

UBS House View

Monthly Letter | 2023年2月23日

転換点が前倒しに

直近のデータによると、転換点は地域によってさまざまなスピードで到来している。中国と欧州は予想よりも早い。

米国のリスク

米国経済は堅調さを維持しているが、米連邦準備理事会(FRB)が是が非でもインフレを抑制しようとするあまり、景気後退が先送りされ、更に深刻化するリスクが高まりそうだ。

選別して投資する

転換点の到来のタイミングが乖離することで、リスク資産への投資判断には地域ごとの選別が重要になる。戦術的には、投資家は米国株およびグローバル株以外にも分散投資するのが得策と考える。

資産配分

新興国株とバリュー株を推奨する。ディフェンシブ・セクターでは、ヘルスケアよりも生活必需品の方が投資妙味があるとみている。



Mark Haefele

Chief Investment Officer
Global Wealth Management

転換点の乖離

対話型AIチャットボットChatGPT(チャットGPT)にマンスリーレターの導入文を書いてもらった。文章作成にあたり指示した内容は「ChatGPTとこれをどう捉えるかかではないことについて述べている私のマンスリー投資レターについて、ウィットに富んだ(知的で気の利いた)導入文を作成してほしい」というものだ。

こんにちは！マンスリー投資レターを通じて皆さんとここで再びお会いするにあたり、ChatGPTをどう捉えればいいのか？と考えを巡らせています。チャットボットを装った金融の天才か、もしくは、時折全くの偶然で予言を的中させるデジタルの「マジック8ボール」なのか。皆さん、これに関して結論はまだ出ていません。わかっているのは、ChatGPTがある種の興味深い回答をするコツを知っていて、時にはユーモアのある表現をするということです。*

* 上記のChatGPTの回答には、わずかな編集を加えています。ChatGPTは2021年以降の世界と出来事について限られた知識しか有しておらず、必然的に本レターの残りの部分は人間である著者が作成しています。

勿論、このところ結論がまだ出ていないのは、ChatGPTだけではない。投資家にとってより切実なのは、最近のデータが、米国経済の「ハードランディング(硬着陸)」のリスクと「ソフトランディング(軟着陸)」のリスクを同時に高めているように見えることだ。

小売売上高、雇用の伸びとサービス業の景況感は、金利上昇という逆風にもかかわらず景気がよく持ちこたえていることを示している。しかし同様に、1月の消費者物価指数(CPI)インフレ率が前月から若干減速し、労働市場も依然ひっ迫していることから、米連邦準備理事会(FRB)は、インフレ率を目標水準に引き下げのために利上げを続ける必要があるだけでなく、利上げ幅がかなり拡大する可能性がある。株式市場は、このような相反するシナリオにはさまれ、2022年10月の安値は大きく上回りながらも、ここから大幅に上昇するほどの確信も持っていない。

Chief Investment Office GWM
Investment Research

本稿はUBS AGが作成した“Monthly Letter: Inflections diverge”(2023年2月23日付)を翻訳・編集した日本語版として2023年3月2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。



さて、ここからの展開をどう読めばよいのか？『Year Ahead 2023』では、2023年が「転換点となる年」であり、経済成長率は一旦減速した後、年の半ば頃から再加速すると述べた。我々は、世界全体の動きとしてみればこの見方を変えてはいないものの、最新のデータによると、転換点は地域ごとにさまざまなタイミングで起きている模様である。

中国経済と欧州経済は予想よりも早く転換点を迎えている。

この冬にかけて低成長が続いた中国経済と欧州経済は、それぞれゼロコロナ政策の終了とエネルギー価格の大幅な低下によって、どちらも予想より早く転換点を迎えている。これに対し、米国経済は底堅く推移しているため、景気後退入りはおそらく先送りされ、しかも予想より深刻化するリスクが高まっており、先行き不透明な時期が一段と長くなっている。

投資家にとっては、転換点の地域差により、市場と経済のさまざまなシグナルを読み間違えるリスクが高まっていることになる。したがって、戦略的(長期的)なポートフォリオ運用を行う上で投資判断を誤る可能性を減らすためには、ポートフォリオ管理への体系的、包括的、専門的なアプローチがとりわけ重要になっている。

