

# UBS House View

Monthly Letter | 2023年7月13日 | Chief Investment Office GWM, Investment Research

## 底堅い米国経済

力強い成長とインフレ率の低下の組み合わせが、米国経済のソフトランディング(軟着陸)の期待を高めている。

## 市場の楽観論

時価総額加重平均のS&P500種株価指数が年前半に好調だったのは、多くの楽観論が織り込まれた結果だと考える。

## 米ドル安

欧州よりも米国のインフレ減速が進んでいるため、米ドル安がさらに進むと予想する。

## 資産配分

我々は引き続き債券をオーバーウェイトとする。ユーロもオーバーウェイトに引き上げる。



Mark Haefele

Chief Investment Officer  
Global Wealth Management

## 年後半に突入

2023年の年初は、米国経済成長率の鈍化、インフレ率の低下、中国経済成長率の加速が市場のコンセンサスだった。6カ月が経過し、米国経済は予想以上に底堅く景気後退を回避しており、総合インフレ率は大幅に低下し、コア(食品とエネルギーを除く)インフレ率もペースは鈍いが低下している。中国のパンデミック後の景気回復は期待外れとなっている。

一方、今年は企業の増益率低下により株価指数は下落するというのが(我々を含む)大半の予想だった。しかし、S&P500種株価指数は、上半期としては過去20年で2番目の高パフォーマンスを記録した。原動力となったのは、堅調な米国経済、一部インフレ率に牽引された名目増益率の伸びと、人工知能(AI)関連の少数の指数構成銘柄への強い楽観論だった。

本稿では、こうしたことがなぜ起きたのか、米国の景気後退、インフレ率の正常化、そして中国の景気回復は単に先延ばしになっただけなのか、それとも完全になくなったのか、そしてそれら全てがもたらす投資への影響について検討する。

米国経済データは経済成長の底堅さとインフレ率の鈍化を示しており、米連邦準備理事会(FRB)が経済をソフトランディング(軟着陸)させる可能性が高まった。年初に予想していた以上に足元のマクロ経済が好調とは言え、以下の3つの理由から株式よりも高クオリティ債を引き続き選好する。1つ目に、マクロ経済の好材料はすでにS&P500種株価指数に織り込み済みで、株価は高値圏にある。2つ目に、年後半はインフレ率が引き続き低下するが、成長も減速し、ゼロに近づく可能性がある。この状況は債券にはプラスだが、株式には概してマイナスだ。3つ目に、金利上昇の運行効果の程度が不透明であることから、景気後退とFRBの政策ミスリスクは依然残る。よってグローバルの投資戦略では、米国株式全般よりも債券、米ドルよりもその他の通貨を選好する。

一方、中国では経済成長の勢いが最近になって失われたことから、政府は金融緩和と的を絞った財政措置で成長を後押しすると予想される。

本稿はUBS AGが作成した“Monthly Letter: Into the second half”(2023年7月13日付)を翻訳・編集した日本語版として2023年7月20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。



### 投資家は何をすべきか？

我々は引き続き債券をオーバーウェイトとする。魅力的な利回りだけでなく米国の景気後退とFRBの政策ミスに対するヘッジ効果から、特に高クオリティ債を選好する。比較的高リスクの資産クラスの中では、米ドル建て新興国ソブリン債を選好する。

我々は、今年の上昇相場に出遅れた銘柄に注目する。

株式では選別的なアプローチを維持し、今年の上昇相場に出遅れた銘柄に注目する。具体的には、新興国株式、グローバル生活必需品と資本財を選好する。米国経済の好調が続くソフトランディングが現実的になった場合には、米国株の均等加重平均指数が引き続き上昇すると予想する。

とは言え、足元の時価総額加重平均指数のリスク調整後リターンは魅力的ではないとみている。指数を構成する少数のハイテク銘柄のウェイトが高いことで、全体的なバリュエーションが上昇しており、個別銘柄リスクも高まっているからだ。

その他では、ここ最近、米ドルが下落基調を再開しており、スイス・フランに対し8年ぶりの低水準まで下落している。よって投資家にはユーロなどに対する米ドルの更なる下落に備えることを勧める。また、金(gold)価格は上昇すると予想する。

