

UBS House View

Monthly Letter | 2023年3月23日

混乱期

銀行セクターの混乱は、全面的な危機には発展しそうにないが、投資家の信頼は揺らいでおり、相場的大幅な変動は当面続きそうだ。

経済成長の鈍化リスク

金融環境は引き締め、米国経済の「ハードランディング(硬着陸)」のリスクが高まりそうだ。銀行の中には貸し渋りの動きも出る可能性がある。

政策金利はピークへ

米連邦準備理事会(FRB)の利上げサイクルは間もなく終了する可能性が高いため、投資家は流動性を管理して高利回りを確保することが得策である。

資産配分

債券をオーバーウェイトに引き上げ、株式をアンダーウェイトに引き下げる。米ドルをアンダーウェイトに引き下げ、金(gold)をオーバーウェイトに引き上げる。



Mark Haefele

Chief Investment Officer
Global Wealth Management

転換期か混乱期か？

米国シリコンバレーの銀行破綻とその後の銀行セクターの混乱は、世界金融危機を連想させるものだった。だが最近のマスコミ報道にもかかわらず、S&P500種株価指数は依然として6カ月安値よりも6カ月高値の方に近い。

この異常に見える現象をどう捉えるかを考える際に、投資家は3つの疑問を持つだろう。政策当局は、本格的な危機を回避できたのか？一連の動きと市場の反応は米国経済にどういう意味を持つのか？政策金利は今後どうなるのか？

投資家の信頼はまだ揺らいでおり、相場的大幅な変動は当面続きそうだ。政策当局は世界の金融システムへの揺るぎない信頼を維持するために、さらなる措置を講じる必要があるかもしれない。しかし、世界金融危機後に銀行の自己資本比率と流動性比率を高めるべく導入された各種規制と、ここ数週間に見られた規制当局の対応の規模を合わせて考えると、今回の事態が2008~2009年の金融危機に似た状況に発展するとは考えにくい。

とはいえ、金融環境は今後引き締め、各国中央銀行が利上げペースを緩めたとしても、経済がハードランディングに陥るリスクは高まりそうだ。今後数カ月を見据えると、さまざまな銀行が流動性バッファーを積み増すために融資に制限を加える可能性が高い。規制当局は、特に中小の米銀に対して高い資本準備金を要求するかもしれない。市場センチメントが脆弱だと、借り入れコストも全般的に高くなる可能性が高い。

インフレ率が高止まりしていると、中央銀行は利上げの停止を躊躇するかもしれない。だが同時に、インフレとの闘いと、経済成長および金融安定性へのリスクとのバランスも考慮する必要がある。FRBは今年、25ベースポイント(bp)の利上げを実施したが、政策声明の文言を少し変更した。フェデラルファンド(FF)金利の「継続的な上昇」への言及を削除して、「ある程度の追加の政策引き締めが妥当だろう」というコメントに置き換えた。欧州中央銀行(ECB)は予告通り50bpの利上げを実施したが、今後は「データに依存する」方針を強める。

Chief Investment Office GWM
Investment Research

本稿はUBS AGが作成した“Monthly Letter: Inflection point or breaking point?”(2023年3月23日付)を翻訳・編集した日本語版として2023年3月30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。



銀行セクターが実体経済への与信を制限し始めると、利上げサイクルの終了が早まる可能性が高い。銀行融資が減少すると、デスインフレ(物価上昇率の低下)、あるいはデフレーション(物価の継続的下落)が伴うのが通例だ。

十分な分散投資を行っている投資家は、性急な判断を控え、長期的投資目標の追求を継続することが望ましい。

債券の保有比率の拡大を勧める。

投資家はどのようなポジションを組むべきか？

何よりも、すでに十分な分散投資を行っている投資家は、性急な判断を控え、長期的投資目標の追求を継続し、市場リスクとともに機会費用と再投資リスクを考慮することが望ましい。歴史の教訓として、分散投資を行う投資家の実質資産にとって最も大きな脅威は、相場が短期間に大きく変動している時に投資を続けることではなく、過少投資が長期間にわたることだ。

