

# UBS House View

Monthly Letter | 2023年10月12日 | Chief Investment Office GWM, Investment Research

## 債券利回りの上昇

ここ数カ月の米長期国債利回り上昇を受けて、市場観測者は債券自警団が復活したのかと問い始めた。

## 成長が主な市場牽引要因

米国債利回りの見通しは、米連邦政府の財政赤字に対する不安よりも、米国の経済成長の今後の推移に左右されるだろう。

## 成長モメンタムは鈍化するのか？

今後については、米国の経済成長率が鈍化し、市場の関心がFRBによる2024年の金融緩和の見通しに向かうのに伴い、米国債利回りは低下すると予想する。

## 資産配分

債券を引き続きオーバーウェイトとする。グローバル株式は中立とするが、新興国株式のオーバーウェイトを維持する。



Mark Haefele

Chief Investment Officer  
Global Wealth Management

## 債券自警団の復活か？

クリントン元米大統領の政治顧問を務めていたジェームズ・カービル氏は次のような名言を吐いた。「もし生まれ変われるものならば、私は債券市場になりたい。誰をも脅かすことができるからだ」

カービル氏の発言の背景には、当時の連邦政府支出の拡大の影響もあり、米10年国債利回りが、1993年10月から1994年11月までの間に5%近辺から8%を突破するまでに急上昇し、債券相場が大幅に下落した状況がある。このエピソードは「Great Bond Massacre(債券の大虐殺)」として知られるようになった。

今年の5月初旬から10月初旬までの間に、米10年国債利回りは3.3%から4.8%に上昇したが、その上昇分のおよそ半分は9月初め以降に起きている。ここに来て債券利回りは落ち着いてきたが、「債券自警団は戻ってきたのか？」という疑問は残る。

米国の財政状況についての懸念が高まっていることは事実としても、米国債利回りの見通しは、米連邦政府の財政赤字に対する不安よりも、米国の経済成長の今後の推移に左右されるだろう。

今後については、米国の経済成長率が鈍化し、米連邦準備理事会(FRB)が金融引き締めを終了して、2024年後半に金融緩和政策に転じるのに伴い、債券利回りは低下すると予想する。我々は、債券を投資家のポートフォリオにとって有効なヘッジ手段とみている。米国経済が景気後退に入るという我々の悲観シナリオでは、来年6月までの米10年国債のトータルリターンを19%と想定している。高クオリティ債も、満期まで保有すれば、限られたリスクで十分なリターンを得られる魅力的な機会を提供する。「ソフティッシュ・ランディング(揺れを伴う軟着陸)」を想定する基本シナリオでは、米10年国債利回りは3.5%まで下がり、リターンは13%になると予想している。

本稿はUBS AGが作成した“Monthly Letter: Return of the bond vigilantes?”(2023年10月12日付)を翻訳・編集した日本語版として2023年10月18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。



株式市場にも上昇の可能性があるともみている。米国市場はアンダーウェイトとしているが、基本シナリオではS&P500種株価指数が来年6月までに4,500に到達すると予想している。セクター別ではグローバルのエネルギー関連銘柄を選好する。バリュエーションが魅力的で、地政学リスクに対するヘッジ役も果たすからだ。

全体として、今はバランスの取れたポートフォリオで運用を開始するのに適した環境にあるとの見方を我々は変えていない。すべての資産クラスから魅力的なリターンが見込まれ、株式、債券、オルタナティブ資産の組み合わせによる分散投資効果も期待できる。

### 利回りの次の段階は？

債券自警団が再び注目を集めている。

「債券自警団」は1980年代に生まれた造語であり、財政政策が過度に浪費的とみなされると、国債を売却して警告を発する債券投資家を意味する。米財務省の借り入れ必要額の見通しが大幅に上方修正され、格付会社フィッチが米国債のAAA格付けを引き下げ、目先には政府機関が閉鎖されるリスクもある中で、債券自警団が再び注目を浴びているのも当然である。

しかし、市場に大きな影響を及ぼすこの恐るべき勢力ですら、自らの通貨と中央銀行を持つ国がデフォルト(債務不履行)を起こすリスクが高いとは考えていない。5年のクレジット・デフォルト・スワップ(デフォルトに対して求める保険の目安)は、米国のデフォルト確率が0.04%であると示している。