### 米国経済はなぜ予想以上に好調だったのか？

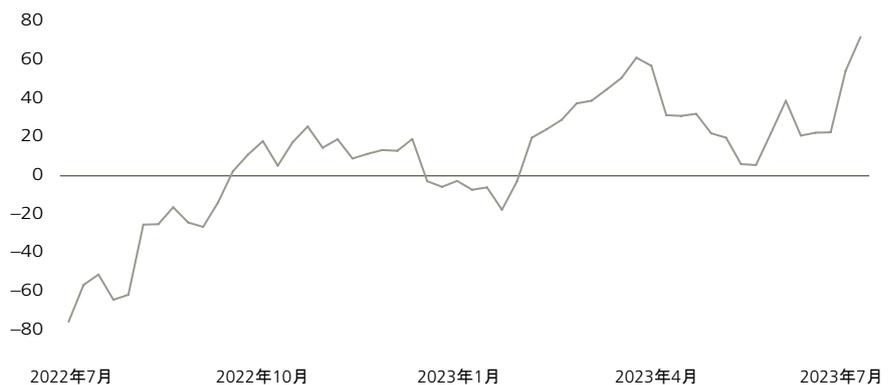
米失業率は4%を下回り、雇用市場は底堅さを見せた。

実質可処分所得の縮小、パンデミック禍で積みあがった貯蓄の減少、FRBによる過去40年で最速の利上げにより、米国は今頃景気後退に陥っているものと予想されていた。ところが、失業率は依然として4%を下回り、小売売上高の伸びは引き続き堅調で、住宅建築など金利感応度が高いはずのセクターでさえ好調だ。

図表1

#### 米国経済は底堅さを示している

米国エコノミック・サプライズ指数(米シティグループ)



注記: エコノミック・サプライズ指数は、発表される経済データが事前予想をどの程度上回ったか(指数が上昇)、あるいは下回ったか(指数が低下)を測定する。  
出所: ブルームバーグ、UBS (2023年7月現在)

### 何が起きたのか？

市場は米国経済の金利感応度を過大評価していたのかもしれない。

第1に、消費者も企業も借入れの期間をこれまでより長く設定していることから、市場は米国経済の金利感応度を過大評価していたのかもしれない。今回の金利サイクルの序盤には、米国の住宅ローンで変動金利が占めた割合はおよそ10%のみ、世界の社債のうち2025年までに償還するのは、およそ17%にすぎなかった。また、消費者と企業にとっても、利上げによる悪影響を緩和できる要因があっ

サービス・セクターは米GDPの約80%を占める。

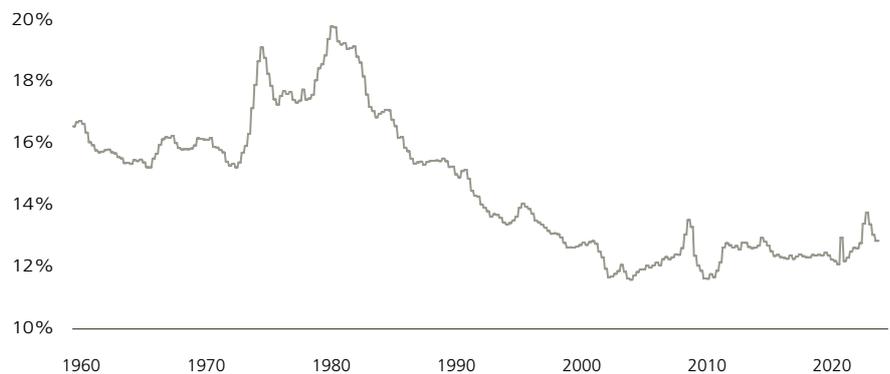
た。インフレ率も名目賃金の伸びも強く、過去6カ月間の財政政策が再び拡張に転じたことなどだ。財政政策の結果、財政赤字は国内総生産(GDP)比6%に拡大した。

第2に、経済がサービス業主体へと移る影響を市場は過小評価していた可能性がある。サービス業は今や米GDPの81%を占める。多くのサービス業は、さほど設備投資を必要とせず、在庫もほとんど、あるいはまったく抱えていない。GDPに占める在庫の割合は1980年以降40%低下した。これは、設備投資と在庫の変動が、以前ほど景気変動に影響を及ぼさなくなっていることを示している。

図表 2

### 米国経済における在庫の影響は構造的に低下

非金融法人企業の在庫(対GDP比、%)



出所:ブルームバーグ、UBS (2023年7月現在)

