

UBS House View

Monthly Letter | 2023年8月17日 | Chief Investment Office GWM, Investment Research

景気後退リスクは低下

我々は、米国は向こう12カ月での景気後退を回避できるとの確信を強めている。

業績見通しも改善

米国企業は予想を上回る利益を上げ、良好な業績見通しを示している。

出遅れ株を探る

株式の見通しは改善しているが、我々は市場の出遅れ株に注目する。

資産配分

株式をアンダーウェイトから中立に引き上げる。債券は引き続きオーバーウェイトとする。ただし、新興国債券は中立に引き下げる。



Mark Haefele

Chief Investment Officer
Global Wealth Management

象が踊る時

昔、賢い同僚がこんな格言を教えてくれた。「象が踊ると、ネズミが不安になる」

昨年、主要中央銀行は、金融政策というダンスフロアで、近年とはまったく異なる踊りを繰り広げた。過去40年、市場に流動性を大量供給するためには利下げを実施し、必要な手段は何であれ講じてきた米連邦準備理事会 (FRB) を始めとする主要中銀は一転、過去最速ペースとなる利上げサイクルを開始した。債券価格は急落し、利回りはおよそ10年ぶりの高水準に急騰した。米国の住宅ローン金利も3倍近くに跳ね上がり、上昇率は過去最大を記録した。

市場を大きく揺さぶる政策転換を受け、我々は利回りの急上昇を利用する戦略をとった。中央銀行のこの数十年ぶりの政策大転換が成長とインフレに及ぼす影響をより明確に見極められるようになるまで、我々は安全性の高い投資適格社債とリスクの高い新興国債券の双方から、インカム(金利)収入の獲得を目指した。FRBの利上げの影響によって起き得た、実際に起きた、または今後起こり得る「未知の未知(想定外を想定できないこと)」を見越して、前半には、企業利益の低迷と実質賃金の低下という、少なくとも2つの深刻なリスクを我々は想定した。

振り返ってみると、象たちが踊った結果、踏み潰されて犠牲となった者もいた。主要な株価指数も夏場は低調が続いた。だが、概して我々は、中央銀行の利上げによる世界経済へのリスクを過大評価し、株式に対して悲観的過ぎた。債券は数十年ぶりの安値に下落したため、極めて買いやすい水準となった。結果として、我々の債券と通貨の投資戦略はプラスのリターンを上げたが、株式への配分比率を高めておけば、パフォーマンスはさらに高まっただろう。企業業績は我々が懸念していたほど低下することはなく、予想を上回る堅調な経済指標と人工知能(AI)をめぐる強気見通しが株価バリュエーションを押し上げた。

本稿はUBS AGが作成した“Monthly Letter: When elephants dance”(2023年8月17日付)を翻訳・編集した日本語版として2023年8月24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。



米国では企業の業績見通しが改善しつつあり、実質賃金も再び上向いていることから、我々は利上げにより米国が向こう12カ月で景気後退に陥ることはないとの確信を強めている。中国の成長は予想以上に低迷しているが、世界の経済情勢を変えるほど深刻ではなく、むしろ先進諸国のインフレを減速させる一助になりうる。

株式を中立に引き上げ、債券は引き続きオーバーウェイトとする。

全体として、株式のリスク・リワード(リスクに見合ったリターン)が改善されたとみていることから、今月は株式をアンダーウェイトから中立に引き上げる。債券は引き続きオーバーウェイトとするが、株式に対する相対的なオーバーウェイト幅を従来に比べて縮小する。また、クレジット・スプレッドが縮小したため、新興国債券をオーバーウェイトから中立に引き下げる。通貨については、米ドルを引き続きアンダーウェイトとする一方、ユーロ上昇の可能性はさらに高まったとみている。

S&P500種株価指数は直近高値から4%下落、ナスダック総合指数は6%下落したものの、主要株式指数には依然割高感がみられ、この先予想される株式相場のレンジも依然として広い。株式市場への再エントリーを目指す投資家には、出遅れた銘柄、セクター、および地域に注目することを勧める。一方、債券については、高クオリティ債に注目したい。