では、利回りには現在何が起きており、次はどうなるのだろうか？

我々は米国債利回りを、一般的な経済成長の予想、FRBが経済データに基づいてとる金融政策(いわゆる「反応関数」、市場のインフレ期待、そして需給関係の関数として考えている。

## 米国政府閉鎖により考えられるリスク

米議会は、10月初めに政府閉鎖をかうろうじて回避した。しかし、連邦支出を賄う継続予算決議は11月17日までしか効力がない「つなぎ予算」であること、そしてその後にケビン・マッカーシー氏が米下院議長を解任されたことから、予算案に対する超党派の妥協がさらに遅れる可能性が高まっているため、秋半ばに政府閉鎖となる公算が大きくなっている。

政府閉鎖が起きても、当初の経済的影響は限定的となることが多いため、市場はこれまでこうした出来事を冷静に受け止めてきた。しかし、政府閉鎖後3週間が過ぎ、連邦職員の給与が未払いとなると、影響は次第に大きくなる可能性がある。例えば、2018年12月～2019年1月まで続いた前

回の政府閉鎖の際には、航空交通管制官の一部が不在となったため、米国の一部の空港が一時的に閉鎖に追い込まれた。

債券利回りが上昇し、強弱まちまちの景気指標が発表されている現在の環境において、政府閉鎖に対する投資家の反応は、政府閉鎖に向かうまでの市場の安定度に大きく依存しかねない。政府閉鎖が起きた時に市場センチメントが既に悪化している場合は、これまでの政府閉鎖よりも影響が大きくなる可能性がある。ただし、いずれ両党間で予算案が合意に達すれば、市場は回復するとの見方を我々は変えていない。

## 米国債の需要は供給増に追いつくだろう

米国債の供給はこれまで高水準が続き、今後も変わらない見込みである

米国債の供給は、これまで予想を上回る高水準で推移している。

連邦政府の財政赤字を賄うために米国債が予想以上に発行されたことが、ここ数週間の利回り上昇に寄与してきた模様である。米財務省が7月31日に、7-9月期(第3四半期)の借り入れ必要額の見通しを2,740億米ドル引き上げると発表するまで、10年国債利回りは4%未満にとどまっていた。

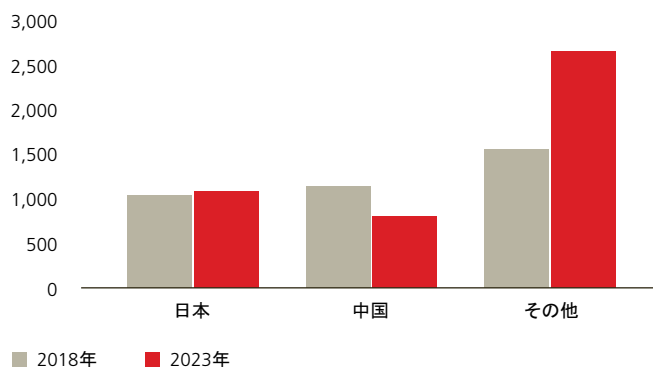
借り入れ必要額がさらに大幅に上方修正されるとは予想していないものの、米政府の債券発行額は当面高水準が続くと考えられる。米議会予算局(CBO)は、財政赤字が2022年の約1兆3,000億米ドルから2023年には1兆4,000億米ドルへ、2024年には1兆7,000億米ドル、そして2025年には1兆8,000億米ドルにまで膨らむと見積もっている。

確かに、米国債の供給が増えれば、短期的に利回り上昇圧力となる可能性はあるが、米国債の追加供給に対する需要は今後も十分に強いというのが我々の結論だ。

図表1

### 米国債の海外需要は増加している

海外が保有する米国債(2018年と2023年の保有額の比較、単位:10億米ドル)



出所:ブルームバーグ、UBS(2023年10月現在)

### 米国債の海外需要は引き続き旺盛と見込まれる

外国人投資家は、今後も米国債への重要な需要元となりそうだ。

総額では、米国債の発行済み残高のおよそ3分の1を外国人投資家が保有しているため、我々は「日本と中国が米国債を投げ売りし始めたらどうなるのか?」という質問をよく受ける。

