

Year Ahead 2024

2024年の見通し:新しい世界

チーフ・インベストメント・オフィス GWM | インベストメント・リサーチ



UBS

Year Ahead 2024 – UBS House View

本稿は、UBS AG、UBS AG London Branch、UBS Switzerland AG、UBS Financial Services Inc. (UBS FS)、UBS AG Singapore Branch、UBS AG Hong Kong Branch、UBS SuMi TRUSTウェルズ・マネジメント株式会社が作成した“Year Ahead 2024”（2023年11月16日付）を翻訳・編集した日本語版として2023年12月5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。



読者の皆様へ

Year Ahead 2024によろこそ。

2023年は市場にとって歴史的な1年でした。債券利回りは15年超ぶりの高水準に達しました。人工知能(AI)関連企業の時価総額が世界で初めて1兆米ドルを超えました。金利の大幅上昇にもかかわらず、米国経済は予想外に底堅さを維持しました。

2023年は私たちUBSにとっても歴史的な1年となりました。皆様から変わらぬ信頼を寄せていただき、深く感謝申し上げます。2024年、そしてその先も皆様の投資目標の実現をお手伝いさせていただくことを光栄に思います。

このYear Aheadでは、行く手に見える「新しい世界」を展望します。そこは、経済的な不確実性と、地政学の不安定な状況が広がる一方で、テクノロジーが目覚ましい変化を遂げる世界でもあります。

2024年はクオリティを重視した投資が有効になると考えます。金利の低下とともに、クオリティが相対的に高い債券には魅力的なインカム(金利収入)と価格上昇が期待されます。また、株式では、世界経済が減速する中でも、多くのテクノロジー・セクターを含む高クオリティ銘柄に、最も利益成長が見込まれると考えます。

新しい世界では、グローバル化の変容や人口動態の変化、デジタル化、脱炭素化といったトレンドや各国の債務増大がこの先の経済や市場にさらなる影響を及ぼし、ディスラプション(創造的破壊)の波がテクノロジー、エネルギー、ヘルスケア分野などを中心に広がっていくと予想します。中長期的に投資で成功するには、この「ディスラプションのリーダー企業」を見極め、上場市場とプライベート市場の双方でディスラプション関連の投資機会を見出すことが重要になるでしょう。

Year Ahead 2024が提供する情報の背景と分析、そして投資アイデアが、新しい世界でのポートフォリオ運用の一助となり、2024年も皆様のパートナーとして投資のお手伝いをさせていただければ幸いです。



A stylized, handwritten signature in dark ink, appearing to read 'Iqbal Khan'.

Iqbal Khan
President, UBS Global Wealth Management

08

2024年の見通し



展望

09 新しい世界

2024年の
主な疑問

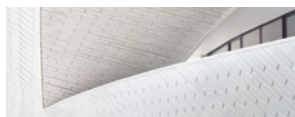
- 13 経済成長の見通しは？
- 16 金利と債券利回りの見通しは？
- 19 政治の市場への影響はどの程度か？

2024年の
投資

- 24 2024年はどのように投資すべきか？
- 25 流動性を管理する
- 26 クオリティを重視する
- 30 通貨とコモディティはレンジで取引する
- 33 市場リスクをヘッジする
- 34 非伝統的債券投資で分散を図る

36

今後10年の見通し



今後10年の 投資

37 今後10年の見通し

41 資産クラス別予想

43 生成AIは市場と経済
にとって何を意味
するのか？

未来への 投資

49 ディスラプションの
リーダー企業を
選別する

53 プライベート市場で
成長を捉える

56 2024年とその後10年も
バランスが重要

過去の振り返りと 今後の予想

60 2023年の振り返り

61 予想



新しい世界

全世界を揺るがしたパンデミックの経済的および政治的な余波は、新型コロナウイルスが発生して数年経過してもなお継続している。そして我々は今、新しい世界を迎えている。そこで求められるのは、計画を立て、バランスをとり、規律を守りつつ機動的に動くことだ。



Mark Haefele
Chief Investment Officer
Global Wealth Management

人類史上、パンデミックによって各国政府が経済を強制的、かつほぼ世界同時に封鎖し、その後未曾有の景気対策で生き返らせたことは、いまだかつてなかった。結果として、どうなったか？インフレが復活し、労働市場がひっ迫し、金利、債券利回り、そして政府債務が急上昇した。それと同時に、産油地域における紛争、成熟化する中国経済、そして自国中心主義の製造業政策や環境対策によって、世界の地政学も変化しつつある。さらに、大国が交戦状態に入るという従来型の脅威が再燃する一方で、人工知能(AI)の普及により人間のあり方も大きく変わる可能性がある。

こうした状況は我々を新しい世界へと導いている。そこは、経済的な不確実性と、地政学および環境をめぐる不安定な状況が広がる一方、テクノロジーも目覚ましい変化を遂げる世界である。

2024年をどう予想するか？

第1に、2024年は、米国の消費者がさまざまな逆境に見舞われ、米国経済の成長が減速すると予想する。欧州については、低成長が続くと見込む。一方、中国は、経済成長率が鈍化しつつも質の高い成長が見込まれる「ニューノーマル(新常態)」に移行するだろう。こうしたマクロ環境を踏まえると、株式では、テクノロジー・セクターを含め、高クオリティ銘柄への投資配分を増やすことが有効だと考える。高クオリティ銘柄は、たとえ世界成長が減速しても利益成長が期待できるからだ。

第2に、2024年には主要な中央銀行が利下げを開始すると予想する。足元の市場は金利の高止まりがニューノーマルになるとのリスクを過分に織り込んでいるようだが、国債の利回りは2024年には低下に向かうと我々は予想する。したがって、今後はキャッシュへの配分を抑え、相対的にクオリティの高い債券へ投資することで利回りを確定することを勧める。

第3に、2024年は政治の影響が強まると予想する。米国大統領選挙、イスラエル対ハマス、ロシア対ウクライナの両紛争、長引く米中対立など、いずれも世界市場に影響を及ぼす可能性がある。さらに、財源なき大型財政支出という政治判断が行われれば、基本シナリオの経済予想に対して上振れ・下振れ双方の投資リスクを生み出す。こうした状況に備え、投資家は市場リスクをヘッジする必要がある。2024年は、マクロ・ヘッジファンド、原油・金(gold)投資などが、ヘッジ手段として注目できるだろう。

変革の10年

今後10年については、AIの影響、中国経済の成熟化、クリーンエネルギーへの転換、そして世界債務水準の上昇による影響がさらに拡大すると予想する。

AIは今後、幅広いセクターで有意義な価値創造を加速させるだろう。目下のところ、投資家の注目は、AIのハードウェアやプラットフォーム関連銘柄に集まっているが、アプリケーションへの波及のすそ野は今後さらに広がると期待される。

中国はニューノーマルが視野に入りつつある。従来の成長モデルが限界に達していることから、経済成長率は過去20年の通常値よりも減速する可能性が高い。中国投資については、付加価値の高い製造業の促進、グリーン経済への転換、自給自足経済の強化など、中国政府の重点課題分野に沿った投資が最も有効と考える。

気候変動や国家安全保障をめぐる懸念も高まっており、これが脱炭素化への世界的な転換を後押しするだろう。カーボンゼロ経済への完全な移行は、複雑な問題が絡み、実現は決して容易ではない。だが、脱炭素化に向けた大規模投資は、環境関連技術を提供する企業にとっては高成長の機会となるだろう。

技術・環境・エネルギー分野から物理的なセキュリティ、さらに高齢化対策と政府による投資が拡大していることから、政府債務残高は今後さらに上昇する見通しである。政府債務が増加すれば、債券市場のボラティリティ(相場の変動率)上昇を招くとみられるが、他方、プライベート市場が資金を提供する機会も増えるだろう。こうしたトレンドに鑑みれば、資産クラス固有のリスクを許容できる投資家にとって、分散ポートフォリオにオルタナティブ資産を組み入れることの重要性が認識できる。

投資家は何をすべきか?

第1に、投資計画を明確に立てること。この新しい世界では、入手できるデータは増えているが、それらが有益な情報であるとは限らない。ソーシャルメディアの普及が進んだことで、

データ量はかつてないほど増幅している。その結果どうなったか。ストーリーが行動に及ぼす影響力が高まり、情報(あるいは偽情報)が市場を動かすスピードが加速し、世論がわずか数日で反転し得るようになった。だが、明確な計画、そして投資目標と価値観に沿った戦略があれば、このようなノイズが多い環境下でも、大局を見失わず投資に集中することができる。

第2に、投資先のバランスを図ること。我々の基本シナリオでは、2024年はバランス型のポートフォリオがプラスリターンを上げると予想しており、マルチアセット型の分散投資はリスクシナリオ下でのヘッジ手段としても効果的であると分析している。長期的には、マルチアセット分散型ポートフォリオ(従来型、サステナブル投資型を問わず)をコア投資戦略とする投資家は、資産をリスクから守り成長させる可能性が高いと考える。

第3に、規律を守りつつ機動的に動くこと。規律は投資を成功させる鍵となる。「コア」戦略が適切ならば、「重要なのは投資のタイミングではなくタイム、すなわち投資を継続する時間である」という投資格言は、長期的に見れば正しい。だが、それと同様に、市場は絶

えず動き、投資家のニーズは変化する。したがって、投資家は戦略的(中長期的)および戦術的(短期的)資産配分、そして「サテライト」部分の投資アイデアを定期的に見直す必要がある。

「古い世界」からの教訓

新しい世界に足を踏み入れるとき、不安を感じるのは当然である。だが、1900年以降、世界は2つの世界大戦、9回のパンデミック、数百の内戦や地域紛争、2,000回以上の核実験、世界最大国と人口最多国での革命、少なくとも12回のハイパーインフレ、15回を超える弱気相場、20回以上の景気後退局面、そして200回近い国債デフォルトまたは債務危機を経験してきたことを、我々は忘れてはならない。

投資に関して言えば、これらの苦難は我々に3つのことを教えてくれた。グローバル分散の価値、忍耐力の大切さ、そして最も大切なこととして、人類には立ち直る力と創造力があるということだ。

皆様にとって、2024年が健康で幸福に満ちた、実り多い1年となりますように。



経済成長の見通しは？

2023年の米国経済は力強い成長をとげたが、2024年に入ると消費への逆風が強まるため、成長率はプラスで推移するものの鈍化するだろう。欧州経済は低成長が続き、中国経済は、成長率は低下するものの、成長の質は高まるといった「ニューノーマル(新常態)」に移行すると予想する。

米国

ついに成長鈍化:2023年の米国経済は、消費者の余剰貯蓄に支えられて予想以上に堅調だったが、2024年には成長率が鈍化する可能性が高い。高金利は消費性向の重石になるとみられ、住宅や自動車といったローンで購入される品目はここ数年で最も買いにくなっている。家計は、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)受給対象者の削減、学生ローン返済の再開などに対処せざるを得なくなっている。消費者信頼感の低下とともに、貯蓄率は高まる可能性が高い。

大幅な落ち込みはない:我々は、成長鈍化は予想するものの、経済活動が大幅に後退するとは考えていない。米国経済が利上げサイクルの終了後に景気後退を回避した例は多くはないが、今回は楽観的になる理由がある。

第1に、主な消費層である中所得家計の雇用は高水準で安定する可能性が高い。第2に、人工知能(AI)、半導体、インフラストラクチャー、グリーンエネルギー関連の分野では堅調な投資が見込まれる。第3に、家計や企業の財務体質は健全であるため、経済ショックに対してある程度の耐性があるとみられる。

欧州

下支え材料あり:インフレ率の低下と堅固な労働市場を支えに消費者の実質所得は増加するだろう。その結果、個人消費は伸びると予想する。家計はすでに予備的貯蓄を蓄積し、負債を削減している。新型コロナからの復興基金「次世代EU」からの資金がインフラと低炭素のエネルギー生産への投資を促すなか、とりわけ南欧と東欧の経済成長を刺激するだろう。

逆風は続く:ただし、欧州経済の成長率は全般的に低迷を続けるだろう。我々が予想する3回の利下げがあったとしても、2024年末までは金融引き締め状況が続くと予想する。銀行の収益性への下げ圧力、欧州中央銀行(ECB)の支援姿勢の後退、および準備金に支払われる利息引き下げへの懸念から、銀行融資は抑えられる可能性が高い。外需の低迷と高いエネルギーコストは輸出業者や製造業者の重石になるとみられる。