中央銀行の象たちは依然踊りを続けているが、短中期的に世界経済を踏みつける可能性は低下したとみられる。

ここから想定できるシナリオ

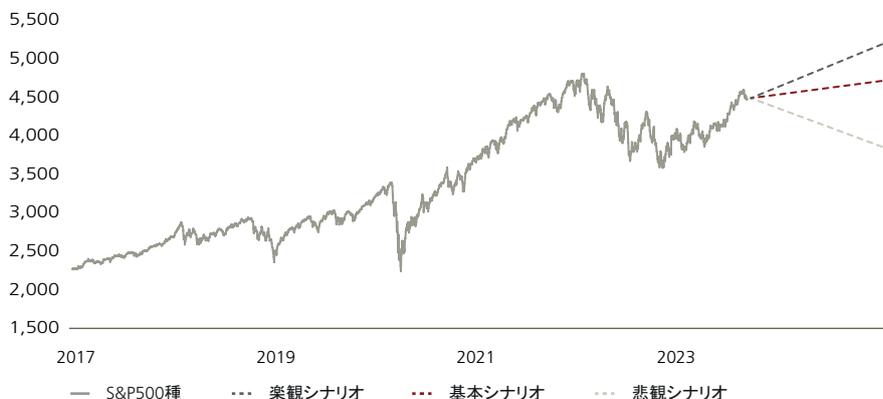
シナリオを策定することは、頑強なポートフォリオを構築するのに役立つ。

株式市場は昨年11月に我々が設定した楽観シナリオにほぼ沿った水準で取引されている。本レターでは、今後1年で想定されるシナリオについての最新の見解を述べる。我々はシナリオを策定することを通じて、データを重視し、予期せぬ出来事に対し想像力を失うことなく、頑強なポートフォリオを構築することができる。

図表1

S&P500種株価指数の実現可能なシナリオ

S&P500種株価指数の推移、CIOの予想値および2024年6月末までのシナリオ(点線)



出所:ブルームバーグ、UBS (2023年8月現在)

	楽観シナリオ	基本シナリオ	悲観シナリオ	
	現在	Brave new world 「素晴らしい新世界」	ソフトィッシュ・ ランディング	ハード・ ランディング
S&P500種株価指数	4,406	5,200	4,700	3,500
米10年国債利回り(%)	4.31	3.75	3.00	2.00
株式リスク・プレミアム (益利回り、bp)	110	125	220	400
12カ月予想株価収益率 (PER、倍)	19	20	19	16.5
予想1株当たり利益(EPS、米ドル)	237	260	245	210

出所: UBS、予想値はいずれも2024年6月末

FRBが景気後退を招くことなくインフレを沈静化できる証拠が積み上がっている。

基本シナリオ: ソフトィッシュ・ランディング 債券価格は上昇、株価はやや上昇
インフレ率はFRBがこれ以上利上げをする必要がない水準まで低下し、これまでに525ベースポイント(bp)の利上げが実施されたにもかかわらず、米国経済は目先の景気後退を避けられるほど強いとの証拠がここ数カ月の間に積み上がってきた。

最新データによると、7月の消費者物価指数(CPI)の総合指数でみたインフレ率は前年同月比3.2%で、エネルギーと食品を除くコア・インフレ率は前月比で0.2%だった。賃金上昇圧力も全般的に後退した。賃金上昇の包括的な指標とされる雇用コスト指数は2年ぶりの低水準を記録している。これは、労働組合組織率が比較的高い一部の業界で賃上げの報道がなされている中での実績である。

