

UBS House View

Monthly Letter | 2023年4月20日 | Chief Investment Office GWM, Investment Research

ゴルディロックス(適温)経済が到来？

S&P500種株価指数のバリュエーションに目を向けると、市場は米国経済の完璧に近い着陸の可能性を織り込んでいるようだ。

市場は安心ムード？

VIX指数は17カ月ぶりの低水準で、市場には安心ムードが漂っている模様だ。

債券が魅力的

今後考えられるマクロ経済シナリオを考慮すると、我々は米国株式全般よりも高クオリティ債券のリスク調整後リターンの方が有望と考える。

資産配分

株式では、米国株とグローバル株以外への分散投資を勧める。通貨では、新たに日本円をオーバーウェイトにする。



Mark Haefele

Chief Investment Officer
Global Wealth Management

何が相場に織り込まれているのか？

先月は、高インフレ率と金利上昇への懸念に加え、市場は金融危機と経済成長率鈍化の脅威に直面した。しかし、株式投資家はこの混乱に冷静に対処した。S&P500種株価指数は12カ月ぶりの高値に迫り、市場の変動率を表すVIX指数(恐怖指数)は17カ月ぶりの低水準にある。

しかし、S&P500種株価指数のバリュエーションは企業の増益率10%台半ばに相当する水準で推移しており、市場は米国経済が完璧に近い形で着陸する可能性を織り込んでいると我々はみている。

もちろん、足元の銀行融資の引き締め、米連邦準備理事会(FRB)によるこれまでの利上げ、さらにマクロ経済の新たなショックが発生していないといった要因が重なれば、過熱し過ぎでも、冷え過ぎでもないゴルディロックス(適温)経済になる可能性はある。イエレン米財務長官は、「緩やかな経済成長を予想している」と、株式市場の期待を代弁したかのような発言をした上で、金融不安の結果、最終的にはFRBが想定よりも少ない利上げで高インフレを抑制できる可能性がある」と指摘した。しかし、すべてが完璧に予定通りに進むとは思えず、経済成長、企業利益、インフレ見直しには不透明感がある。

本レターでは、現在のバリュエーションと成長見直し、およびインフレ・シナリオを前提に、どのようなポートフォリオを構築するのが最善かについて我々の見解を述べる。端的に言うと、我々は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考えている。

株式では、米国株とグローバル株以外への分散投資を勧める。その中でも、新興国株を選好する。バリュエーションが割安で、企業利益が堅調な伸びを示していることに加え、米ドル安と米金利低下、コモディティ価格上昇が下支えとなるだろう。債券では、高格付債(国債を含む)、投資適格社債、金融機関の発行するシニア

本稿はUBS AGが作成した“Monthly Letter: What is priced in?”(2023年4月20日付)を翻訳・編集した日本語版として2023年4月27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。



本格的な金融危機は回避された模様。

債などの高クオリティ債を選好する。コモディティでは、供給が制約されている原油価格に上昇余地があり、実質金利低下を背景に金(gold)も有望とみている。通貨では、米国が金利と経済成長率の点で世界の他の諸国に対して持っていた優位性が低下し始めることから、米ドルが徐々に下落するとみている。