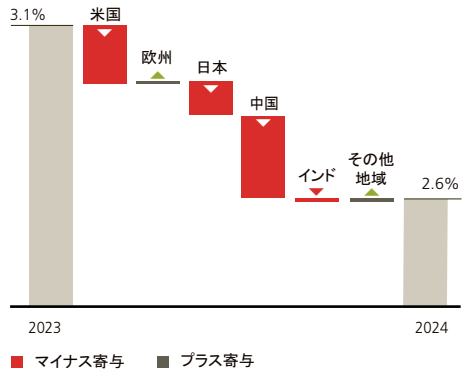
中国

ニューノーマル(新常態):2024年の中国は、消費の低迷、外需の伸びの鈍化、不動産セクターの諸問題などが重石となり、経済成長率は4.4%と、2023年の5.2%予想を下回るだろう。長期的には、労働人口の減少、輸出主導型経済成長の構造的な限界、地政学的な不安定さにより、年間成長率が6%を超えていた時代は終わる可能性が高い。

それでも成長要因はある:しかし、中国経済のニューノーマルに対し完全に否定的になる必要はない。中国政府は最近、1兆人民元の特別国債の発行を発表した。これは2024年の国内総生産(GDP)成長率を0.4~0.8ポイント押し上げる可能性があり、同年に一段と積極的な経済政策が発動される予兆だとの見方もある。長期的には、個人消費、脱炭素化における主導的な取り組み、そしてサプライチェーンの改善が持続的で質の高い成長を促すと予想している。

図表1

米国と中国は世界経済の鈍化要因に
世界のGDP成長率予想と主な鈍化を牽引する国



出所: UBS、2023年11月

投資へのインプリケーション

相対的にクオリティの高い債券を購入する:

我々は、経済成長の鈍化を受けて金利予想が低下し、2024年の金利低下が相対的にクオリティの高い債券に魅力的な投資機会をもたらすと考えている(詳しくは、[26頁を参照](#))。

高クオリティ株を購入する:株式市場は、全般的に上昇すると予想し、とりわけテクノロジー株を含む優良企業銘柄を选好する。経済活動が鈍化した状況でも業績を伸ばす可能性が高いからだ(詳しくは、[27頁を参照](#))。

UBSの実質GDP成長率予想

2023		2024	
2.4%	▶	1.1%	米国
0.5%	▶	0.6%	ユーロ圏
5.2%	▶	4.4%	中国

出所: UBS、2023年11月13日

過去からの教訓

FRBは歴史に逆らって景気後退を回避できるか？

歴史を振り返ると、積極的な金融引き締め政策は、常にではないにせよ、頻繁に景気後退を引き起こしている。

1971年以降今回までの間に、米連邦準備理事会(FRB)が1回の利上げサイクルにおいて200ベースポイント(bp)以上の利上げを実施した事例が8回あった。利上げサイクル終了後、景気後退に陥ったのは8回中5回で、その内、利上げ幅が375bp以上だった4回のサイクルでは全て景気後退となっている。FRBがソフトランディング(軟着陸)を達成したのは、1983~1984年と1994~1995年の2回だ。こう

した状況が実現した条件としては、(1)将来のインフレ期待が十分に抑えられていたこと、(2)労働市場が逼迫していたこと、(3)家計貯蓄が潤沢だったことなどがある。そしてこの3つの特性は今日の環境に当てはまる。なお、2020年の景気後退は新型コロナのパンデミックによって引き起こされたものである。

我々は、旺盛な労働需要、堅固な投資支出、そして家計や企業の財務体質の健全性により、米国経済が2024年に「ソフティッシュランディング(揺れを伴う軟着陸)」を迎えるという基本シナリオを維持する。

金利と債券利回りの見通しは？

各国の中央銀行は2024年に利下げサイクルに入るだろう。国債市場は、高金利がニューノーマル(新常態)になるリスクを過度に織り込んでいる。我々は、金利は2024年に低下すると予想する。

インフレ率と金利

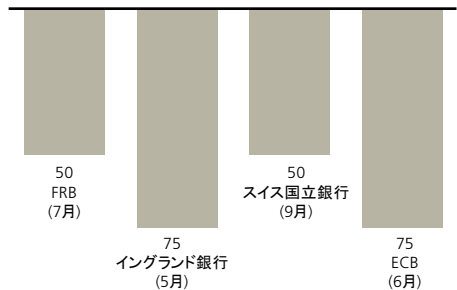
正常に戻る:インフレ率は2023年に中央銀行の目標値に近づき、2024年もその傾向が続くとみている。我々の基本シナリオでは、米国のコア消費者物価指数(CPI)およびユーロ圏のコアCPIが、2024年末には2~2.5%まで低下すると想定している。主要要因としては、帰属家賃の上昇率の低下、消費者需要の低下、賃金の伸びの鈍化などが挙げられる。

利下げを予想する:経済成長率とインフレ率がともに低下することから、2024年には利下げが実施されるとみている。インフレ率は2024年の大半の期間で、中央銀行の目標値である2%を上回る可能性が高いものの、各国の政策立案者は、インフレ率が目標値に向かって持続的に低下しているという確信を、年央までに十分強めるだろう。我々の基本シナリオでは、2024年には欧州中央銀行(ECB)と

図表 2

各国中央銀行の利下げ予想

2024年の累積利下げ幅予想(bp)、カッコ内は利下げ開始月の予想



出所: UBS、2023年11月

イングランド銀行(英中銀)がそれぞれ75ベースポイント(bp)、米連邦準備理事会(FRB)とスイス国立銀行が50bpの利下げを実施すると見込んでいる。

債券利回り

市場は高金利の持続を織り込んでいる:市場は、FRBが今後5年の間、4.2%を下回る水準まで利下げをすることはないとの想定を織り込んでいる。確かに、政策金利は我々の予想以上に、より高くより長くあり続ける可能性がある。しかし我々は、今後5年以内にFRBが4%を下回る水準まで利下げを行うか、市場介入を行う可能性が高いとみている。この期間内には、少なくとも1度の景気後退、低インフレ率の時期、あるいは相場的大幅な変動が起きるとみてよいだろう。大規模な財政出動がこの見方に対するリスクとなる。

債券利回りの低下を予想する:経済成長率は2024年に鈍化し、これを受けて金利見通しは長期、短期ともに低下すると予想される。それに合わせて、米国10年国債利回りは2024年末までに3.5%へと低下するとみている。また、我々は米国10年国債利回りの均衡水準を3.5%と見積もっている。内訳は実質中立金利:0.5~1%、インフレ率:2~2.5%、ターム・プレミアム(債券の長期保有リスクに対する上乗せ金利):0.5%だ。

投資へのインプリケーション

流動性を管理する:政策金利と金利見通しの低下が見込まれるため、投資家はキャッシュを過度に保有することなく、利回りを最適化することを勧める(詳しくは、[25頁を参照](#))。

クオリティを重視した債券投資を行う:相対的にクオリティの高い債券の利回りは魅力的で、市場が2024年の利下げ予想を織り込み始めると価格が上昇する可能性がある(詳しくは、[26頁を参照](#))。

過去からの教訓

金利と利回りの推移について歴史は何を示唆しているか？

金利のピークは長続きしない:FRBが1970年以降に行った10回の利上げサイクルを振り返ると、政策金利がピーク時の値にとどまった期間の中央値は3カ月だ。最短は1カ月で、最長は15カ月だった。

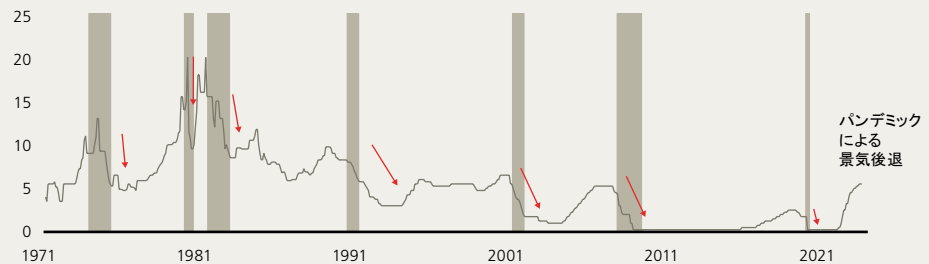
急速な利下げはあり得る:FRBの利下げ幅の平均は、利下げ開始後の最初の12カ月間で260bp(金利が一時据え置かれてから再び利上げが実施された1987年と2006年を除く)、24カ月間では410bpだった。今日、市場は今後2年以内に150bpの利下げを織り込んでいる。

利回りは元の水準に落ち着く:米国10年国債利回りの最近の上昇は急激だが、前例がないわけではない。1962年以降、長期債利回りが6カ月間で100bp以上上昇した事例は16回あった。1979~1980年の1回を例外として、いずれの場合も、利回りはその後12カ月間低下した。今回も例外ではないと我々は考える。

図表3

急速な利下げの可能性

フェデラルファンド(FF)金利(%）、陰影部分は米国の景気後退期



出所:ブルームバーグ、UBS、2023年11月

政治の市場への 影響はどの程度か？

2024年は政治が非常に大きな役割を果たすだろう。米国の大統領選挙、現在も続くイスラエルとイスラム組織ハマスの戦闘やロシアのウクライナ侵攻、そして米中の対立は、いずれも世界中の市場に影響を及ぼす可能性がある。投資家は政治に市場が揺り動かされる事態に備えて、リスクヘッジを検討することが望ましい。

米国大統領選挙

確率を予想する: 民主党のバイデン大統領と共和党のトランプ前大統領は、それぞれ大統領選挙の党候補指名争いで今のところ大幅なリードを保っている。

米大統領選の賭け市場の予想によると、バイデン氏が民主党の候補になる確率は70%と、再選を目指す現職大統領にしては異例に低い。一方、トランプ氏が共和党候補に指名される確率は80%と予想されているが、訴訟問題で無党派層への訴求力が損なわれているとみられ、同氏が大統領に選出される確率は35%まで低下する(なお、バイデン氏が大統領に選出される確率はわずか30%)。それ以外のリスクとしては、こうした二大政党への不満

を吸収した第3党の候補者が選挙結果を左右する可能性、あるいはどの候補も選挙人団の過半数の票を獲得できずに、選挙結果の決定が米下院に委ねられる可能性が考えられる。

ねじれ議会の可能性が高い: 2024年の議会選挙後、最も可能性が高いのは、上下院で異なる党が過半数を握るねじれ議会になるというシナリオだと予想する。共和党は守るべき議席が少ないため、次回の選挙で上院の過半数を握ると見込んでいる。しかし、下院は民主党が多数派を奪還する可能性が高い。というのも、マッカーシー前議長を解任した余波で、一部の共和党下院議員の再選が厳しくなると思われるからだ。

ねじれ議会では、法案の可決に超党派での協力が必要になる。すると、税制や医療保険政策の改革、あるいは気候変動対策費拡充など、現在進んでいる国内改革の全てが実現する可能性は低下すると思われるが、大統領は、中国との貿易関係や、ロシアのウクライナ侵攻およびイスラエルとハマスの戦闘に関する米国の立場など、外交政策に対する決定権は維持するだろう。

イスラエルとハマスの戦闘

人道危機が深刻化するなかで、イスラエルとハマスの戦闘は極めて流動的な状況が続いている。本稿執筆時点では、ハマスとイスラエルの管轄下にある地理的領域内に限定された衝突にとどまっているが、他国を巻き込む地域紛争へと激化する可能性も否定できない。イスラエルによるガザでの地上作戦や、レバノンを拠点とするイスラム教シーア派組織ヒズボラなどの親イラン勢力とイスラエルとの交戦は、戦闘激化のリスクを示唆している。

原油市場への影響: 我々の基本シナリオでは、ブレント原油は1バレル当たり90~100米ドルでの推移を予想する。しかし、イランの原油の輸出が日量およそ50万バレル減少すると、原油価格は1バレル当たり100~110米ドルに押し上げられる可能性がある。紛争が広がり、中東の他の産油国が巻き込まれると、

原油価格は同120米ドルを突破することも考えられる。

ロシアのウクライナ侵攻

本稿執筆時点で、ロシアとウクライナの戦闘による世界の金融市場への影響は比較的限られている。とはいえ、原油市場の需給逼迫で、世界は他の供給ショックに対しても脆弱な状況に陥っている。

米国第一主義? バイデン氏が再選された場合、米国がウクライナに対して財政・軍事両面の支援を続ける方針は変わらないだろう。しかし、もしトランプ氏が「米国第一主義」を掲げて選挙に勝利した場合、米国からウクライナへの財政・軍事支援は大幅に削減される可能性がある。そうなると、欧州諸国の政府は支援規模を拡大する必要性に迫られ、財政リスクが増大し、さもないとロシアの軍事的拡張を許すことになるだろう。

米中対立

貿易とハイテク分野: 米中の貿易関係は、2023年に新しい「不安定な均衡」に達したように見えるが、半導体製造の自給自足強化に向けた中国の取り組みがこの均衡を試す形となっている。米国政府は基盤となるAIチップと半導体製造技術への中国の接近を阻もうとしている。

台湾:米台の協力関係は継続することが予想されており、台湾をめぐる米中間の緊張の高まりが世界のサプライチェーンに、ひいてはグローバル市場と世界の外交関係に深刻な影響を及ぼす可能性がある。