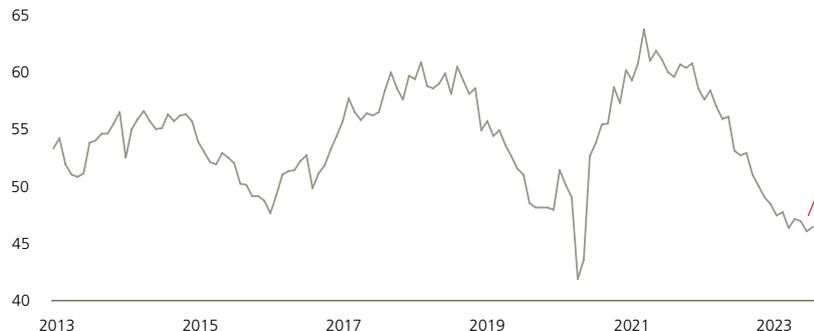
米国で金利感応度の高いセクターはしっかりと持ちこたえている。

一方、米国の4-6月期(第2四半期)の国内総生産(GDP)成長率は、年率換算で前期比2.4%と、第1四半期の2%から加速した。住宅や自動車など、従来から金利感応度の高いセクターは、幅広くしっかりと持ちこたえている。消費者信頼感指数や、米供給管理協会(ISM)製造業景気指数など、一部の先行指標は底打ちもしくは上向き始めている。これらの指標はすべてソフトィッシュ・ランディング(揺れを伴う軟着陸)という我々の基本シナリオを裏付けており、今年は景気後退に陥ることなくインフレ率がFRBの目標圏内に近づいていくとみている。

図表2

基本シナリオ: 製造業の景況感は底打ちをしている模様

米国製造業の景況感を示す指数、数値が50を超えると活動の拡大を示す。



出所: ブルームバーグ、UBS (2023年8月現在)

FRBが利上げを暫く続け、米国の経済成長率が低下して長期トレンドを下回る可能性もある。

確かに、このソフティッシュ・ランディングという基本シナリオは「ゴルドロック」、つまり適温経済シナリオとはいえない。コア・インフレ率は前年比ベースではまだ高く、労働市場も引き続きひっ迫し、失業率は50年来の低水準に近い3.5%にある。これは、FRBが政策金利を少なくとも年内は高水準で維持する可能性が高いことを意味していることから、米国の経済成長率は潜在成長率を下回る水準まで低下すると我々は予想する。金利の上昇は我々の予想ほどは経済に影響を与えないかもしれないが、影響が全くないわけではない。

FRBの予測によると、インフレ率が2%の目標値近辺に下がるまでは利下げを実施しない模様であり、実施する場合でも、2024年の利下げ幅は100bpを超えないと我々はみている。

投資家にとって何を意味するのか？

S&P500企業の増益率は、2024年に9%まで加速するだろう。

米国経済がソフティッシュ・ランディングすれば企業利益は伸び、デジタル広告、クラウド・コンピューティング、資本市場、および財の消費などの分野で改善もたらされると我々は考える。第2四半期決算発表を行った企業は、第3四半期についても業績見通しは良好で、同四半期の見通しは低調という例年のパターンは破られそうだ。全体として、2024年の1株当たり利益(EPS)は9%増と、今年の0%から改善すると我々はみている。

基本シナリオのバリュエーションは、現在に近い水準を維持すると予想する。市場のグロス・セグメントの一部の株価収益率(PER)は高く見えるが、これが我々の予想通り低下したとしても、実質金利と債券利回りの低下に伴う他のセクターのバリュエーション拡大により相殺されると考える。2024年と2025年にかけてFRBが利下げを行うと市場が予想し始めるなか、米10年国債利回りは現在4.3%前後を推移しているが、2024年6月までには3%へと低下すると我々はみている。

基本シナリオでは、2024年6月末までに債券のトータルリターンが米国株式のリターンを超える。

概して基本シナリオでは、株価は今後6カ月から12カ月間で変動はあるものの、やや上昇する程度と想定している。2024年6月末におけるS&P500種株価指数の予想値は4,700で、今日の水準からのトータルリターンは7~8%と見込んでいる。このシナリオでは、債券は株式よりもボラティリティ(変動率)が低く、やや高いリターンをもたらすと予想する。特に高格付国債と投資適格債の同じ期間でのトータルリターンは10%とみている。したがって、我々は株式よりも債券を引き続き選好する。

我々はこのシナリオの実現確率を60%とみている。

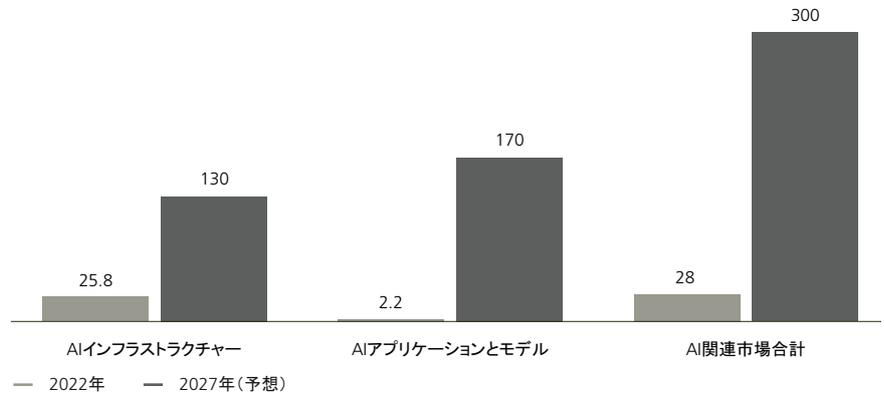
楽観シナリオ: Brave new world「素晴らしい新世界」— 株価が急騰し、債券リターンはやや上昇