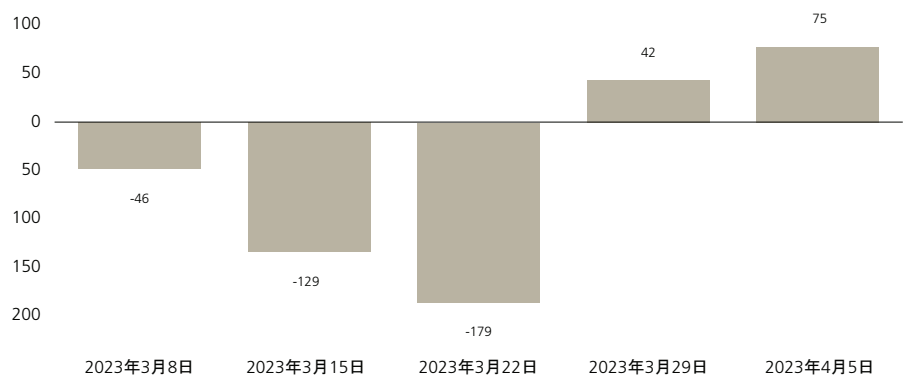
経済成長については何が織り込まれているのか？

シリコンバレーの米中堅銀行破綻の影響による最悪シナリオの実現可能性は回避されたようだ。金融システムへの波及を防ぐために、米国と欧州の規制当局が迅速に対応して必要な流動性を提供した。その結果、預金の流出に歯止めがかかり、FRBの流動性供給への依存度を減らし、資金調達市場の逼迫が緩和された。FRBは先週、銀行預金残高が(前週の400億米ドルに続き)750億米ドル増加したと報告した。銀行預金の総額は、3月の米銀破綻時よりもまだ約2,000億米ドル少ないとはいえ、こうしたデータは、預金がかもはや銀行システムから流出していないことを示している。

図表1

預金はもはや米国の銀行システムから流出していない

米国商業銀行の預金残高の週次推移(単位:10億米ドル)



出所:ブルームバーグ、UBS (2023年4月現在)

ウォーレン・バフェット氏は「他にもまだ数行が破綻するかもしれない」と述べている。米国の中小地方銀行は大手のシステム上重要な銀行と同等の資本要件を求められておらず、金利が上昇し、経済が減速する中では大手よりも高いリスクを抱えているため、これは当然の見方と言える。しかしここ数週間では、市場は全般的にその潜在リスクを重く受け止めることなく、S&P500種株価指数は3月に安値をつけて以降、8%上昇している。

信用状況がさらに収縮し、米国の経済成長率を鈍化させる可能性が高い。

銀行セクター全体の健全性に関する懸念が再び大きくなるとなる可能性は低いだろう。しかし、信用はさらに収縮し、米国の経済成長率を鈍化させると我々はみている。

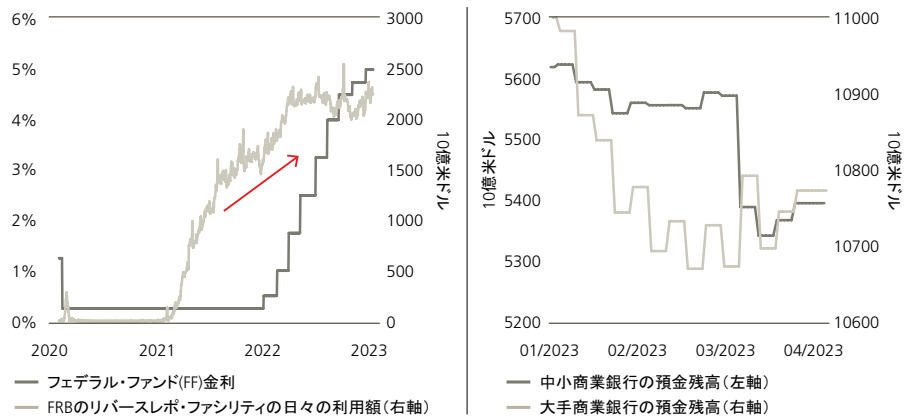
FRBの銀行融資担当者調査によると、各行はシリコンバレーの銀行破綻前からすでに融資基準の厳格化を進めてきた。ダラス連銀の調査(3月21日~27日に実施)によると、融資基準の厳格化は続いており、主要融資セグメント全体で融資額が落ち込んでいる。さらに、記録的な残高(4月初旬時点で5兆2,000億米ドル)となっているマネー・マーケット・ファンドの相当部分が、实体经济に浸透せずFRBの翌日物リバースレポ・ファシリティに滞留している。結果として、企業が利用できる融資額が減少する可能性が高い。

また、シリコンバレーの銀行破綻後、最初に開催された3月の米連邦公開市場委員会(FOMC)の議事要旨では、「年内に緩やかな景気後退が始まる」ことを予想するFOMCスタッフの見解も示された。さらに、米供給管理協会(ISM)が発表した3月の非製造業購買担当者景気指数(PMI)は51.2と2月の55.2から低下し、事前予想も下回った。製造業PMIも5カ月連続で経済活動が縮小領域にとどまった。

図表2

銀行からマネー・マーケット・ファンドに流れている資金はFRBに滞留している

左側:FRBのリバースレポ・ファシリティへの大量の資金流入(リバースレポ、単位:10億米ドル、右軸)
 フェデラル・ファンド(FF)金利(単位:%)
 右側:銀行預金(単位:10億米ドル)



出所:ブルームバーグ、UBS (2023年4月現在)