戦術的(6カ月程度)には、現在のような環境では、投資家は米国株およびグロース株以外にも分散投資を確実に行うことが重要である。インフレ率と金利の先行きが不確実であることから、我々は引き続きバリュー株がグロース株をアウトパフォームすると予想する。さらに、欧州と中国の転換点の前倒しは、新興国株式と、ドイツなど欧州市場の一部が米国株式よりも高パフォーマンスを上げるとの我々の見方を裏付ける。米国経済の下振れリスクを考慮し、我々はある程度のディフェンシブ銘柄の保有継続も引き続き推奨するが、ディフェンシブ・セクターの中ではヘルスケアよりも生活必需品の方が投資妙味があるとみている。

その他、金利上昇を受けて、高格付債、投資適格債、新興国債など債券全般でさまざまな投資機会が引き続き見いだせる。ただし、我々はハイイールド社債については慎重姿勢を崩していない。一方、コモディティは、供給制約と旺盛な需要を背景に、全般的に上昇するだろう。また、株式市場と債券市場は現在も中央銀行の政策への期待に左右されながら互いに相関しているため、それらと相関の低いヘッジファンド戦略はポートフォリオ内で重要な役割を果たすと考える。

米国の見通し:ファット・テール*拡大ーマクロ経済主導の極端な相場変動に備える

米国経済は予想よりも底堅く推移している。

米国経済は年初来、予想よりも底堅く推移している。1月には雇用者数が50万人以上増加し、失業率は53年ぶりの低水準に達した。小売売上高は12月よりも3%増加した。これは月次ベースでは過去20年で最も高い増加率の部類に入る。サービス・セクターも予想外に反発した。米供給管理協会(ISM)非製造業景況指数は12月に景気拡大・縮小の節目となる50を下回ったものの、1月には55.2に上昇した。

投資家が現在直面している問題は、これが良いニュースなのか、悪いニュースなのかということだ。

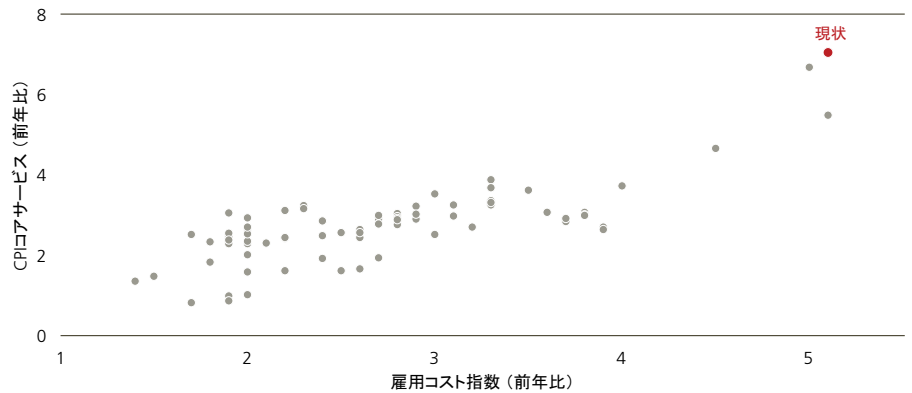
勿論、予想以上の経済成長は、それ自体は良いことであり、金利上昇に対する耐性が強いことは、米国経済がソフトランディング、つまりインフレ率が目標水準に戻ってプラス成長となる確率が高まる可能性が高いことを示唆している。

* ファット・テールは、金融商品のリターン率の極端な変動の頻度が増えることで、リターン率の正規分布が通常とは異なり、分布のすそ野が広がった状態を示す。金融市場の調整時にみられる。

図表1

非製造業部門のインフレ率の低下には賃金引き下げが必要

米雇用コスト指数 (ECI)、CPIコアサービス(単位はいずれも%)



出所: ブルームバーグ、UBS (2023年2月現在)