戦術的(6カ月程度)には、利上げサイクルは予想以上に早く終了すると我々は見ている。したがって、我々は債券の保有比率を拡大する機会だと捉え、今月は債券をオーバーウェイトに引き上げる。適度な利回りに加え、景気減速が悪化した場合にはキャピタルゲインが期待できる高クオリティ債に投資妙味があるとみている。余剰資金を持つ投資家は、現在の利回りを固定させる機会を検討することができる。

図表1

債券は株式よりも投資妙味がある

グローバル株式のリスクプレミアムと利回りギャップ(単位:%)



出所:リフィニティブ、UBS (2023年3月現在)

株式が今後も長期ポートフォリオの主な構成要素にとどまるとしても、グローバル株式は年末までの期間ではリターンが限定的で株価も大きく変動することが予想される。したがって、今月は株式をアンダーウェイトに引き下げる。株式では、高いバリュエーションと米国経済でのリスクの高まりを考慮して、米国株とグロース株以外にも分散投資を勧める。ただし、中国やアジアの半導体銘柄をはじめとする新興国株式、およびドイツ株式など欧州の一部投資テーマからは相対的に高パフォーマンスを予想する。グローバル・レベルでは、資本財、生活必需品、公益セクターを選好する。

米ドルは年内は弱含む可能性が高い。

通貨では、投資家は米ドル安を見据えたポジションを取るのが得策と考える。ここ数週間は、安全資産への資金流入が米ドルを支えたが、バリュエーションが高いことに加え、FRBの利上げサイクルが終了に近づいていることから、ここから年末にかけて米ドル安に向かうと予想する。米ドルに対し、豪ドルのほかスイス・フラン、ユーロ、英ポンド、日本円、金も選好する。

政策当局は銀行システムへの信頼を回復させるために迅速に対応した。

米国の銀行セクターは、世界金融危機以前よりも自己資本がはるかに充実している。

その他、コモディティやインフラなどの実物資産、ヘッジファンドやプライベート市場などのオルタナティブ(代替)資産、債券や株式でのサステナブル投資を通じてリターンと分散投資を拡大する機会が見いだせる。

政策当局は、本格的な銀行危機を回避できたのか？

中央銀行その他の政策当局は、銀行システムの信頼を回復させるために迅速に対応した。本稿執筆時点で、ここまで取られた措置により銀行の無秩序な倒産の回避と投資家の信頼の向上に成功したように見える。

だが2008~2009年には、銀行が支払い能力と流動性を十分保有しているという信頼を預金者と投資家を取り戻して初めて、世界金融危機が真の意味で和らいだ。今回取られている措置は現在の危機を十分抑えられるだろうか？

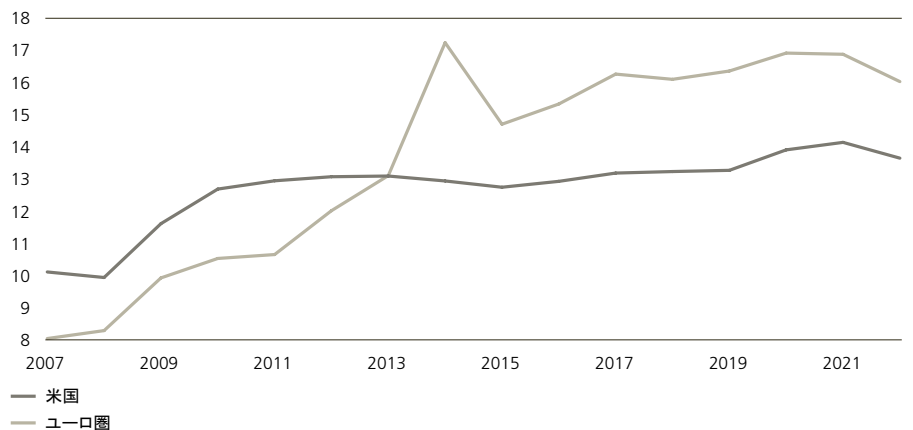
ソルベンシー(支払い能力): 支払い能力が業界全体の問題に広がることはないものの、一部の銀行は資本を増強するだろう