第3に、量的緩和策と新型コロナ禍で講じた景気刺激策の効果で市場には資金が潤沢にあるため、利上げや米中堅銀行の破綻も資金繰りに深刻な影響を及ぼさなかったことだ。全米自営業者連合(NFIB)が中小企業を対象に行った最新調査によると、必要とする金額を借りられないと回答した企業はわずか2%だった。シリコンバレーの銀行破綻を受けて減少していたハイイールド社債の起債も再開した。5月の発行額は約220億米ドル、6月の発行額は120億米ドルと、3月の40億米ドルから大きく増加した。

### 予想される今後の展開は？

足元の経済成長モメンタムは強く、直ちに景気後退が始まるとは考えにくい。

足元の経済成長モメンタムは強く、直ちに景気後退が始まるとは考えにくい。また雇用市場も逼迫していることから消費者信頼感は今後も高い水準が続く見通しであり、深刻な景気後退に陥る可能性は後退している。

しかし、これまで実施してきた金融引き締め政策の効果が現れるまでにはタイムラグがあり、実際に効果が現れるのか、現れるとすればいつか、そしてどの程度なのかについては不確実性が残る。

リスクは主に2つある。

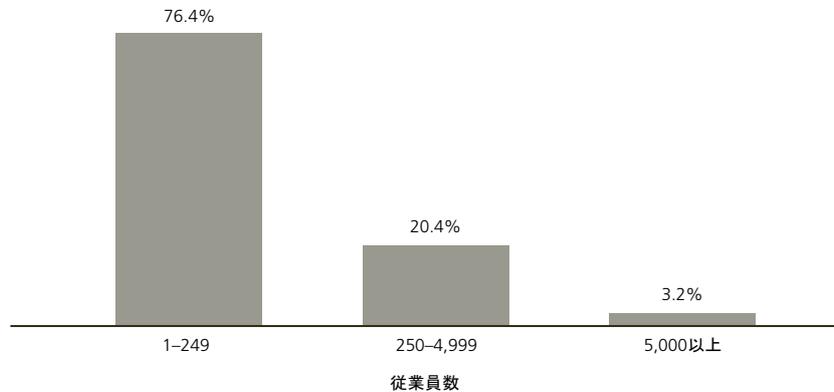
第1に、金利の上昇が徐々に家計・財務に影響するようになれば、消費者も企業も支出、雇用、投資を抑える可能性があることだ。

消費者にとっては、住宅ローンは非常に長期にわたる傾向があるが、自動車ローンやクレジットカードの金利は短期で変動する。また銀行の預金金利が上昇しているため、支出よりも貯蓄の魅力が高まっている。

図表3

### 信用引き締めが人手不足にある多くの中小企業への負担になるだろう

企業規模(従業員数)別求人数(米労働統計局(BLS)の推定、2023年5月)



出所:ブルームバーグ、UBS (2023年7月現在)

企業にとっては、計5%に上る政策金利の引き上げと銀行の融資基準の引き締めにより、企業が支払う金利は利上げ開始前よりかなり増えている。また、人手不足に陥っているのは大半が中小企業であるため、徐々に雇用の逼迫も緩和されるだろう。

FRBの政策ミスリスクは残る。

第2に、FRBはここ数カ月の経済指標の内容を歓迎しているようだが、政策ミスリスクは残る。

今後発表されるコア・インフレ率が目標を優に上回っている間は、FRBが利下げを検討するのは難しいだろう。しかし、これまでに実施してきた金融引き締めの遅行効果をFRBが過小評価し、長期に亘り高金利を継続した場合、景気後退に陥るリスクがある。

#### 投資家への影響は？

経済の底堅さを示すデータを受け、FRBがソフトランディングに成功する可能性が高まっているが、これまでにやってきた利上げが及ぼす遅行効果が現れるタイミングや程度は不確実だ。以上を勘案し、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、投資家が経済成長リスクに注目した場合にキャピタルゲインが期待できる高クオリティ債を選好する。

#### インフレ率はなぜ高止まりしているのか？

総合インフレ率は今年低下している。

2023年の年初の時点では、インフレ率は低下するというのがコンセンサス予想で、その見方は正しかった。米国では、消費者物価指数(CPI)総合値のインフレ率が昨年6月に9.1%でピークをつけてから3%まで低下した。ユーロ圏のインフレ率は、昨年10月の10.6%から5.5%まで減速した。

だが、総合インフレ率は低下しているものの、コア・インフレ率は予想以上に下がりにくい状態が続いている。米国ではピークの6.6%から4.8%、ユーロ圏では5.7%から5.4%までしか下がっていない。