このシナリオについては、我々は現実的な視点に立って考察している。まず、中国と日本からの需要の変化は通常、通貨当局者による積極的な判断よりも、貿易収支の変化による影響を受けることの方が多い。さらに、米国債市場における両国の重要性は近年著しく低下している。米国債残高のうち日本と中国が保有する比率はそれぞれ4%未満と、2011~2012年に記録したそれぞれ7%、9%のピークから低下している。

一方、英国、ベルギー、ルクセンブルク、スイス、アイルランドなど他の諸国は以前よりも積極的に購入している(図表1)。このデータは、外国人投資家が購入した米国債を保有している場所の変化を示している可能性もある。例えば、中国の投資家が海外の銀行に米国債を保有している場合などだ。しかし全体的な傾向として、海外需要は高まっており、世界の金融システムにおいて、市場性のある担保資産としての米国債の役割が確立されていることを考慮すると、今後も需要が旺盛である可能性が高い。この役割は当分変わらないと考える。

FRBは今後も柔軟な買い手となるだろう

FRBが量的緩和から量的引き締め  
に政策転換したことも米国債への  
需要低下の一因となった。

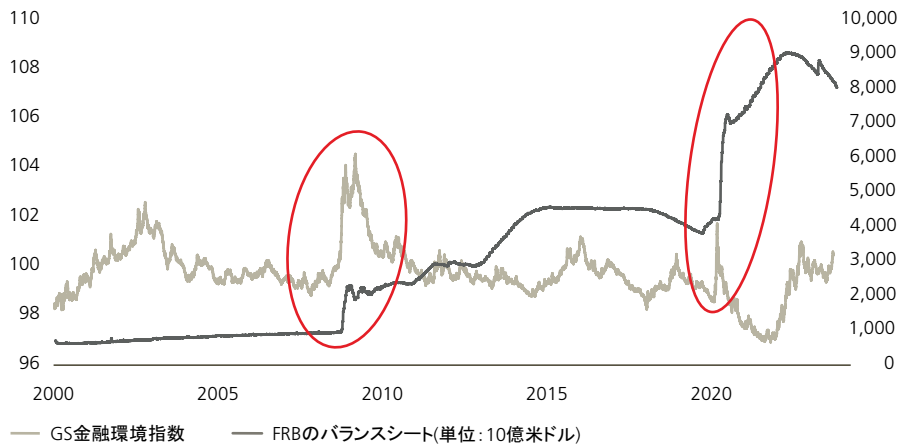
米国債の4分の1はFRBが保有している。FRBが金融政策ツールとしての資産購入を転換したことは、明らかに米国債への需要低下の一因となっている。量的緩和の環境下、新型コロナウイルスのパンデミックが最も深刻だった時期には、FRBは毎月米国債を800億米ドル、住宅ローン担保証券を400億米ドル購入していた。だが、量的引き締めへ転じた今では、FRBはバランスシートを縮小するため、毎月米国債で600億米ドル、住宅ローン担保証券で350億米ドルをそれぞれ上限として、満期到来分を再投資せずに償還させている。

ここ数年見てきたように、FRBはスタンスを急に变えることがある。米国債市場の機能が損ねられた場合にはFRBが介入すると、我々は考えている。米国債利回りの上昇が過度な金融引き締めと景気後退につながった場合には、FRBは量的緩和策を再開するだろう。

図表2

これまでの、金融環境が急に逼迫するとFRBが流動性を供給してきた

ゴールドマン・サックス(GS)金融環境指数(左軸)とFRBのバランスシート(単位:10億米ドル、右軸)



出所:ブルームバーグ、UBS (2023年10月現在)