保有する有価証券を時価評価すると含み損を抱える銀行は間違いなくある。だが、2007年の時とは異なり、現在の状況が銀行の支払い能力問題として業界全体に広がることはないだろう。

米国の銀行システムは、世界金融危機以前よりも自己資本がはるかに充実している。2022年末時点での自己資本比率は13.65%と、2007年末の10.11%よりも高い。含み損は一時的なものになる可能性が高い。2007年に銀行が保有していた多くの債務担保証券(CDO)とは違い、高格付けの国債は満期には全額償還される可能性が非常に高い。

図表2

銀行システムは、世界金融危機前よりも自己資本がはるかに充実している 米国とユーロ圏の銀行のTier1比率



出所: 米連邦預金保険公社(FDIC)、ECB、UBS (2023年3月現在)

仮に現在の含み損が実現すると、銀行の自己資本比率は落ち込むだろう。アナリストの予想では、米国の上位24行の普通株式等Tier1(CET1)比率(中核的自己資本比率)の中央値は、2023年末までに300bp以上低下すると見込まれる。だが、FRBが導入した「銀行ターム・ファンディング・プログラム(BTFP)」では、借り入れの際に保有する有価証券を時価評価する必要がない。

とはいえ、世界金融危機の後には、信頼性の高いストレステストの導入、自己資本規制の強化、そして資本増強が、大手銀行への信頼を持続的に再構築するには必要不可欠だった。今後は、米国の地方銀行に対し、例えば自己資本と流動性の要件を大手銀行に徐々に近づけていくなどのアプローチが必要になるかもしれない。

欧州の銀行は自己資本水準が高い。

満期保有目的の有価証券の含み損は、欧州ではかなり小さな問題に見える。欧州の銀行は、近年は預金の急速な伸びを経験していないため、有価証券投資もさほど伸びていない。保有有価証券の公開情報によると、規制資本に反映されていない含み損は、平均でCET1比率の約40bp(MSCI欧州銀行指数ベース)に相当する。欧州の銀行は資本水準が高いため、この損失を十分吸収できるだろう。銀行が含み損の実現を余儀なくされたとしても、試算上でCET1比率は依然として13.5~14%になる。

流動性: 信頼性を回復しながら時間を稼ぐ

銀行は、外部からの資金調達ができない期間中にも、短期債務を返済するためにすぐに売却できる流動資産を自己資本の一部に保有している。しかし、銀行が急速または莫大な預金流出を経験した場合、あるいは取引相手の信用リスクの高まりから突如取引ができなくなる場合にも、流動性危機が発生する可能性があるのは、これまで見てきた通りである。これは必ずしも預金者や債権者に対する最終的な支払い能力に影響を及ぼすものではないが、「最後の貸し手」の介入が必要な時もある。

規制当局は流動性に関する諸問題に積極的に取り組んできた。

米国とスイスの金融当局による最近の措置は、流動性の課題を取り除くために圧倒的な力とスピードで事態を收拾する意思を示すもので、当局の存在感と積極的対応は投資家と預金者を安心させることになるだろう。3月15日までの1週間で、米国の銀行は連銀窓口貸出(ディスカウント・ウインドウ)から1,529億米ドル、BTFPから119億米ドルをそれぞれ借り入れた。両者を合計すると、総預金額の1%に相当する(世界金融危機の時は最大で1.8%だった)。

しかし、時間が経過するに伴い、中央銀行からの融資を返済するために、銀行は預金を増やすか、他の貸し手を探すか、保有資産を売却する必要が生じる。信頼度が低いと、どの手段も一筋縄ではいなくなる。市場にとってこれは、銀行が中央銀行からの調達への依存度を低下させていることを確認できるまでは、危機感が払拭できないことを意味する。

