

# UBS House View

Monthly Letter | 2023年5月18日 | Chief Investment Office GWM, Investment Research

## 限界を試す？

株式市場は小康を保っているが、今後数週間で、市場がどの程度のリスクを吸収できるかの限界を試す展開になるかもしれない。

## 債務上限問題の期限

米国では経済成長率が鈍化し、信用状況が収縮する中で、債務上限交渉の行き詰まりが市場のリスクを高めている。

## テクノロジー株のポジションを見直す

テクノロジー株は最近の反発を受けて割高になってきたため、投資家はポジションを見直し、調整する必要がある。

## 資産配分

米国株全般よりも高クオリティ債のリスク調整後リターンの方が有望とみている。また、ヘッジ手段の1つとして金(gold)を選好する。



Mark Haefele

Chief Investment Officer  
Global Wealth Management

## 上限で投資する

米国の利上げサイクルは幸いなことに、最終局面を迎えている模様だ。一方、米連邦政府の債務残高が上限に達するまでわずか数週間に迫るなか、米議会ではまだ合意に至っていないことが懸念される。もっとも、本稿執筆時点では合意が近いという報道もある。こうしたリスクにもかかわらず、株式市場は好材料に注目しているようだ。S&P500種株価指数は1年ぶりの高値に近づいており、市場の予想変動率を表すVIX指数(恐怖指数)も17と、長期平均の約20を下回っている。

好材料の多くが既に市場に織り込まれているとみられる中、今後数週間は株式市場がどの程度のリスクを吸収できるかを試す機会となりそうだ。そうした観点から、株式よりも債券の方がリスク調整後リターンは高いと我々はみている。債券の中でもディフェンシブ性のある高クオリティ債が、魅力的な絶対リターンを提供するとともに、経済成長と金融安定性のリスクに対するヘッジ手段としても機能している。相対バリュエーションも魅力的だ。米国の株式リスク・プレミアム(益利回りに基づく)は現在10年平均を44%下回っている。つまり高クオリティ債の方が米国株よりも投資妙味があるということだ。

株式は、地域別では米国株に対して最も弱気だ。比較的割高な大型の成長株とテクノロジー株など、わずか数銘柄が相場の上昇をけん引している状況に加え、信用収縮が企業利益に及ぼす悪影響も考慮すると、今後数カ月は市場の変動が大きくなるのが予想され、S&P500種株価指数は12月までに3,800程度まで下げる局面もあり得るとみている。我々は新興国株式を有望と考えている。米国の政策金利が天井を打ち、コモディティ価格が上昇し、米ドルが下落し、中国経済が回復すればその恩恵を受けるからだ。

株式以外では、金のオーバーウェイトと米ドルのアンダーウェイトを維持する。米国はここ数年、他の先進国よりも高い経済成長率による成長プレミアムを享受してきたが、今後はこの勢いが弱まり、米連邦準備理事会(FRB)が利上げを停止した後も他国の中央銀行は利上げを続けると我々はみている。米ドル安と金利低下の見通しが金価格を支えられると思われれば、金は地政学リスクと米国の債務

本稿はUBS AGが作成した“Monthly Letter: Investing at the limit”(2023年5月18日付)を翻訳・編集した日本語版として2023年5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。