ただし、信用収縮が企業活動に影響を与えるまでには時間がかかる可能性がある。全米自営業者連合(NFIB)が発表した3月の中小企業楽観指数では、借入れ需要が十分に満たされていないと回答した企業の割合はわずか2%だった。

信用収縮と経済成長鈍化の可能性は、米国の株式市場に適切に織り込まれているとは思えない。

にもかかわらず、信用収縮と経済成長鈍化の可能性は、株式市場に適切に織り込まれているとは思えない。S&P500企業の予想株価収益率(PER)は18倍と、約1年ぶりの高水準に近づいており、パンデミック前の水準よりも高い。過去を振り返ると、S&P500企業のPERが18倍を超えていた時には、コンセンサスの増益率予想が堅調だった(平均14%)か、米10年国債利回りが2%を下回っていた。現在、S&P500企業の2023年の業績は5%の減益、米10年国債利回りは3.6%の予想だ。

また、ボラティリティの予想値と実現値のいずれも低水準にあるため、市場が予想している経済成長率の範囲は狭いと考えられる。VIX指数は約16.5まで低下し、S&P500種株価指数の20日実現ボラティリティはわずか9.4%と、どちらも2021年11月後半以来の水準に達した。2月から3月初旬にかけて、米国経済の底堅さ、逼迫した労働市場、高止まりしたインフレ率により、さらなる利上げ懸念が高まったが、先物市場が予想するフェデラル・ファンド(FF)金利のピークは再び低下した。しかし、それ以降の金融不安と信用収縮によって、経済成長率の範囲は市場が想定するほど狭まったと言い難い。特に下向きのリスクについては、むしろ広がっている可能性がある。

金利とインフレ率については何が織り込まれているのか？

米国のインフレ率は落ち着いてきている。

3月の景気指標は、米国のインフレ率が落ち着いてきていることを裏付けた。消費者物価指数(CPI)は総合指数が前月比でわずか0.1%の上昇にとどまり、コア(食品とエネルギーを除く)指数は2月の0.5%から0.4%へと減速した。前年同月比で見ると、総合CPIは2021年5月以来で最低の5%、コアCPIを最近大きく押し上げている住居費の伸び率も落ち着いた。

一方、労働市場も落ち着いてきたように見える。3月の米国雇用統計は、非農業部門雇用者数が23万6,000人の増加と、2020年12月以来の低水準となり、平均時給の伸び率は前年比4.2%へと低下。失業者1人当たりの求人数は、ピーク時の2件から1.7件へと低下した。

インフレ率が低下し続けるとの期待が高まるなか、先物市場では、FRBは25ベーシスポイント(bp)の利上げを5月にあと1回実施した後、年末までに利下げを始めるとの見方が織り込まれている。

米国のインフレ率が目標の2%までスムーズに戻ることはあり得るが、他のデータを見ると、その過程が平坦ではない可能性がある。

この市場の予想は適切だろうか？米国のインフレ率が目標の2%までスムーズに戻り、その結果、FRBは年内に利下げできるとの見方が織り込まれているが、他のデータを見ると、その過程が平坦ではない可能性がある。アトランタ連銀の「賃金上昇トラッカー」が示しているように、米国の賃金は3月に前年同月比で6.4%の伸びを示し、2月の6.1%から加速した。労働市場の強さを測る転職者の賃金上昇率は、3月には7.3%と、2月の6.7%から上昇した。

消費者の期待インフレ率を測る指標の中には再び上昇しているものも見受けられる。ニューヨーク連銀の消費者期待調査に基づく1年先の期待インフレ率が3月は4.7%と、2月の4.2%から跳ね上がった。ミシガン大学が調査した1年期待インフレ率はさらに高く、3月の3.6%から4月には4.6%に到達した。OPECプラスが5月から日量100万バレル以上の産油量削減を計画しているため、エネルギー価格は注視すべき重要な要因である。この減産により、原油市場は今後ますます逼迫する可能性がある。