一連の動きと市場の反応は米国経済にどういう意味を持つのか？

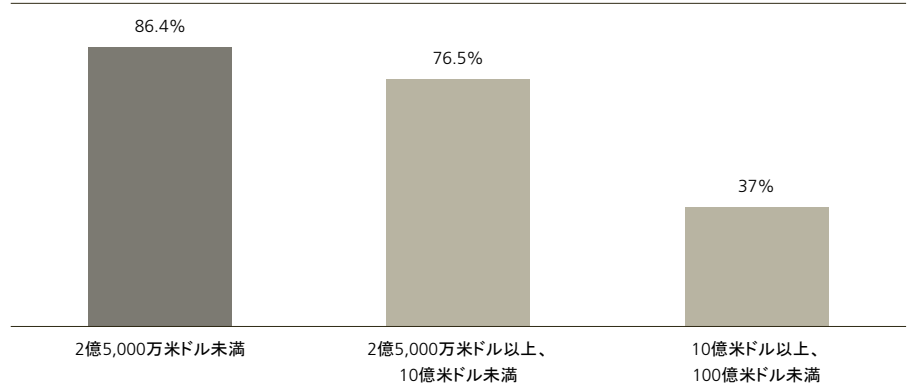
この1年間、米国経済はFRBの利上げに直面しながらも底堅さを示してきた。

米国経済は、過去40年間で最も速いFRBの利上げサイクルに直面しながらも底堅さを示してきた。過去2カ月で非農業部門雇用者数は81万5,000人増加した。失業率は50年来の低水準に近く、失業者1人当たりの求人件数は1.8だ。

図表3

中小銀行は、中小企業への融資で大きな役割を果たしている

融資額の「ほぼ全額」が中小企業への商工業向け融資の銀行の規模別割合



出所:米連邦預金保険公社(FDIC)、UBS (2023年3月現在)

銀行のリスク許容度が低下すると、実体経済への新規融資が減少する可能性がある。

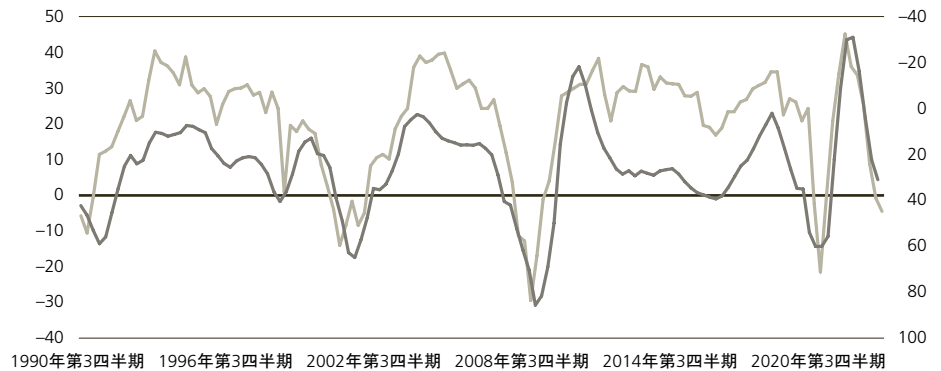
しかし、最近の出来事はこうした状況を変える可能性がある。銀行は、中央銀行の金利政策を経済全般に伝えるという重要なパイプ役を担っている。米国経済への潜在的な脅威は、地方銀行のリスク許容度が低下し、流動性を回復させようとするあまり、実体経済への新規融資が減少することだ。地方銀行の資産規模は2,500億米ドルに満たないが、米国の商業・工業向けローンのおよそ50%、住宅ローンの60%、商用不動産ローンの80%、消費者ローンの45%を占めている。米国では、従業員数が500名未満の企業が民間労働力の52%を占める。融資基準の厳格化は、中小企業の信用収縮、成長鈍化、失業率の上昇をもたらす可能性がある。