上限をめぐる行き詰まりへのヘッジ手段としても保有する価値があるとみている。金価格は来年3月までに1オンス当たり2,200米ドルまでの上昇を予想する。

今回のレターでは、私が最近よく尋ねられる質問について答えていきたい。

**米国の債務上限が引き上げられないとどうなるのか？ その場合、投資家はどうか対処すべきか？**

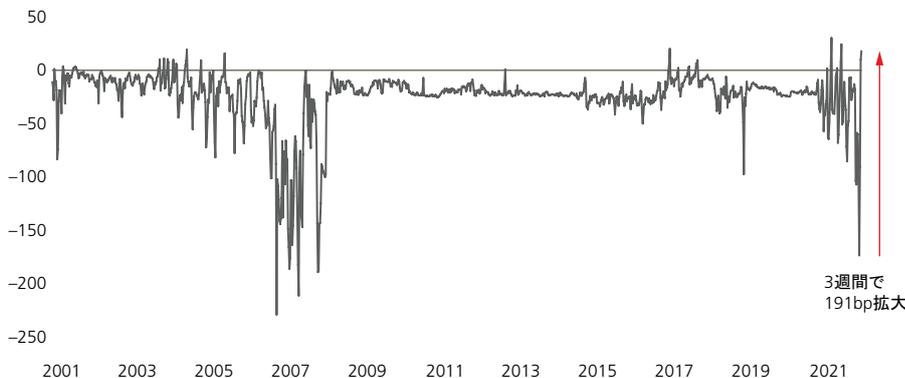
我々は、米議会が債務上限の引き上げで合意に達するとの見方を維持する。

金融システムの大部分は、米国債の元利金が常に期限通りに満額で支払われるとの前提で成り立っている。だからこそ、イエレン米財務長官は、もし議会が債務上限(連邦政府が議会による新たな承認を得なくても資金を借り入れられる法的な上限)の引き上げで合意に達しないと「経済的大惨事」になると警告している。米財務省は、米国はこのままだと早ければ6月1日とされる「Xデー」までに、債務支払い義務を順守できなくなると予測している。

1959年以降、米議会は債務上限引き上げを89回実施してきた。我々の基本シナリオでは、今回も合意に達するとの見方を変えていない。実際、株式市場はこれまでのところ、現在の行き詰まりにほとんど反応していない。しかし、交渉は判断を許さない状況が続いており、したがって、まさかの事態が起きる可能性も高まっている。米1カ月国債と3カ月国債の利回りは急上昇し、米国債の保証コストを示す1年物クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)の спреッドは170ベースポイント(bp)を超えて過去最大となった(それでも推定されているデフォルト確率は3~4%にすぎない)。

図表1  
債務上限到達への懸念が高まる中、米1カ月国債利回りとFF金利とのスプレッドが拡大

米1カ月国債利回り(計測開始以来)と1カ月物FF金利先物とのスプレッド(単位:bp、週次データ)



出所:ブルームバーグ、UBS (2023年5月現在)

米議会が「Xデー」までに合意に達しない場合、財務省は利払いを継続するために、まず税収を優先的にこれに充て、政府は他分野への支出を大幅に削減するだろう。また、FRBは金融システムに流動性を供給し、短期金融市場の混乱を防ごうとすると思われる。この場合、金融システム全体へのリスクが軽減される可能性はあるが、政府の支払いが遅れると消費者と企業の信頼が急速に損なわれ、需要が著しく減少し、景気後退のリスクが高まるだろう。

市場へのインパクトとしては、このシナリオでは市場が経済成長見通しと金融システム全体へのリスクを見直し、S&P500種株価指数の下落率は10%を超える可能性がある。ただし、市場の混乱が圧力となって議会在合意に達すれば、損失の相当部分が回復すると考えられる。株式相場の変動による影響を緩和したい投資家は、ディフェンシブなセクターの保有率を高めることを検討できる。

デフォルト(債務不履行)が起こった場合、当初は米長期国債が急落する可能性はあるものの、その後は市場が景気後退の確率の高まりを織り込んで反発すると予想される。また、FRBが介入すれば米ドルは下落し、これまでの債務上限問題の停滞時と同様、市場では金が注目される可能性が高い。

### 米国地方銀行の動向は懸念されるべきか？

3月にシリコンバレーの銀行が経営破綻して以降、米国の地方銀行は下げ圧力にさらされている。

3月初旬にシリコンバレーの銀行が経営破綻して以降、地方銀行は悪循環による下げ圧力にさらされている。まず、株価が下落して預金流出の懸念が高まった。その結果、取り付け騒ぎへの懸念が高まり、株価へのさらなる下げ圧力となった。本稿執筆時点で、KBW地銀株指数は、シリコンバレーの銀行が破綻する前の2月の高値よりも32%低い水準にとどまっている。