賃金の伸びがコア・インフレ率の高止まりに寄与してきた。

### 何が起きたのか？

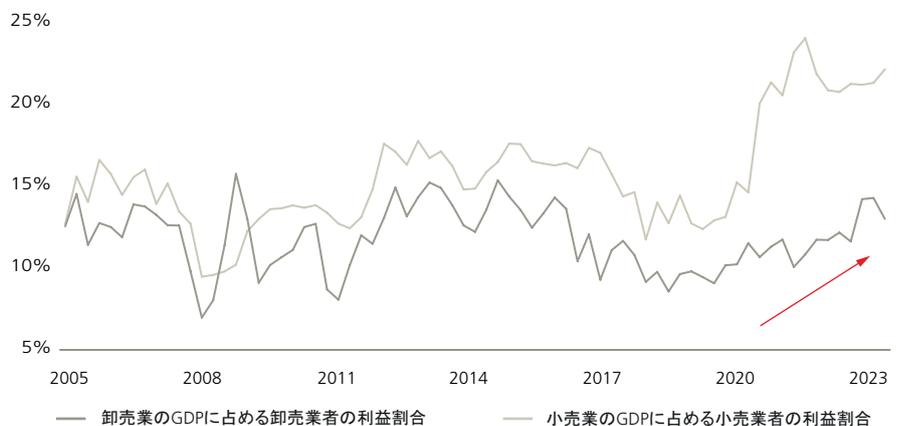
第1に、米国経済の需要が予想以上に底堅く、しかも潜在能力以上に供給しているという現状が、価格上昇圧力を生み出し続けている。その影響は特に労働市場に明確に現れている。米国では、6月の平均時給は前年比で4.4%上昇したが、ユーロ圏の上昇率はユーロ導入以来最も高い水準まで上昇した。

第2に、一部の企業では自社の利益率を守るか伸ばすために値上げを行っており、企業の利益追求が牽引するインフレの波が価格上昇圧力を高めている。米国では、小売業者の利益が小売業のGDPに占める割合が2023年1-3月期(第1四半期)には22%へと、2022年第1四半期から1.4ポイント上昇した。

図表 4

### 利益を伸ばすために値上げをする企業が持続的なインフレに寄与している

卸売業のGDPに占める卸売業者の利益割合、および小売業のGDPに占める小売業者の利益割合(単位、%)



出所: Haver, UBS (2023年7月現在)

第3に、消費者の嗜好の変化が一定の役割を果たしている。例えば、消費者は休暇関連の支出は値上がりしても減らしたがるようだ。

### 予想される今後の展開は？

米国の6月のCPIデータはインフレ率のさらなる鈍化を示した。

米国の6月のCPIデータはインフレ率の低下を示した。供給側の障害は緩和し、生産者レベルでのインフレ圧力は低下した。直近のデータは、CPIの住居費(家賃・帰属家賃)が今後鈍化することを示唆している。

FRBは政策決定にあたってデータを重視しているため、インフレ率が急速に低下し続ければ、利上げサイクルを早く終了する余地が広がるだろう。ただ、今のところインフレ問題が解決したと言える段階には至っていないだろう。コア・インフレ率はFRBの目標である2%を優に上回っており、年末も目標水準を上回る状況とみている。労働市場も引き締まっているため賃金の伸びはインフレ率2%に見合う水準まですぐに下がりそうになく、底堅い消費支出も物価を支える可能性がある。

欧州よりも米国のインフレ減速が進んでいるため、我々は米ドル安が進むと予想する。

### 投資家への影響は？

世界的にインフレ率が着実に後退している状況下では、米ドル安が進むと考えられる。価格上昇圧力の緩和が欧州よりも米国の方で早く進行しているからだ。欧州における消費者保護のためのエネルギー補助金の影響もあり、インフレ率上昇のペースは欧州の方が米国よりも遅かったが、低下ペースも遅いだろう。その結果、米国との金利差が縮小し、米国よりも欧州で利回りを追求する投資家が増えるだろう。よって、ユーロ/米ドルは、現在の1ユーロ=1.11米ドルから2024年6月には1.18米ドルまで上昇すると予想する。