投資へのインプリケーション

[33頁](#)には、投資家が2024年に原油、金(gold)、ヘッジファンドなどを通じてポートフォリオをヘッジできる主な方法を紹介している。

過去からの教訓

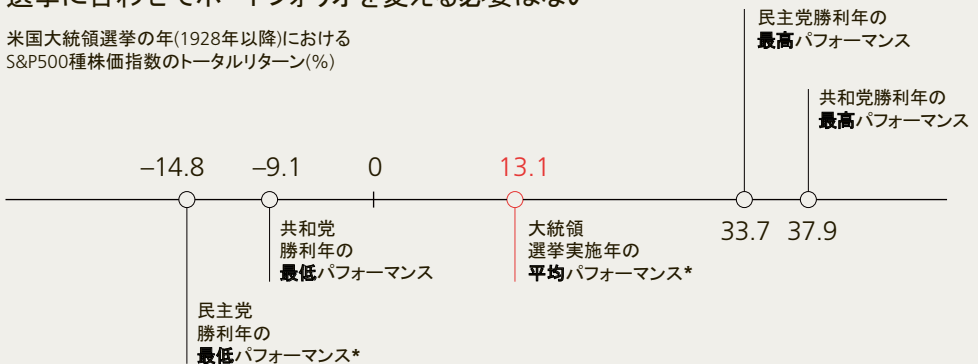
米国大統領選挙は市場に影響を及ぼすのか？

米国大統領選挙は国内・外交両面の政策を大きく左右するが、市場には本格的な影響を及ぼさないと考える。投資家には、自身の

政治的な意見はポートフォリオではなく投票を通じて表明することを勧める。

選挙に合わせてポートフォリオを変える必要はない

米国大統領選挙の年(1928年以降)における
S&P500種株価指数のトータルリターン(%)



*2008年は除外(世界金融危機などによりS&P500種株価指数が37%下落したため)

出所:ブルームバーグ、UBS、2023年11月

シナリオ

基本シナリオ:

ソフティッシュランディング
(揺れを伴う軟着陸)

確率: 60%

S&P500種株価指数: 4,700 | 米国10年
国債利回り: 3.5% | ユーロ/米ドル: 1.12

2024年には株式、債券ともにプラス・リターンを予想する。米国の経済成長率の鈍化、インフレ率の低下、金利見通しの低下により、債券利回りが低下して債券価格と株式のバリュエーションを支えるとともに、米国は深刻な景気後退を回避し、企業の利益成長は続く。

悲観シナリオ:

ハードランディング(硬着陸)

確率: 15%

S&P500種株価指数: 3,500 | 米国10年
国債利回り: 2.75% | ユーロ/米ドル: 1.00

株式はマイナス・リターン、債券はプラス・リターンを予想する。経済成長率の急低下(これまでに実施された利上げの累積的な影響の表面化)により、緩やかな、または深刻な景気後退に陥る。投資家の悲観的なセンチメントと業績見通しの急速な悪化が株価下落を招く。金利見通しが急低下し投資家が安全資産を求めるため、債券価格は上昇する。

楽観シナリオ:

リフトオフ(景気の浮揚)

確率: 20%

S&P500種株価指数: 5,100 | 米国10年
国債利回り: 5% | ユーロ/米ドル: 1.18

株式ではプラス、債券では横ばいのリターンを予想する。力強い経済成長が企業業績の伸び、投資家心理、そして最終的には株価を押し上げる。一方、力強い経済成長と目標を持続的に上回るインフレ率により、債券利回りは高水準を維持するか、さらに押し上げられるため、債券のリターンは横ばいとなる。

代替悲観シナリオ:

債券自警団
(財政赤字への懸念から金利高騰)

確率: 5%

S&P500種株価指数: 3,800 | 米国10年
国債利回り: 6% | ユーロ/米ドル: 1.10

株式、債券ともに大幅な下げを予想する。債券利回りは上昇を続ける。可能性として考えられる理由は、過度な財政赤字、エネルギー価格の上昇、そしてインフレ率が長期にわたって目標を上回ることへの懸念である。債券利回りの上昇は株式にも重石になる。金利上昇によりフェアバリュー(公正価値)が低下し、株式から債券へと資産配分を見直す動きが出てくるからだ。



2024年はどうに投資すべきか？

2024年に向けて、投資家には以下の5つの投資アイデアに着目することを勧める。

流動性を管理する

2024年は金利の低下が見込まれることから、投資家はキャッシュの保有を抑え、預金商品や債券ラダーの活用により利回りの最適化を図ることを勧める。

クオリティを重視する

2024年は株式、債券ともにプラスリターンを上げると予想するが、クオリティに注目することを勧める。債券では、相対的にクオリティの高い債券への投資から魅力的な利回りとキャピタル・ゲイン（売却益）の両方が期待できる。株式では、高い投下資本利益率(ROIC)、堅固なバランスシート、安定した収益源を持つ優良銘柄が、経済成長が減速する環境下であっても利益を生み出すことができるとみている。

通貨とコモディティはレンジで取引する

米ドルは2024年に入ると安定的に推移するが、時間の経過に伴い弱含んでいくと予想する。コモディティについては、ブレント原油価格が1バレル当たり90~100米ドルのレンジで推移すると見込む。

市場リスクをヘッジする

地政学的な不確実性が高まる中、投資家は先行きのボラティリティ(相場の変動率)上昇に備える必要がある。分散強化に加えて、オルタナティブ投資、原油や金(gold)への投資なども、特定のリスクからポートフォリオをさらに守ることができる。

非伝統的債券投資で分散を図る

世界的な債務水準の高まりにより、債券価格とスプレッドのボラティリティが今後上昇すると予想する。こうした状況は、債券アービトラージやディストレスト債などさまざまなクレジット戦略にプラスに働く。

流動性を管理する



投資家は2024年にはキャッシュの保有を抑え、利回りを最適化することを勧める。紛争と地政学的不確実性によりキャッシュの安全資産としての側面が意識されるだろうが、我々は2024年には金利が低下すると予想しており、キャッシュのリターンが低下して、再投資のリスクが高まるとみている。投資家には、預金商品、債券ラダーを組み合わせ、今後5年間で見込まれる支出にあててを勧める。

▶ 預金商品

2024年は世界の経済成長率およびインフレ率が鈍化することから、預金の金利が低下すると予想する。これを踏まえて、足元の高金利を確保するため預金商品を活用し、今後12カ月間で見込まれる支出および債務返済にあててを勧める。発行体リスクおよびカウンターパーティ・リスクを懸念する投資家は、投資先を分散させることができる。預金商品の満期の分散を進めることにより、債務とのマッチングや金利リスクおよび再投資リスクの削減も図ることができる。

▶ 債券ラダー

投資家は債券ラダーにより将来のリターンについて確実性を高めることができる。償還期日が異なる複数の短期債で構成される債券ラダーは、安定的なインカム・フローを生み、今後12~36カ月間で見込まれる支出の規模とタイミングにあわせることができる。短期債の足元の利回りは魅力度が高いが、各国の中央銀行が利下げを行うと低下するだろう。景気減速のシナリオの下、相対的にクオリティの高い債券も価格上昇が期待できる。

クオリティを重視する



2024年は株式、債券ともにプラスリターンを上げると予想する。だが、それぞれの資産クラスのなかではクオリティに注目することを勧める。債券では、相対的にクオリティの高い債券から魅力的な利回り確保し、我々の予想通りに金利が低下すればキャピタル・ゲイン(売却益)も期待できる。株式については、テクノロジー・セクターの銘柄など、堅固なバランスシートと高い収益性を維持している高クオリティ企業が、経済成長が減速する環境下であっても利益を生み出すことができる。とみている。

▶ 債券の見通し

2024年は国債の利回りが低下し、リターンがプラスになると予想する。

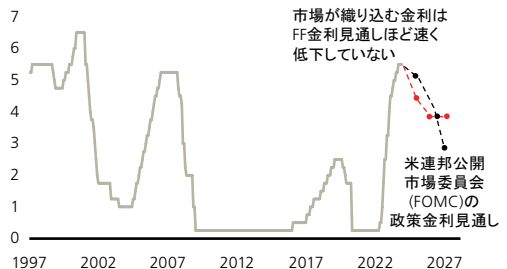
景気減速により利下げ見通しが強まると我々はみている。市場は今後5年以内に米連邦準備理事会(FRB)の政策金利が4%を下回ることにはないと予想しているが、これは過度にタカ派的な見方と考える。不確実性が高い環境の下では、国債は周期的にセーフヘイブン(逃避先)資産として資金を引きつける可能性がある。

相対的にクオリティの高い債券: 現局面は、高クオリティ債、特に高格付債(国債)と投資適格債を組み入れるタイミングと考える。いずれのシナリオ([22頁参照](#))、特に景気が落ち込むシナリオにおいてもプラスリターンが見込まれるように、足元の利回りにより魅力的なリターンが期待される。

図表4

市場は過度にタカ派的

フェデラルファンド(FF)金利、金利先物に基づく市場の見通し(%)



出所: ブルームバーグ、UBS、2023年11月

1~10年債、特に5年債の投資の魅力度は高いと考える。中期債は、利回りが高く、長期債よりも安定的で、利下げ見通しに対する感応度もある程度あることから魅力的である。長期債については、足元の高水準の国債発行額などテクニカル要因の影響を受けやすいことから、やや慎重なスタンスを取っている。

また、ハイイールド債や新興国債などリスクの高いクレジット・セグメントの一部で投資機会が生まれている。しかし、融資基準の厳格化、借り換え費用の増加、景気の減速によりデフォルト・リスクが高まっていると考える。世界的にマネー・サプライが縮小していることから、流動性リスクプレミアムも上昇する可能性がある。そのため、ハイイールド債は投資適格債や高格付債に比べてスプレッドが拡大しやすいと考える。

▶ 株式の見通し

2024年はグローバル株式の指数が緩やかに上昇すると予想する。企業の業績が伸び、中央銀行が利下げに転じ、利回りが低下すると見込まれるからだ。我々の基本シナリオでは、S&P500種株価指数は2024年12月までに4,700ポイントに上昇するとみている。

また、S&P500種構成銘柄の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。低水準の在庫、ヘルスケア企業の一時的なベース効果、テクノロジー・セクターや高クオリティ企業による利益貢献の好影響は、米国経済の減速による循環的な悪影響を相殺するだろう。欧州企業のEPSは3%増、新興国企業は16%増と予想する。

図表5

足元の環境では高クオリティ銘柄に着目

高ROIC銘柄(ラッセル1000指数の上位3分の1)の低ROIC銘柄(下位3分の1)に対する超過リターン、セクター中立、基準を100として指数化



ROIC = 投下資本利益率

注: 影の部分は米国10年国債利回りから同2年国債利回りを差し引いた水準が0.75%未満、または景気後退局面を示す。

出所: ブルームバーグ、UBS、2023年11月

また、深刻な景気後退を回避するようであれば、利下げおよび債券利回りの低下は株式市場の追い風になると考える。2023年に債券利回りが上昇したことから、株式のリスクプレミアムは低下し、株式の債券に対する魅力度が徐々に低下した。2024年はこのトレンドが反転するとみている。

もちろん、マクロ経済上および地政学上の見通しが不透明なことから、業績予想の不確実性は高まっている。また、MSCI ACワールド指数(ACWI)の12カ月先予想PER(株価収益率)は15.9倍と過去15年の平均を約10%上回っている。そのため、株式全体は中立のスタンスを維持するが、一方で株式への配分を変更する機会をうかがっている。

地域別では、新興国株式をオーバーウェイトとし、英国株式をアンダーウェイトとする。

高クオリティ銘柄: 株式市場の中では、高クオリティ銘柄を推奨する。高い投下資本利益率(ROIC)と堅調な営業利益率を示し、バランスシート上の債務残高が相対的に低い企業は、経済成長が減速する環境下でも利益を生み出すことができるとみている。

過去の実績を振り返ると、そうした銘柄で構成されるMSCI ACWIのクオリティ指数は、経済成長率が減速しつつもプラスを維持していた6カ月間において、MSCI ACWIを1%ポイント上回っている。2024年はそのような投資環境になると我々は予想している。

また、高クオリティ銘柄は景気縮小期など景気サイクルの後期に市場全体のパフォーマンスを上回る、つまり景気が予想以上に悪化した場合にもポートフォリオを守る傾向が強い。ハードウェア、ソフトウェア双方に対するAI関連の需要の恩恵を主に受ける米国テクノロジー企業の選好は、高クオリティ銘柄重視の姿勢を反映したものだ。

高クオリティ銘柄は株式市場全体よりも高いバリュエーションで取引されることが多いが、2024年はプレミアム(割高部分)を支払うだけの価値があると我々は考える。地域別で見ると、米国ではテクノロジー・セクター内で高クオリティ銘柄、欧州では安定したクオリティ・インカム銘柄と高クオリティ・シクリカル銘柄、アジアでも一部の高クオリティ銘柄をみつけることができる。