今年に入ってから、中堅の地方銀行3行が破綻した。米連邦預金保険公社(FDIC)は、預金保険対象外の預金にも保護措置を拡大した。さらに、FRBは新たに「銀行ターム・ファンディング・プログラム(BTFP)」を導入し、銀行が保有する債券ポートフォリオを担保にして最長1年間の融資を受けられるようにした。尚、担保は時価ではなく額面価格で評価されるため、評価損を実現させる必要はない。

しかし、これまでの規制当局の対応は、市場の信頼を十分に回復するにはいたっていない。これは、いくつかの理由で理にかなっている。

過去の経験から考えると、今年は銀行の破綻がまだ続く可能性がある。

第1に、世界金融危機後数年が経過した2013年以降でも、米国では毎年平均7行の銀行が倒産している。過去の経験から考えると、今年は銀行の破綻がまだ続く可能性がある。

第2に、預金保険対象外の預金の損失は、大手銀行ではなく、中小銀行で起きている。過去30年間に破綻した銀行の圧倒的多数は、資産額が100億米ドル未満の中小銀行だ。今年に入り破綻した3行の資産総額は5,485億米ドルと大規模で、FDICが迅速に預金の全額保護に動いたのもうなずける。だが、今後はFDICが預金全額を保護することは期待できず、保護する場合には議会の承認が必要となるだろう。

第3に、上記を踏まえると、事業が十分に多角化していない中小銀行に資金を預けている預金者が、リスクを回避して資金を大手のユニバーサルバンクに移すのは合理的判断と言えよう。特に、銀行の破綻時には資金回収に時間がかかるのに対し、デジタル・バンキング時代における資金移動の容易さを考えると、こうした対応は実に妥当である。

したがって、この悪循環は、困難な状況にある地方銀行をめぐるさらなるノイズを伴いながら、しばらく続く可能性が高い。調達コストの上昇と流動性(換金)ニーズの高まりが財務体質の弱い銀行の収益性に重荷となるだろう。とはいえ、こうした状況が全面的な危機に発展するわけではない。米国の地方銀行セクターは、全体的に適切な自己資本と流動性を維持しているとみている。そして最も重要な点は、FDIC、FRB、財務省がシステミック・リスクの兆候を注意深く監視しているということだ。

米国のテクノロジー株は昨年の急落後に反発した。

### テクノロジー株の反発後にどうポジションをとればよいのか？

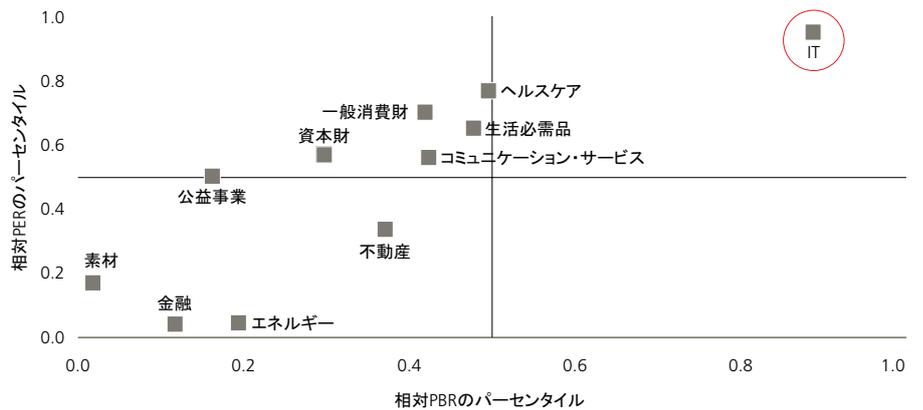
米国の大手テクノロジー株は、昨年40%下落した後、2023年は好調に推移している。FANG+指数(株の取引量が最も多い巨大テクノロジー企業10社で構成)の年初来上昇率は48%で、S&P500種株価指数の8%を上回っている。超大型テクノロジー株は、第1四半期の業績は絶対値では低調だったが、予想されていたほどの落ち込みではなかったため、決算発表シーズン以降に大幅上昇した。また、市場はこれら数社の堅調な利益率と株主配当も高く評価した。