### 中国はなぜ景気が低迷しているのか？

昨年12月に中国政府が突然ゼロコロナ政策を撤回したことを受けて、2023年は消費主導で経済成長が急回復するとの期待が高まった。たしかに、中国のGDP成長率は、ゼロコロナ脱却当初は大きく持ち直した。だが、足元の指標からは、景気回復の勢いが鈍化している状況がうかがえる。中国の5月の小売売上高は前年同月比12.7%増となり、市場予想を下回るとともに、4月の同18.4%増からも伸びが鈍化した。また、1~5月の固定資産投資は前年同期比4.0%増となり、1~4月の同4.7%増から増加幅が縮小した。

家計は支出よりも貯蓄を優先している。

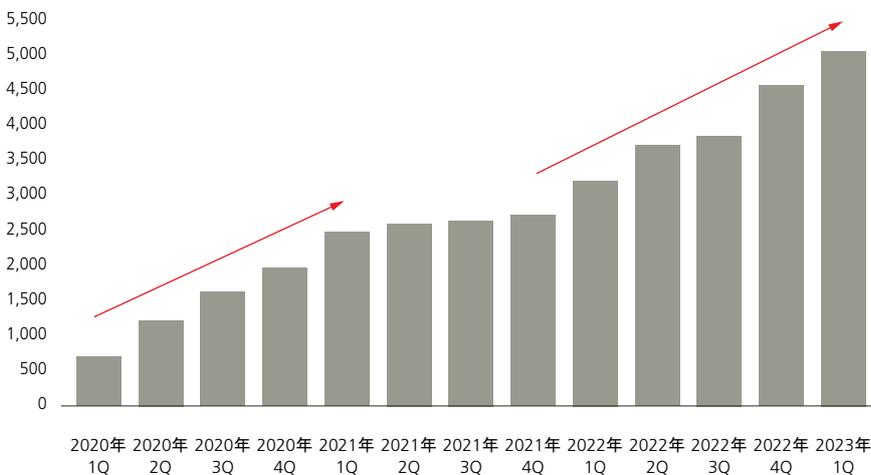
不動産価格が低迷し、所得も伸び悩むなか、消費者は予想以上に支出に慎重になり、支出よりも貯蓄への意識が高まっている。家計の累計過剰貯蓄は1-3月期(第1四半期)には11%上昇した。先進諸国とは異なり、中国政府がパンデミック禍において現金給付や補助金などの経済対策に消極的だったことも背景にある。

一方、不動産市況の低迷により不動産開発投資の伸びも鈍化している。政策支援がないなか、開発企業が土地の買付や建築着工を手控えていることが背景にある。政府は、常套手段である巨額の金融支援を差し控えており、年初来の累計新規住宅着工面積は、前年同期比で23%減少している。

図表 5

### 民間部門のセンチメントの悪化は、高水準の予備的貯蓄にも現れている

中国国家計の累積過剰貯蓄額の推移(単位:10億人民元)、四半期ベース



出所:CEIC、WIND、NBS、UBS (2023年7月現在)

予想される今後の展開は？

政府による追加刺激策の投入を予想する。

中国当局は今後、追加の景気刺激策を打ち出すものと予想する。利下げによる金融緩和は継続されるとみられるが、景気への影響が大きいのは財政出動の方だろう。インフラ投資による景気刺激策として、中国政府は昨年発表した大型の政策支援を延長すると見込まれ、これが不動産投資の低迷をある程度補完するだろう。消費喚起策も、電気自動車(EV)や家電製品などの高額製品の購入支援など、セクター別に継続される見通しである。

こうした景気のコト入れ策により、市場心理と雇用状況は改善に向かい、消費回復のすそ野が広がるものと見込まれる。住宅ローン金利の引き下げや住宅購入制限の緩和といった支援策も、不動産市場の安定に寄与するとみられる。これらの景気刺激策を下支えに、2023年のGDP成長率は5~5.5%程度と我々は予想している。7月に予定されている共産党中央政治局会議で追加の刺激策が発表される可能性があり、内容に注目したい。

投資家への影響は？

政策支援の効果で企業業績は上向き見込み。

中国当局の金融・財政刺激策はGDP成長率を下支えし、新興国市場の企業業績改善につながると予想する。MSCI中国指数の業績予想リビジョン・インデックス(上方修正された銘柄の比率から下方修正された銘柄の比率を差し引いた数値)は5月にプラス圏に浮上しており、今年の増益率は14%と我々は見込んでいます。MSCI中国指数の予想株価収益率(PER)は9.3倍と、昨年10月の暴落時に付けた底値をわずかに16%程度上回る水準で、株価バリュエーションも依然として割安である。一方、イエレン米財務長官の訪中による両国の対話再開で、当面は米中関係の悪化に歯止めがかかると予想される。ただし、先端技術をめぐる対立は今後も続く可能性が高い。