さらに、1960年以降で米国CPIが5%を超えた8度の事例を見ると、インフレ率が3%以下に戻るまでに平均3年かかっている点を指摘しておきたい。

したがって、インフレ率に関する楽観論がいずれ現実になるとしても、株式市場が現在織り込んでいるようなディスインフレーションがすんなりと実現することは考えにくい。

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	4,151	4,400 (+6%)	3,800 (-8%)	3,300 (-21%)
ユーロ・ストックス50指数	4,368	4,900 (+12%)	4,250 (-3%)	3,650 (-16%)
スイス株価指数(SMI)	11,312	12,500 (+11%)	11,300 (-0%)	9,800 (-13%)
MSCI中国指数	68	83 (+22%)	78 (+15%)	59 (-13%)
米国10年国債利回り	3.6%	2.5%	3.25%	4.5%
米国10年国債ブレイクイーブン利回り	2.31%	2%	2.25%	3%
米国ハイイールド債スプレッド**	441bps	300bps	550bps	850bps
米国投資適格債スプレッド**	121bps	60bps	120bps	200bps
ユーロ/米ドル	1.09	1.18 (+8%)	1.16 (+6%)	1.07 (-2%)
コモディティ(CMCIコンポジット)	1,864	2,300 (+23%)	2,100 (+13%)	1,750 (-6%)
金(gold)	1,995米ドル/オンス	2,300-2,400米ドル/オンス (+18%)	2,100米ドル/オンス (+5%)	1,800-1,900米ドル/オンス (-7%)

* スポット価格は2023年4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ない。

** 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4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%	
市場の動き	債券上昇、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。	債券下落、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、安全資産は恩恵を受ける。	
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)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、年末から2024年初にかけて利下げの可能性が高まる。	金融引き締めの期間が長期化し、2023年後半まで利上げが続く。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一方で、米、欧、英の経済はさらに減速し、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年前半にか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がある。	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: 消費者の移動データ 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、シ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。	ロシアの領土併合 ウクライナへの武器供給 ウクライナ紛争: 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4月現在

投資見解

表1:

起こり得るシナリオは、株式よりも債券に有利な環境を示唆

債券価格が下落、株価は上昇

経済成長率が急伸:

力強い労働市場と個人消費に支えられ、経済成長率が再び加速する。インフレ率は高止まりし、その結果高い名目経済成長率が実現し、企業利益を支える。

確率:低い

債券価格、株価ともに上昇

デイスインフレーション:

インフレ率の鈍化が予想外に続く。経済成長率は減速するが、事前予想並みか上回る。

確率:高くない

債券価格、株価ともに下落

インフレ・ショック:

高インフレが予想以上に継続して追加の金融引き締めが実施され、それが景気後退の引き金となる。

確率:高くない

債券価格は上昇、株価は下落

経済成長への懸念の高まり:

経済成長率は鈍化を続け、金融引き締めと信用状況の収縮による累積的な影響で労働市場が沈静化する。企業利益は悪化。インフレが後退する。

確率:高い

今後数カ月に起こり得るシナリオを考慮すると、現在の環境は米国株式全般よりも債券への投資に有利と判断する。米国がグローバル指数に占める比率が圧倒的に高い点を考慮し、株式よりも高クオリティ債券を全般的に選好する。

今後株価が上昇すると考える最も確率の高いシナリオは「持続的なデイスインフレーション」で、これは株式市場に有利な環境となる一方、債券投資にも適している。しかし、経済成長が急速に落ち込んだ場合にも、債券は高パフォーマンスを上げるだろう。インフレ率が再び急騰すると債券と株式のどちらにもマイナスになるが、デイスインフレ期待の中で非常に好調に推移してきたグロース株への影響が特に大きいだろう。

投資家は現状にどう対処すべきか？

投資家には高クオリティ債の購入と、米国株とグロース株に偏らずに新興国株などに分散投資し、米ドル安に備えたポジションをとることを勧める。

高クオリティ債を勧める。

高クオリティ債で利回りを確保する

我々は、グローバル資産クラスの中で債券をオーバーウェイトとしている。他の資産クラスと比較して現在のリスク調整後リターンが魅力的とみているためだ。インフレ率がすんなりと鈍化することは考えにくく、利回りは時折上昇するものの、今後1~2年は低下するとみている。利回りが上昇した時は、高い利回りを確保する機会になると考える。

下の表に示されているように、S&P500種株価指数と投資適格債の年末の水準が現在と変わらない場合、投資適格債のトータルリターンはS&P500種株価指数より2.9%ポイント高くなると推定する。しかし、我々の年末予想通りにS&P500種株価指数が3,800ポイントへと下落し、投資適格債利回りがおよそ45bp低下した場合には、投資適格債のトータルリターンはS&P500種株価指数を14.6%ポイント上回る。投資適格債利回りが100bp上昇しても株式市場が持ちこたえるシナリオを想定することも難しい。したがって、表の右下の赤い部分、つまり株式が債券をアウトパフォームする確率は低い、というのが我々の見解である。