とはいえ、我々はテクノロジー株をアンダーウェイトとしている。世界のテクノロジー株は現在、12カ月予想株価収益率(PER)が23倍以上で取引されている。これは過去20年平均よりも32%高い。株価純資産倍率(PBR)で見ると、MSCIオール・カンントリー・ワールド(MSCI ACワールド)のテクノロジー指数は過去20年間のバリュエーションの幅の上位10%の水準で取引されている。MSCI米国テクノロジー指数はさらに割高で、12カ月予想PERが24.5倍と、過去20年平均より34%高い。さらに、テクノロジー株が上昇し続けている一方で実質金利は変わっておらず、テクノロジー株のバリュエーションと米国実質金利との関係は、ここ数カ月は従来の(逆)相関から乖離している。

図表2

### テクノロジー・セクターは依然割高

MSCIオール・カンントリー・ワールド指数のセクター別相対バリュエーション(過去20年のパーセンタイルで表示)



出所:リフィニティブ、UBS (2023年5月現在)

最近のテクノロジー株の反発は、投資家が同セクターへの資産配分を見直す好機と考える。

テクノロジー・セクターはMSCI ACワールド指数において22.5%と最も大きな比重を占め、十分に分散された長期ポートフォリオの中で重要な役割を果たし続けている。しかし、最近の株価の反発は、投資家が同セクターへの配分を見直す好機と考える。

テクノロジー・セクターの保有比率がベンチマークを上回っている場合には、生活必需品や公益事業といったディフェンシブ・セクターへのリバランスを検討できる。ディフェンシブ・セクターは景気後退に陥った場合にはテクノロジー株をアウトパフォームする可能性が高く、現在は割安なバリュエーションで取引されている。テクノロジー株の保有比率が戦略的ベンチマークに比べて低い場合には、同セクターへの我々の弱気姿勢にもかかわらずポジションを増やすのが合理的と考える。ただし、その場合でも、ソフトウェアなどテクノロジー・セクター内でもディフェンシブなセグメントに焦点を当てることを勧める。

### 保有する商業用不動産にはどう対処すべきか？

商業用不動産に関する懸念は当面続く可能性がある。

商業用不動産は、パンデミック後のオフィス空室率の上昇、高い借り換えコスト、そして主要な資産運用会社が、一部のオフィス担保ローンでデフォルト(債務不履行)を選択したことから、今後数カ月でリスクの高い分野の1つと指摘されるようになった。

確かに、米国オフィス市場は二極化し、質の低い方のセグメントはさまざまな課題に直面している。しかし、商業用不動産を構成するのはオフィスだけではなく、よりディフェンシブな分野はファンダメンタルズも強いことを忘れてはならない。

例えば、物流施設や倉庫などのロジスティクス分野では、融資基準の厳格化と建設費の上昇で供給が制約される一方で、Eコマースの普及など長期的なトレンドに合わせて需要が増加している。さらに、米国の集合住宅は、構造的な供給不足と安定的な入居率に十分支えられると我々は考える。

一見すると、流動性の低い不動産は、利回り4~5%の高格付国債よりも見劣りするかもしれない。しかし、利回りの単純な比較だけでは、債券投資家にとっての将来の再投資リスクや、不動産利回りが長期間にわたり成長する可能性を見逃してしまう。ポートフォリオの観点からは、分散投資の対象としてプライベート不動産の魅力は依然として高い。

## 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	782	880 (+13%)	770 (-2%)	670 (-14%)
S&P500種株価指数	4,159	4,400 (+6%)	3,800 (-9%)	3,300 (-21%)
ユーロ・ストックス50指数	4,323	4,900 (+13%)	4,250 (-2%)	3,650 (-16%)
スイス株価指数(SMI)	11,438	12,500 (+9%)	11,300 (-1%)	9,800 (-14%)
MSCI新興国指数	976	1,100 (+13%)	1,050 (+8%)	800 (-18%)
米国10年国債利回り	3.58%	2.5%	3.25%	4.5%
米国10年国債ブレイクイーブン利回り	2.23%	2%	2.25%	3%
米国ハイールド債スプレッド**	479bps	300bps	550bps	850bps
米国投資適格債スプレッド**	137bps	60bps	120bps	200bps
ユーロ/米ドル	1.08	1.20 (+11%)	1.14 (+6%)	1.07 (-1%)
コモディティ(CMCIコンポジット)	1,751	2,200 (+26%)	2,000 (+14%)	1,600 (-9%)
金(gold)	1,982米ドル/オンス	2,300-2,400米ドル/オンス (+19%)	2,100米ドル/オンス (+6%)	1,800-1,900米ドル/オンス (-7%)

