式のバリュエーションは、我々が今年予想する企業の減益を十分に反映していない。したがって、米国株式のリスク調整後リターンは今後も低位で推移すると我々はみており、米国株式とテクノロジー・セクターの非推奨を維持する。

株式では、そのほかヘルスケア、生活必需品、エネルギーを引き続き推奨する。債券では、ハイイールド債よりも高格付債や投資適格債といった高クオリティ債を推奨する。通貨では、スイス・フランへの投資判断を中立に引き下げた一方で、豪ドルを推奨とし、英ポンドは非推奨を維持する。

直近の動き	マクロ経済への好影響／悪影響	投資への影響
中国がゼロコロナ政策を予想より早く終了する	中国経済と世界経済の成長にはプラス	<ul style="list-style-type: none"> - コモディティと新興国株式には好材料 - 中国の経済活動再開の関連銘柄と新興国債には押し上げ材料 - 一般消費財セクターの株価下落リスクは低下
欧州の天然ガス価格が下落する	欧州経済の落ち込みは小さく、2023年の回復には好影響	<ul style="list-style-type: none"> - ユーロの下落リスクは低下 - ドイツ株式には好材料。中国の経済活動再開も押し上げ要因になる
インフレ率が鈍化したものの、労働市場はひっ迫が続く	各中央銀行は利上げペースを鈍化させるが、インフレリスクは収まっておらず、利下げには程遠い	<ul style="list-style-type: none"> - インフレヘッジとしてだけでなく、中国の経済活動再開の恩恵を受けるコモディティにはプラス - インフレ環境下ではアウトパフォームしやすいバリュー株には好材料

出所:UBS(2023年1月現在)

経済成長:これまでは底堅いが、これからは格差拡大

何が起きたのか？

米国と欧州の経済成長は底堅さを示し、一方で中国は経済再開を急速に進めている。

米国では、物価高と金利上昇が家計に及ぼした影響にもかかわらず、実質消費支出が増加を続けた。12月の小売売上高は事前予想を下回ったものの、アトランタ連銀の国内総生産(GDP)予測「GDPナウ」は、2022年10-12月期(第4四半期)の成長率を2.6%と見積もっている。

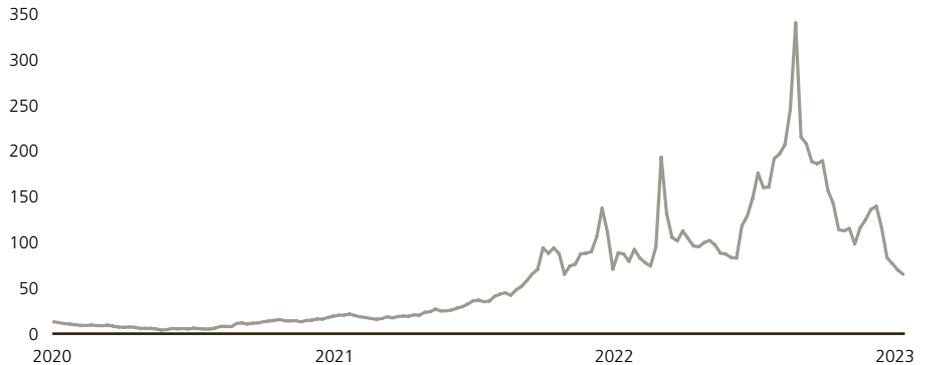
欧州では、暖冬のおかげで貯蔵施設が満杯となり、天然ガス価格の下落に一役買った。鉱工業生産高などの経済データと、景況感調査の結果も予想を上回っている。

そして中国では、政府がゼロコロナ政策を突然終了して世界中を驚かせた。その結果、今後数週間以内に主要都市での感染者数がピークに達し、予想よりも早い景気回復への道が開かれることになりそうだ。

図表1

欧州の暖冬が天然ガス価格の下落に寄与

オランダの天然ガス価格(単位:ユーロ/1メガワット時)



出所:ブルームバーグ、UBS (2023年1月現在)