表2

投資適格債とS&P500種株価指数の2023年末時点相対リターン

		S&P500種株価指数の年末時点の予想値と、直近スポット価格からの期待リターン(下段、%)												
投資適格債 期待リターン	投資適格債 年末時点 利回り	3,300	3,400	3,500	3,600	3,700	3,800	3,900	4,000	4,100	4,200	4,300	4,400	4,500
		-19.58%	-17.17%	-14.76%	-12.35%	-9.95%	-7.54%	-5.13%	-2.73%	-0.32%	2.09%	4.49%	6.90%	9.31%
18.22%	3.20%	37.79%	35.39%	32.98%	30.57%	28.17%	25.76%	23.35%	20.95%	18.54%	16.13%	13.73%	11.32%	8.91%
16.78%	3.40%	36.35%	33.94%	31.54%	29.13%	26.72%	24.32%	21.91%	19.50%	17.10%	14.69%	12.28%	9.88%	7.47%
15.33%	3.60%	34.91%	32.50%	30.09%	27.69%	25.28%	22.87%	20.47%	18.06%	15.65%	13.25%	10.84%	8.43%	6.02%
13.89%	3.80%	33.46%	31.06%	28.65%	26.24%	23.84%	21.43%	19.02%	16.61%	14.21%	11.80%	9.39%	6.99%	4.58%
12.44%	4.00%	32.02%	29.61%	27.20%	24.80%	22.39%	19.98%	17.58%	15.17%	12.76%	10.36%	7.95%	5.54%	3.14%
11.00%	4.20%	30.57%	28.17%	25.76%	23.35%	20.95%	18.54%	16.13%	13.73%	11.32%	8.91%	6.51%	4.10%	1.69%
9.56%	4.40%	29.13%	26.72%	24.32%	21.91%	19.50%	17.10%	14.69%	12.28%	9.88%	7.47%	5.06%	2.66%	0.25%
8.11%	4.60%	27.69%	25.28%	22.87%	20.47%	18.06%	15.65%	13.25%	10.84%	8.43%	6.03%	3.62%	1.21%	-1.20%
6.67%	4.80%	26.24%	23.84%	21.43%	19.02%	16.62%	14.21%	11.80%	9.39%	6.99%	4.58%	2.17%	-0.23%	-2.64%
5.22%	5.00%	24.80%	22.39%	19.98%	17.58%	15.17%	12.76%	10.36%	7.95%	5.54%	3.14%	0.73%	-1.68%	-4.08%
3.78%	5.20%	23.35%	20.95%	18.54%	16.13%	13.73%	11.32%	8.91%	6.51%	4.10%	1.69%	-0.71%	-3.12%	-5.53%
2.34%	5.40%	21.91%	19.50%	17.10%	14.69%	12.28%	9.88%	7.47%	5.06%	2.66%	0.25%	-2.16%	-4.56%	-6.97%
0.89%	5.60%	20.47%	18.06%	15.65%	13.25%	10.84%	8.43%	6.03%	3.62%	1.21%	-1.19%	-3.60%	-6.01%	-8.42%
-0.55%	5.80%	19.02%	16.62%	14.21%	11.80%	9.40%	6.99%	4.58%	2.17%	-0.23%	-2.64%	-5.05%	-7.45%	-9.86%
-2.00%	6.00%	17.58%	15.17%	12.76%	10.36%	7.95%	5.54%	3.14%	0.73%	-1.68%	-4.08%	-6.49%	-8.90%	-11.30%
-3.44%	6.20%	16.13%	13.73%	11.32%	8.91%	6.51%	4.10%	1.69%	-0.71%	-3.12%	-5.53%	-7.93%	-10.34%	-12.75%
-4.88%	6.40%	14.69%	12.28%	9.88%	7.47%	5.06%	2.66%	0.25%	-2.16%	-4.56%	-6.97%	-9.38%	-11.78%	-14.19%

出所：ブルームバーグ、UBS推計、2023年4月現在。投資適格債指数はブルームバーグ米国総合社債指数(Bloomberg US Aggregate Corporate Index)を使用。