債券と株式のサステナビリティに着目

投資家はサステナビリティ(持続可能性)目標に基づき債券や株式に投資することができる。

国際開発金融機関(MDBs)発行の債券は、調達資金が環境・社会的目標掲げる開発プロジェクトに利用されるものであり、AAA格付けを有し、利回りは指標となる国債の利回りよりも若干高い。

グリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンド、サステナビリティリンクボンドなどで構成されるサステナブル債の利回りは、類似の伝統的債券と同程度であり、一方で調達資金が当てられるプロジェクトの透明性は高い。

株式および債券の「ESGリーダーズ」戦略は、環境・社会・ガバナンス(ESG)基準が最高位の企業に着目するものである。一部の実証研究は、優れたサステナビリティ・マネジメントと財務パフォーマンスの高い連動性を裏付けている。また、ESGリーダーズ・ポートフォリオは、クオリティの要素との相関が高く、通常、株式と債券の双方でバリュエーション・プレミアムを享受している。

通貨とコモディティはレンジで取引する



米ドルは2024年に入ると現在の水準付近を安定的に推移すると予想する。しかし、時間の経過に伴い弱含んでいくとみている。コモディティについては、地政学リスクと天候リスクのヘッジに加え、キャリーリターンの獲得も期待できる。また、通貨を割安な水準でシステムティックに購入する戦略を勧める。

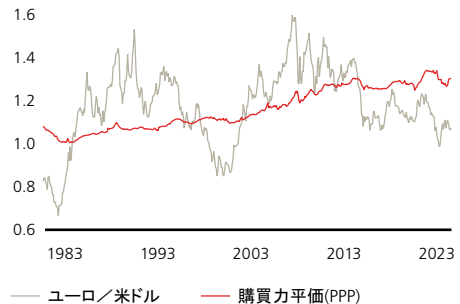
▶ 通貨見通し

米国は他国に比べて景気が堅調で金利が高く、米ドルのバリュエーションにこれらは既に織り込まれているとみられる。2024年の最初の数カ月間、米ドルは安定推移すると予想する。一方で、ユーロ圏、英国、スイスの経済成長率は低調で、金融政策が経済データ次第であることから、ユーロ、英ポンド、スイス・フランの上昇余地は限られるとみている。

図表6

米ドルは依然割高

ユーロ／米ドルとユーロ／米ドルの購買力平価



出所：ブルームバーグ、UBS、2023年11月

オーストラリア準備銀行(中央銀行)は、主要中央銀行の中でも最後のほうに利下げを行うとみていることから、豪ドルをオーバーウェイトとする。良好な財政収支と対外収支も同通貨にとってプラス材料である。

日本円は中立とする。日銀は金融政策正常化に向けて動き出しており、通貨当局はさらなる円安の流れを食い止めるために踏み込んだ対応を取る可能性がある。しかし、日本円はネガティブ・キャリー(金利コストが運用収益を上回る状態)のため、大幅な上昇は抑制されるだろう。

中国人民元は、2024年の序盤に対米ドルで底打ちするとみている。しかしながら、中国の構造的問題や足元の地政学リスクを考慮すると、反発は限定的となるであろう。このため、アジア以外の地域の経済成長率が予想以上に加速しない限り、景気感应度が高いアジア通貨の上昇を期待することは難しいと考える。

我々の見解へのリスクとして、米国経済が予想以上に強く、高い成長率を示すことがあげられる。一方、ユーロ圏または中国が更なる景気下押し圧力を受ければ、米国経済の落ち込みに伴う通貨の上昇を期待することは難しい。多くの地政学リスクも待ち構えており、顕在化すると米ドルの安全通貨としての特性が再び注目を浴びる可能性がある。その場合、唯一米ドルに対抗できるのはスイス・フランである。

2024年の通貨戦略:米ドルが上昇するリスクは短期的には限定的であり、堅調な景気は足元のバリュエーションにすでに織り込まれていると考える。

ベース通貨がユーロ、英ポンド、スイス・フラン、または一部の通貨である投資家には、クロスカレンシーのレンジ内での推移を利用した取引を勧める(下表参照)。一方、キャリーの観点からは豪ドルを推奨する。

通貨	レンジの下限で購入	レンジの上限で売却
ユーロ／米ドル	1.0-1.05	1.10-1.12
米ドル／スイス・フラン	0.85-0.87	0.92-0.94
ユーロ／スイス・フラン	0.94	1.0
英ポンド／米ドル	1.19-1.21	1.26-1.30
米ドル／円	137-140	152-155
豪ドル／米ドル	0.63-0.64	0.70-0.72

出所:UBS、2023年11月

▶ コモディティの見通し

中国の景気が低迷し、ユーロ圏GDP成長率が0%近辺にとどまり、米国経済が減速するとみており、コモディティ価格の大幅な上昇は見込めないと予想する。

しかし、コモディティのトータルリターンは、5%を超えるキャッシュ・コラテラル(現金担保)の利回りならびに、エネルギーや一部の農産物の右肩下がりの先物カーブによるロール・ゲイン(乗り換え益)によって向上するとみている。これによりコモディティ総合指数のリターンは年1~2%ポイント追加される(UBS CMCI指数に基づく)。

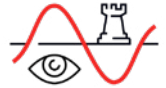
最終的にコモディティ総合指数の今後1年のトータルリターンは、10%台前半を予想する。同戦略はコモディティのポジションを維持する投資家に魅力的なリスク調整後リターンを提供し、一方で供給を脅かす地政学リスクと天候リスクに対するヘッジの役割も担うと考える。

レンジで取引する:コモディティのレンジ内での推移を利用する戦略を推奨する。

エネルギー市場では、OPECプラスが原油の減産により人為的に供給不足をもたらしているが、さらなる価格高騰は供給増による対応や需要破壊につながる。ブレント原油価格は1バレル当たり90~100米ドルのレンジで推移すると見込む。但し、原油供給の混乱の可能性あることからリスクは上方に傾いていると考える。

金(gold)は米連邦準備理事会(FRB)が利下げに着手すると、2024年末までに1オンス当たり2,150米ドル(過去最高値)まで上昇すると予想する。しかし、短期的には、金の保有に伴う機会費用が高止まりしていることから、押し目買いを勧める。

市場リスクを ヘッジする



紛争や地政学的な不確実性が高まる中での投資は容易ではないため、投資家は先行きのボラティリティ(相場の変動率)上昇に備える必要がある。大半の投資家にとって、資産クラスと地域の分散は相場の乱高下に備える防衛策の第一歩である。オルタナティブ投資、原油や金(gold)への投資なども、特定のリスクからポートフォリオをさらに守ることができる。

▶ 原油およびエネルギー株

イスラエルとハマスまたはロシアとウクライナの紛争激化が市場に与える影響を懸念する投資家には、ポートフォリオのリスクヘッジ手段として原油市場およびエネルギー株への投資を検討することを勧める。また、リスク許容度の高い投資家は、現在スポット価格を下回る価格で取引が行われているブレント原油の長期契約によりエクスポージャーを積み増すことを検討できる。

▶ 金

金は、高まる地政学的緊張に対するポートフォリオのリスクヘッジ手段として有効と考える。足元の高金利および地政学リスクにより、金価格は短期的に小刻みな動きを繰り返すとみている。しかし、今後6~12カ月にわたって金価格が回復すると予想されることから、すでに金を保有している投資家は継続保有することを勧める。

▶ マクロ／マルチストラテジー・ヘッジファンド

2024年はマクロファンドもヘッジの役割を担い、分散強化に有効と考える。同ファンドは、経済状況、金融政策、市場環境の変化を捉えるためトップダウン・アプローチをとり、マクロ経済の変動性の高まりを利用するものである。

一方、さまざまなヘッジファンド・アプローチを組み合わせたマルチストラテジー・ファンドもポートフォリオの分散効果を高める上で魅力的な手段になり得る。これらのファンドは、一般的に十分に分散化され、機動的に資産配分を変更し、高度なリスク・マネジメント戦略を実行する。投資家はオルタナティブ投資に内在するリスクを認識する必要があり、具体的には流動性リスク、レバレッジの活用、限定的な情報開示要件があげられる。

非伝統的債券投資 で分散を図る



世界的な債務水準の高まりにより、債券価格とスプレッドのボラティリティが今後上昇し、価格のばらつきを利用したリターン追求の動きが強まると予想する。こうした状況は、債券アービトラージやディストレスト債などさまざまなクレジット戦略にプラスに働く。

▶ 債券アービトラージ

米国のクレジット市場は、2022年10-12月期以降回復途上にある。しかし、低格付けクレジットのセグメントは、主に借り換え懸念によりアンダーパフォームしてきた。価格格差が拡大していることから、債券アービトラージ戦略はポートフォリオに組み入れる上で魅力度が高いと考える。

足元の市場環境下、ICE BofA米国ハイイールド債指数の構成銘柄のスプレッドは、約3分の1が指数よりも300ベースポイント(bp)低い水準にあり、15%は501~800bpの水準にある。9%は800bpを上回っている。これに

よりスキルの高いマネジャーには、ファンダメンタル分析に基づく個別銘柄の選別を行う機会が生まれていると考える。

こうした戦略への投資に際しては考慮すべきリスクが存在する。公開市場よりも流動性と透明性が低いことに加えて、債券アービトラージ・ポートフォリオは、企業倒産の拡大によって短期的に損失を被りやすい(倒産は長期の投資機会にもなり得る)。よって、経営不振の個別銘柄のクレジット・リスクを管理することやインデックス・ポートフォリオによるヘッジが重要になると考える。

▶ ディストレスト債

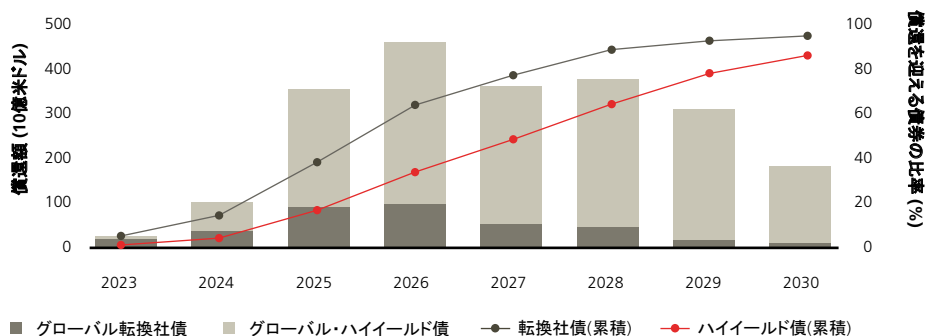
ディストレスト・ファンド(経営破綻や不振に陥った企業の債権に投資する戦略)やスペシャル・シチュエーション・ファンド(企業の分割・分離などの特殊な状況に投資機会を見いだす戦略)についても魅力的な投資機会が生まれていると考える。企業は金利上昇により借り換え能力が低下する可能性がある。これは、ディストレスト・ファンドとスペシャル・シチュエーション・

ファンドの案件フローの安定的な源泉になり得る。ディストレスト債の投資機会は、所有者やテナントが破産に陥った不動産など、すでに混乱が生じている市場領域に集中するとみている。また、ディストレスト・ファンドは過剰債務を抱え利息の支払いが困難な企業への投資機会にも着目するだろう。

図表7

高金利下で償還が集中する「満期の壁」が近づく中、
企業の返済負担が高まり、ディストレスト債の投資機会が生まれている

転換社債とハイールド債の満期の壁(償還額)と償還を迎える債券の比率



出所: BofA Securities、ブルームバーグ、UBS、2023年11月



今後10年の見通し

パンデミックの経済的な余波は広範囲に及び、しばしば予想外の事態も発生した。インフレ率は高騰し、その後高止まりした。長期金利は約15年ぶりの高水準に急上昇した。だが、金利上昇にもかかわらず、失業率は低水準で推移し、経済成長は底堅さを維持してきた。

ここ数年、経済情勢が異例の展開を見せてきたことから、パンデミック後の「新しい世界」への移行とともに、マクロ経済にも新たな時代が到来するのか、そして、世界経済は需要減少・供給超過から供給制約・需要旺盛の環境へとシフトするのかとの問いが浮上している。

この問いに対する答えは、グローバル化の変容 (Deglobalization)、人口動態 (Demographics)、デジタル化 (Digitalization)、脱炭素化 (Decarbonization)、そして債務 (Debt) の「5つのD」の今後の動向が鍵を握る。

グローバル化の変容

新しい世界では、経済圏同士の結びつきが弱まる可能性が高い。貿易の対GDP比率はすでにピークに達したと考えられる。実際、米国、欧州、そして中国では経済制裁や関税、輸出規制の応酬が常態化し、貿易縮小が加速している。米中対立により、金融、貿易、技術の流れに関して、世界経済が米国と中国を中心とする2つのブロックに分裂するリスクもある。