様々な地域で成長ペースの乖離が起きることが予想される。

今後の展開は？

今後は、様々な地域で成長ペースの乖離が起きることが予想される。

米国経済はさらに鈍化しそうだ。貯蓄率は過去最低水準の2%近くまで低下した。つまり、消費者の間では今後も消費を続ける余裕が限られているということだ。住宅セクターは、住宅ローン金利の上昇を受けて急落した。11月の中古住宅販売件数は前年同月比で35%減少した。景気先行指標も今後の景気低迷を示唆している。米供給管理協会(ISM)が発表した製造業景況指数(PMI)は、昨年11月以来、景気拡大・縮小の節目を示す50を下回っており、ISM非製造業PMIも12月には49.6と、2020年5月以来で最低を記録した。

一方、欧州の経済成長率は、今後数カ月で加速する可能性が高い。天然ガス価格の下落と財政支援が景気後退の緩衝材として機能している。2022年第4四半期のユーロ圏域内GDPは前期比0.4%縮小するが、2023年第1四半期には横這いまたは若干のプラス成長を予想している。第2四半期と第3四半期にはさらなる改善を予想する。

中国では、感染拡大と消費者の警戒心により、目先では経済成長が鈍る可能性が高い。しかし、人々の移動データは経済活動の増加を示している。たとえば、我々の調査によると、地下鉄利用者数は1月前半に急回復し、7日間移動平均で2020年水準のおよそ70%に達した。2月以降は消費と経済活動の回復が見込まれ、第2四半期からはもう一段の加速を予想する。金融面、財政面からの中国政府の支援スタンスと家計の累積貯蓄がさらなる追い風になるだろう。全体として、2023年のGDP成長率は5%前後にまで回復する見込みである。

我々は相場変動が続くと予想し、株式には選別的な配分を行っている。

投資家にとって何を意味するのか？

米国経済と世界の企業業績の底がより明確に見えてくるまでは、株式市場は変動が続くと予想する。したがって、株式には選別的な配分を行っている。欧州経済と中国経済の改善は投資機会を生み出すだろう。

グローバル株式が昨年10月に安値をつけてから、新興国株式のパフォーマンスは米国株式をすでに10%ポイント上回っているが、中国の経済活動再開により、この傾向はさらに続くだろう。我々は、資産配分では新興国株式を推奨に引き上げ、米国株式の非推奨を続ける。

さらに、中国も今後数カ月で他地域のパフォーマンスを上回るとみている。2023年のMSCI中国指数構成銘柄の1株当たり利益(EPS)の伸び率は13.8%と、MSCIアジア指数(除く日本)の6%を上回るとみている。

欧州では、ユーロの投資判断を非推奨から中立へと引き上げる。欧州中央銀行(ECB)の政策担当者は、インフレ率を目標の2%まで引き下げることを目指しているため、しばらくはタカ派姿勢を維持する可能性が高い。ドイツ株式の推奨も維持する。ドイツ市場は輸出依存型の企業が多いことから、欧州の経済成長率の改善と中国の経済活動再開の両方から恩恵を受けるからだ。

インフレーション: 鈍化のスピードは?

何が起きたのか?

インフレ率は、主にエネルギー価格の下落を追い風に、昨年後半にピークに達した後は低下を続けている。

米国のインフレ率は昨年10月に前年同月比7.7%、11月に7.1%を記録し、12月には6.5%まで低下した。一方、ユーロ圏のインフレ率は11月の前年同月比10.1%から12月には9.2%へと鈍化した。投入価格、産出価格ともにこの12カ月で最も遅いペースで上昇している。

今後の展開は?