債券投資にはクオリティ重視の方針を維持し、高格付債と投資適格債をオーバーウェイトとする。一部の新興国債にも投資妙味がある。今月、ハイイールド債への投資判断をアンダーウェイトから中立に変更する。

ハイイールド債への投資スタンスをアンダーウェイトから中立に変更する。

ハイイールド債のスプレッドはここから年末に向けて拡大するとの見通しを変えていないが、ハイイールド債の高利回りは魅力的であり、指標金利はいずれ低下する見込みである。さらに、ハイイールド債の現在のデフォルト(債務不履行)サイクルは、過去のものほど厳しくない可能性がある点も指摘しておく。ハイイールド債市場に占める比較的優良な発行体の割合は高くなっており(現在、指数の48%がBB格)、各社とも2年前のデフォルト・サイクル時以降は積極的に負債を拡大しておらず、償還期限の近い債券も限られている。さらに、FRBはパンデミック期間中にクレジット市場を積極的に支えた実績がある点も心強い。最後に、ハイイールド債と株式は、我々の予想通り米国の景気が悪化すると、どちらも損失を被る可能性が高い。株式についてはアンダーウェイトとしている。

米国市場とグロース株以外にも分散投資する一テクノロジー株の上昇局面で売り、新興国市場に投資する

S&P500種株価指数の年初来の上昇は、少数の大型グロース株が主導した。

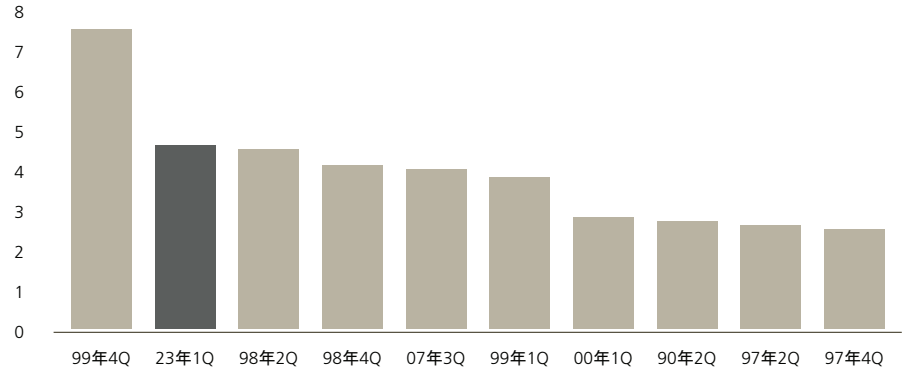
株式市場でソフトランディングへの期待感が高まるなか、その恩恵を受けたのが超大型ハイテク株だ。米国上場の主要ハイテク10銘柄で構成されたNYSE FANG+指数は年初来で35%上昇した。S&P500種株価指数の年初来上昇分の大半は、この10銘柄のうちの7銘柄によるものだ。この7銘柄を除くと、S&P500種株価指数のリターンは2.6%にとどまる。

歴史的にみて、少数銘柄が指数の上昇を主導する構図は、長期的な上昇相場の始まりではなく、強気相場が終盤に近付いていることを示すサインだ。S&P500種株価指数の上昇時において、同指数の時価総額加重平均の均等加重平均(組入比率が均等)に対するアウトパフォーマンス幅が2023年第1四半期を大幅に超えているのは、1990年以降ではただ一度、米国ITバブルが終盤に差し掛かった1999年第4四半期だけである。

図表3

S&P500種株価指数(時価総額加重平均)のパフォーマンスが構成銘柄の均等加重平均を大幅に上回っている

S&P500種が上昇した時の時価総額加重平均と均等加重平均のパフォーマンスの差が最も開いた上位10例 1990年以降、Q (四半期ベース)、%



出所:ブルームバーグ、UBS (2023年4月現在)

今後は、マクロ経済情勢が新興国株に有利に働くと考える。過去5回の利上げサイクルを振り返ると、MSCI新興国指数はFFレートのピークの6カ月前には平均して5%程度下落したが、その後の6カ月では8%程度上昇、12カ月後では21%上昇している。