だが、グローバル化の変容が今後10年で具体的に世界経済にどのような影響を及ぼすかを考えるには、それが起きるかどうかよりも、起きる理由の方が重要である。

グローバル化の変容が、例えば輸出入規制や補助金の強化など、政治的理由を主因に起きるならば、物品の総供給量が減り、潜在成長率は低下し、時にはインフレが発生する可能性がある。

しかし、グローバル化の変容の主因が、企業の業務自動化、統合型生産の強化、新興国の賃金上昇に伴う人件費の見直し、強靱なサプライチェーンの再構築といった経済的な理由ならば、結果は異なってくるだろう。このシナリオでは、総合的な結果として、供給が増加し、インフレリスクが低下し、潜在成長率は上昇する可能性が高い。

人口動態

新しい世界では、人口動態の変化による逆風が強まっている。公式GDP統計で計測した世界経済の半分は人口減少国が担っている。日本、中国、そして欧州の数力国では、人口が縮小している。引退人口の労働力人口に対する比率は、このわずか10年の間に11.8%から14.8%に上昇している。高所得国ではこの比率はさらに急激に拡大し、同期間中に23.2%から29.1%へと急上昇している。

これらのトレンドから見えるのは、供給制約である。経済成長率は、労働投入、資本投入、生産性の伸び率から求められる。したがって、他の条件が同じであれば、労働力の伸び率低下は潜在成長率の低下につながる。労働者人口に対する定年退職者人口の比率を示す老年人口指数が高まれば、債務も増加する公算が大きい。さらに、サービス業の比重が高い経済圏では、生産性の伸びが低い傾向にあるため、老年人口指数の上昇はインフレ率上昇の一因にもなり得る。

世界経済が、社会の高齢化による供給面へのマイナスの影響を免れるかどうかは、3つ目のDである「デジタル化」の動向に大きく左右されるだろう。

デジタル化

人工知能(AI)の登場で生産性向上の時代が幕を開けると期待される。AIは、米国だけでも労働生産性を年間で0.3~2%上昇させる可能性がある。

AIが本格的に導入されれば、労働年齢人口が減少しても経済成長を下支えし、一部の財やサービスでデysinフレ(インフレ鈍化)を促すなど、人口動態の問題の緩和にも寄与すると期待される。一方、AIや半導体などのAI関連業界では、先行投資により目先の需要をいち早く取り込むことができるだろう。

しかし、AI技術により供給力が増加するのが、人口動態問題の影響を受けにくい分野(例えば、専門サービスをサポートするチャットボットなど)が中心となり、労働力不足が深刻な分野でサービス供給力を押し上げることができなければ(例えば、医療現場を支援する物理的ロボットなど)、AIの影響はそれほど大きくなるとは言えないだろう。

いずれにせよ、投資家の視点から見ると、AIの登場は、企業全体の利益成長を後押しするとともに、AI技術の活用支援企業(イネーブラー)、AI提供企業、さらにはAIの恩恵を受ける企業への投資機会をもたらす。

脱炭素化

エネルギー安全保障や異常気象に対する懸念の高まりを受けて、クリーンエネルギーへの転換や脱炭素化に向けた取り組みは強化されている。今後も、上場市場とプライベート市場双方の資本がクリーンエネルギーへの転換を支援していくだろう。

短・中期的には、クリーンエネルギーへの転換により、エネルギー供給が滞る可能性がある。化石燃料のコストと事業リスクが上昇しているにもかかわらず、エネルギー貯蔵や電力供給網の接続が課題となり、再生可能エネルギーの安定供給を難しくしているからだ。その一方で、脱炭素化への投資拡大により、世界需要は高水準を維持するとみられる。

長期的には、脱炭素化への取り組みは、世界の供給に正味でプラスに働くとみている。低コストで豊富なエネルギーの供給を支援する技術は、潜在成長率の上昇、インフレ率低下、そしてサプライチェーンの強靱化に寄与するだろう。投資家の視点からは、脱炭素技術を提供する企業や、新たな技術を早期に取り入れるアーリーアダプター企業を特に有望視できるだろう。

債務

5つ目のDである債務(Debt)の行方は、他の4つのDがそれぞれどのように経済成長、インフレ、そして金利動向に影響を及ぼすかに左右されるだろう。2008年の世界金融危機時の需要急減に対して国際社会がマクロ経済政策で対応して以来、世界の総債務残高の対GDP比は上昇し続けている。幸い、豊富な供給と低金利環境により、政府の歳入に対する利払い費の比率は、これまではほぼ過去最低水準で推移してきた。

今後については、人口動態問題の対策費や、脱炭素化、デジタル化、グローバル化の変容に関連した投資が必要になることから、政府債務の対GDP比は上昇する可能性が高い。金利と債券利回りが、今後数年で我々の予想に反して低下しなかった場合、今から5年後以降は利払い費の増加で財政が大きく圧迫されかねない。

債務は返済可能な水準にとどめておく必要がある。とりわけ有権者にとっては借入コストが低い方が良い。これを達成するための望ましい道筋は堅調な経済成長を維持することであり、その方策となるのがAIの普及加速、豊富なグリーンエネルギー、サプライチェーンの国内回帰である。それらが実現に至らない場合は、金融抑圧、増税、予想を上回るインフレ、あるいはデフォルトが必要とされる可能性もある。そうなると、解決策はもはや市場や経済ではなく政治の問題となり、選択する道も各国で異なってくるだろう。

シナリオ

今後10年を展望するにあたり、新しい世界におけるマクロ経済の新常態に関して、次の4通りのシナリオを挙げる。

狂騒の2020年代

緩やかなインフレと高成長

成長の牽引役として、デジタル化(AI)、脱炭素化、そして防衛の各分野に関連した投資拡大が挙げられる。このシナリオでは、力強い企業業績の伸びと、株式の高パフォーマンスを想定しているが、債券は、金利水準が「より高くより長く」維持されるリスクを投資家が織り込んでいることから、当初のパフォーマンスは株式よりも低くなると予想する。

長期停滞への回帰

低インフレと低成長

このシナリオの牽引役として、人口の高齢化、あるいはAIの成長性と再生可能エネルギーが期待に応えていない状況が挙げられる。このシナリオ下では、金融抑圧により債務負担の増大が抑えられるため、当初は債券にプラスに働く可能性が高い。株式のバリュエーションは中央銀行の景気刺激策により下支えされるだろうが、企業の業績も伸び悩む可能性がある。

Brave new world 「すばらしい新世界」

低インフレと高成長

このシナリオの牽引役として考えられるのは、AIの目覚ましい活用、あるいはグローバル化への回帰などである。このシナリオは株式と債券の双方に有利な状況となるだろう。堅調な業績の伸びが株式の下支えとなり、金利低下予想が債券を下支えすると予想する。

スタグフレーション

高インフレと低成長

このトレンドの牽引役として考えられるのは、グローバル化の変容、地政学的緊張、そして気候変動などである。このシナリオでは、債券と株式のパフォーマンスが(少なくとも実質ベースで)ともに悪化すると想定している。金利上昇期待と実質ベースでの利益成長の低迷が、パフォーマンスを押し下げるからだ。ただし、株式の名目リターンはプラスを維持する可能性がある。

資産クラス別予想

今後10年にわたり、キャッシュは他の主要資産クラスをアンダーパフォームするとみている。特に中央銀行が金融抑圧を再開するシナリオにおいては、その傾向が顕著となるだろう。最も高いリターンを上げるのは株式だとみている。債券リターンの見通しは引き続き改善するだろう。株式と債券の好調なリターンは、オルタナティブ資産のリターンを下支えするだろう。

キャッシュ

キャッシュの利回りは足元で魅力的だが、金利は2024年には低下に転じる可能性が高いとみている。また、長期的には、キャッシュは株式や債券など他の主要資産クラスをアンダーパフォームすると予想する。特に中央銀行が、膨れ上がった公的債務の利払い費を抑制するために、金融抑圧を再開すると、その傾向は顕著になるだろう。キャッシュの保有は、流動性戦略における今後2~5年の支出を賄える程度にとどめておくことを勧める。

国債

高利回りによって、長期的には国債からのリターンが見込まれる。また、インフレ率と経済成長率が足元の水準から低下するにつれて、短期的にも良好なリターンが期待できる。利回りはこの先、低下が見込まれるものの、当面はパンデミック前よりも高い水準が続くと

予想する。グローバル化の変容、デジタル化、脱炭素化に関連した財政支出ニーズの拡大で国債が増発され、実質中立金利が上昇すると予想されるからだ。これは、国債にとっては、安定的で魅力的なトータルリターンを意味すると思う。

クレジット

足元のクレジット・スプレッドは、過去の平均水準に比べて比較的小さい。成長減速に伴いスプレッドは短期的には拡大すると予想するが、長期的な分散ポートフォリオにおいては、キャリー（金利収入）と分散効果双方の利点から、クレジットのエクスポージャーは有益と考える。借り換えリスクや成長減速に加え、中央銀行の介入が見通せないことなどもあり、今後数年は債券市場のボラティリティが上昇する可能性があり、こうした状況を考慮すると、債券にはアクティブ・アプローチが有効と考える。

株式

今後10年では、株式が主要資産クラスの中で最も高いリターンを上げると予想する。テクノロジー、エネルギー、ヘルスケアなどの分野でディスラプション(創造的破壊)を起こす企業が堅調な伸びを示し、これによって全体的な利益成長が下支えされると考える。とは言え、金利がパンデミック前の平均よりも上昇しているため、同一条件で比べると、株式のバリュエーションは過去10年よりも低下する可能性が高い。グローバル化が変容する環境下では、グローバル分散投資が重要になる。例えば、新興国株は過去の水準に対してかなりの割安で推移しており、今後10年では最も高いリターンを提供すると予想している。

オルタナティブ投資

我々の試算では、バランス型ポートフォリオで20%をオルタナティブに配分することで、長期的には、同水準のポートフォリオのボラティリティで、期待リターンが年間で約50ベースポイント(bp)上昇する可能性がある。高金利で伝統的な資産が魅力的なリターンを生み出す環境は、ヘッジファンドにとってもポジティブであり、ヘッジファンドは今後も重要な分散手段になるとみている。また、足元ではプライベート市場にも魅力的な機会が見いだせる。新規プライベート・ローンの利回りが

12.5%で、セカンダリー市場はNAV(純資産価値)対比で16%のディスカウント水準で推移している。ただし、オルタナティブ投資には低流動性、レバレッジ(借入)の利用、そして上場市場の投資よりも透明性が低いことなどの追加リスクが伴うことに留意する必要がある。

通貨

米ドルは割高なうえ、米国の財政赤字への懸念も重なり、長期的には下落すると予想している。しかし、この見方通りに米ドル安となっても、下落の大部分は米ドルの金利によって補われる。よって、主要資産クラスの予想リターンは、為替ヘッジの有無に関わらず、ほぼ同水準になると想定している。また、円については、大幅な割安水準にあることから、今後数年かけて円高が進むと予想する。

コモディティ

コモディティは、地球温暖化対策、サプライチェーン強化、防衛等の投資支出拡大を追い風に、今後10年にわたり価格が高水準で推移すると見込む。コモディティは景気循環的な特性があることから、コモディティのアクティブ戦略や株式セクター経由、あるいは資源国や資源国通貨投資が、コモディティ投資の手段として有効とみる。

生成AIは市場と経済 にとって何を意味 するのか？

生成AIの概念は新しいものではなく、1960年代から存在している。2017年にはAIを効率化させる優れた深層学習モデルとしてTransformer (トランスフォーマー：前後のデータの関係を追跡し、文脈や意味を学習するモデル)の詳細が発表された。だが、ChatGPTのサービスが開始されたことで、生成AIの潜在的な影響力は、消費者の間に広く普及しているプラットフォームと組み合わせられたときに発揮されることが明らかになってきた。我々は現在、さまざまなソフトウェア、インターネット、および半導体銘柄にAI関連の投資機会があるとみている。

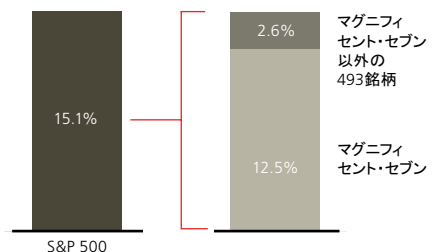
歴史を振り返ると、革新的な技術が出現することで、さまざまなセクターで価値が生み出されてきたことがわかる。

技術の発展には、関連する複数のセクターで長期的に価値を生み出す共通の道筋がある。こうしたイノベーションのバリューチェーンは4層からなると考える。

図表8

S&P500種株価指数のパフォーマンスへの貢献度

マグニフィセント・セブンとその他のS&P500種構成銘柄 (493銘柄) 貢献度の内訳(年初来、%ポイント)