株式相場は年初来で17%上昇したため、ここからの大幅上昇は想像しにくい。だが、オプション市場は、S&P500種株価指数が来年6月末までに5,200ポイント以上に到達する確率をおよそ15%と織り込んでいる。

図表3

楽観シナリオ: AI関連市場の成長に伴い株式相場が更に上昇

AI関連市場は今後数年間で毎年61%拡大するとの我々の予想に基づく(単位: 10億米ドル)



出所: ブルームバーグ・インテリジェンス、UBSの予想(2023年7月現在)

楽観シナリオでは、AIが経済成長と企業業績を押し上げる可能性がある。

投資家が株式をこれまでよりも高値で購入する意欲を持つには、潜在成長率を上回る経済成長期に突入するか、あるいは企業の増益率が我々の基本シナリオで想定している9%を優に超えられるとの確信が強まる必要がある。AIはこのどちらも実現させられる可能性を持っている。

AIがもたらす次の3つの可能性について考える。

第1に、AIは短期的な投資を促進し、長期的な生産性も向上させることで、経済成長見通しを押し上げる可能性がある。

労働市場のひっ迫は、AIの導入意欲を高め、生産性の向上をもたらす可能性がある。

労働市場が依然としてかなりひっ迫している状況下、あらゆる業種の企業が、労働者数を増やさずに、これまでよりも多くのことをしようとするだろう。その結果、設備投資が拡大して生産性も向上し、経済成長を加速させる可能性がある。

第2に、AIの導入によって、企業収入への寄与度における設備など固定資本の割合が増える一方で、労働力の占める割合が減少する可能性がある。

AIによって従業員1人当たりの生産能力が向上することで、企業利益を伸ばすだけでなく、経済成長にも貢献する可能性がある。要するに、AIソフトウェアに投じられる資金や、AIによる人件費の節約の結果、経済全体に占める資本(企業の設備投資)の寄与度が、労働(賃金)よりも増加することになる。

そして第3に、AIの利用により、大手上場企業が未上場が多い中小企業よりも市場シェアを拡大する可能性がある。

AI関連の利益の多くを大手上場企業が得る可能性がある。

AIの運用は資本集約的で、かつ複雑であるため、巨大ハイテク企業がAIサービスとAIハードウェアの主な供給者となる可能性が高い。プラットフォーム企業は数億人のユーザーを抱えているがゆえに、市場シェアを拡大できる非常に優位なポジションにいると言える。つまり、大手上場企業は中小企業よりも多くのAI関連利益を得ると考えられる。

これらの可能性が最終的に実現するのかについて、我々はまだ確信を持っていないが、状況が整えば、市場は今後数カ月で次第に確信を強めるかもしれない。これは、経済・金利に関する我々の基本シナリオよりも、むしろ株式市場の見通しに対する強い楽観論を支える可能性がある。

市場にとって何を意味するのか？

この楽観シナリオでは、AIの革新的な影響で経済成長率が上昇するとの強気の見通しが企業の業績見通しの上昇を支え、高いバリュエーションを維持し、また投資家は米国の名目GDP成長率見通しを当面5%近くに維持すると見込む。

楽観シナリオでは、S&P500種株価指数は来年6月末までに5,200に到達する可能性がある。

このシナリオでは、2023年におけるS&P500企業の実際の増益率が我々の基本シナリオより高かったとしても、2024年に12%の増益率を達成する可能性はある。企業業績の実績と見通しの改善に投資家が反応して、バリュエーションが現在よりいくぶん高まる可能性もある。そうなれば、2024年6月末のS&P500種株価指数は5,200に到達する可能性が見えてくる。