\* スポット価格は2023年5月17日の終値。カッコ内の数字は当該終値からの予想変化率。配当、自社株買い、その他金利収入は含んでいません。

\*\* 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5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%	55%	30%	
<b>市場の動き</b>	債券価格上昇、株価上昇 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。	債券価格上昇、株価下落 インフレ、金融引き締め、経済成長、地政学情勢をめぐる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。	債券価格(いずれ)上昇、株価下落 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、金利は少なくとも当初はさらに上昇する。	
<b>インフレ率</b>	今後数カ月で急速に低下し、各中央銀行の目標水準を達成する。	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き、経済活動が失速するまで続く。	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
<b>中央銀行</b>	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)は2023年半ばまでに利上げサイクルを終了し、その後数カ月間据え置きとした後、年末または2024年初に向けて利下げの可能性が高まる。	高インフレが長引き、2023年後半または2024年年初にも金融引き締めが行われる可能性が残る。その後、深刻な景気後退に陥る。	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)
<b>経済成長</b>	主に実質可処分所得の上昇から個人消費が加速し、経済成長が上向く。企業業績見通しが改善する。	米国を筆頭に先進国経済がさらに減速し、経済成長率は潜在成長率を下回る、またはマイナス成長となる。中国経済は加速が続く。米国では堅調な労働市場と安定した賃金の上昇により、消費支出は今後数カ月にわたり堅調に推移するが、年後半は与信の引き締めにより、経済成長への下方圧力が増大する。欧州ではエネルギー価格の低下と実質所得の増加が利上げの影響を緩和する。	大幅な金融引き締めにより、経済成長率は2023年終盤または2024年前半に向けて失速する。中国の経済成長率は予想を下回る。	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)、消費者信頼感指数 米国:非農業部門雇用者数 中国:消費者の移動データ 欧州:天然ガス価格
<b>金融環境</b>	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、システムリスクが高まる。  テールリスクとして、米国で債務上限の引き上げが6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:金融指標 米国:債務上限引き上げ交渉
<b>地政学</b>	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。	ウクライナによる領土奪回 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

出所:UBS、2023年5月現在

過去の年率リターン、ボラティリティ、過去25年間の相関データによると、プライベート不動産への資金配分は、債券を補完するインカムの源泉として機能することがわかっている。さらに、株式および債券との過去の相関も低いか逆相関であることから、市場サイクルを通じて、ポートフォリオのリターンの安定化に貢献できる可能性がある。

中国株は、景気の回復力と地政学をめぐる懸念を背景に、ここ数カ月は下落が続いている。

### 中国経済が回復しつつあるならば、なぜ中国株は軟調なのか？

昨年起きた経済面での最も予想外の出来事の1つが、中国によるゼロコロナ政策の突然の撤廃だった。MSCI中国指数は、昨年10月の危機的な低水準から足元まで34%反発している。ただし、1月の上昇分は失われ、現在、年初来では2%安となっている。

中国経済の回復力と地政学リスクをめぐる懸念が市場の重しとなっている。しかし、地政学リスクや業績回復への不透明感が徐々に払拭されれば、今後、中国株を押し上げる材料になると我々はみている。中国株のバリュエーションは10月の水準をわずかに15%上回る程度(MSCI中国指数のPERは2016年以降の過去平均を1.2標準偏差下回る)の割安な水準にあることから、市場センチメントが今後一気に好転する可能性がある。

図表3

### 中国株式のバリュエーションは割安に見える

MSCI中国指数企業の予想PER(平均と+/-1標準偏差)



出所: データストリーム、UBS (2023年5月現在)