### 米国債は、ポートフォリオの魅力的な構成要素

機関投資家の米国債への需要は引き続き旺盛と考えられる。

米国債の3分の1は、ミューチュアル・ファンド、年金基金、銀行、保険会社などの金融機関や個人投資家が保有しており、旺盛な需要は当分衰えないことが予想される。

米国内では、金融規制が強化されれば、銀行による米国債の購入は続くと思われる。大手銀行の自己資本要件の強化と流動性へのニーズの拡大を背景に、各行は今後数年間で米国債の購入を拡大するだろう。目先の動きとしては、シリコンバレーの銀行破綻を受けて、銀行各行は米国債保有を減らしてきたが、それも概ね終了していると思われる。

機関投資家の米国債への需要は、その大半が規制要件または担保ニーズによるものなので、価格にあまり敏感に反応しない。しかし、ミューチュアル・ファンドや個人投資家などの間でも、需要はなお強いと我々はみている。ポートフォリオの観点からは、ハマスによるイスラエルの攻撃後に価格が急騰したことからもわかるように、米国債は安全資産として圧倒的な存在感を示し続けている(囲み記事を参照)。

実質金利の上昇や経済的不透明感の高い状況は永遠に続くのかという疑問は残るが、景気に中立的な自然利子率(Rスター)が変化した、あるいは経済のファンダメンタルズが今後不安定になるとの証拠は見えていない。

### イスラエル対ハマスの戦争と高クオリティ債のヘッジとしての価値

イスラム組織ハマスによるイスラエル攻撃を受け、地政学的な不確実性が高まったことで、高クオリティ債の需要が増すとみられる。武力衝突に対する懸念から、あるいは実際に地域紛争に発展した場合、投資家の安全資産への逃避が進み、高クオリティ債の利回りは低下(価格は上昇)するだろう。

この地政学リスクからは、大きく次のようなシナリオが考えられる。

- **衝突は限定的:** 本稿執筆時点で、イスラエル軍はガザ地区との境界付近に集結しており、攻撃の応酬が長期化する可能性がある。このシナリオでは、武力衝突は長く続くものの、戦闘地域はハマスとイスラエルのそれぞれの支配地域間にほぼ限定されると想定している。世界の金融市場への影響は後退するが、現地の市場や資産への影響は長引く可能性がある。
- **地域紛争に発展:** 悲観シナリオでは、衝突は周辺地域の他の勢力も巻き込む紛争に発展すると想定しており、イランが関与するリスクが高まる。このシナリオでは、金融市場に大きな影響が及ぶと予想する。イラン産原油の供給停滞リスクや、中東からのエネルギー輸出中断リスクが高まり、原油価格が急騰する。さらなる衝突激化や、原油価格高騰などによる世界経済減速へのヘッジとして、米国債や金(gold)などの安全資産が買われ、価格が上昇する。
- **衝突の段階的収束:** 人道的観点からみた最善の結果は、速やかな停戦だ。このシナリオでは、投資家の焦点が、戦闘前の市場変動要因である米国と中国の経済動向に再び移り、地政学リスクのプレミアムは急速に後退すると予想する。



最近の利回り上昇はインフレが主因ではない。

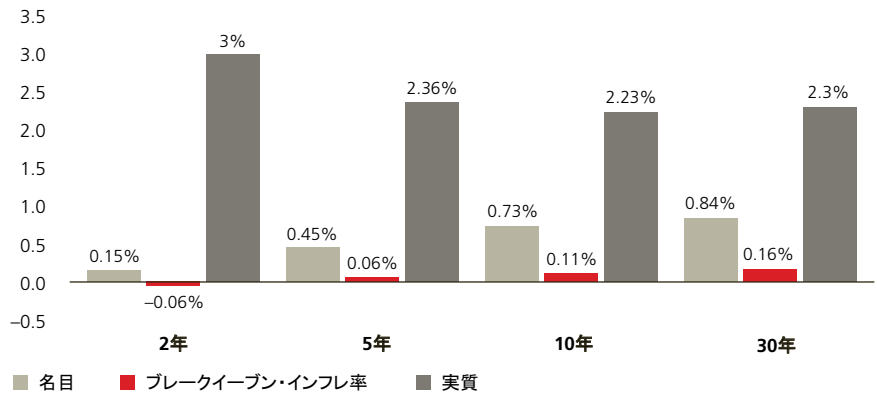
### 最近の利回り上昇はインフレによるものではない

中央銀行による利上げ着手と債券利回りの上昇を招いた最初の要因は明らかに、根強く予想以上の上昇となったインフレであった。だが、最近の利回り上昇については、インフレが主因とは考えていない。