我々はこのシナリオの実現確率を20%とみている。

AIについての楽観論がこのシナリオの主なけん引役になり得るとしても、相場の上昇がハイテク・セクターだけの影響とは限らない点には留意する必要がある。

世界のハイテク市場の時価総額は合計で今年すでに6兆米ドル増加したが、AIによる生産性の向上から生じる収入増の恩恵を、各セクターがどの程度受けられるのかを見極めるのは時期尚早である。具体的には、ソフトウェアやサービスを提供する企業、ハードウェアを製造する企業、あるいはAIを駆使して売上増やコスト削減を図れる多種多様な企業が恩恵を受けると考える。

ハイテク株では、半導体とハードウェアよりもソフトウェアを選好する。

ハイテク・セクターでは、企業がAI技術を活用したアプリケーションの収益化を図るなか、ソフトウェアが次のハイテク・サイクルとAI需要の広がり波に最もうまく乗れるポジションにあると考える。我々のハイテク戦略でも、2023年にこれまで好調だった半導体とハードウェアから、ソフトウェアなどサイクル半ばの好況期に成長するセグメントへの切り替えを推奨している。

悲観シナリオ: 利上げの悪影響が響く— 債券価格は上昇、株価は急落

我々の悲観シナリオでは、米国経済のソフトランディング（軟着陸）という市場予想が最終的には楽観的過ぎることが明らかになる。

悲観シナリオ実現には2つのルートが考えられる。

悲観シナリオは、米国の景気後退か、米国インフレ率の高止まりによる更なる利上げが要因となり実現する可能性がある。

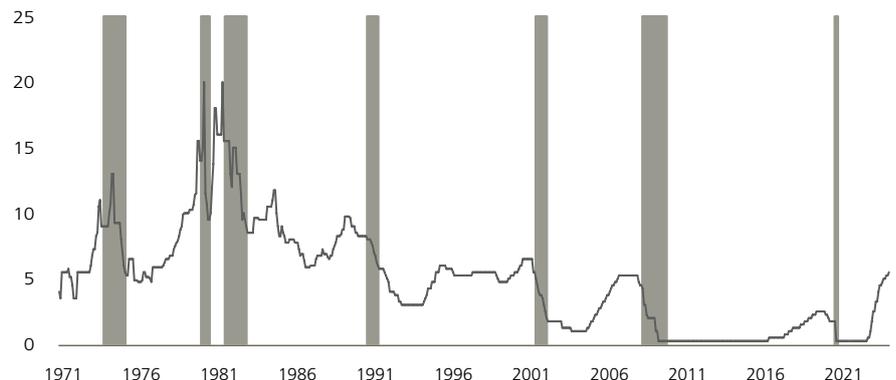
第1に、先進諸国経済は依然として好調であるが、これは利上げ効果が経済に浸透するのに時間がかかっている結果にすぎず、いずれ米国が景気後退に陥るといったものだ。金融引き締め政策は、このよくある時間差をいずれ埋めて、实体经济に影響を及ぼし、米経済を景気後退に追いやる可能性がある。

第2に、コア・インフレ率がFRBが中期目標としている2%を超えて高止まりが続き、その結果FRBは高金利をさらに長期間（2024年にかけて）維持するか、更なる利上げを実施するというものだ。FRBは2024年中の利下げ見通しを示しているため、これは市場の期待とFRB自身の予想に反することになる。

図表4

悲観シナリオ: 積極的な引き締めは景気後退の引き金に

フェデラルファンド金利(%), 灰色部分は米国の景気後退期を表す



出所: ブルームバーグ、UBS (2023年8月現在)

市場にとって何を意味するのか?

悲観シナリオでは、株式が高くオリティティ債やスイス・フランなどの安全資産をアンダーパフォームするだろう。

悲観シナリオでは、投資家が利上げによる金融安定性への二次的影響を考慮し、企業の利益予想を下方修正して高いリスク・プレミアムを求めることで、株価が大幅に下落すると予想する。投資家は安全資産を求め、市場は各中央銀行による景気刺激策としての迅速な利下げを織り込むため、高くオリティティ債はいずれ上昇するだろう。金 (gold)、スイス・フラン、日本円といった従来の安全資産も上昇する可能性が高い。