ゴールドマン・サックスは、銀行の貸し渋りが米国の国内総生産(GDP)成長率に最大0.5%ポイントの打撃を与える可能性があり、融資の伸び率が2.5%低下すると、GDP成長率はおよそ0.25%低下すると試算している。融資がさらに大幅に減少すると、影響は更に拡大するだろう。過去のデータも、米国の企業利益が銀行の貸出態度と密接に結びついていることを示唆する。

図表4

融資基準の厳格化は米国企業の利益先細りを示唆

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)



— S&P500種1株当たり利益 (EPS、前年比変化率、%、左軸)
 — 銀行融資担当者調査 (6カ月先行、右軸、反転:下ほど貸出態度が厳格)

出所:リフィニティブデータストリーム、UBS (2023年3月現在)

銀行融資の縮小はデスインフレを招きがちなので、もしそうなるとFRBはさらに確信をもって利上げを早期に停止する可能性がある。しかし、FRBの政策変更でさえ、成長鈍化を防ぐには不十分かもしれない。銀行が自行の流動性バッファーを積み増すために融資を抑えているのであれば、金利低下で融資を促進することはできないだろう。

中央銀行は、インフレとの闘いと、経済成長および金融安定性へのリスクの高まりとのバランスを取る必要がある。

金利は今後どうなるのか？

今回の銀行セクターの混乱は、インフレの脅威が払拭される前に発生した。米国のコア(食品とエネルギーを除く)消費者物価指数(CPI)インフレ率は、1月の前月比0.4%から2月には同0.5%へと加速した。ユーロ圏では、コアインフレ率が前年同月比5.3%から同5.6%へと加速した。しかし今や中央銀行は、インフレとの闘いと、経済成長および金融安定性へのリスクの高まりとのバランスを考慮する必要がある。

主要国の中央銀行は、これまでのところ政策金利の引き上げを継続している。FRBは3月22日、イングランド銀行は23日にいずれも25bp、スイス国立銀行も23日に50bpの利上げを実施した。ECBも3月16日に50bpの利上げを実施しており、ラガルド総裁は、ユーロ圏経済の悪化リスクが明らかに高まっていると認めたと、**「インフレ率はかなり長い間、とても高い水準が続くと予想される」とも指摘した。**

ここからは、各国中央銀行には基本的に3つの選択肢がある。第1に、利上げを続ける。その上で、今後も様々な課題に直面する経済分野が増えていくので、目標を絞った介入が必要になる可能性がある。第2に、利上げを停止し、銀行セクターのストレスが金融環境をどの程度ひっ迫させるかを評価する。第3に、銀行セクターの負債削減がインフレを十分に抑制できると想定し、すぐに利下げを実施する。

FRBは政策金利の引き上げを続けてきたが、経済的リスクの高まりにも注目している。

FRBは今月25bpの利上げを実施しており、第1の選択肢を選んでいく模様である。直近の政策声明で、米国の銀行システムは「健全で強靱」だと述べた上で、銀行セクターのストレスで家計や企業の信用が逼迫し、経済活動、雇用、インフレの重しになる可能性が高いと指摘した。

今後については、2つ目の選択肢、つまり利下げへの即座の方針転換よりも利上げ停止の可能性の方が高いと我々はみている。1980年に、FRBはインフレ率がまだ2桁台の時に利下げを実施したが、当時の失業率は7%だった。インフレ率が目標水準をはるかに上回り、失業率がこれほど低い中での利下げは前例がない。