図表 3

#### 第3四半期の利回りの動向を左右したのは、ブレイクイーブン・インフレ率(期待インフレ率)ではなく実質金利

第3四半期の名目金利、実質金利およびブレイクイーブン・インフレ率の変化(%)



出所: ブルームバーグ、UBS(2023年10月現在)

市場の期待インフレを示す米国10年ブレイクイーブン・インフレ率は、ここ数週間は安定を維持しており、現在2.31%付近で推移している。直近のデータも、インフレ率はFRBの目標値2%に向かって低下を続けているとの見方を裏付けている。FRBがインフレ指標として重視するコア個人消費支出(PCE)デフレーターは8月に前年同月比3.9%上昇となった。これは2021年5月以来の低水準で、前月比ではわずかに0.1%の上昇にとどまった。6月、7月は前月比+0.2%であったことから、直近3カ月の数字をベースに推計したランレート(将来予測値)は、FRBの目標値2%に近づく。

今後については、期待インフレ率は安定した状態が続き、経済指標の内容もインフレ率は抑制されているとの見方を裏付けるものと予想する。

### 成長鈍化と利下げ観測が利回り低下につながるだろう

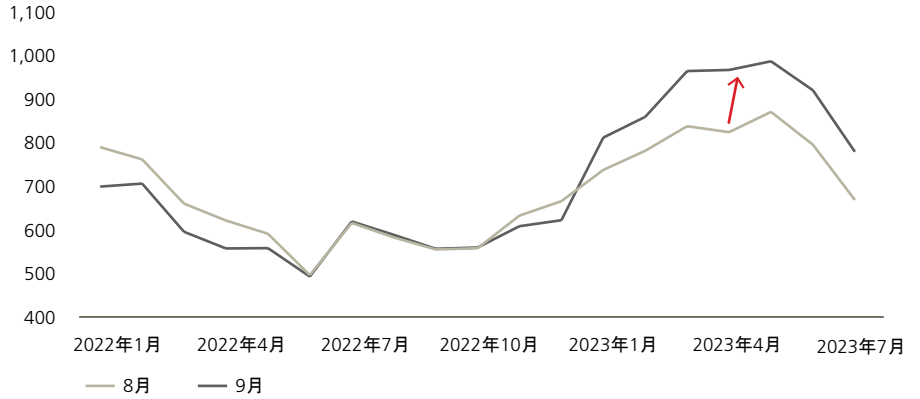
米国経済の底堅さが利回り上昇の主因の1つだった。

米国債の構造的需要は供給と見合った伸びが見込まれ、インフレは足元の利回りの動きの主な要因ではない。よって、消去法により、利回り上昇の主因として残るのは、経済成長とFRBの反応関数(政策対応)となる。米国経済の底堅さから、投資家は政策金利が「より高くより長く」維持されると想定している。米国商務省経済分析局(BEA)による家計貯蓄の発表が先ごろ上方修正され、消費者はパンデミック下で積み上がった過剰貯蓄をこれまでの報告よりもはるかにゆっくりとしたペースで取り崩していることが示された。取り崩し額は前回報告の毎月約1,000億米ドルから約500億米ドルに修正された。労働需要も依然堅調で、9月の非農業部門雇用者数は前月比33万6千人増と、事前予想の2倍以上の伸びを示した。失業率も前月と変わらず3.8%で、低水準が続いている。

図表 4

### 米国の家計に残っている過剰貯蓄は上方修正されている

米国商務省経済分析局 家計貯蓄額推計(単位:10億米ドル)、8月発表値 対 9月発表値



出所: 米国商務省経済分析局(BEA)、ブルームバーグ、UBS(2023年10月現在)

この結果、市場は目下、FRBの利下げ開始時期は2024年5月か6月と想定しており、同年12月までに25ベースポイント(bp)ずつ合計3回の利下げを見込んでいる。

だが、景気の底堅さが示されたことで、向こう12カ月での景気後退リスクは低下しているとしても、米国経済は2024年には減速し、それを受けてFRBが政策金利の見通しを引き下げると我々は予想している。