インフレ率の低下を受けて、各中央銀行はすでに利上げのペースを落とすか、そのための議論を始めている。しかし、特に労働市場のひっ迫が続いているため、インフレ率がどの程度スムーズに、またどの程度迅速に元の水準に戻るかについては、まだ不透明感が残っている。

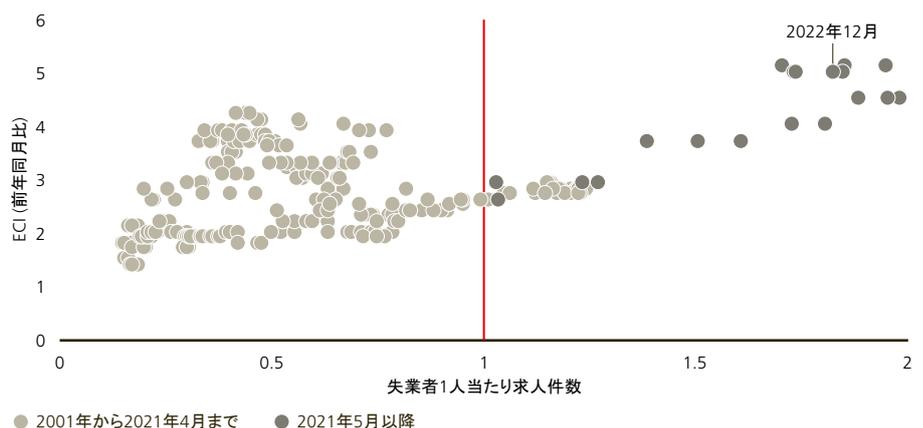
米国の非農業部門雇用者数は、12月に22万3,000人増加した。これは労働人口の伸び率のほぼ倍のペースである。失業率は3.5%と、50年ぶりの低水準にある。求人労働異動調査(JOLTS)によると、11月の求人数は前月からわずか5万4,000人減の1,046万人で、失業者1人当たり1.74件の求人があることになる。これは、賃金伸び率の上昇を示唆する。アトランタ連銀の賃金トラッカーによると、12月の賃金伸び率の3カ月移動平均は6.1%で、さらに退職率が歴史的に見ても高く、転職者が7.7%の賃金上昇を達成していることは重要なポイントである。

図表2

米国の労働市場がひっ迫し、賃金からのインフレ圧力が残る

米失業者1人当たりの求人数、雇用コスト指数(ECI)前年比変化率(%)

2021年5月以降、失業者1人当たりの求人数は1を上回り、労働市場のひっ迫を示唆している



出所:ブルームバーグ、UBS (2023年1月現在)

インフレ率がピークに達したため、各中央銀行は利上げのペースを落とすことができる。

物価と賃金のインフレ率は予想よりも長く高止まりするリスクがある。

欧州では、総合インフレ率が低下しているものの、コア(エネルギーと食品を除く)インフレ率は5.2%と記録的水準にまで上昇し、欧州中央銀行(ECB)は、「今後数四半期の賃金の伸び率が過去のパターンに比べても非常に高くなると思われる」と指摘した。

投資家にとって何を意味するのか？

インフレ率の低下は市場には好材料だが、米国ではまだ6%を超えており、投資家または中央銀行が、インフレリスクは過ぎ去ったと安心できるまでの道のりは長い。物価と賃金のインフレ率が予想よりも長く高止まりし、目標水準まではスムーズに下がらない、というのが現在のリスクだ。

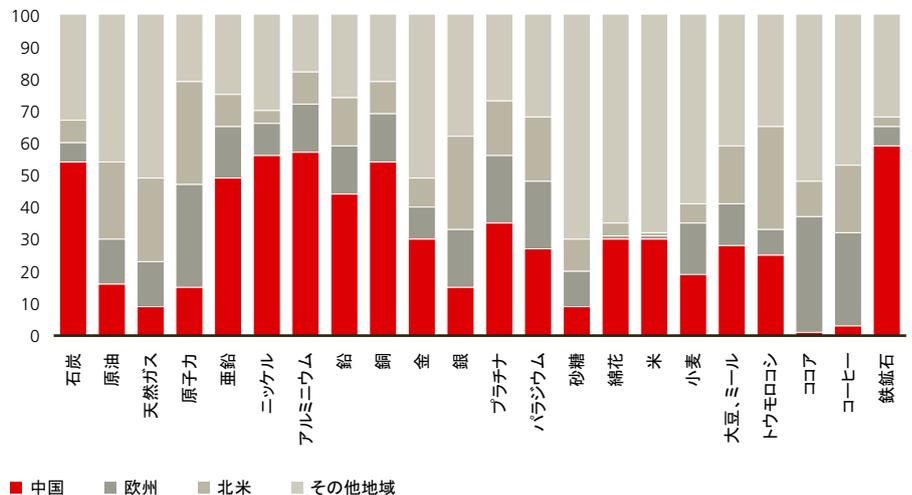
インフレ率の上昇中は、バリュー株のパフォーマンスがグロース株を上回る傾向がある。さらに、我々の基本シナリオ、あるいは市場の想定よりもインフレ率が高止まりした場合、グロース株がリスクにさらされかねない。したがって、現状ではグロース株よりもバリュー株を推奨する。