その一方で、力強い経済と底堅い労働市場は、FRBがインフレ率を抑えるためにさらに利上げをしなければならない可能性を示唆する。1月のCPI上昇率は前年比6.4%と12月の6.5%からわずかに低下した。クリーブランド連銀の「刈り込み平均CPI」、つまりCPIの構成品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、1月に前月比0.6%上昇した。

我々の基本シナリオでは、インフレ率は再び緩やかな減速を始めるとみている。個人消費が財からサービスへと大きくシフトする中、中古車やトラックなど、パンデミック中に需要が旺盛だった一部商品の価格は下落が続いている。昨年住宅市場の低迷に遅行して帰属家賃が下落すれば、インフレ率への住宅価格の寄与度も低下するだろう。企業の利益率圧迫も賃金の伸びを鈍化させると予想する。

堅調な米国経済に目標を上回るインフレ率があいまって、FRBが躊躇なく利上げを継続する可能性が高まるだろう。

しかし、堅調な経済と目標を上回るインフレ率の組み合わせによって、FRBが景気後退に陥る水準にまで躊躇なく利上げを継続する可能性が高まるだろう。市場はフェデラルファンド (FF) 金利のターミナルレート(利上げの最終到達地点)の予想を見直した。先物市場は現在、政策金利が8月に5.3%で天井に達すると予想している。3週間前には4.8%だった。米連邦公開市場委員会(FOMC)のメンバーもややタカ派に変わる可能性がある。ハト派のブレイナード副議長が国家経済会議(NEC)の次期委員長に指名されて退任するからだ。

そうすると、今後はどうなるだろうか？第1に、年初の米国株式市場は予想を上回る景気指標に支えられたが、S&P500種株価指数は現在、12カ月先予想株価収益率(PER)が18倍を若干下回る水準で取引されている。この水準は通常、企業利益が縮小ではなく拡大し、FRBは金融引き締めよりも緩和している環境である。しかし、企業利益が伸びてFRBが利下げに向かう状況は短期的には想定しにくい。

目先の景気指標が堅調になる見通しであることを踏まえ、我々は2023年6月末のS&P500種株価指数の予想水準を3,700から3,900へと引き上げたが、年末に向けて利上げが進み景気後退に陥るリスクを勧告し、2023年12月の予想水準を4,000から3,800へと引き下げた。投資家には、新興国市場やドイツ市場など米国以外の市場へも分散投資を勧める。

米ドルは短期的にはさらに上昇する可能性があるが、今後数年という時間軸では下落するとの見方は変更しない。

第2に、グロース株には引き続きさまざまなリスクがある。最大のグロース・セクターであるテクノロジー・セクターは、事業環境と消費者需要の悪化で増益率がさらに低下し株価が下落する可能性が高いことに加え、現在のバリュエーションは割高だ。

最後に、通貨市場は先行き不透明な期間に突入し始めている。市場が景気指標を消化して米国の大幅な利上げや経済のハードランディングの確率を再評価するにつれて、短期的には米ドル高が進むかもしれない。だが同時に、米ドルはまだ割高である。我々は、複数年という時間軸では、ユーロ、英ポンド、およびさまざまな新興国通貨に対して米ドルが軟調になるとの見方を変えていない。したがって、短期的には米ドル高の可能性はあるものの、長期的な視野を持つ投資家であれば、米ドルの現在の反発を利用して一部のポジションを売却し、他通貨に分散投資するのが得策と思われる。