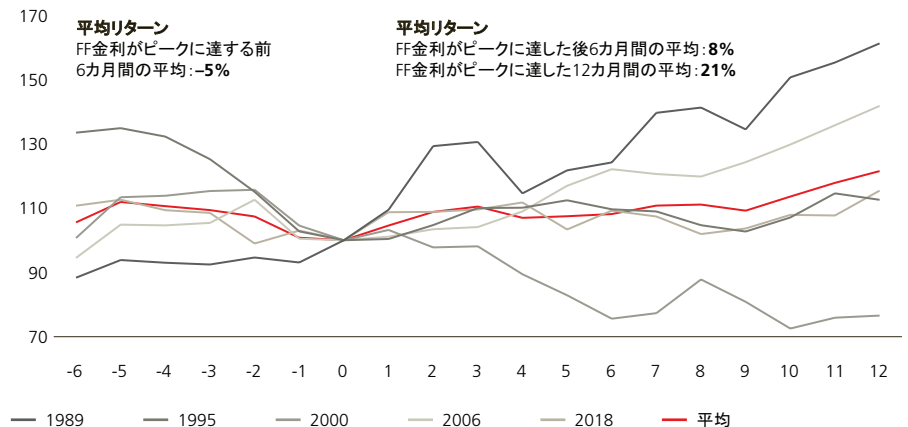
新興国株は中国の回復、米ドルの下落、そしてコモディティ価格の上昇から恩恵を受けるだろう。

米ドルの下落、コモディティ価格の上昇、そして中国の予想を上回る力強い回復を追い風に、新興国株は今後数カ月で上向くと考えられる。中国国家统计局が発表した3月の製造業購買担当者景気指数(PMI)は活動拡大を示し、非製造業部門は2011年以降で最高の水準となった。MSCI新興国指数のバリュエーションも12カ月先予想PER(株価収益率)で12.1倍と、S&P500種株価指数に対するディスカウント幅が平均を上回る36%で推移している。

図表4

新興国株式は、フェデラル・ファンド(FF)金利がピークをつけた後に高パフォーマンスを示す傾向がある

FF金利がピークに達する6カ月前から12カ月後までの新興国株式の平均リターン



出所:ブルームバーグ、UBS (2023年4月現在)

米ドル下落に備えたポジションをとる

米国の経済成長の世界における相対的な強さが低下するに伴い、米ドルはさらに下落すると予想する。

我々は米ドルをアンダーウェイトとしている。市場はすでにFRBによる利下げをある程度織り込んでいるが、他の中央銀行が利下げを開始するのはFRBよりも後になる可能性が高いと我々はみている。米国はここ数年、他の先進国を上回る経済成長率を誇ってきたが、その強さも今後数カ月で低下していくと我々は考える。

よって、投資家には、米ドルの下落に備え、保有する米ドルや米ドル建て債券を他通貨に分散したり、米国株式への資産配分を減らすなどの対応を勧める。米ドルよりも豪ドル、スイス・フラン、ユーロ、英ポンド、円を勧める。我々は今回、円をオーバーウェイトに引き上げた。日本の需給ギャップのマイナスは年央には完全に解消される見通しで、インフレ率も目標を超えて推移していることから、日銀は2023年後半には日本国債の利回りのさらなる上昇を許容するものと予想される。加えて、日銀による国債保有割合は2022年末時点で市場全体の52%程度にまで膨らんでおり、日銀はイールドカーブ・コントロール政策の早期修正を迫られるものと予想される。

我々は金(gold)もポートフォリオの有効な分散手段とみており、12カ月先の価格見通しを2,200米ドル/オンスに引き上げた。金に対する公的セクターの需要は依然強く、さらに、成長が急減速しFRBが利下げを余儀なくされるといった、実質金利の低下を想定したシナリオにおいて、金は効果的なヘッジ手段になる。

オルタナティブと実物資産への投資で分散する

オルタナティブ(代替)資産や実物資産への投資はポートフォリオを分散する効果的な方法と考える。

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では、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資産や、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の実物資産への投資が、リターン源泉の魅力的な分散手段になると考える。

ヘッジファンドの中では、安定的な分散効果を提供しつつ市場の変調を利用する戦略が、不透明な環境下において堅調に推移すると考える。我々が選好する戦略としては、1)幅広い資産クラス、地域、金融商品にわたってロング・ショートポジションをとるマクロ戦略、2)株式市場との相関性が低いリターンを提供する株式マーケット・ニュートラル・ファンド、3)多種多様な戦略を採用し、分散投資を行うマルチ戦略ファンドが挙げられる。