投資見解

我々は、レジリエンス(リスク耐性)を高め、リスクを軽減し、地域間の乖離を捉え、ポートフォリオの分散を図る戦略に力を入れている。

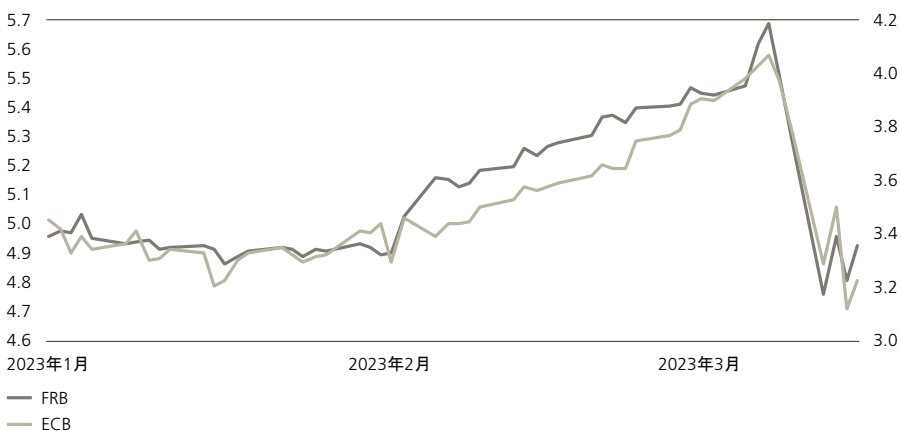
「転換点の年」が進む中、この1カ月間に起きた出来事は、先行きの見通しがいかに急激に変わり得るかを如実に示した。金融セクターの信頼はいまだ回復せず、景気や中央銀行の見通しも不透明なことから、相場の大きな変動は当面続く可能性が高い。こうした状況を踏まえ、我々は、レジリエンス(リスク耐性)を高め、リスクを軽減し、地域間の乖離による好機を捉え、ポートフォリオの分散を図る戦略に力を入れている。

具体的にはまず、利上げのピークに備えて流動性を管理する。金利が上昇する局面で、多くの投資家が、さらなる金利の上昇を見込んで通常よりもキャッシュの保有比率を高めた。株式と債券市場で高ボラティリティが続いたことから、こうしたキャッシュ志向の戦略はこれまで有効に機能してきた。しかし、3月の出来事を受けて、政策金利が当初の想定よりも早期にピークを迎える可能性が出てきたため、市場では今後、債券の魅力的な利回りを確定する動きが広がると我々はみている。

図表5

米国の銀行業界が混乱する中、金利予想は大きく変化

米国フェデラルファンド (FF)金利(左軸)とECB政策金利(右軸)の予想ピーク金利の推移(先物市場に基づく、単位:%)



出所:ブルームバーグ、UBS (2023年3月現在)

債券に魅力的な投資機会が生じるとみている。

第2に、高クオリティ債券に投資する。我々は債券に魅力的な投資機会が生じるとみており、今月は株式に対して債券をオーバーウェイトに引き上げた。債券の中では特に高格付債(または国債)と投資適格債を選好する。これらは景気後退入りした場合でも相対的に高い耐性を発揮すると見込まれるからだ。また、サステナブル債と新興国債も有望とみる。一方、企業のファンダメンタルズ(業績や財務状況)の悪化や銀行不安の波及リスクを踏まえ、ハイイールド社債には慎重姿勢を強めている。

第3に、米国株およびグロース株以外にも投資対象を分散する。米国株とグロース株は、バリュエーションが高く、企業業績も低下しており、利上げによる潜在リスクも浮上していることから、今後の見通しは厳しいとみている。これに対し、中国とアジアの半導体銘柄などの新興国株式や、ドイツ株を含む欧州市場の一部のテーマ株はプラスのパフォーマンスが期待できる。グローバル・セクターの中では、資本財、生活必需品、公益事業セクターを選好する。ただし、グローバル・エネルギー株については今月、中立に引き下げた。最近の原油価格の下落で、エネルギー・セクターの収益性が目先、伸び悩むとみられるからだ。