悲観シナリオでは、S&P500種株価指数は来年6月までに3,500まで下落する可能性がある。

悲観シナリオでは、S&P500種株価指数は2024年6月までに、足元の水準を20%超下回る3,500まで下落する可能性がある。要因として、現在の比較的割高なバリュエーションの修正と、S&P500企業の減益見通しが挙げられる。

利上げにもかかわらず経済データが引き続き堅調であることと、インフレ率が順調に低下し続けている点を考慮し、我々は悲観シナリオの実現確率を20%とみている。

強靱なポートフォリオを構築するには

市場の急速な変化を上手く乗り越え、且つ短期的なシナリオに備えるには、長年の実績のある投資方針に基づく強靱な長期ポートフォリオの構築が欠かせない。以下が強靱なポートフォリオの構築における重要なポイントになる。

第1に、自身の資産目標を明確にし、その目標に即したポートフォリオを構築することだ。運用期間が短期の場合、株式よりもキャッシュや債券の方が運用成果の確実性が高い。しかし、運用期間が長期の場合、株式の方がキャッシュや債券よりも優れたパフォーマンスを創出するとの確信が増す。短期、中期、長期の資産目標に即したポートフォリオを構築することにより、市場の予期せぬ変動が運用計画に悪影響を及ぼすリスクを低減することができる。UBS Wealth Wayは、短期、中期、長期の3つの期間別に、ポートフォリオを流動性戦略(Liquidity)、老後戦略(Longevity)、資産承継戦略(Legacy)*に分類するアプローチをとっている。

第2に、短期的な可能性に惑わされて長期資産計画から逸脱することのないようにすることだ。金融市場をめぐる短期

的な期待や懸念が長期資産目標に沿ったポートフォリオの構築を妨げてしまうことは少なくない。足元のバリュエーションをめぐる懸念や市場の大暴落への不安から長期株式投資計画を先送りすることや、今後の金利上昇期待からキャッシュ・ポートフォリオの利回りを最適化しないことは、今日最もよく散見される問題のうちの2つだ。短期的に利益を実現したり損失を回避したりしても、長期的な効果は小さい場合が多いことを覚えておきたい。

第3に、分散投資を維持することだ。ニュースを見れば、必ずと言ってよいほど何らかのセクターに注目が集まっており、そのセクターにもっと多く投資しておけばよかったと後悔したりするものだ。しかしその一方で、投資家に回復不能な損失をもたらさうる企業、セクター、国も、やはり必ずと言ってよいほど存在する。幅広い資産に分散投資した場合、成果が表れるまでに時間を要することが殆どだろう。しかし、資産の保全や安定した蓄積が目標であるならば、大きな損失を避ける最も確かな方法は分散投資だ。たとえ時には他から取り残される不安があったとしてもだ。

*時間軸は様々です。戦略はおお客様の目標・目的と適合性によって変わります。このアプローチは、資産構築あるいは何らかの投資利益の達成を約束または保証するものではありません。

投資見通し

株式のリスク・リワードのバランスは改善されたとみている。よって、株式を中立に引き上げる。

株式市場に再エントリーする投資家には、後れを取り戻す余地のある出遅れ株に注目することを勧める。

株式: 我々は株式のリスク・リワード(リスクに見合ったリターン)のバランスは改善されたとみている。よって、株式をアンダーウェイトから中立に引き上げる。前年比で増益率は第2四半期が谷であったとみられ、第3四半期の業績見通しは良好だ。以上を踏まえ、S&P500種株価指数の1株当たり利益(EPS)は、2023年は横ばい、2024年は9%増と予想する。基本シナリオでは、S&P500種株価指数は12月末に4,500、来年6月末には4,700に達するとみている。

株式のなかでは、バリュエーションが相対的に低く、後れを取り戻す余地のある出遅れ株に引き続き注目している。米国株式よりも新興国株式の方が上昇余地があるとみている。米国株価指数については、時価総額加重平均型よりも均等加重平均型を選好する。また今月はグローバル・エネルギー・セクターを中立からオーバーウェイトに引き上げた。エネルギー・セクターは今年出遅れていたが、景気の改善と原油市場の供給逼迫で原油価格はこの先下支えされるとみるからだ。グローバル生活必需品および資本財も引き続き選好する。