プライベート市場については、セカンダリーとディストレスト戦略を通じて魅力的なバリュエーションで資産を取得できるものと見込まれる。ただし、オルタナティブ資産に投資する場合、長期にわたるロックアップ(売却制限)期間を許容し、低流動性、高コスト、取引の複雑性などのリスクも留意する必要がある。

不透明な経済環境下では、インフラストラクチャー関連資産がマルチ資産クラスのポートフォリオにおけるインカム創出の安定化に寄与するだろう。インフラ資産の多くは独占的で参入障壁が高いことから、景気の影響を受けにくい。また、経済情勢の変化に対する感応度も相対的に低く、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から、成長とインフレ動向が不透明な局面ではその投資魅力が高まる。

コモディティに対するオーバーウェイトを維持し、特に金と原油価格に上昇余地があるとみる。

コモディティに対するオーバーウェイトも維持する。加速する中国の経済成長、長引く生産量の低下、低水準の在庫、現下の天候リスクなどから、総合コモディティ指数の12カ月先トータルリターンは20%程度と予想している。金と原油を選好し、年末時のブレント原油価格は1バレル当たり105米ドルと予想する。

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。
高クオリティ債に投資する	我々は高クオリ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。特に高クオリティ債(高格付債、投資適格債、サステナブル債)を選好する。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	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、相対的に高い株価バリュエーションなど、リスク要因も多い。一方、新興国株は、米ドル下落やコモディティ価格の上昇、堅調な業績の伸び、中国経済の予想を上回る回復などが追い風になると見込まれることから選好する。また、欧州市場の一部にも投資妙味があるとみている。さらに、年初以降大きく反発したグロース株についても、今後資産配分を減らしていくことを勧める。ディフェンシブ性の高い投資手段として、元本確保型の戦略も検討できる。
米ドル下落に備えたポジションをとる	米国はここ数年、他の先進国を上回る経済成長率を誇ってきたが、その強さも今後数カ月で低下していくと我々は考える。また、米国以外の中央銀行の利下げ開始時期は、FRBの後になるものとみている。よって、我々は米ドルをアンダーウェイトとしている。投資家には米ドル下落に備え、保有する米ドルや米ドル建て債券を他通貨に分散する、米国株への資産配分を減らす、米ドルに直接ヘッジをかけるなどの対応を勧める。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(gold)を選好する。
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、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。

商業用不動産に対する見方

金利上昇、パンデミック後の働き方の変化、今般の銀行システムの混乱などを受けて、商業用不動産の先行きに対する懸念が浮上している。ジェフリーズ・グローバル・セカンダリー・マーケット・レビューによると、セカンダリー市場での不動産ファンドのビッド価格（買値）は、2022年末時点でNAV（純資産総額）の71%と大幅なディスカウントを示しており、一部のポートフォリオは再評価が必要になるだろう。ただし、商業用不動産ファンドではパフォーマンスの上位25%と下位25%で大きな開きがあり、商業用不動産市場の二極化が一層鮮明となっている。

例えば、商業用不動産のデフォルトが報じられたファンドの多くは、構造的にファンダメンタルズが脆弱な資産を集中的に保有しており、資産の改修のために追加資本を投入しても、建築コストの上昇により採算はとれない。

これに対し、物流や居住用賃貸など、ディフェンシブ性が高く、構造的な逆風が少ないセクターにおける自己資本が厚

い資産は、現下の金融・マクロ上のストレスから相対的に守られていると言える。これらのセクターでは、バリュエーションの低下を賃料の増収が相殺しており、多くの場合、金利上昇リスクもすでにヘッジされている。

よって、グローバルの不動産については戦術的（短期的）に中立の見方を維持し、全体としては引き続きベンチマークに沿った資産配分で投資を継続することを勧めるが、堅調でディフェンシブなサブセクターは特に投資妙味が高いとみている。たとえば物流、居住用賃貸、ライフサイエンス系研究施設、トランクルーム、データセンター、通信塔などだ。不動産は戦略的な長期資産配分における実質収入の重要な源泉と我々はみている。資金借入コストの上昇によるリターンへの短期的な下押しは、バリュエーションの重しとなるだろう。だが、上場株式のバリュエーションが12カ月ぶりの高値にある一方で不動産のバリュエーションは低下しており、不動産セクターへのファンドを通じた長期的な資産の構築を検討している投資家にとって、投資機会と捉えられる。



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

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