消費支出と企業の設備投資は減速する可能性が高い。

米国の消費者にはまだ消費余力があるとみられるが、金利の上昇に加え、労働市場が冷え始めるに伴い、消費者は今後財布のひもを締める可能性が高い。加えて、児童手当の終了、メディケイド(低所得者向け公的医療保険制度)の受給者削減、食糧援助プログラムの追加の労働要件、学生ローンの返済再開など、個人消費に対する逆風も吹いている。企業も、借入コストが上昇するなか、現在のペースで設備投資を続けるのは難しいだろう。

これらを踏まえると、FRBが2025年一杯まで政策金利を4%台で維持するとの見方を債券市場がこのまま織り込み続けるとは考えにくい。成長減速を示す経済指標を受けて、FRBの政策金利と債券利回りは低下すると予想する。

## Message In Focus – トップ投資アイデア

<b>バランスを図る</b>	株式市場と債券市場はともにこの数週間は弱含んだ。だが、経済成長は引き続き底堅く、債券利回りも高いため、基本シナリオでは、キャッシュ、債券、株式、オルタナティブ資産のいずれも、向こう6~12カ月および中長期的に良好なリターンを上げると予想する。ポートフォリオを見直し、すべての資産クラスにバランスよく資産を配分することで、投資家は、潜在リスクを管理し、持続的な長期リターンを獲得できると考える。
<b>流動性を管理する</b>	キャッシュの利率は足元で魅力的な高水準にある。だが、中央銀行による引き締めサイクルは終了に近づいており、高金利は短命に終わる可能性が高いと考える。よって、流動性戦略*に充当するキャッシュは、今後2~5年間の支出ニーズに対応できる程度にとどめることを勧める。残りの資金は、バランス型ポートフォリオで運用するとよいだろう。流動性戦略のポートフォリオでは、預金商品、債券ラダーなどを組み合わせることで、利回りを最適化し、将来に備えることが可能だ。
<b>高クオリティ債を購入する</b>	債券の中では高クオリティ債が有望とみている。現在の利回り水準からみて、高クオリティ債のリターンが向こう12カ月間でマイナスになる可能性は低い。デュレーション(元本の平均回収期間)については5~10年のレンジを勧める。短期ゾーンに比べてインカム(金利収入)の持続性が高く、値上がり余地も大きいことから魅力的である。新興国債とハイイールド債については、追加リスクをとってもそれに対する追加利回りが限定的とみられることから、中立とする。
<b>出遅れ株に注目する</b>	今年の株高は一握りの銘柄が牽引してきたが、ここにきて景気のソフトランディング(軟着陸)の可能性が高まり、割安株を求める動きが活発化していることから、グローバル指数に出遅れている市場の一部に妙味があるとみている。米国株式の指数については、時価総額加重平均型よりも均等加重平均型を選好する。欧州株式については、中小型株を勧める。グローバル市場に出遅れた新興国市場の中では、インドとインドネシアを選好する。
<b>ディスラプションのリーダー企業を選別する</b>	様々な業界に広がるテクノロジーのディスラプション(創造的破壊)は、ポートフォリオの長期的な収益成長を目指す投資家にとって魅力的な機会を生み出している。ハイテク分野では、こうした革新的な企業の中でも特に、ネットワーク効果を通じたインターネットやソフトウェアなどのプラットフォーム企業に注目したい。人工知能(AI)の影響が広がるなかで恩恵を受けるとみられるためだ。エネルギー分野では、再生可能エネルギーへの転換に関連する分野に様々な投資機会がある。AIを活用した、またはAI訓練を提供する、教育サービス関連銘柄も魅力的だ。
<b>ボラティリティを活用する</b>	資産クラス全体のボラティリティ上昇から、コモディティと通貨では、ボックス圏での推移を利用する戦略に注目したい。債券ボラティリティの上昇により、キャッシュと債券の利回り向上の機会も生まれている。
<b>オルタナティブ投資で分散を図る</b>	オルタナティブ資産は長期ポートフォリオの分散における主要な構成要素である。株価と債券価格が同じ方向に動く市場環境では、特に分散効果が期待できる。スペシャリスト・クレジット・ヘッジファンド戦略(割安な債券への投資等)やプライベート・エクイティのセカンダリー市場にはとりわけ妙味がある。プライベート・デットなどの原資産の利回りリターンが上昇していることから、金利の上昇も、オルタナティブ資産マネジャーの潜在リターンを下支えする材料になる。
<b>インフラに投資する</b>	インフラ投資に対しては、デジタル化、グローバル化の変容、脱炭素化などが構造的に強い追い風となっている。政府の政策支援は、設備の生産能力拡大に拍車をかけ、再生可能エネルギー関連をはじめとするプロジェクトの経済性の改善につながるだろう。ポートフォリオの観点から見ると、この資産クラスは、景気動向や市場変動による影響を相対的に受けにくく、インフレに連動した安定的なインカムが得られる貴重な収益源であると考えられる。
<b>サステナブル資産に投資する</b>	サステナビリティ(持続可能性)は、今後も市場に大きな影響を及ぼす重要なトレンドの1つだ。サステナビリティを考慮する投資家は、我々が挙げたそれぞれの投資アイデアを、サステナブル投資を通じて実践することも可能だ。例えば、サステナブルなマルチアセット・ポートフォリオ、テーマ型のサステナブル債および国際開発金融機関債、ESGリーダー銘柄やテーマ型株式投資などに加え、サステナブル・プライベート・マーケットやヘッジファンドも手段として検討できる。