シナリオ別の市場見通し(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	821	900 (+10%)	770 (-6%)	670 (-18%)
S&P500種株価指数	4,472	4,800 (+7%)	4,100 (-8%)	3,500 (-22%)
ユーロ・ストック50指数	4,360	4,900 (+12%)	4,250 (-3%)	3,650 (-16%)
スイス株価指数(SMI)	11,019	12,800 (+16%)	12,000 (+9%)	9,800 (-11%)
MSCI新興国指数	1,006	1,150 (+14%)	1,050 (+4%)	800 (-20%)
米国10年国債利回り	3.86%	4.25%	3.25%	2.25%
米国10年国債ブレイクイーブン利回り	2.28%	3%	2.25%	1.5%
米国ハイイールド債スプレッド**	395bps	400bps	550bps	850bps
米国投資適格債スプレッド**	109bps	80bps	120bps	200bps
ユーロ/米ドル	1.11	1.20 (+8%)	1.14 (+2%)	1.05 (-6%)
コモディティ(CMCIコンポジット)	1,787	2,000 (+12%)	1,900 (+6%)	1,600 (-10%)
金(gold)***	1,957米ドル/オンス	1,800-1,900米ドル/オンス (-5%)	2,100米ドル/オンス (+7%)	2,300-2,400米ドル/オンス (+20%)

\* スポット価格は2023年7月12日の終値。MSCIオール・カントリー・ワールド指数の構成国のうち先進国は現地通貨建てです。MSCI新興国指数は米ドル建てです。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、ビッド/オファー・スプレッドが拡大してレンジが大きくなる傾向があります。

\*\*\* 金は安全資産とされており、株式などリスク資産の下落時には上昇し、リスク資産の上昇時には下落する傾向があります。

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7月現在

以上を踏まえ、グローバル戦略において、新興国株式のオーバーウェイトを維持する。中国株式はMSCI新興国指数の約3割を占めており、同指数については年末までに10%台前半程度の上昇余地を見込んでいる。中国株式の中では、景気回復の恩恵を受ける銘柄・セクターと、高配当のディフェンシブ・セクターをバランスよく組み合わせる「バーベル戦略」を勧める。また、競争優位性を持つインターネット関連企業にも投資妙味がある。

## Message In Focus – トップ投資アイデア

### 高クオリティ債に投資する

金利がピークに近づく中で流動性を管理  
高クオリティ債(高格付債、投資適格債、  
サステナブル債)で利回りを確定  
一部の金融機関のシニア債  
債券のアクティブ運用

予想外に堅調な経済データを背景に、FRBが物価の安定、完全雇用、金融システムの安定といった目標の間で政策のバランスを図るなか、債券利回りの上昇は投資家にとって高利回りを確定させる機会をもたらしている。我々は、高格付債(国債)、投資適格債、サステナブル債、一部の金融機関のシニア債に投資機会があるとみている。債券ポートフォリオのアクティブ運用で、これらの投資機会を十分に活用することができるだろう。

### 分散された安定的インカム収入獲得を狙う

新興国債  
高クオリティ・高配当株式  
スイスの安定配当株  
米国優先証券

安定的なインカム収入の獲得は、高クオリティ債以外でも可能だ。相対的にリスクは高まるが、新興国債も選択肢になる。高クオリティ・高配当株式(伝統的資産クラスやサステナブル資産、地域ではスイスとアジア)や、米国優先証券を組み入れた分散されたインカム・ポートフォリオも魅力的だ。

### 出遅れ株に注目する

米国株式に対し、新興国株式や一部のスイス・  
欧州株式の比率を高める  
米国株式の指数では時価総額加重平均よりも  
均等加重平均を選好(テクノロジー銘柄とその他  
銘柄を区別)  
グロース株に対し、バリュー株の比率を高める

最近の株価上昇の牽引役はごく少数の銘柄に集中しており、直近で株価が大きく上昇した銘柄の一部には割高感が見られるため、今後はこうした先導株と出遅れ株との格差が縮まっていくと予想する。投資家には、新興国株、ディフェンシブ株、バリュー株といった出遅れ株の比率を高めるリバランスを勧める。

### 米ドル下落に備えたポジションをとる

米ドル以外の通貨に分散  
金(gold)を保有

米ドルとその他の通貨との金利差が縮小し、今後数カ月で米ドルの下落基調が再開すると予想する。よって米ドルに対し円、ユーロ、英ポンド、スイス・フランを選好する。金も過去最高値を更新すると予想する。