欧州と中国：転換点の前倒し

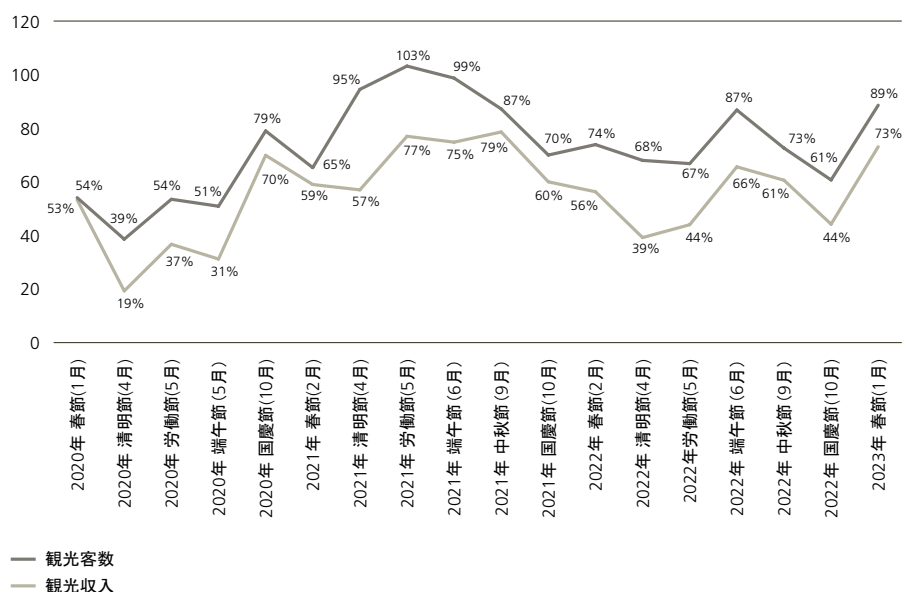
欧州と中国の経済モメンタムは予想より早く持ち直している。

昨年後半から年初にかけて、欧州は天然ガス価格の記録的高騰、中国はゼロコロナ政策が成長の足かせとなっていた。ところが、エネルギーは需要が減退して価格が急落し、中国でもゼロコロナ政策が終了したため、両地域の経済成長は予想よりも早く持ち直し始めている。

ユーロ圏の経済活動は当面低調が続くそうだが、この冬の景気後退は回避できそう。我々は2023年の域内総生産(GDP)成長率予想を、従来の0.2%から0.8%へと最近上方修正した。高インフレ率、昨年のエネルギー価格急騰の余波、食料価格の上昇が、今後数カ月も実質所得の伸びを圧迫し続けるだろう。しかし、エネルギー価格の下落、インフレ率の低下、中国の経済活動再開で、その後は緩やかな景気回復が見込まれる。

図表2

パンデミック勃発以降最も好調な春節(旧正月休暇)の国内旅行 観光客数と観光収入(対2019年比)



出所：リフィニティブデータストリーム、UBS (2023年2月現在)

米国の債務上限問題は懸念すべきか？

米国の連邦債務が1月19日に法定上限に達したため、米財務省は政府支出を継続するための「特別措置」を発動した。

この措置により、政府は4-6月期末までは政府機関の運営費や債務を賄うことができるだろう。しかし、その後債務上限が引き上げられなければ、米国はデフォルト(債務不履行)に陥り、世界の市場と経済に深刻な影響を及ぼしかねない。

しかし、この10年で債務上限問題をめぐるさまざまな衝突があつたにもかかわらず、米国がデフォルトに陥ることも、市場機能が重大な混乱に見舞われることもなかったことから、市場は今のところ、この問題をめぐる議論に概ね関心を寄せてはいない。果たして市場は正しいのだろうか？

我々の基本シナリオは、米議会が妥結に至り、米国債のデフォルトを回避できると想定している。両党には政策をすり合わせるための時間がまだ十分にある。しかも、財政赤字の拡大に対する長期的な解決策が見いだされているにもかかわらず債務上限を引き上げない場合に市

場と経済がどのような危機に見舞われるか、大半の議員は理解している。

勿論、相場の大きな変動を招きかねないリスクはある。共和党は債務上限引き上げへの同意と引き換えに歳出削減を求めているため、迅速な解決は望み薄だ。共和党は、現時点で社会保障関係費の削減を強く要求はしていないが、そうなれば大きな論争になるだろう。一方で、不透明感が長引く見通しは残っている。2011年に債務上限の引き上げが難航した際には、デフォルトを回避するため、財務省が国債の利払いを他の予算項目より優先させる用意があつたが、それが必要となる前に合意が成立した。ただ、この合意に至るまでの混乱を受けて、格付け機関の1社が米国の長期発行体格付けを引き下げている。2023年内にデフォルトが発生する可能性は、極めて低いとはいえ、まだ残っている。