\* 時間軸は様々です。戦略はお客様の目標・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。



## これらは投資家に何を意味するか？

### 債券

引き続き高クオリティ債を愛好する。

高クオリティ債のオーバーウェイトを維持する。オールイン利回り(金利、スプレッド、手数料等含む)が魅力的なうえ、インフレが落ち着き、成長が減速し、FRBの政策金利見通しが引き下げられれば、価格上昇によるキャピタルゲインの可能性も期待できるからだ。具体的には、高格付債(国債)と投資適格債を愛好し、ハイイールド債と新興国債については中立を維持する。

我々の基本シナリオでは、米国10年国債の利回りは2024年6月までに3.5%に低下すると予想する。これにより、この期間のトータルリターンは13%になる見通しである。悲観シナリオでは、利回りは2.75%まで低下し、トータルリターンは19%と予想する。楽観シナリオでは、利回りは5%、トータルリターンは1%を予想する。

### 株式

株式のなかでは、今年の上昇相場に出遅れた地域・セクターを愛好する。

グローバル株式については中立を維持する。2024年半ばまでの我々の予想期間において、我々は株式に上昇余地があるとみており(基本シナリオでは、MSCI オール・カントリー・ワールド指数(MSCI ACWI)は2024年6月までに8%上昇と想定)、金融政策見通しが不透明なことから、株式市場はレンジ内の推移が続く可能性があり、特に当面は変動が大きい展開が予想される。よって、新興国株など、今年の上昇相場に出遅れた地域・セクターに注目することを勧める。米国株については、S&P500種株価指数が2024年6月までに4,500、同年12月までに4,700に達すると予想する。

景気後退を想定する我々の悲観シナリオでは、グローバル株式は2024年6月までに16%程度下落する可能性がある。しかし、複数資産に分散している投資家においては、FRBの利下げ開始が早まることを市場が織り込み始めるのにともない、株価下落分を債券の価格上昇が相殺すると予想する。一方、経済成長が予想を上振れると見込む楽観シナリオでは、グローバル株式は16%程度上昇する可能性がある。

エネルギーはグローバル株式の中で愛好するセクターの1つだ。グローバル・エネルギー・セクター(MSCI ACWIエネルギー指数)の12カ月先予想株価収益率(PER)は10倍と割安で、ベンチマーク対比で35%、過去平均対比では32%のディスカウントで推移している。株主資本利益率(ROE)やフリー・キャッシュ・フロー利回りも好調だ。2024年のコンセンサス利益成長率予想もやや悲観的な様相を呈していることから、ポートフォリオにエネルギー株を組み入れることで、地政学リスクとインフレ・リスクの双方に対して有効なヘッジ手段になると考える。原油価格の上昇は、インフレ率と金利がより長く高水準で推移する状況につながりうる要因の1つである。