出所：ファクトセット、UBS、2023年11月3日

生成AIはさまざまなセクターで価値を生み出す最新の技術である

4つの層からなるイノベーションのバリューチェーン: 革新的な技術はインフラストラクチャーとインプット(生産に必要な投入要素)から始まり、それを元に開発されるハードウェア、それを使用し新たなサービスやビジネスを実現させる事業者や技術(イネーブラー)、最終的に恩恵を受ける対象やセクターに分けられる。

技術	インフラストラクチャー/インプット	ハードウェア・メーカー	事業者/イネーブラー	技術の活用により恩恵のある分野
 蒸気機関	鉄鋼、石炭	機関車、船舶	鉄道事業者、船舶運航事業者	貿易
 電話	通信ケーブル、電気	電話機	通信事業者	サービス、貿易
 内燃機関	鉄鋼、石油、自動車部品	自動車	サービス業者、保険会社、車両販売店	小売、レジャー、通勤・通学
 テレビ	テレビ塔、衛星	テレビ	テレビ放送網	広告、サブスクリプション型ビジネスモデル
 コンピューター	半導体	メインフレーム	コンピュータ関連システム開発企業	専門的なサービス、製造業、航空宇宙
 インターネット	ルーター、データセンター	パソコン	Windows, Internet Explorer	検索、eコマース、クラウド
 モバイル・インターネット	通信塔、半導体	スマートフォン	iOS, Android	ソーシャルメディア、eコマース、ギグエコノミー
 生成AI	クラウド	画像処理半導体 (GPU)	大規模言語モデル (LLM)	テキスト作成、プログラミング、画像・動画作成

出所: UBS、2023年11月

歴史は技術革新について何を物語っているか？

インフラストラクチャーおよびインプットのプロバイダー: 当然ながら、イノベーションが起きた直後に、必要なインフラストラクチャーとインプット(生産に必要な投入要素)への需要が高まるケースは多い。このことは、鉄道が鉄鋼需要、自動車が必要石油需要、スマートフォンが半導体需要を増大させたことを考えれば理解できるだろう。しかし、歴史を振り返ると、重要なインプットのプロバイダー企業は当初は大きな利益を得られるが、長期的には扱う製品がコモディティ化する場合がある。そのため、インフラストラクチャーおよびインプットのプロバイダー企業は結果的に、利益率を下げながらも生産規模を拡大して事業を運営できるようになる必要があるだろう。

ハードウェア・メーカー: 革新的な技術はしばしば新しい消費者向けハードウェア(例えば自動車やテレビなど)の普及を促進させるため、ハードウェア・メーカーは需要の急増から恩恵を受けることができる。ある技術がブームとなった時、初期の段階では、ハードウェア・メーカーは製品の独自性、高品質性、革新性から恩恵を受けられるが、多くの場合、業界トップの座を維持することの方が困難である。しかも、ハードウェアも長期的にはコモディティ化する場合がある。ハードウェア・メーカーが成功を収めるには、主流のオペレーティング・システム(基本ソフトウェア)を搭載するなど、製品の差別化が必要になるケースが多い。

事業者とイネーブラー: 革新的な技術に由来する価値を最大限かつ最も永続的に生み出

した過去の事例は多くの場合、その技術の事業者やイネーブラーによってもたらされてきた。鉄道会社、ラジオやテレビの放送網、オペレーティング・システムの開発業者、デジタルプラットフォームの運営会社はいずれもこうしたイネーブラーの例だ。これらのイネーブラーは多くの場合、ある時点で世界最大の企業になっている。

技術の活用により恩恵のある分野: 革新的な技術はしばしば受益者のエコシステムを創出する。そうした受益者は、技術開発に直接的には関与しないが、その技術を活用して新規事業を構築したり、既存事業の収益性を改善したりする好位置に着けている。蒸気機関が出現した後に国境を越えた貿易を活発化させた企業、自動車が大眾に普及したことによって商売が繁盛した小売企業、インターネットの普及によってeコマースやソーシャルメディアに参入した企業は、いずれも受益者の例である。

AIの現在の立ち位置とは？

過去の事例に基づく4層の枠組みは、AI革命の初期段階にも当てはまる。

インフラストラクチャーおよびインプットのプロバイダー(クラウド): クラウド・コンピューティングは生成AIが機能するために非常に重要なインプットの役割を果たしている。クラウドは、生成AIアプリケーションを訓練して機能させるために必要な演算能力を提供するからだ。過去の事例におけるその他の重要な

技術へのインプットと同様、クラウド・コンピューティングのサービスは標準化され、単位コストも引き下げられているため、ある意味コモディティ化されている。つまり、規模の経済による効果が大きく、最大規模のクラウド・プラットフォームはすでに最大手のテクノロジー企業によって運営されている。クラウド・プロバイダーはソフトウェアやサービスを組み合わせることで顧客の「固定化」を図ることもできる。

ハードウェア・メーカー(GPUメーカー):画像処理半導体(GPU)は、AIの土台であるニューラル・ネットワーク(人間の神経回路網の仕組みの数式的モデル)を訓練するために必要不可欠である。そのため、GPUの需要は急増し、業界トップのメーカーの株価は急騰している。我々は、短期的には需要の急増が続くと予想するが、中期的には買い手が最も有望な用途を見定め、それに注力する「消化」の局面を迎える可能性がある。長期的には、半導体メーカーが製品を開発し、進化させ、革新を起こし続けて価格決定力を維持するのか、あるいはGPUのコモディティ化により、利益率を下げながら規模を拡大して生産せざるを得なくなるのか、今後明らかになるだろう。

事業者とイネーブラー(LLM):大規模言語モデル(LLM)はAIエコシステムの重要なイネーブラーの1つと考えられる。効果的なLLMを開発するには膨大なデータと高度な演算能力および人材が必要だ。また、LLMは特定の用途(テキストやコード、画像の作成など)により適している可能性がある一方、概して特定の領域(金融や法律、マーケティングなど)に特化したものではない。最終的には、大半の生成

AIアプリケーションが、ごく一部のLLMで構築されるようになる可能性がある。これまでのところ、最も注目されている生成AIアプリケーションの大半は、最大手のテクノロジー企業によって、あるいはそうした企業との共同事業によって開発されている。

技術の活用により恩恵のある分野(テキスト作成、プログラミング、画像・動画作成): ChatGPTは、生成AIが人間のようなテキスト作成能力を発揮できることを示す明確な例であり、コンピューター・コードや画像または動画の作成にも使用できる。我々は今後数四半期の間に、オフィス生産性ソフトウェアへのAI業務支援ツールの導入、需要が拡大しているAI分析、画像・動画やその他のビジネス向けアプリケーションへのAIの統合など、さまざまな商機が生まれるとみている。

投資へのインプリケーション

生成AIの特異な側面は、登場した直後から、バリューチェーンの複数の段階で(クラウドからLLMの所有、エンドユーザー向けアプリケーションの開発に至るまで)、すでに同じような顔ぶれの企業が事業を展開しているということだ。

このことを念頭に置くと、S&P500種株価指数構成銘柄の中でマグニフィセント・セブン(Magnificent 7: 超大型7銘柄、その大半がAI関連株)の時価総額が2023年初来、67%(4兆6,000億米ドル)上昇している理由が理解できるだろう。複雑なAIモデルを構築し、そこから恩恵を受けるには膨大なリソースが必要のため、大手企業がさらに成長を拡大させると予想される。

AI分野へのエクスポージャーを追求する投資家は、クラウド、半導体、ソフトウェア、インターネット銘柄など、バリューチェーン全体に幅広く分散投資するとよいだろう。AI関連半導体企業への製品需要は短期的には引き続き旺盛と考えられる。また、マグニフィセント・セブンに含まれる多くの企業が市場に投入した主要な生成AI製品は、需要が旺盛なまま推移する可能性が高い。一方で、ゲームやエンターテインメントおよび広告などで一般消費者向けアプリケーションにAIを組み込む動きが活発化するなか、インターネット銘柄も恩恵を受けるだろう。

AIの長期的な成長ポテンシャルは高いとはいえ、投資家には短期的なボラティリティ(相場の変動)や下落に備えることを勧める。他のテクノロジー・ブームと同様、初期の需要急増の後には、しばしば消費者と企業による消化の局面が訪れることがある。一方、長期投資家には、そうした消化の局面がポジションを積み増す魅力的な買い場をもたらす可能性がある。

経済へのインプリケーション

我々は、AIが労働者の効率や生産性を大きく向上させるものの、経済成長にとっての意味合いはそれほど明確でないと考えている。AIの最終的な活用の方次第で、生産性を維持しつつ余暇時間を増やせる可能性はある。

例えば今日のオフィスにタイピスト部門が存在しないように、一部の仕事はAIによって廃れるだろう。だが、必ずしも失業者が急増すると予想する必要はない。AIは、これまで考えら

れなかった新しい仕事を、いくつか生み出す可能性が高い。過去のデータを見ると、10年を1つの期間と考えた場合、その期間の終わりの時点で存在した業務の約10%は、期間の初めには存在していなかった業務だ。例えばエンターテインメント業界の雇用はこの10年間で拡大している。ソーシャルメディアやストリーミング(動画配信)によって娯楽の消費が増え、参入障壁が低くなったためだ。

長期的には、AIは一部セクターの物価にディスインフレ(インフレ沈静化)をもたらすと予想されるものの、経済全体への影響の度合いは、AIを使用する規模、場所、およびタイミングに大きく左右されるだろう。AIによるテキスト、画像、動画の生成が、顧客サービス、コンピューター・プログラミング、法務、エンターテインメントなどのセクターの価格設定に対していかに下押し圧力となるのかについては、すでに明確になりつつある。

最後に、経済が混乱する局面では社会的緊張が生じる傾向がある。所得が減少したり地位が低下したりしている人々が非難の対象となる誰かまたは何かを求めるからだ。こうした緊張は、大衆迎合的な政治や、差別と偏見をあおる政治につながりかねない。敵対国によるAIの軍事利用のリスクに対する防御策として、AI兵器開発競争が始まるなか、AIが地政学的緊張をいっそう高める可能性もある。こうした傾向はすでに、米国が最近導入したAI技術の対中輸出規制や、中国によるAI技術以外の分野での報復措置に表れている。



ディスラプションの リーダー企業を 選別する



今後10年にわたり株式市場で高いリターンをもたらす投資先として、革新的技術を活用して市場を拡大し、既存企業に取って代わり、あるいはコストを削減できる企業が注目される。これらディスラプション(創造的破壊)をもたらすリーダー企業を見極めることは、ポートフォリオの長期的なリターンの拡大に極めて重要である。ディスラプションの波は、今後10年で、テクノロジーからエネルギー、ヘルスケアまでさまざまな業界に波及していくと予想する。

▶ テクノロジーのディスラプション

消費者が利用できる本格的な人工知能(AI)を活用したサービスが登場したことで、巨大テクノロジー企業への投資が大幅に増えており、米国の某大手半導体メーカーの時価総額が、AI関連企業として初めて1兆米ドルに達した。マグニフィセント・セブン(超大型7銘柄、その大半がAI関連株)の時価総額は2023年に入って67%増加している。こうした巨大テクノロジー企業は、生成AIの開発・

活用に必要なコンピューティング技術、資金、人材、そしてデータといった要素をいずれも利用できることから、今後10年でさらに成長を拡大させる可能性がある。

しかし、これは超大型テクノロジー株に限られた話ではない。テクノロジーのディスラプションは今後10年にわたり、さまざまなセクターで新たな投資機会とリーダー企業を生み出す長期的な投資テーマになると考える。

44頁で考察したように、投資の観点からは、AIのイノベーションのバリューチェーンは4つの層からなる。具体的には、インフラストラクチャーおよびインプット(生産に必要な投入要素)のプロバイダー(クラウド)、ハードウェア・メーカー(画像処理半導体(GPU)メーカー)、事業者とイネーブラー(大規模言語モデル:LLM)、および技術の活用により恩恵のある分野(テキスト作成、プログラミング、画像・動画作成)に分けられる。

よって、AI関連銘柄では、幅広いソフトウェア、インターネット、半導体銘柄に投資機会があるとみている。世界のAI需要については、ブルームバーグ・インテリジェンスのデータを踏まえ、2022年の280億米ドルから2027年には3,000億米ドルまで、年平均成長率61%で成長すると予想する。当該期間のインフラ・セグメントの年平均成長率は38%、アプリケーションおよびモデル・セグメントは139%とみている。

ソフトウェア・セクターにおける最近の製品発表および決算発表は、AIの収益化の可能性を垣間見せている。例えば業務用ワークフロー・

ソフトウェアには、生産性向上のため、新たなAI業務支援ツールが続々と組み込まれており、情報の抽出やコンテンツの作成などさまざまな業務を実行する。サブスクリプション・ベースのソフトウェアを提供する企業は、こうした業務支援ツールをアドオン(追加機能)として提供し、追加の月額料金を請求することで、AIの収益化の余地を広げている。