中国株は歴史的に業績の伸びがリターンの強力な押し上げ材料となっている。

第1に、中国の景気回復ペースは早くも減速の兆候が見られるのに対し、企業業績はまだピークに達していない。中国の製造業購買担当者景気指数 (PMI) は1-3月期(第1四半期)に予想を上回る急回復を見せたものの、4月は再び活動縮小の領域に低下した。4月のインフレ率と輸入額(前年同月比-7.9%)も軟調な結果となり、財に対する国内需要の伸び悩みが示唆されている。だが、企業業績は底入れしたと我々はみており、今後、経済情勢の好転と不動産セクターの業績改善見通しを背景に、利益成長率は2023年通年で14%近くまで回復するものと見込んでいる。第1四半期の全体の利益成長率は+1%と、昨年第4四半期の-15%から大きく回復しており、加えて、中国株は歴史的に業績の伸びがリターンの強力な押し上げ材料となっている。

第2に、地政学リスクを過大評価している側面がある。特に懸念されているのは、米国で安全保障上重要なハイテク分野の対中投資を制限する大統領令の準備が進んでいることだ。この措置の適用範囲が広がれば、強制売りにつながりかねないと警戒されている。だが、制限されるのは新規投資のみで、規制対象

投資家には様子見したい心理を抑え、長期投資を継続することを勧める。

投資家は再投資リスクに留意する必要がある。

も人工知能(AI)、最先端半導体、量子コンピュータなどの分野に限定される可能性が高いと我々はみている。その場合、対象セクターではボラティリティ(相場変動)が高まるだろうが、投資制限が発表されれば、買い控えが解消され、市場の不透明感も低下するだろう。

### 今は長期投資を始める好機か？

現金や短期債の金利が相対的に高く、米国株のバリュエーションが割高で、債務上限問題や景気後退リスクがくすぶるなか、投資家からは長期投資に資金を投じる前にしばらく様子を見た方が良いかどうかとの質問が数多く寄せられている。

短期的な観点からみると、足元の株式のリスク調整後リターンは魅力的とは言えないものの、戦略的な投資判断は長期的な視点から行うべきである。

第1に、金利は永遠に高止まりするわけではないので、投資家は持続的なインカム収入やリターンを得る方法を検討する必要がある。過去2回の金利サイクルにおいて、FRBは政策金利をほぼゼロ%まで引き下げ、その水準に長期間据え置いた。よって、投資家には現在の高金利局面を利用して魅力的な利回りを長期的に固定することを勧める。具体的には、中・長期債、インカムを提供する実物資産、あるいは安定したインカム収入が期待できる高クオリティの株式銘柄をポートフォリオに加える。

第2に、株式のポートフォリオはS&P500種株価指数だけではない。確かに、米国株式市場は世界最大で、分散されたポートフォリオに単独で占める割合も最大となるケースが多い。だが、他の資産や市場の方がバリュエーションに魅力がある。例えば、ユーロ圏株式のベンチマークであるMSCI EMU指数は、予想PERで12.3倍、MSCI新興国指数も同11.7倍と割安な水準で推移している。また、高格付債(国債)や投資適格債も総じて魅力的である。

第3に、今より良いタイミングが訪れるかどうかは誰にもわからない。我々の基本シナリオではS&P500種株価指数は年内に下落すると想定しているが、楽観シナリオでは市場は引き続き上昇すると予想している。これまでのところ、インフレ率が賃金の伸びを上回っているため、消費者は貯蓄に回す額を減らす、貯蓄を取り崩す、あるいは借り入れをして生活費を補っている。しかし、クレジットカードの支払い延滞率は低水準を維持しており、実質収入はインフレ率が低下するにつれて上昇しており、消費者信頼感も改善している。実質賃金の伸び率がプラスに転じるまで、米国消費者がその「ギャップを埋める」ことができるならば、経済成長率は我々の予想よりも力強い伸びを示す可能性があり、相場のさらなる上昇が期待できる。

我々の楽観シナリオでは、12月までにグローバル株式(MSCI ACワールド指数)が約13%、S&P500種株価指数は同6%上昇する余地があるとみている。こうした状況下では、預貯金重視の投資家は古典的な再投資リスクのジレンマに陥るだろう。つまり、「高値掴み」や「現金で様子見しているうちに利回りが低下する」リスクである。