しかし、政策をめぐる非難の応酬は米国議会では珍しいことではない。また、メディアがこの問題を取り上げることでも、意外にも、かえって好ましい展開になるかもしれない。議員たちは、合意に達しなかった場合の悪影響をより深く認識せざるをえなくなるからだ。

2023年の中国のGDPIは、消費回復にけん引されて5%成長を予想する。

一方、中国では経済活動の再開がすでに予想以上に順調に進み、1月の製造業・非製造業の購買担当者景気指数(PMI)は景気拡大・縮小の節目となる50を回復し、春節(旧正月の休暇)中の移動データでは、旅行と消費で強い回復を示した。2023年の中国のGDP成長率は、消費回復にけん引され、昨年3%から5%への加速を予想する。

投資見解

リスク資産投資については、一律に「リスクオン」または「リスクオフ」と判断せず、地域別に選別することを勧める。

2023年はインフレ、金融政策、経済成長が転換点を迎える年になるとの予想に変わりはない。だが、この1カ月の動向から、我々はこれらの転換点が同時に訪れる可能性は低いとの見方を一層強めた。よって、リスク資産投資については、一律に「リスクオン」または「リスクオフ」と判断せず、地域別に選別することを勧める。

米国市場以外にも分散する。

こうした見方を踏まえ、我々は、下落リスクを抑えつつ相対的に割安な資産への投資機会を組み入れ、グローバル市場の転換点に備えたポジションを構築している。

具体的にはまず、新興国市場や、ドイツのように景気サイクルの初期(回復期)にある市場が米国株式をアウトパフォームすると予想する。中国の経済再開で国内消費が押し上げられ、中国近隣の北・東南アジア諸国や、中東、アフリカ、ラテンアメリカなどコモディティ価格の動向に影響を受けやすい一部の新興国にもその好影響が及ぶと予想される。新興国企業の業績モメンタムと業績予想の

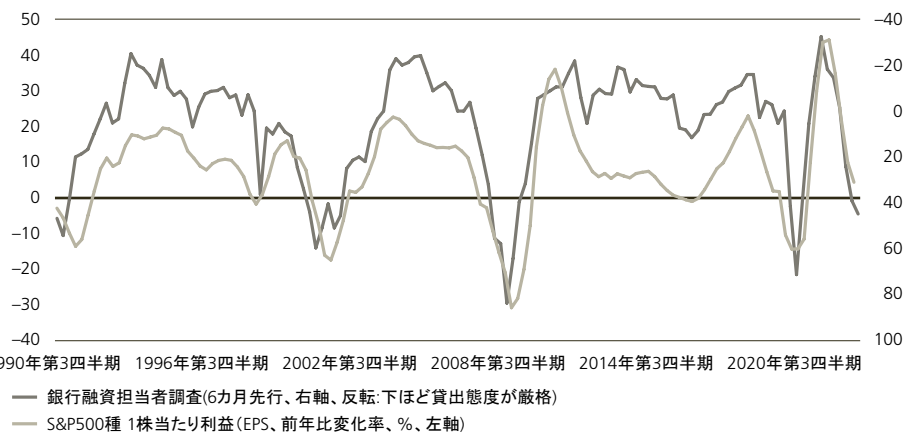
修正は、絶対値でも、先進国に対する相対値でも、底打ちしている。新興国のバリュエーションは、最近の反発後でもなお魅力的である。株価純資産倍率(PBR)で見ると、MSCI新興国指数はMSCI先進国指数に対して依然、43%のディスカウント(割安)で推移している(12カ月先予想PBRはMSCIワールド指数の2.4倍に対して同新興国指数は1.5倍)。歴史的にみると、これは中期的には相対株価パフォーマンスがプラスになると見込まれる水準である。