さらに、インフレに関する不確実性に対応するには、ポートフォリオにコモディティへの戦術的配分を取り入れることが有効と考える。コモディティは、中国の経済活動の再開に伴う需要拡大の恩恵を受ける見込みであるほか、インフレが予想以上に持続した場合のポートフォリオのヘッジ手段としても機能できる。

図表3

中国の経済活動再開がコモディティ価格の押し上げ要因に

中国のコモディティ需要の世界シェア(%、2021年)



出所:BP世界エネルギー統計レビュー、ウッド・マッケンジー、ワールド・ゴールド・カウンシル、シルバー・インスティテュート、ジョンソン・マッセイ、米農務省、国際ココア機関、UBS (2023年1月現在)

金融政策: 金利のピークは見えてきたが、利下げには程遠い

各中央銀行は利上げのペースを落としているが、利下げには程遠い。

総合インフレ率が低下したことも手伝って、中央銀行への圧力が弱まり、米連邦準備理事会(FRB)、ECB、スイス国立銀行(SNB)はいずれも12月の利上げ幅を、前回の75ベースポイント(bp)から50bpへ縮小した。FRBは利上げペースをさらに落とし、1月31日から2月1日に開催される次の米連邦公開市場委員会(FOMC)では25bpにするというのが大方の見方となっている。

今後の見通しは？

市場、エコノミスト、政策当局の間では、政策金利のピーク予想について、かなり明確なコンセンサスが形成されている。FRBの「ドット・プロット」(FOMC参加者によるFF金利の予測分布図)と金融市場は、いずれも50~70bpの上昇を示唆している。フェデラルファンド(FF)金利先物は現在、政策金利が6月に4.95%近辺でピークに達すると示唆しており、FRB高官の多くも5%と5.25%の間のどこかが上限と予想している。

しかし、将来の利下げタイミングはこれよりもはるかに不透明だ。市場は、FRBが2023年末までに政策金利を4.5%に戻すことを織り込んでいるが、12月のFOMC議事録要旨によると、2024年までの利下げを支持する参加者はいなかった。FRB高官たちは、ハト派的な政策スタンスを一段と織り込む市場をけん制してきた。アトランタ連銀のポスティック総裁は、政策金利は5%超の水準を「長期にわたって」維持すべきだと述べた上で、自分は「政策転換を考えていない」と付け加えた。

欧州も同様で、ECBのラガルド総裁は、予想以上に速い賃金上昇がインフレを加速させるのを防ぐべきだと述べている。また政策当局者たちは、高い総合インフレ率が賃金高騰をもたらし、結果として賃金・物価スパイラルを引き起こすリスクを懸念している模様だ。以上を前提に考えると、欧州でも利下げは引き続きかなり先のことと思われ、ECBが預金金利を3.5%まで引き上げる可能性も排除できない。

投資家にとって何を意味するのか？

インフレ率の最近の低下は、主要中央銀行による利上げペースの減速を支援、政策金利のピークが2023年の前半に訪れるとの見方にも沿うものである。

しかし、『Year Ahead 2023』で論じたように、過去のデータによると、株価指数が持続的な反発を続けるには、投資家が単なる利上げの終了ではなく、実際の利下げを予想し始める必要がある。しかしながら、足元の不確実性は高まっている。ひっ迫した労働市場とタカ派的なコメントの継続は、金融市場が利下げを十分織り込むことが難しいことを示唆している。したがって、我々は短期的には相場変動が大きくなると予想する。