## 投資見解

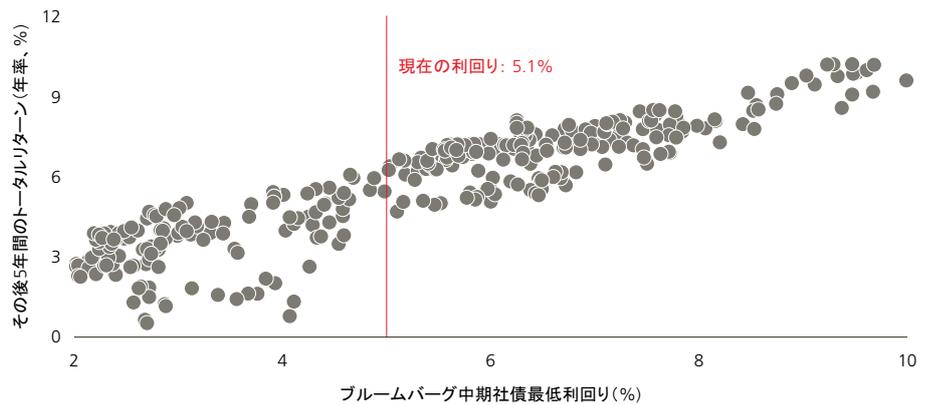
投資家には高クオリティ債など、持続性の高いインカムの源泉を模索することを勧める。

**債券:**インフレ率が低下し、成長も鈍化していることから、短期金利はピークに近づいていると言える。よって、投資家には高クオリティ債など、持続性の高い収入の源泉を早めに検討することを勧める。

図表4

### 持続的なインカムとリターンを計画すべき時

ブルームバーグ中期社債最低利回り(%), その後5年間のトータルリターン(年率, %)



出所:ブルームバーグ、UBS (2023年5月現在)

ディフェンシブ性とクオリティが高い債券セグメントが特に魅力的と考える。オールイン利回り(金利、スプレッド、手数料等含む)が高いうえ、投資家の注目がインフレリスクから成長リスクに移るなかでキャピタルゲインの可能性も期待できるからだ。ハイイールド社債やローンなどの低クオリティ・セグメントも年内はプラスリターンを提供すると見込まれるが、企業のデフォルト率が上昇する可能性や流動性リスクを考慮すると、同セグメントのリスクは高まっている。

S&P500種株価指数の年初来の反発は、ごく少数の銘柄がけん引した。

**株式:**米国株のリスクは上方リスクよりも下方リスクのほうが高いとみており、投資先の分散や、相場下落に備えた防衛策を講じることを勧める。S&P500種株価指数の年初来上昇分はすべて、時価総額上位7銘柄によるものだ。このように少数の銘柄が相場上昇をけん引する構図は、歴史的にみて、長期的な上昇相場の始まりではなく、強気相場の終盤を示唆する。さらに、歴史的にみて、S&P500種株価指数の予想PER18倍は、利益成長率のコンセンサス予想が(本レポート執筆時点の5%を大幅に上回る)14%に近づく、あるいは10年債利回りが(執筆時点の3.58%より大幅に低い)2%を下回る水準に匹敵する。

一方、業績については、米国の企業や家計の信用状況は引き締まった状態が続いている。FRBが四半期ごとに公表する上級融資担当者調査の最新結果によれば、中・大規模企業向け融資基準を引き締めていると回答した銀行の正味割合は46%と、1月公表時の44.8%から上昇した。貸出の需要と供給(銀行の貸出意欲)の差は、過去の景気後退を伴った水準に匹敵しており、企業利益を押し下げられる可能性が高いことが伺われる。S&P500種企業の業績は2023年通年では5%の減益となるものと予想する。