ドイツでは、天然ガスの供給危機が6カ月前に比べて大幅に緩和しており、景気モメンタムも改善しつつある。中国の成長見通しの改善もドイツの輸出企業には好材料である。投資家心理は上向き始めているが、さらなる回復の余地があり、ドイツの株価は2020年の高値以来、ユーロ圏全体を未だ17%下回っている。バリュエーションも相対的に魅力的で、MSCIドイツ指数の予想株価収益率(PER)は11.7倍と、MSCI EMU(除くドイツ)指数に対して11%ディスカウントで推移している。このディスカウント幅は通常的水準よりも大きい。

図表3

景気先行指数は米国の企業利益の先細りを示唆

銀行融資担当者調査(6カ月先行、右軸、反転) 対 S&P500種 1株当たり利益(EPS、前年比変化率、%、左軸)



出所:リフィニティブデータストリーム、UBS (2023年2月現在)

市場見通し(2023年12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・カントリー・ワールド指数	765	880 (+15%)	770 (+1%)	670 (-12%)
S&P500種株価指数	3,997	4,400 (+10%)	3,800 (-5%)	3,300 (-17%)
ユーロ・ストックス50指数	4,250	4,900 (+15%)	4,250 (-0%)	3,650 (-14%)
MSCI中国指数	68	83 (+22%)	80 (+18%)	59 (-13%)
米国10年国債利回り	3.95%	2.5%	3%	4.5%
米国10年国債ブレイクイーブン利回り	2.43%	2%	2.25%	3%
米国ハイイールド債スプレッド**	449bps	300bps	550bps	850bps
米国投資適格債スプレッド**	107bps	60bps	120bps	200bps
ユーロ/米ドル	1.06	1.15 (+8%)	1.10 (+3%)	1.02 (-4%)
コモディティ(CMCIコンポジット)	1,873	2,300 (+23%)	2,200 (+17%)	1,750 (-7%)
金(gold)	1,835米ドル/オンス	2,200-2,300米ドル/オンス(+23%)	2,050米ドル/オンス(+12%)	1,800-1,900米ドル/オンス(+1%)

* スポット価格は2023年2月21日の終値。カッコ内の数字は当該終値からの予想変化率。

** 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2月現在

主要シナリオ

シナリオ (2023年12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%	50%	25%	
インフレ率	今後数カ月で各中央銀行の目標水準まで急速に低下する。	欧米で鈍化基調が続くが、鈍化ペースは今後数カ月で緩やかとなる。	高インフレが各中銀や市場の予想よりも長引く。	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
中央銀行	主要中央銀行が2023年後半に利下げに動く。	主要中央銀行(FRB、ECB、SNB、BOE)が2023年前半に利上げサイクルを終了するが、年内に利下げには動かない。	金融引き締め期間が長期化し、2023年前半以降も利上げが続く。その後景気後退に陥り、2024年前半に利下げに動く。	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)
経済成長	企業業績の改善見通しを受け、経済成長が上向く。	中国経済が再加速するが、米、欧、英の経済は潜在成長率を下回る。米国では堅調な労働市場と安定した賃金の上昇で、消費は下支えされる。欧州ではエネルギー価格の低下が利上げの影響を緩和する。	大幅な金融引き締めにより、2023年後半または2024年前半に向け経済成長が失速する。中国で新型コロナウイルス感染再拡大の可能性もある。	グローバル: 原油価格 米国・中国: 購買担当者景気指数(PMI) 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
金融環境	金融環境が緩和し、市場のバリュエーションが改善する。	金融環境は世界的に引き締まった状態が続き、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。	金融環境がさらに引き締まることで、金融システム内のストレスが高まる。	グローバル: 金融指標
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。	ウクライナ紛争が長引き、紛争停止の見込みは低い。	ウクライナ紛争が激化する、または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。	ロシアによる領土併合 ウクライナへの武器供給 プーチン大統領支持率
市場の動き	金融環境の緩和と世界経済の成長見通し改善により、リスク資産が上昇する。	インフレ、金融引き締め、経済成長、地政学情勢をめぐり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2月現在