過去のデータから、相場上昇が持続するには、投資家が単に利上げの終了ではなく、利下げを予想しなければならない。

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オール・カンントリー・ワールド指数	762	850	720	640
S&P500種株価指数	3,929	4,400	3,700	3,300
ユーロ・ストックス50指数	4,174	4,550	3,800	3,300
MSCI中国指数	72	78	72	55
米国10年国債利回り	3.37%	2.5%	3.5%	4.5%
米国10年国債ブレイクイーブン利回り	2.12%	2%	2.25%	3%
米国ハイイールド債スプレッド**	425bps	300bps	550bps	850bps
米国投資適格債スプレッド**	110bps	60bps	120bps	200bps
ユーロ/米ドル	1.08	1.10	1.07	1.00
コモディティ(CMCIコンポジット)	1,915	2,200	2,100	1,600
金(gold)	1,904米ドル/オンス	2,000-2,100米ドル/オンス	1,800米ドル/オンス	1,500-1,600米ドル/オンス

* 2023年1月18日現在のスポット価格。

** 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:各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、2023年1月現在

主要シナリオ

シナリオ (2023年6月)	楽観シナリオ	基本シナリオ	悲観シナリオ	注目指標
確率	25%(前月:20%)	50%	25%(前月:30%)	
インフレ率/ 中央銀行	インフレ率が予想よりも速いペースで低下し、中央銀行の利下げタイミングも早まる。	欧米でインフレ率の鈍化基調が続く、各国中央銀行(FRB、ECB、SNB、BOE)が2023年前半に利上げサイクルを終了する。 2023年末に向けて主要国のインフレ率が各中銀の目標水準に近づき、年後半に利下げが検討される。	高インフレが各中銀や市場の予想よりも長引き、金融引き締め期間が長期化する。	米国:消費者物価指数(CPI)と個人消費支出(PCE) 米国:ISM仕入価格 米国:平均時給 米国:JOLTS求人件数と採用者数 ユーロ圏:消費者物価指数(HICP) グローバル:原油価格
経済成長	インフレ率が減速し、実質所得に押し上げ効果が及び、経済活動が再加速する。 金融環境が緩和し、市場のバリュエーションが改善する。 企業業績見通しが改善する。	金融引き締め効果の遅延で現れ、米国経済はさらに減速し、2023年後半に緩やかな景気後退に入る。 中国経済が2023年第2四半期以降に再加速する。 ユーロ圏と英国ではエネルギー価格の低下が経済成長の押し上げ要因となる。冬季中はまだ経済成長率が潜在成長率水準を下回るが、その後緩やかに回復する。	金融引き締めと生活費の高騰を受け、欧米の経済成長率が予想以上に急低下する。 金融環境がさらに引き締まることで、金融システム不安が高まる。 景気後退が深刻化し、失業率と企業のデフォルト率が上昇する中で、2023年後半に向け中銀が利下げに動く。2024年に経済回復が始まる。	米国・中国:製造業購買担当者景気指数(PMI) 米国・中国:サービスPMI 米国・中国:鉱工業生産 米国:非農業部門雇用者数 中国:消費動向 欧州:天然ガス価格
地政学とその他	停戦協定などによりウクライナ紛争が沈静化する。 中国経済が予想より速いペースで加速し、世界の需要を押し上げる。	ウクライナ紛争が長引き、当面の間、相場の変動が続く。紛争停止の見込みは低い。 金融環境は世界的に引き締まった状態が続く、想定外の負の要因や外的ショックに対する市場の脆弱性が増す。	中国で新型コロナウイルス感染者が急増し、経済再開が先送りされる。 ウクライナ紛争が激化するか、米中間の緊張が高まる。 テールリスクとして、米国で債務上限の引き上げが7月ないし8月まで行われず、米国国債がデフォルトに陥り、グローバル市場は急落する。	ウクライナ紛争:領土併合・奪還 ウクライナ紛争:武器供給 ウクライナ紛争:プーチン大統領支持率 グローバル:金融指標
市場の動き	金融環境の緩和と世界経済の成長見直し改善により、リスク資産が上昇する。	インフレ、金融引き締め、経済成長をめぐる先行き不透明感から、2023年前半は市場のボラティリティが高止まる。 2023年後半は経済成長、インフレ、金利の転換点を迎え、リスク資産が上昇に向かう。	市場は大幅に下落し、グローバル株式は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。	