▶ エネルギーのディスラプション

気候変動をめぐる懸念、国家安全保障、そして技術の進歩が世界の脱炭素化を後押ししている。炭素を排出せず、クリーンエネルギーを利用する経済活動に転換するのは、一筋縄では行かない。それには、発電、エネルギー・インフラ、輸送、産業、建築物、および冷暖房システムに投資するとともに、温室効果ガスの実質排出量をゼロにするという目標を達成するためのグリーン・テクノロジー(グリーンテック)を導入する必要がある。開発段階が国やセクターによって異なることを考慮すると、投資家は関連する複数の投資テーマにエクスポージャーを分散することでリターンの機会を多く獲得することができるだろう。

我々の予想では、世界の太陽光発電容量は現在の1,000GW(ギガワット)から今後数年間で3倍に増え、世界の電力に占める再生可能エネルギーの割合は高まる見通しだ。再生可能エネルギーの割合は、すでに過去10年間で20%から30%へ上昇している。投資家は複数の環境技術に分散投資したり、エネルギー効率化のバリューチェーンに長期的に投資したり、スマートエネルギー・ソリューション(IT技術を駆使してエネルギー利用の効率化などを実現)に投資をより集中させたりすることで、太陽光発電がもたらす投資機会を活用できる。

また、世界の自動車販売台数に占める電気自動車(バッテリー式電動自動車とハイブリッド車を含む)の割合は、技術開発の進展により、2025年までに約30%に達し、2030年までに60%を超える見通しだ。特にアジアや欧州では、グリーンテックという投資テーマにとって電気自動車のバリューチェーンは不可欠である。

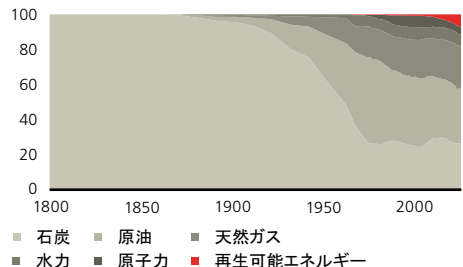
一方、建築物や工場の冷暖房システムを脱炭素化するには、エネルギー効率化への投資に力を注ぐ必要がある。ハードウェアによるエネルギー効率化が限界に達しても、ソフトウェアで効率化できる場合が多いため、デジタルデータを収集してイネープリング・テクノロジーを提供する企業に投資機会が開かれる。

投資家は、公開市場だけでなくプライベート市場でも、再生可能エネルギー・インフラの開発、エネルギー網、エネルギー貯蔵、二酸化炭素回収、エネルギー効率化、およびサーキュラー・エコノミー(循環型経済)に向けた技術分野で、エネルギーのディスラプションへの投資機会を捉えることができる。

図表9

再生可能エネルギーへの転換が進行中

一次エネルギー消費の内訳(エネルギー源別、全体に占める割合、%)



出所: Energy Institute「Statistical Review of World Energy 2023」、UBS、2023年11月

▶ ヘルスケアのディスラプション

ヘルスケア・セクターは今後10年にわたり、創造的破壊を引き起こす、イノベーションの重要な源泉であり続けるだろう。人口の高齢化を背景にヘルスケア・サービスや治療への需要が高まる一方で、政府予算の制約が厳しくなっているため、医療介護の供給に対する新たなアプローチが必要となる。

我々は、重要な分野は生物学的イノベーションと医療技術の応用だとみている。この分野の銘柄の多くが中・小型株であることを踏まえれば、投資対象を分散させることが理にかなっている。

2023年に投資家の注目を集めた肥満治療薬に加え、がん治療、希少疾患、免疫学、神経学の分野に投資機会があるとみている。すでに市場に流通している、あるいは承認が近いさまざまな新しい治療法が企業によって開発されている。そうした新しい治療法には、抗体薬物複合体、二重特異性および多重特異性抗体を利用した治療法、さらには自己免疫疾患に対する細胞療法も含まれる。

一方、コネクティビティ(つながりやすさ)の向上とコンピューターの計算能力の増大もヘルスケア分野の重要な発展につながっている。こうしたトレンドの例には、医療機器の小型化、ロボットの導入、患者とのコミュニケーションの効率化、医療アクセスの改善などがある。バイオ医薬品業界も、創薬プロセスの成

果の増大、新たな診断方法の開発、個々の患者に合わせた「個別化医療」の提供を目指してAIを活用したアプローチを模索している。ただし、創薬プロセスや承認率に具体的な変化が現れるのはまだ先のことである。

ヘルスケアのディスラプションに投資する際に重要なのは、投資対象をイノベーションのさまざまな領域に分散させることだ。この分野のディスラプター(革新的な企業)の大半は小規模企業であり、財務状況の悪化が短期的に株価パフォーマンスに影響を及ぼすことがある。ディスラプターへの投資とアダプター(新しい技術を活用している、既存の大手企業)への投資を組み合わせることで、リスクを抑えつつ、イノベーションの恩恵を捉えられるだろう。

投資対象を主要なサブセクター(バイオ医薬品、医療技術とツール、およびサービス)に分散させることも投資妙味を生むと我々はみている。また、投資対象を地域別に分散させることにより、新興国のヘルスケアの成長を捉えることが可能になるだろう。起業してから間もない企業の研究開発資金の調達でプライベート市場が大きな役割を果たしていることから、資金を長期的に固定できる投資家であれば投資対象を非上場企業に分散させることも可能だ。プライベート市場と公開市場で医療関連のさまざまな投資先に資産を配分することで、サステナビリティに焦点を当てたポートフォリオのリターンも拡大できるだろう。

プライベート市場で 成長を捉える



新しい世界では、ヘルスケア、デジタル化、そしてエネルギーの各分野で大規模な投資が行われるだろう。しかし、政府債務水準が高止まりしていることから、イノベーション推進に向けた財政支出は抑制的なものととどまる可能性が高い。そこで重要な役割を担うのが、プライベート市場のマネジャーである。プライベート市場は、さまざまなライフサイクルの段階にある企業に、株式や債券を通じて資本を提供することができる。この資産クラスは、低流動性の見返りとして、魅力的な潜在リターンと、実体経済に直接投資する機会を提供する。

▶ プライベート市場はアクセスを提供

昨今、新規上場する企業数が減少傾向にあるため、上場株式のみで急成長する革新的な企業へのエクスポージャーを得ることは難しくなっている。あえて未公開に留まる企業や上場を遅らせる企業、上場を完全に回避する企業等が増えており、この傾向は今後10年でも変わることはないとみている。こうした動向はデット（貸付）市場にも当てはまる。デット市場では、伝統的な貸し手による貸付が減少し、代わってプライベート・デットのシェアが増えており、特に中堅・中小企業向けではこの傾向が顕著である。

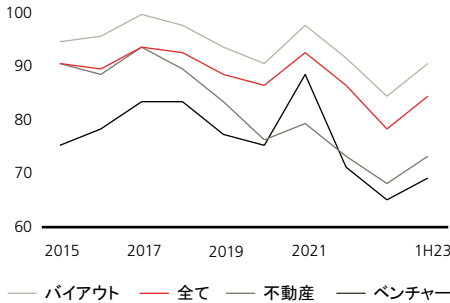
▶ プライベート・エクイティ

バリュー型およびミドルマーケット対象のパイアウト:ミドルマーケット（中堅・中小企業対象）では、年初来（2023年第2四半期時点）の買収時バリュエーションが、12カ月実績ベースのEV（事業価値）/EBITDA倍率で12.8倍から10.3倍に低下し、2008年以降の平均（11.4倍）を下回っている。一方、アドオン（追加買収）戦略は、マルチプルアービトラージ（買収時からエグジット時の企業価値の向上）、コスト削減・収益向上のシナジー効果、成長加速等の可能性を有しており、金利上昇圧力を受けつつ成長機会を捉えるうえで有効な手段となっている。また、景気が減速し、非中核・不採算事業

図表10

セカンダリー市場は異例なほど大幅 ディスカウントで推移している

プライベート戦略別プライシング (NAV対比、%)



出所: ジェフリーズ 2023 年上半期 グローバル・セカンダリー・
マーケット・レビュー、UBS、2023年11月

を魅力的な買収価格でスピナウトする(切り離す)企業が増えるに伴い、プライベート・エクイティ(PE)ファンドが扱うカーブアウト(事業分離)やダイベスティチャー(会社・事業分割)の件数も増加すると予想する。

セカンダリー市場:流動性の確保を必要とする投資家は依然多く、キャッシュフローを生み出している、あるいはこれから生み出す既存ファンドやポートフォリオ企業の持分買取を専業とするセカンダリー市場マネジャーは依然、魅力的とみている。ディスカウント率は過去平均を上回っており(6月時点で純資産価値(NAV)対比16%)、ビッド・アスク・スプレッド(買値と売値の差)は縮小し、取引も上向きつつある。

テーマ型グロース投資:ソフトウェア、ヘルスケア、教育、気候変動などの長期的なトレンドを捉えたい投資家は、テーマ型グロース投資PEファンドに投資機会が見いだせる。テーマ型投資はプライシングに改善が見られ、魅力的な投資タイミングを提供している。

▶ プライベート・クレジット

ダイレクト・レンディング戦略は、今後10年で優れたインカム収益源になるとみられる。現預金に対する借入金比率は悪化傾向にあり、特に金利上昇の影響が遅れて实体经济に現われることを考慮すると、デフォルト率も今後上昇する可能性がある。しかし、デフォルトにより既存ローンの信用損失を招く可能性はあるものの、プライベート・レンダーは、有利な条件で新規貸付を行ったり、コベナント(財務制限条項)の強化、レバレッジ水準の引き下げ、エクイティ出資の拡大など、貸し手の保護を強化する条件を交渉することができる。現在の水準でみると、プライベート・ローンの利回りは、アンレバード・ベース(レバレッジの影響を排除した水準)で12.5%近くに達しており、ハイールド債やレバレッジド・ローンを上回る魅力的な利回り上昇を提供している。これにより信用損失リスクを補完することができる。経験豊富でリスク査定に慎重なマネジャーに注目することを勧める。このような環境下では、事業再生能力やエクイティ所有の経験を持つマネジャーも優位に立てるだろう。プライベート市場ファンドに投資する投資家は、投資を始める前に、低流動性、持ち分の売却ができない長期のロックアップ期間、レバレッジ、過度な集中など、プライベート市場特有のリスクを考慮する必要がある。

▶ 実物資産

不動産市場については、特にクオリティとレジリエンス(強靱性)に着目して選別している。産業用不動産、物流施設、集合住宅の各セクターはファンダメンタルズ(基礎的諸条件)が健全で、eコマースや人口動態といったトレンドの恩恵を受けている。不確実性は高いものの、米国オフィス市場の足元の低迷局面は、今後10年に向けて魅力的な投資機会となるだろう。オフィス物件の価格がさらに下落すれば、改装や用途転換による収益性向上の機会もあるとみている。

インフラストラクチャーでは、新規資産の開発と既存資産の近代化が、デジタル化、脱炭素化、グローバル化の変容といったさまざまな長期トレンドの鍵となる。各国政府は、現在および将来の開発プロジェクトの経済性と競争力を強化しつつ、容量拡大(特に再生可能エネルギー)を加速させるべく取り組んでいる。インフラ資産はテーマ型の投資機会を提供するだけでなく、参入障壁が高く、需要が非弾力的で、インフレに連動した安定的なキャッシュフローが確保できるなどの独自の特性があり、マルチアセット型ポートフォリオの中で戦略的な資産の価格上昇要因やインカム収益源にもなる。

2024年とその後10年も バランスが重要

新しい世界は複雑さとボラティリティ(相場の変動)を伴うが、資産を成長させる機会をもたらすだろう。この世界を上手く乗り切るために、投資家には、流動性を確保し(Liquidity)、老後に備え(Longevity)、資産承継を準備する(Legacy)というフレームワークをベースに投資計画を立て、グローバルに分散したマルチアセット・クラス型ポートフォリオでバランスを取ることを勧める。また、長期ポートフォリオを短期的な投資アイデアで補うことで、規律を守りながらも機動的な運用が可能である。

Liquidity. Longevity. Legacy.*

Liquidity(流動性の確保)、Longevity(老後への備え)、Legacy(資産承継の準備)という3Lのアプローチは、投資家がさまざまな時間軸で自身の資産形成目標を設定し、その達成を目指すことができるように設計されている。

流動性戦略(Liquidity)

この戦略では、投資家が短期的な支出ニーズを満たすのに十分な流動資産を確保するためのもので、たいていはキャッシュまたは現金同等物に投資する。2024年およびその後数年間は金利が低下する可能性が高いため、