米国株に偏らず、新興国株などに分散投資することを勧める。

新興国株をオーバーウェイトとする。MSCI新興国指数は中国が32%を占めており、中国には強気の見方をしていることが、新興国市場を選好する根拠である。しかし、中国以外にも、韓国株や一部のアジア半導体関連株など、多数の投資機会がある。アジアのテクノロジー・サプライチェーンにかかる在庫および価格圧力はピークに達した可能性が高いことから、第2四半期には業績が底打ちし、年後半には消費者需要の回復に伴い売り上げの伸びに拍車がかかるものと見込まれる。また、新興国のインフラストラクチャーにも長期投資の機会があるとみている。インフラ関連の投資支出は2025年までに年間5.5兆米ドルに達すると予想され、年平均1桁半ば~後半(%)の伸びが見込まれる。最後に、サプライチェーンの移転に伴い、小規模新興国やフロンティア市場(新興国よりさらに小規模の市場)にも投資機会があるとみている。

## 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、金利水準はピークに近づいている。インフレ抑制への道のりは平坦ではないだろうが、投資家には十分な投資と分散を継続(または開始を計画)し、市場が大幅な金利低下を織り込み始める前に魅力的な利回りを早期に確定し、不要な資産売却を避けることを勧める。

### 高クオリティ債およびインカム資産に投資する

キャッシュの金利がピークに近づいているため、投資家には、市場が利下げを織り込み始める前に、高クオリティのインカム源泉を早めに模索することを勧める。分散されたインカム・ポートフォリオをアクティブ運用することで、これらの投資機会を十分に活用できるだろう。高格付債(国債)、投資適格債、サステナブル債や、金融機関のシニア・ローンの一部でクオリティ債の利回りを確定することができる。新興国債も選好する。株式では、クオリティ・インカム銘柄(高クオリティ・高配当)を勧める。

### 米国市場とグロース株以外にも分散投資する

今年好調なスタートを切った米国株は、米国経済が高い確率で完璧に近い着地を実現すると織り込んでいる。だが、金融環境の引き締め、企業業績の低下、相対的に割高な株価バリュエーションなど、リスク要因も多い。米国株への投資比率が高い投資家には、投資先を分散し(新興国株や一部の欧州銘柄へ)、下方リスクに備えた防衛策を取り、テクノロジー・セクターへの過剰な資産配分を抑えることを勧める。

### 米ドル下落に備えたポジションをとる

我々は米ドルをアンダーウェイトとしており、投資家には保有する米ドルや米ドル建て債券を他通貨に分散することを勧める。米国の他国に対する成長プレミアムは今後数カ月で低下していくとみている。また、米国以外の中央銀行の利下げ開始はFRBよりも後になるものとみている。米ドルに対し、豪ドル、スイス・フラン、ユーロ、英ポンド、円を選好する。また、金(gold)も米ドル下落と米国の金利低下の恩恵を受けるとみられ、さらに、金融および地政学的な不確実性が高まる状況ではポートフォリオの魅力的なヘッジ手段にもなるだろう。

### 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、株式市場における目先のリターンが限定的と見込まれる局面において、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の固有のリスクを許容できる必要がある。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リターン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インフレに対する一定のプロテクション効果を長期的に提供することに加え、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。足元では、インフラ資産への投資が特に魅力的だとみている。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。

米ドルはさらに下落すると予想し、金 (gold) のオーバーウェイトを維持する。

**通貨:**米ドルは下落すると予想する。米国はここ数年、他の先進国に対する成長プレミアムを享受してきたが、その強さも今後数カ月で低下していくと我々はみている。また、他の中央銀行の利下げ開始時期はFRBよりも後になると考える。こうした状況を踏まえ、我々は米ドルをアンダーウェイトとしている。豪ドル、円をオーバーウェイトとするほか、ユーロ、スイス・フラン、英ポンドも米ドル対比で魅力的とみている。

**コモディティ:**コモディティの構造的な強気シナリオは健在だとみており、足元ではボラティリティが高まっているものの、コモディティ・セクターを引き続きオーバーウェイトとする。我々のスタンスを支えているのは、中国の景気回復による需要増と供給制約の継続である。米ドル下落、低水準の在庫、天候リスクも価格を下支えするだろう。コモディティの今後12カ月のトータルリターン見通しは引き続き20%前後との見方を維持する。コモディティの中では特に原油と金を勧める。金は2024年3月までに1オンス2,200米ドルまで上昇するとみている。



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