出所:UBS、2023年1月現在

ディフェンシブ及びバリュー銘柄、インカム収入の機会を追求する戦略を組み合わせ、これに一部のシクリカル(景気敏感)銘柄も取り入れる。

投資見解

金融市場を取り巻くマクロ環境は当面、高インフレ、金利上昇、そして景気減速が続く見通しである。一方、ここ数週間ではインフレ率の低下や中国の経済活動再開、比較的底堅い景気指標などが市場にプラスに働いている。この先、金融政策や経済情勢が転換点を迎えれば、相場は素早く反発に転じる可能性がある。

したがって、我々は、相場下落時の防御策を強化しつつ株式相場の反転上昇に備える戦略が有効とみている。ポートフォリオの構築には銘柄選別も重視し、具体的には、高インフレと景気減速が並存する環境下でアウトパフォームが見込まれるディフェンシブ及びバリュー銘柄、インカム収入の機会を追求する戦略を組み合わせ、さらに市場が転換点を織り込み始めた際に高パフォーマンスが期待できる一部のシクリカル(景気敏感)銘柄も組み入れている。現在の状況下では、オルタナティブ(代替)投資などへの分散投資が引き続きポートフォリオのリスク管理の柱となる。一方、長期的にはセキュリティ(安全保障)の新時代を見据えた投資やサステナブル投資に収益機会があると考え。

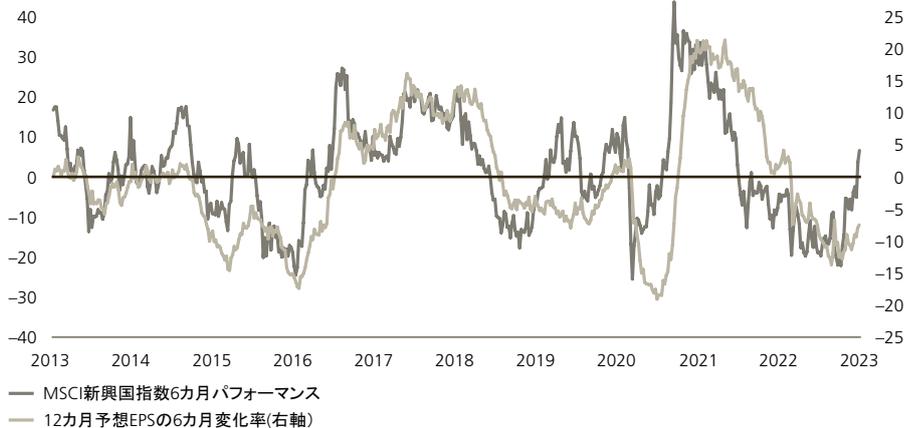
今月は推奨資産クラスを次のように変更した。

- 新興国株式を中立から推奨に引き上げる。中国の経済活動再開で新興国の外需拡大が期待される。また、今年は米ドル安の進行が予想され、これが新興国株式の下支え要因になるだろう。新興国企業の業績モメンタムと業績予想の修正は、先進国企業に先んじて底入れしつつある。MSCI新興国指数はMSCIワールド指数に対して依然、40%のディスカウント(割安)で推移している(12カ月先予想株価純資産倍率(PBR)はグローバル株式の2.5倍に対して新興国株式は1.5倍)。これは歴史的にみて今後12カ月で株価パフォーマンスがプラスになる水準である。