Message In Focus – トップ投資アイデア

金利のピーク期に流動性を管理する	先進国ではインフレ率が低下し中央銀行の目標値に近づくなか、金利はピークを迎えつつある。金利がいまだ魅力的な水準にあるなかで、投資家は保有キャッシュに対する利回りを最適化する方法を検討する必要があるだろう。我々は、一般的には今後2~5年の支出を賄うことができる流動性ポートフォリオの保有を勧める。定期預金、債券ラダーなどを組み入れることで利回りを最大限に利用し、流動性を管理する。2~5年超の資産形成については、長期分散投資を勧める。
高クオリティ債や多様なインカム収入源に投資する	経済指標が予想以上の堅調さを示すなか、債券利回りが上昇しており、足元の高利回りを長期にわたり確定させる機会を投資家にもたらしている。債券では、デュレーション(元本の平均回収期間)が5~10年の高格付債(国債)、投資適格債(一部の金融機関のシニア債を含む)、サステナブル債に投資機会があるとみている。インカム戦略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。
出遅れ株に注目する	グローバル株式については、全体的なリスク・リワード(リスクに見合ったリターン)が回復してきたことから、投資判断を中立に引き上げた。バリュエーションは割高だが先進国の経済指標は予想よりも堅調であり、また人工知能(AI)が市場の長期的な楽観材料となっている。今年の株式相場の上昇は一部の少数銘柄にけん引されたものであり、出遅れている銘柄、市場、セクターに投資妙味を見出している。米国株式については、時価総額加重平均よりも均等加重平均の株価指数を選好する。地域別では、新興国株式、特にインド株式を選好する。スタイル別では引き続きグロース株よりバリュー株を選好する。
米ドル下落に備えたポジションをとる	米ドルはここ数週間再び強んでいるが、バリュエーションが高いことやFRBの利上げのピークが近づきつつあることなどから、今後の上昇余地は限定的とみている。そのため米ドル保有比率の高い投資家においては、米ドルを上昇局面で売却して利益確定することを検討されたい。我々は米ドルに対しユーロを選好する。
オルタナティブ資産でポートフォリオを分散する	債券と株式で構成する伝統的な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を補完し、ポートフォリオの分散とリターン向上を図る。ヘッジファンドに投資すれば、上昇力に欠ける相場局面においてもリターンを獲得することができる。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、不動産など、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。
インフラストラクチャーに投資する	米欧では、インフラ設備刷新や脱炭素促進関連分野は大規模な政策支援に支えられた2大長期成長分野であり、企業や政府はこの分野を支出計画の中心に据えている。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も多い。
サステナブル資産に投資する	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等の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っ、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。

高格付債(国債)と投資適格債を引き続きオーバーウェイトとする。

新興国債はスプレッドが縮小したため、中立に引き下げる。

円のオーバーウェイトを終了するが、米ドルのアンダーウェイトは据え置く。

コモディティでは、金(gold)をオーバーウェイトから中立に引き下げる。

債券:債券は引き続きオーバーウェイトとし、特に高クオリティ債を選好する。基本シナリオで想定している成長減速とインフレ低下は債券に好材料となり、利回りも魅力的である。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(金利、スプレッド、手数料等含む)が高い点に加え、景気への逆風が強まれば、株式よりも高いパフォーマンスが期待できるからだ。

今月は新興国債をオーバーウェイトから中立に引き下げる。新興国債は世界成長の回復見通しだけでなく、エジプト、ナイジェリア、パキスタンなどのディストレスト国債発行国で相次いだ各国個別の支援材料からも恩恵を受けた。その結果、基本シナリオでは、クレジットスプレッドが現在の水準から大幅に縮小する公算は小さいと判断している。

通貨:米ドルのアンダーウェイト、ユーロのオーバーウェイトを維持する。インフレ率は欧州や英国よりも米国の方が減速ペースが速いため、ユーロ圏よりも米国の方が金利のピーク到達が近いと考える。これに伴いFRBは他の中銀に先行して利下げの検討に入る可能性がある。ユーロについては、域内経済の予想外の悪材料は相場にすでに織り込み済みとみられるほか、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。

一方、円については、オーバーウェイトから中立に引き下げる。米国経済の相対的な強さに加え、日本のイールドカーブ・コントロール(長短金利操作)は修正され、日銀が10年国債利回りの変動幅について柔軟な対応を示したことから、日本の金利が上昇している。だが、それ以上に米国の金利が上昇しているため、我々はドル円が下落すると年初来の予想を見直すこととした。