### オルタナティブ資産でポートフォリオを分散する

ヘッジファンド(ディスクレショナリー・マクロ戦  
略、低ネットポジションの株式戦略、債券、  
マルチ戦略)  
プライベート・エクイティ(バリュー志向のバイア  
ウト、セカンダリー市場)  
プライベート不動産、プライベート・クレジットへ  
の投資継続

伝統的な資産クラスで構成されているポートフォリオにオルタナティブ(代替)資産を組み入れることで、ポートフォリオのバランスを図ることを勧める。ヘッジファンドへの投資によって、経済の先行きが不透明な時期の相場の混乱を上手く乗り越えるだけでなく、それを活用することもできる。また、プライベート市場には、プライベート・エクイティ、プライベート・クレジット、不動産といった、長期的にインカム収入を獲得し、資産を成長させる様々な投資機会があると考える。

### インフラストラクチャーに投資する

インフラストラクチャー(グリーンテックを含む)  
オートメーションやロボティクスを含む資本財  
セクター

米欧では、インフラ設備刷新や脱炭素促進関連分野は膨大な政策支援に支えられた2大長期成長分野であり、この分野の支出計画は高インフレや今後予想される景気減速の影響は受けにくい。こうした状況は引き続き短期的にグローバル資本財セクターの追い風となるだろう。また、インフラとグリーンテックへの長期的資産配分もこうした環境に適していると考えられる。インフラ関連資産は、インフレ連動型の長期契約で運用されていることが多い。

### サステナブル資産に投資する

サステナブル債  
サステナブル投資テーマの株式:  
ESGリーダー、再生エネルギー、水不足  
サステナブル・ヘッジファンド  
プライベート市場におけるインパクト投資

グリーン投資、脱炭素への取り組み、消費者心理、環境規制を追い風に、サステナブル投資はさらに拡大するだろう。具体的には、サステナブル債、環境・社会・ガバナンス(ESG)リーダー、エネルギーや水資源の効率的利用など、より少ない資源でより多くの成果を実現する、革新的な企業を選好する。また、ヘッジファンドやプライベート市場を通じて行う、健康、気候等のサステナブル・テーマ投資にも投資妙味が見出せる。

## シナリオと投資見通し

今後6カ月において、3つのシナリオを想定している。

今後6カ月における経済と市場の展開について、3つのシナリオを以下に示す。

- 楽観シナリオでは、先進国のインフレ率は目標を上回る水準での推移が続くが、景気は利上げに対して引き続き底堅さを示す。一方、中国では、政府が大規模な景気刺激策を打ち出し、成長の再加速を促す。こうしたシナリオの下で、株式は景気に敏感なセクターや市場に牽引されて上昇を続けると想定する。このシナリオの実現確率は20%とみている。
- 基本シナリオでは、インフレ率が徐々に低下し、各中央銀行は年内は政策金利を現行の高水準で据え置く。これに遅れて経済成長にもマイナスの影響が及び、米国のGDP成長率は、2024年初旬にはゼロ%前後にまで低下する。中国政府は的を絞った景気対策で成長鈍化に対応し、成長率は5~5.5%程度になる。こうしたシナリオ下では、株価のさらなる上昇は見込みにくい、投資家が利下げを予想し始めるに伴い、債券の魅力は相対的に高まると考える。このシナリオの実現確率は50%とみている。
- 悲観シナリオでは、先進国の経済成長が足元で底堅さを示しているのは、利上げの影響が実体経済に波及するには時間がかかるからに過ぎないとみている。これまでに実施してきた利上げの影響が顕在化し始めれば、インフレ率と成長率はともに急激に低下する。一方、中国では、政府の景気刺激策が不十分で、景気の減速が続く。こうしたシナリオ下では、金融安定の二次的影響をめぐる投資家の懸念から株価が下落する一方、中央銀行の将来の利下げを市場が織り込み始めて、債券価格は上昇すると考える。このシナリオの実現確率は30%とみている。

**株式:** 上記のシナリオから考えられる株式相場のレンジは広い。加えて、ごく少数の銘柄が米国の株価指数(時価総額加重平均型)の上昇を牽引していることから、個別銘柄要因の影響がこれまでよりも強まる可能性が高い。

我々は出遅れ株に注目している。バリュエーションが割安なうえ、個別銘柄要因がリターンに与える影響はさほど大きくないと考えられるからだ。具体的には、新興国株、グローバルの生活必需品および資本財をオーバーウェイトとしている。また、米国株のベンチマーク指数としては、時価総額加重平均型よりも均等加重平均型を勧める。