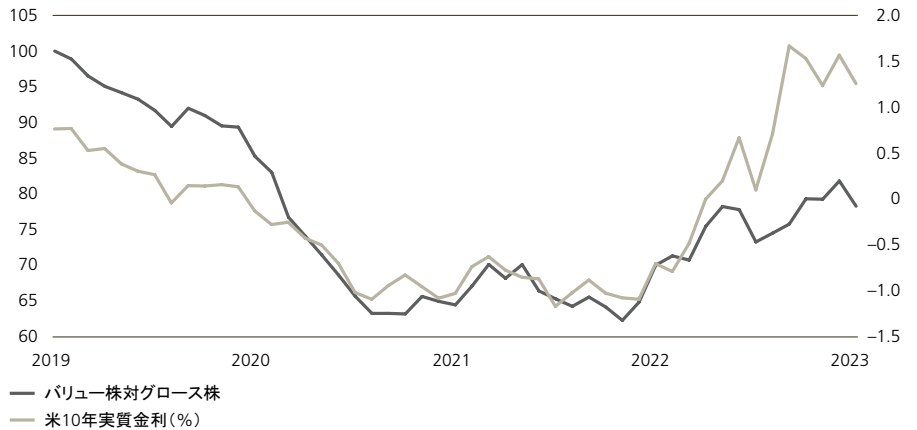
米国株式はグローバル市場をアンダーパフォームすると予想する。

一方、新興国市場とは対照的に、米国株式市場は引き続き、絶対値でも相対値でも割高な水準が続いている。MSCI米国指数のPERは18倍をやや下回る水準にあり、同指数の20年平均(16倍)に対して12%プレミアム(割高)、グローバルの指標となるMSCIオール・カンツリー・ワールド指数(ACWI)比でも17%のプレミアムで推移している。堅調な米国経済と労働市場を受けて目先の景気後退入りの可能性が低下したこと、S&P500種株価指数は2023年に入り急反発した。しかし、FRBの金融引き締めの影響が实体经济に及ぶにつれ、今年は米企業業績の伸びが鈍化すると予想する。企業は、需要の低下、労働コストの上昇、対2021~22年比での業績減速見通しなど複数のマイナス材料に直面している。

図表4

バリュース株のパフォーマンスは金利上昇時に市場全体を上回る傾向

バリュース株対グロース株(MSCI ACワールド指数、指数化、左軸)、米10年実質金利(%、右軸)



出所: ブルームバーグ、UBS (2023年2月現在)

グロース株よりもバリュース株を推奨する。

第2に、我々はグロース株よりもバリュース株を推奨する。MSCI ACWIグロース指数は、年初来で同バリュース指数をアウトパフォームしている。だが、長引く高インフレや金利上昇を背景に、今後数カ月で再びバリュース株がグロース株をアウトパフォームする展開になると我々はみている。また、テクノロジー・セクターのさらなる業績低下もグロース株の逆風になると予想される。同セクターのバリュエーションも高く、MSCIワールドIT指数の12カ月先予想PERは22.5倍と、10年平均を20%上回る水準で推移している。最近の実質利回りとの関係だけで見ると、同指数のPERは16倍~18倍程度が妥当だと考える。

生活必需品など一部のディフェンシブ・セクターにも引き続き投資機会があるとみる。

第3に、米国の景気減速リスクを踏まえると、生活必需品など一部のディフェンシブ・セクターにも引き続き投資機会があるとみている。ただし、セクター別の見解については今回、一部修正した。グローバル生活必需品については推奨を維持する。同セクターは、ISM景況指数などの先行指数が悪化すると市場全体をアウトパフォームする傾向があるからだ。相対的な業績モメンタムもプラスで、勢いは加速している。バリュエーションは割安ではないものの、過去平均並みの水準にある。同セクターの予想PERは18.9倍と、10年平均の19.2倍を若干下回る水準で推移している。

だが、グローバル・ヘルスケア・セクターについては、今月、投資見解を推奨から非推奨に引き下げた。昨年の米ドル高基調は、米国の売上比率が高い米国外のヘルスケア企業に好影響をもたらしたが、今年はその追い風が逆風に転じる可能性がある。さらに、昨年は他のセクターに比べてパフォーマンスが高かったうえに、最近では業績の下方修正も相次いでいることから、バリュエーションの魅力も低下している。同セクターの予想PERは18倍と、市場全体に対して15%のプレミアムで推移している。このプレミアム幅は過去平均の7%を上回っている。