この戦略への配分は今後2~5年の支出を賄える程度にとどめ、譲渡性預金や債券ラダーなどを使って利回りを最適化することを勧める。

老後戦略(Longevity)

この戦略では、投資家の生涯にわたって収入をもたらす資産に投資する。不透明感が高まる新しい世界において、この戦略は十分に分散されたグローバル・ポートフォリオで最も成果を発揮すると考えている。リターン追求とリスク管理を両立でき、本稿で述べた多くの短期的な投資アイデアで補完できるためだ。

* 時間軸はさまざまです。戦略はお客様の長期目標、中期目標、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。

資産承継戦略(Legacy)

この戦略での投資の目的は、投資家自身の生涯が終わった後の支出ニーズを満たすこと、さらには相続や慈善事業のための資産の価値を最大化させることだ。ディスラプション(創造的破壊)のリーダー企業やプライベート市場への投資など、本稿で述べた投資アイデアの多くは、この戦略に有効だと考える。インパクト投資、サステナブル投資、慈善事業もこの戦略に活用できる。

投資家はこの3Lのアプローチを開始するにあたって、今後2~5年の支出ニーズを満たすにはポートフォリオからいくら引き出す必要がある

るか、5年目以降の支出計画をどうするか、さらに次世代にいくら残したいかをまず検討することを勧める。

Liquidity. Longevity. Legacy. 投資戦略にそれぞれの金額を当てはめて検討すれば、投資の目的を明確に把握できるため、目標を達成する可能性が高まるだろう。流動性戦略は相場が大きく変動している時にも投資家に安心感を与え、規律の取れた資金の引き出しと弱気相場時の資産補充によって、長期的には高いパフォーマンスを実現することにつながるだろう。

Liquidity. Longevity. Legacy. のアプローチ



出所: UBS

戦略はお客様の目標・目的と適合性によって変わります。

バランスを取る

バランスの取れたコア(中核)となるポートフォリオを維持することが、投資家が長期間にわたって資産を守り、育てるために最も効果的な方法だと考える。バランスの取れたポートフォリオというコンセプトは、分散投資の原則に根ざしている。すなわちリターンの獲得とリスク管理のためにさまざまな資産に投資対象を広げるとのことだ。

分散投資の目的はリスク削減と考えられることが多く、実際その通りである。つまり、投資家は幅広い資産に投資することで、1つの商品にのみ投資した場合よりもリスクを抑えながら、同等のリターンを得ることができる。

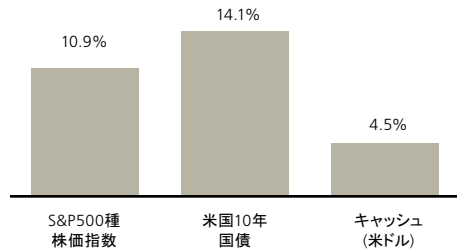
しかし分散投資には、投資妙味の乏しい銘柄を多く保有し過ぎないようにするだけでなく、魅力的な銘柄を見逃さないようにする目的もある点を忘れてはならない。例えば、将来パフォーマンスを上げる銘柄を選び出すのは難しいということがわかっている。アリゾナ州立大学のヘンドリック・ベッセムバインダー教授が行った研究によると、1926年から2019年までに創出された米国株式市場のリターンのうち、その半分がわずか0.3%の企業によって生み出されたという。分散投資は、こうした圧倒的なパフォーマンスを上げる一握りの企業を見逃さないための唯一の方法であり、状況が変化している時期には特に重要だ。

まずは明確な資産計画を立て、どれだけのリターンが必要か考え、ボラティリティとリスクをどこまで許容できるか整理すると良い。バラ

図表11

さまざまな資産クラスでプラス・リターンが予想されている

一部の資産クラスの2024年12月時点での期待リターン



出所:UBS、2023年11月

ンスの取れたポートフォリオはリスク許容度とリターン目標にあわせて構築することが可能だ。また、サステナビリティ関連の投資目的があるならば、サステナビリティを重視したバランス型ポートフォリオによって、従来型ポートフォリオに匹敵するリスク調整後リターンを得られると我々は考える。

バランス型ポートフォリオへの投資に適さない時期は基本的にないが、株式、債券およびオルタナティブ資産全般についての2024年の見通しが明るいことや、我々の主要なリスクシナリオでは株式と債券で相互に分散効果が期待できることを考慮すると、ポートフォリオのバランスを図る好機が訪れていると考える。



2023年の振り返り

経済成長率

我々は2023年の経済成長の減速を予想していた。確かに減速はしたものの、予想したほどではなかった。2023年の先進国の成長率は、我々の当初予想0.4%に対し1.7%となる見込みだ(2022年は2.4%)。新興国の成長率は3.5%と予想していたが、4.3%となりそう(2022年は4.1%)。

インフレ率

2023年にはインフレ率が低下すると予想した。実際に低下したものの、下げ幅は予想よりわずかに小さかった。2023年末の米消費者物価指数(CPI)の上昇率は我々の当初の予想3.6%よりやや高い3.7%となりそうだ。

金利

各国の中央銀行は2023年末までに利下げ態勢に入ると予想していた。確かに利上げサイクルは終了した、または終了に近づいているが、足元で労働市場が逼迫し、金融緩和に舵を切れずにいる。現時点では、最初の利下げは2024年の晩春または初夏になると予想している。

債券

我々の予想に反して堅調だった経済成長率と労働市場に支えられ、債券利回りは上昇を続けた。我々は、米国10年国債利回りが2022年の3.9%から2023年には3%に下がると予想していたが、本稿執筆時点で4.6%である。

株式

2023年初時点では、我々は株式に対して中立的のスタンスを取っていた。その後は年間を通じて、AIが牽引する予想外の少数銘柄急騰が株価指数全体を支えた。本稿執筆時までの12カ月で、S&P500種株価指数は10.5%、ストックス欧州600指数は3.3%、MSCI新興国指数は1.8%上昇した。

通貨

米ドルは、対ユーロ、英ポンド、スイス・フランで年初よりも若干下げて2023年末を迎えようとしている。これは方向としては我々の年間予想に沿った動きだが、下げ幅は予想したほどではない。なお我々は、日銀の金融緩和と政策継続による円安の長期化を予想していなかった。

コモディティ

高金利にもかかわらず投資家が地政学リスクに対するヘッジ手段を求めた結果、金(gold)価格は我々の予想を超えて上昇した。一方、原油価格は、石油輸出国機構(OPEC)と非加盟産油国で構成するOPECプラスの減産により、7-9月期(第3四半期)には1バレル当たり100米ドル目前まで上昇したが、我々の当初予想は下回った。

資産クラス別予想

通貨

	スポット	2024年6月	2024年12月	購買力評価(PPP)
ユーロ/米ドル	1.07	1.10	1.12	1.29
英ポンド/米ドル	1.23	1.25	1.27	1.59
米ドル/スイス・フラン	0.90	0.88	0.87	0.78
米ドル/カナダ・ドル	1.38	1.34	1.32	1.21
豪ドル/米ドル	0.64	0.69	0.72	0.69
ユーロ/スイス・フラン	0.96	0.97	0.97	1.00
ニュージーランド・ドル/米ドル	0.59	0.61	0.62	0.61
米ドル/円	152	143	140	84
米ドル/人民元	7.29	7.20	7.00	4.45

出所: UBS、2023年11月13日

コモディティ

	スポット	2024年6月	2024年12月
ブレント原油(米ドル/バレル)	83	95	95
WTI原油(米ドル/バレル)	78	91	91
金(米ドル/オンス)	1,950	1,950	2,150

出所: UBS、2023年11月13日

金利と債券

	2年債利回り (%)			10年債利回り (%)		
	スポット	2024年6月	2024年12月	スポット	2024年6月	2024年12月
米ドル	5.03	3.75	3.25	4.64	3.75	3.50
ユーロ	3.08	2.50	2.00	2.71	2.25	2.25
英ポンド	4.64	4.00	3.50	4.31	3.75	3.50
スイス・フラン	1.31	0.75	0.70	1.09	0.90	0.90
日本円	0.10	0.20	0.25	0.87	1.00	0.80

出所: ブルームバーグ、UBS、2023年11月13日

経済予想

	GDP成長率(%)				インフレ率(平均、%)			
	2023年E	2024年E	2025年E	2026年E	2023年E	2024年E	2025年E	2026年E
米州								
米国	2.4	1.1	1.7	1.8	4.2	2.7	2.0	2.3
カナダ	1.1	0.2	1.3	2.1	3.9	2.5	2.1	2.0
欧州								
ユーロ圏	0.5	0.6	1.2	1.1	5.5	2.4	2.1	2.0
英国	0.6	0.6	1.5	1.3	7.4	2.6	2.1	2.0
スイス	0.7	1.2	1.5	1.6	2.2	1.8	1.7	1.4
アジア								
中国	5.2	4.4	4.6	4.2	0.4	1.2	1.6	1.8
日本	1.9	0.7	1.0	0.8	3.3	2.3	1.5	1.6
インド	6.3	6.2	6.2	6.5	5.5	4.8	4.5	4.5
オーストラリア	1.9	1.6	2.2	2.1	5.7	3.6	3.0	2.9
先進国市場	1.7	1.1	1.6	1.6	4.6	2.5	2.0	2.0
新興国市場	4.3	3.9	4.3	4.2	7.6	8.7	5.1	4.1
世界*	3.1	2.6	3.1	3.0	6.3	6.0	3.8	3.2

E= 予想
* ベネズエラのインフレ率を除く
出所:UBS、2023年11月13日

Year Ahead 2024 – UBS House View

本書はUBS AG、UBS AG London Branch、UBS Switzerland AG、UBS Financial Services Inc. (UBS FS)、UBS AG Singapore Branch、UBS AG Hong Kong Branch、UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社によって作成されました。本書末尾に掲載されているディスクレーマーは大変重要ですので是非ご覧ください。

本書はグローバルに拠点を有するCIOチーム全体の考察と見通しを反映しており、UBSの知的リーダーシップを示しています。

Global Chief Investment Officer

Mark Haefele

Editor in Chief

Kiran Ganesh

Supervisory analyst

Abe De Ramos

Project manager

Sagar Khandelwal

Editorial deadline

15 November 2023

Publishing date

16 November 2023

Design

CIO Content Design

UBS Switzerland AG

Cover photo

Photo by Lisa Therese on Unsplash

Languages

English, German, French, Italian, Spanish, Portuguese, Chinese (Simplified, Traditional), Japanese

Japanese editors

Chie Sato

Yuko Kanetaka

Marimi Ota

将来予想に関する記述についての注意事項

本稿には、将来予想に関する記述 (forward-looking statement) が記載されています。これらの記述には、証券市場および資本市場の仮定についての現在および予想される状況に関する記述等が含まれますが、これらに限られません。将来予想に関する記述は、本稿に記載されている事項に関する我々の判断および将来の見通しを反映したものです。様々なリスク、不確定要素、市場の変化、その他の重要な要因により、実際の結果がその記述の内容と大きく異なる場合があります。これらの要因の例としては、次のものが挙げられますが、これらに限られません。(1) 米国市場およびその他の市場セグメントにおける将来の変動の程度およびその性質、(2) その他の市場およびマクロ経済情勢。これには、現時点の市場の混乱に直接・間接的に起因するか否かを問わず、国内外の証券市場、クレジット・スプレッド、為替レート、金利の変動等を含みます。(3) これらの変動がその他の市場ならびに資産クラスに与える影響。UBSは、新たな情報、将来の事象、その他の結果にかかわらず、将来予想に関する記述を更新または変更する義務を負わず、かかる義務を明示的に否認します。

新興国市場への投資

新興国市場の資産は、とりわけ為替レートの変動、資本コストの突然の変更や経済見通しの急変にかかる潜在的なリスク、および規制リスクや社会政治リスク、金利リスク、信用リスクなどを伴います。新興国の資産は流動性が非常に低下し、流動性の状況が急激に悪化する場合があります。CIO GWMは通常、米連邦登録規定(1934年証券取引所法セクション12)および各州の登録規定(いわゆる「ブルースカイ法」)の下に登録されていると判断した証券のみを推奨します。見込み投資家は、CIO GWMが、米国法が認める範囲内で、米国または各州の証券法の下に登録されていない債券を推奨することがあることを認識しておく必要があります。そうした未登録債券は、情報開示の頻度・内容の要件が米国法より低い管轄区域で発行されていることがあります。

債券の長期保有に関心のある投資家には、(投資適格級の中で)信用格付けが最も高い国の国債に投資することを勧めます。これにより、保有する国債がデフォルト(債務不履行)状況に陥るリスクを低減します。投機的格付けの債券は、リスク許容度が高く、高利回り債券を短期に限定して保有することを目指す投資家のみに推奨します。

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ものでもありません。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ら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、事前に利率・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、事前にその利率・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ます。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