米ドルは今後数カ月は底堅く推移するだろうが、2024年は米国の成長減速とともに下落に転じると予想される。

#### 通貨とコモディティ

米ドルは多方面からの下支えを受けている。特に、堅調な米国マクロ経済指標と、政策金利をより高くより長く維持する意向を示唆しているFRBは、米ドル高を支える要因となっている。米ドル高は年末まで続くとみているが、来年は米国の成長減速とともに下落に転じると予想する。よって、米ドルについては中立の見方を維持する。他通貨では、エネルギー価格高騰からの恩恵が見込める通貨のクロス取引(ノルウェー・クローネ、豪ドル、カナダ・ドルなど)も検討できる。

コモディティのなかでは、原油を引き続き選好する。原油価格は、世界経済の減速懸念から一時下落した後、ハマスのイスラエル攻撃で再び上昇するなど、10月に入り変動が激しい展開となっている。だが我々の予想期間においては、市場の供給不足により原油価格はさらに上昇すると見込んでおり、ブレント原油価格は1バレル当たり90~100米ドルのレンジに戻ると予想する。金(gold)については中立だが、足元の環境下では有効なリスクヘッジになるとみている。コモディティ全体についても中立を維持する。コモディティ投資に関しては、エクスポージャーをアクティブに管理するアプローチを勧める。



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	1.9	2.4	1.0
カナダ	3.4	1.4	0.5
日本	1.0	2.0	0.8
ユーロ圏	3.5	0.5	0.7
英国	4.1	0.2	0.6
スイス	2.7	0.7	0.9
オーストラリア	3.7	1.9	1.6
中国	3.0	4.8	4.2
インド	7.2	6.2	6.0
世界*	3.4	2.9	2.6

\* ベネズエラを除く

出所: ブルームバーグ、UBS、2023年10月12日現在。直近の予想は週次で更新される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	4.2	2.5
カナダ	6.8	3.5	2.3
日本	2.5	3.1	2.0
ユーロ圏	8.4	5.5	2.4
英国	9.0	7.3	2.4
スイス	2.8	2.2	2.0
オーストラリア	6.6	5.7	3.2
中国	2.0	0.5	1.2
インド	6.7	5.6	5.0
世界*	8.4	6.3	5.1

### 資産クラス別予想

	現在	2024年6月
<b>株価指数</b>		
S&P500種株価指数	4,377	4,500
ユーロ・ストックス50指数	4,201	4,600
FTSE100種総合株価指数	7,620	8,200
スイス株価指数	11,038	12,000
MSCIアジア指数(除く日本)	610	670
MSCI中国指数	59	65
東証株価指数	2,308	2,500
MSCI ACワールド指数	808	870
<b>通貨</b>		
ユーロ/米ドル	1.06	1.10
英ポンド/米ドル	1.23	1.28
米ドル/カナダ・ドル	1.36	1.30
豪ドル/米ドル	0.64	0.69
ユーロ/スイス・フラン	0.96	0.97
米ドル/スイス・フラン	0.90	0.88
米ドル/円	149	140
米ドル/人民元	7.30	7.20

出所: ブルームバーグ、UBS、2023年10月12日現在。直近の予想は週次で更新されるGlobal Forecastsを参照されたい。

	現在	2024年6月
<b>2年国債利回り(%)</b>		
米国2年国債利回り	4.98	4.00
ユーロ建てドイツ2年国債利回り	3.09	2.50
英国2年国債利回り	4.77	4.00
スイス2年国債利回り	1.21	0.75
日本2年国債利回り	0.05	0.05
<b>10年国債利回り</b>		
米国10年国債利回り	4.56	3.50
ユーロ建てドイツ10年国債利回り	2.72	2.25
英国10年国債利回り	4.32	3.50
スイス10年国債利回り	1.06	0.90
日本10年国債利回り	0.76	0.80
<b>コモディティ</b>		
ブレント原油(米ドル/バレル)	95.3	95
WTI原油(米ドル/バレル)	83	91
金(米ドル/オンス)	1,873	1,950

## 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