第4に、債券については、米国のハイイールド債よりも投資適格債、高格付債、新興国債を推奨する。高クオリティ債(高格付債、投資適格債)は総じてオールイン利回り(金利、スプレッド、手数料等含む)が魅力的であるうえ、米国の景気減速リスクも意識されることから、投資先として妥当だと考えられる。ハイイールド社債にはさらなる下押し圧力がかかるとみられる。先進国の成長と企業の増益率の鈍化は、この先のデフォルトリスクの上昇を示唆している。さらに、世界のマネーサプライ(通貨供給量)が引き続き縮小していることから、流動性リスクプレミアムも徐々に上昇する可能性が高い。

投資アイデア

米国市場とグロース株以外にも分散投資する	米国市場およびグロース株以外にも投資対象を分散する必要があると考える。まず、エネルギーを含むバリュー株を推奨する。予想以上に高インフレ期間が長引いたり金利が上昇した場合、バリュー株はグロース株よりも底堅い動きを見せるからだ。また、中国と欧州が予想より早く転換点を迎えていることから、欧州銘柄の一部、新興国株、そして景気サイクルの初期(回復期)にある市場の一部も米国株をアウトパフォームすると見込まれる。さらに、米景気の不確実性が依然高いため、可能な場合は下落リスクに備えたヘッジを利用しつつ、生活必需品といったディフェンシブ性の高いセクターも組み入れたい。
インカム収入の機会を追求する	債券は金利上昇観測を背景にここ数週間で利回りが上昇し、インカム投資家の選択肢の幅を広げた。特に、投資適格債、リスク耐性のある社債、新興国社債、一部のAT1債、株式ではクオリティ・インカム(高クオリティ・高配当)銘柄に投資妙味があると考え。投資家には資産運用計画における流動性確保のための戦略(流動性戦略)を見直し、流動性を積極的に管理することも勧める。米国の景気減速が意識されることから、ハイイールド債には慎重な姿勢をとる。
転換点に備える	中国の経済再開と欧州の冬場のエネルギー危機回避により、新興国と欧州の成長見通しが上向いた。これにより、中国を含む新興国株式、中国経済再開の恩恵を受ける銘柄、コモディティに投資機会が生まれると考えられる。また、ドイツのように景気サイクルの初期(回復期)にある市場、一部の半導体株、一部のアジア太平洋(APAC)通貨なども、中国を含む同地域の成長回復の恩恵を受けると見込まれる。
他資産との相関の低いヘッジファンド戦略を追求する	この先数カ月は金融政策をめぐる市場の思惑に左右される展開が続く可能性が高い。これにより、株式と債券は連動して動くと思われるため、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、ポートフォリオの分散に特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	ロシアのウクライナ侵攻から1年が経過したが、未だ戦火は収まらず、世界のエネルギー情勢は大きく変化した。一方、米中間の緊張は高まり、国家安全保障やテクノロジーの安全保障が改めて重要視されている。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。新たな時代では、経済の効率性よりも、エネルギーや食料、テクノロジーの安全保障の確保が優先課題として位置づけられるだろう。こうした状況は、再生可能エネルギー、グリーンテック、サイバーセキュリティといった投資分野に好影響を及ぼすだろう。
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、長期で見ると絶対ベースでも相対ベースで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、環境面での課題に対して優れた取り組みを実践している企業は、財務面でも優れた成果をあげると見込まれる。景気サイクルを通して安定したパフォーマンスを維持するためには、セクターや投資スタイル、資産クラスを分散する必要がある。
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	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市場ファンドに新規投資した場合、その後高いリターンを実現している。現在の環境下では、バリュー志向戦略の魅力が高まっているとみられる。

最後に、コモディティ全般を推奨する。コモディティは中国の経済再開の恩恵を受けられるだけでなく、インフレの長期化リスクに対しても有効なヘッジ手段となる。コモディティの期待リターンは魅力的なキャリーにより押し上げられている。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からだ。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。



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ものでありません。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