**債券:** 資産クラスとして債券を引き続きオーバーウェイトとしている。最近の利回り上昇局面は、高クオリティ債の利回りを確定する好機だと考える。具体的には、高格付債(国債)と投資適格債を勧める。オールイン利回りが高い点に加え、景気悪化リスクが高まれば、株式よりも高いパフォーマンスが期待できるからだ。リスクの高いセグメントの中では、新興国債を勧める。

通貨では、ユーロと円をオーバーウェイトとする。

**通貨:** 我々は米ドルをアンダーウェイトとし、ユーロと円をオーバーウェイトとする。インフレ率は欧州や英国よりも米国の方が低下ペースが速いため、FRBは他の中銀よりも早期に利下げの検討に入る可能性が高い。一方、欧州では物価上昇が根強いことから、欧州中央銀行(ECB)は金融引き締め姿勢を維持する算が大きく、金利上昇からユーロを買う動きが強まるだろう。さらに、先行きの景気減速懸念もユーロにはすでに織り込まれているとみられ、改善傾向にあるユーロ圏の貿易収支もユーロの押し上げ要因となるだろう。

コモディティ全般に対しては中立だが、原油と金(gold)は引き続きオーバーウェイトとする。

一方、対米ドルで円安が進んでいたドル円相場は、日銀による為替介入が警戒されたことや、6月の米国CPIが鈍化したことなどを要因に、足元でやや円高に転じている。景気回復の進展と円安の悪影響懸念を受けて、日銀が年後半に現行の超緩和政策の修正に踏み切れれば、円高はさらに進むと考える。

**コモディティ:**コモディティ全体の指数はリスクとリターンのバランスが取れている。中国の成長が予想以上に弱いことから、産業用金属の需要減退懸念は依然として高い。とは言え、長期的な需要喚起要因(脱炭素社会への移行など)が長期にわたり需要を下支えするとみられるほか、エネルギー分野においては、供給抑制により在庫は構造的に低水準で推移している。

コモディティの中では、引き続き原油と金をオーバーウェイトとする。原油市場は年後半には需給がさらに引き締まるとみられ、ブレント原油価格は年末までに1バレル当たり90米ドルまで上昇すると予想している。金は米ドルの下落再開で価格が上昇するとみられ、また、ポートフォリオの分散やインフレ・ヘッジの手段としても有効だ。



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 Group AG (「UBS Group」)傘下のUBS Switzerland AG(スイスのFINMAの規制対象)またはその関連会社(「UBS」)の事業部門であるUBSチーフ・インベストメント・オフィス(CIO)・グローバル・ウェルス・マネジメント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。UBS GroupにはCredit Suisse AG、およびその子会社、支店、関連会社が含まれます。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。

UBS Group内の様々な部門、グループ、人員は相互に独立して別個のリサーチ資料を作成・配布することがあります。CIOが発行するリサーチレポートはUBS Global Wealth Managementが作成しています。UBS Global ResearchはUBS Investment Bankが作成しています。Credit Suisse Wealth Management ResearchはCredit Suisse Wealth Managementが作成しています。Credit Suisse Securities ResearchはCredit SuisseのInvestment Banking Division内のSecurities Research部門が作成しています。投資推奨、投資期間、モデルの想定、バリュエーション算出方法などのリサーチ手法と格付けシステムはリサーチ組織ごとに異なることがあります。よって、一部の経済予測(UBS CIOとUBS Global Researchの共同作成によるもの)を除いては、投資推奨、格付け、価格見通し、バリュエーションは各個別のリサーチ組織間で異なる、または矛盾する場合があります。各リサーチ資料のリサーチ方法や格付け制度の詳細については各リサーチ資料をご参照下さい。すべてのお客様が各組織が発行するすべての資料を入手できるわけではありません。各リサーチ資料は作成した組織の方針および手順に則っています。本レポートを作成したアナリストの報酬はリサーチ・マネジメントおよびシニア・マネジメントのみによって決定されます。アナリストの報酬は投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門の収益に基づきませんが、報酬は、投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門を含むUBS Group全体の収益と関係することがあります。

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もありません。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 Group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ウェルズ・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、本レポートを転載・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ウェルズ・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