図表4

新興国株式のパフォーマンスは企業業績の改善に3カ月近く先行する

MSCI新興国指数6カ月パフォーマンス(左軸)と予想EPS(1株当たり利益)の6カ月変動率(右軸)



出所:リフィニティブデータストリーム、UBS (2023年1月現在)

- 一般消費財セクターを非推奨から中立に引き上げる。同セクターは引き続き米国の成長減速による下押し圧力を受ける可能性があるが、中国の経済活動再開が好材料となり、特に伝統的な非ハイテク株の押し上げに寄与するだろう。一般消費財セクターのバリュエーションは過去12カ月で改善した。同セ

クターの株価収益率(PER)は2022年年初の24倍から現在は18倍まで低下しており、過去10年間の平均を5%下回る水準で推移している。

- コモディティを中立から推奨に引き上げる。コモディティは世界的な脱炭素社会への移行など、中長期的な需要拡大要因による恩恵を受けている。また、主要国の経済成長の底打ちが近づくにともない、景気循環的な需要増も期待できる。中国経済再開が加速すれば、エネルギーや産業用金属の需要回復につながるだろう。不十分な増産の伸びや明確な減産措置もエネルギーや産業用金属、一部の農産物の価格上昇を下支える要因となる。コモディティ取引はキャリアが魅力的な状況となっており、これが期待リターンを押し上げる一因となっている。先物カーブは現在、期先の限月に行くほど価格が低下する右肩下がり(逆鞘)となっており、ロールオーバー(限月乗換え)による利益が得られる。また、利回り上昇により、投じた証拠金に対するリターンも改善している。こうした我々の投資見解に対するリスクとしては、中国不動産セクターの回復が遅れ、コモディティの需要拡大期待が弱まることが挙げられる。
- 新興国債券を中立から推奨に引き上げる。米国のインフレ率低下や、中国政府のゼロコロナ政策緩和や不動産セクターへの支援拡大などを受けて、新興国債券のスプレッド(国債に対する上乗せ金利)はこのところ縮小している。こうした良好な状況は当面続く可能性があるとみている。新興国債券のパフォーマンスは、魅力的なキャリア(金利収入)や、財務危機に陥った企業に対するディストレスト投資など、特殊な状況に置かれた企業等に注目するスペシャルシチュエーション戦略による収益増大が押し上げ要因となっている。また、