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	748	880 (+18%)	770 (+3%)	670 (-10%)
S&P500種株価指数	3,937	4,400 (+12%)	3,800 (-3%)	3,300 (-16%)
ユーロ・ストック50指数	4,196	4,900 (+17%)	4,250 (+1%)	3,650 (-13%)
スイス株価指数(SMI)	10,782	12,500 (+16%)	11,300 (+5%)	9,800 (-9%)
米国10年国債利回り	3.43%	2.5%	3.25%	4.5%
米国10年国債ブレイクイーブン利回り	2.25%	2%	2.25%	3%
米国ハイイールド債スプレッド**	500bps	300bps	550bps	850bps
米国投資適格債スプレッド**	135bps	60bps	120bps	200bps
ユーロ/米ドル	1.09	1.18 (+9%)	1.12 (+3%)	1.07 (-1%)
コモディティ(CMCIコンポジット)	1,778	2,300 (+29%)	2,200 (+24%)	1,750 (-2%)
金(gold)	1,970米ドル/オンス	2,200-2,300米ドル/オンス (+14%)	2,050米ドル/オンス (+4%)	1,800-1,900米ドル/オンス (-6%)

* スポット価格は2023年3月22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3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	15%(前月:25%)	55%(前月:50%)	30%(前月: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、年末時点のインフレ率は中央銀行の目標水準を上回る。	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 米国: 平均時給
中央銀行	主要中央銀行が2023年後半に利下げに動く。	各国中央銀行(FRB、ECB、SNB、BOE)が2023年半ばまでに利上げサイクルを終了するが、年内は利下げには動かない。	金融引き締め期間が長期化し、2023年終盤ないし2024年序盤まで利上げが続く。その後景気後退に陥り、2024年に利下げに動く。	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はある。	グローバル: 原油価格 米国・中国: 製造業購買担当者景気指数(PMI) 米国: 非農業部門雇用者数 中国: 消費者の移動 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。	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さらに高まり、ステミックリスクが高まる。 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、グローバル市場が急落する。	グローバル: 金融環境指標 米国: 債務上限引き上げ交渉
地政学	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、停戦協議が行われる可能性は低い。	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。	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 米国の対中企業制裁 米国企業による外国投資の審査制度の導入
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、市場のボラティリティが高止まる。各市場で固有の要因により、パフォーマンスは市場間で格差が生じる。	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、安全資産は恩恵を受ける。	

出所: UBS、2023年3月現在

米ドルは今年、下落すると予想する。

第4に、米ドル下落に備えたポジションをとる。米国の経済成長および他国との金利差は先行き縮小が予想されることから、今回、米ドルをアンダーウェイトに引き下げた。投資家には米ドルのキャッシュの分散を図り、米国株の資産配分を減らして他市場の配分に回し、米ドルに対して為替ヘッジをかけることを勧める。米ドルに対し、豪ドル、スイス・フラン、ユーロ、英ポンド、円などの通貨や金を選好する。最近の銀行セクターの信用不安を受けて金価格は上昇しており、金はヘッジ手段としての価値があるとする我々の見方を裏付ける展開となっている。

不確実性が高まる中、オルタナティブ資産がリターン源泉の分散に寄与する。

第5に、オルタナティブ投資でポートフォリオを分散する。オルタナティブ資産は、グローバル市場の不確実性が高い局面において、リターン源泉の分散機会を提供する。プライベート資産のセカンダリー市場やディストレスト戦略を通じて、ディストレスト資産を魅力的な価格水準で購入することも検討できる。

ヘッジファンドについては、マクロ戦略を勧める。マクロ系ヘッジファンドは、金融引き締めや資産クラス全体のボラティリティ上昇を追い風として高い運用成績を上げてきた実績があるからだ。さらに、マクロ系は、不確実な経済環境において速やかにリスクを抑えることも可能である。ただし、3月に起きた予想外の出来事は、多くのファンドマネジャー、特に、短期金利の上昇を見込んで債券を売り持ちにしていたヘッジファンドの不意を突いた。

ただし、オルタナティブ投資には、流動性の低さ、取引コストの高さ、複雑さなど、固有のリスクがあることにも留意する必要がある。米銀行セクターの信用不安に鑑み、ヘッジファンドの資金調達状況には当面、注視していきたい。