コモディティ:コモディティの総合指数はリスク・リワードのバランスが取れているとみている。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高まっている。とは言え、長期的には、脱炭素社会への移行などの持続的な需要要因を追い風に下支えされるとみている。エネルギー分野においては、生産者の供給抑制により在庫は構造的に低水準で推移するだろう。原油市場は年末までに需給がさらに引き締まるとみられ、ブレント原油価格は来年6月末には1バレル当たり95米ドルまで上昇すると予想する。米国経済は多少の痛みを伴うソフトランディングになると予想しており、FRBの利下げ開始は今年ではなく来年と見込まれることから、金についてはオーバーウェイトから中立に引き下げる。金価格も年末は1,950米ドル/オンス(従来予想:2,100米ドル/オンス)に予想を引き下げるが、来年6月末には2,100米ドル/オンスまで再び上昇すると見込む。



Mark Haefele
最高投資責任者
Global Wealth Management

世界の予想

経済予想

実質GDP成長率(前年比、%)

	2022年	2023年(予)	2024年(予)
米国	2.1	1.9	0.2
カナダ	3.4	1.4	0.5
日本	1.0	1.6	1.0
ユーロ圏	3.5	0.5	0.7
英国	4.1	0.2	0.6
スイス	2.1	0.9	1.3
オーストラリア	3.7	1.4	1.6
中国	3.0	5.2	5.0
インド	7.2	6.2	6.0
世界*	3.4	2.8	2.7

* ベネズエラを除く

出所: ブルームバーグ、UBS、2023年8月17日現在。直近の予想は毎週発行されるGlobal Forecastsを参照されたい。

インフレ率(平均CPI、前年比、%)

	2022年	2023年(予)	2024年(予)
米国	8.0	4.1	2.1
カナダ	6.8	3.5	2.3
日本	2.5	3.0	1.9
ユーロ圏	8.4	5.4	2.3
英国	9.0	7.2	2.5
スイス	2.8	2.2	1.7
オーストラリア	6.6	5.5	3.0
中国	2.0	0.5	1.5
インド	6.7	5.4	5.0
世界*	8.4	6.0	4.8

資産クラス別予想

	現在	2023年12月	2024年6月
株価指数			
S&P500種株価指数	4,404	4,500	4,700
ユーロ・ストックス50指数	4,284	4,500	4,700
FTSE 100種総合株価指数	7,357	8,000	8,200
スイス株価指数	10,992	12,000	12,400
MSCIアジア(除く日本)	618	680	700
MSCI中国	60	68	71
東証株価指数	2,261	2,300	2,400
MSCI ACワールド	811	840	870
通貨			
ユーロ/米ドル	1.09	1.12	1.16
英ポンド/米ドル	1.27	1.29	1.35
米ドル/カナダ・ドル	1.35	1.32	1.30
豪ドル/米ドル	0.64	0.66	0.70
ユーロ/スイス・フラン	0.96	0.97	0.97
米ドル/スイス・フラン	0.88	0.87	0.84
米ドル/円	146	142	138
米ドル/人民元	7.30	7.40	7.20

出所: ブルームバーグ、UBS、2023年8月17日現在。直近の予想は毎週発行されるGlobal Forecastsを参照されたい。

	現在	2023年12月	2024年6月
政策金利			
米国(FRB)	5.33	5.08	2.58
欧州(ECB)	3.75	4.00	3.75
英国(BoE)	5.25	5.50	5.00
日本(BoJ)	-0.10	-0.10	-0.10
スイス(SNB)	1.75	2.00	2.00
10年国債利回り			
米国10年国債利回り	4.25	3.50	3.00
ユーロ建てドイツ10年国債利回り	2.65	2.00	2.00
英国10年国債利回り	4.64	3.75	3.25
スイス10年国債利回り	1.00	1.10	0.90
日本10年国債利回り	0.62	0.80	0.80
コモディティ			
ブレント原油(米ドル/バレル)	83.5	95	95
WTI原油(米ドル/バレル)	79.4	91	91
金(米ドル/オンス)	1,896	1,950	2,100

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 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