投資アイデア

ディフェンシブとバリューで下落に備える	米経済の減速、金利上昇、そして長引くインフレ懸念は当面、市場に影響を与える見通しである。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の影響を受けにくい特徴がある。一方、バリュー株は高インフレ局面で堅調なパフォーマンスを示す傾向がある。そのほか、高格付債やスイス・フラン、円などの安全通貨もディフェンシブ性を発揮すると見込まれる。
インカム収入の機会を追求する	2022年は金利と債券利回りが大幅に上昇し、インカム収入を追求する投資家にとって選択肢の幅が広がった。特に、投資適格債、耐性のある社債、新興国クレジット、そして株式では高オロシティ・インカム銘柄(高オロシティ・高配当)に投資妙味があると考えられる。市場のボラティリティ(変動性)自体がインカム創出の手段となることもある。ただし、米経済の減速を踏まえ、ハイイールド債には慎重な姿勢をとる。
転換点に備える	我々の基本シナリオでは、株式市場全体を取り巻く環境は当面、厳しい状況が続くと見込んでいる。だが、2023年にはインフレ率、金融政策、そして経済成長率が転換点を迎え、これが市場全体のターニングポイントにつながると思われる。インフレ率の低下や中国経済再開の兆しが見え始めていることから、市場によってはターニングポイントが想定よりも早期に到来する可能性もある。したがって、投資家は、投資資金を段階的に投入する準備を整え、コモディティ、新興国市場、ドイツのような景気サイクルの初期(景気回復期)にある市場、中国経済再開の恩恵を受ける株式、豪ドル、米ドル安への転換が有利に働く通貨などに投資機会を追求することを勧める。
他資産との相関の低いヘッジファンド戦略を追求する	2022年の株式と債券は、互いのパフォーマンスを補完しあうような動きはみられなかった。利上げ政策とインフレをめぐる懸念により、両資産の相関関係は23年ぶりの高水準に達した。インフレ率には低下の兆しが見えるが、今後のインフレ動向と金融政策をめぐる懸念は引き続き2023年の焦点となる可能性が高い。よって、マクロ戦略、株式マーケットニュートラル、マルチ戦略ファンドなど、他資産との相関の低いヘッジファンドは今年もポートフォリオ分散に重要な役割を担うだろう。
セキュリティの新時代に備える	米中の緊張やロシアによるウクライナ侵攻に対して政府、企業、そして消費者が警戒感を強めるなか、世界はセキュリティ(安全保障)の新たな時代を歩み始めている。ここでは経済の効率性を犠牲にしても、エネルギー、食料およびテクノロジーの安全保障の確保が優先課題に位置づけられている。セキュリティの新時代により投資の世界でも勝ち組と負け組が鮮明になるだろう。グリーンテック、農産物収穫量の向上、サイバーセキュリティなどに関連した銘柄に投資妙味があると考えられる。
サステナブル資産に投資する	サステナブル投資は、昨年は一部のセグメントがアンダーパフォームしたものの、長期で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きた。サステナビリティ(持続可能性)は企業の業績向上に結びつく重要な要素であり、自社の事業やステークホルダー、環境課題に対して優れた取り組みを実践している企業は、財務実績も良好となる傾向にある。昨年の実績が示すように、投資家は複数のセクターや投資スタイル、資産クラスにポートフォリオの分散を図る必要がある。
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	公開市場が昨年調整したことから、一部のプライベート市場ファンドは予想純資産価値(NAV)を下方修正する可能性がある。だが、過去の実績をみると、公開市場のバリュエーションが低下した後に組成されたプライベート・マーケット・ファンドに新規投資した場合、高いリターンが確保できている。こうした環境下、バリュー志向戦略の魅力が高まっているとみている。

国際通貨基金(IMF)やその他の国際的な金融機関と合意した財政再建策に取り組む意思と能力のある国で、それにより価格上昇が期待できる国債なども該当する。

- インフレ見通しに落ち着きが見られ、主要中銀による利上げ停止が近づいているとの期待が高まっていることから、債券市場全体では金利のボラティリティ(変動性)が低下している。オールイン利回り(金利、スプレッド、手数料等含む)は特に他の資産クラスよりも魅力が高く、投資家の債券需要は高まっている。よって、高格付債と投資適格債の推奨を維持する。
- ハイイールド社債セクターでは、貸付基準の厳格化による影響が遅れて表れており、加えて先進国では経済成長と企業業績が鈍化していることから、この先デフォルトリスクの上昇が示唆される。さらに、世界的にマネーサプライ(通貨供給量)の縮小が続くなか、流動性リスクプレミアムも徐々に上昇すると考えられる。この結果、ハイイールド社債のスプレッドは投資適格債や高格付債よりも拡大するとみられるため、ハイイールド社債については非推奨とする。
- ユーロを非推奨から中立に変更する。中国の経済活動再開によりユーロ圏の輸出は上向くとみられ、一方、ECBはインフレ抑制のため当面タカ派の金融政策を維持する公算が大きい。豪ドルは推奨とする。中国の経済活動再開に加え、オーストラリア経済も相対的に堅調に推移しており、FRBが金融政策の緩和に転じても豪中銀は引き締め姿勢を維持する見通しで、これらが豪ドルの下支え要因となる。スイス・フランについては、対米ドルで大幅に上昇したことから、推奨から中立に引き下げる。ただし、スイス国立銀行は輸入インフレ抑制のためフラン高維持に動くと考えられ、「安全資産」への資金流入も下支え要因になると考える。英国については、成長減速見通しと長引く高インフレが英ポンドの下押しとなる可能性が高く、同通貨に対する非推奨を維持する。



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ものではなく、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 2023 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・アドバイザーズ株式会社 関東財務局長(金仲)第898号