第6に、実物資産に投資する。コモディティ、インフラストラクチャー、一部のコア不動産など、実物資産投資は長期のインフレ・ヘッジ機能に加え、ポートフォリオの分散化やインカム収入獲得の追加的な手段にもなる。

投資アイデア

利上げのピークに備えて流動性を管理する	多くの投資家が、さらなる金利の上昇を見込んで、通常よりもキャッシュの保有率を高めてきた。しかし、利上げはピークに近づいているとみられる。投資家には十分な投資と分散を継続または開始し、魅力的な利回りを速やかに確定し、不要な資産売却を回避することを勧める。
高くオロティ債に投資する	我々は高くオロティ債に投資妙味があるとみている。適度な利回りが得られ、景気減速局面ではキャピタルゲインの余地も見込まれるからだ。債券をオーバーウェイトとし、株式をアンダーウェイトとする。特に高格付債、投資適格債、およびサステナブル債を愛好し、ハイイールド債はアンダーウェイトとする。また、新興国債も有望とみる。積極的に債券ポートフォリオを運用することで、これらの投資機会を十分に利用できるだろう。
米国市場とグロース株以外にも分散投資する	米国株は、金融環境の引き締めや、企業業績の低下、相対的な割高感などから、今後の見通しは厳しいとみている。これに対し、新興国株は、堅調な業績の伸びや、中国経済の回復、相対的に割安な株価水準などから有望と判断する。また、グロース株よりもバリュー株やクオリティ・インカム（高くオロティ・高配当）銘柄を愛好する。さらに、欧州市場の一部にも投資妙味があるとみている。高ボラティリティが続いていることから、ディフェンシブ性を高めるため、元本確保型の戦略の採用なども検討できる。
米ドル下落に備えたポジションをとる	米国の経済成長および他国との金利差は先行き縮小が予想されることから、足元の米ドルの強さは長続きしないとみている。投資家は米ドル下落に備え、保有する米ドル建てのキャッシュや債券の分散を図り、米国株への資産配分を減らし、米ドルに対して為替ヘッジをかけることを勧める。米ドルに対し豪ドル、スイス・フラン、ユーロ、英ポンド、円などの通貨や金を選択する。
オルタナティブ投資でポートフォリオを分散する	オルタナティブ（代替）資産は、グローバル市場の不確実性が高い局面において、リターン源泉の分散機会を提供する。ただし、投資家は、オルタナティブ投資固有のリスクを許容することができる必要がある。ヘッジファンドについては、マクロ系など伝統的な資産との相関が低い戦略を勧める。マクロ系ファンドは、経済トレンドの転換点を追い風にして高い運用成績を上げることが期待できるからだ。プライベート資産のセカンダリー市場やディストレスト戦略は、魅力的な価格水準で資産を購入することができる。
実物資産に投資する	コモディティ、インフラストラクチャー、一部のコア不動産など、実物資産への投資は長期のインフレ・ヘッジ機能に加え、ポートフォリオの分散化やインカム収入獲得の追加的な手段にもなる。不動産投資については、引き続き選別姿勢をとる。
サステナブル資産に投資する	米国の「インフレ抑制法」成立を受けて、各国がグリーン投資に力を入れている。こうした動きは、エネルギーや水などの資源効率性向上に寄与するイノベーション企業の追い風となるだろう。サステナブル債も有望とみる。さらに、教育や健康分野などのサステナブル投資戦略において、ヘッジファンドやプライベート市場にも投資機会が拡大するとみている。

最後に、サステナブル資産に投資する。サステナブル資産への投資で、魅力的なリスク調整後リターンを獲得する機会は豊富に存在する。例えば、エネルギーや水などの資源効率性の向上に寄与する企業などが有望視できる。サステナブル投資戦略において、ヘッジファンドやプライベート市場にも投資機会が拡大するとみている。



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ありません。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