

UBS House View

Monthly Letter | 2024年2月22日 | Chief Investment Office GWM, Investment Research

米国大型株

最近の大幅高にもかかわらず、投資家は米国の大型株をポートフォリオの重要なビルディング・ブロック（基礎的要素）として引き続き重点配分する必要があると考える。

保有銘柄を分散する

外国株式と小型株は、幅広い高成長分野への投資機会を提供する。

株式以外の投資機会

高クオリティ債とオルタナティブ資産も、ポートフォリオのリターン安定化に寄与する追加的なビルディング・ブロックとみている。

資産配分

相対的にクオリティの高い債券を推奨する。株式では、高クオリティ株、米国のテクノロジー・セクター、およびインド株を含む新興国市場を選択する。



Mark Haefele

Chief Investment Officer
Global Wealth Management

優れたポートフォリオに必要な 4つの基礎的要素

一般的には、強気相場になると楽観主義、興奮、そして熱狂が広がるものだ。しかし、不安感が喜びを上回ることも多い。含み益を抱えている投資家は、利益を確定させるべきか悩み、余剰キャッシュを保有する投資家は、FOMO(買わない不安)とFOLO(売らない不安)との間で心理が揺れ動くものだ。

現在は、こうした感情に襲われやすい投資環境だ。S&P 500種株価指数は、2022年10月に安値をつけて以降、40%近く上昇した。これに対し、テクノロジー関連のマグニフィセント・セブン(超大型7銘柄)は、同じ期間に平均140%上昇している。

この状況に対処するには、戦略と戦術(中長期と短期)の双方の視点に立った投資が必要である。以上を背景に、本レターでは、こうした大幅な上昇にもかかわらず、投資家がなぜ米国大型株をポートフォリオのコアとして重点配分する必要があるのか説明する。さらに、多くのポートフォリオの将来がバリュエーションの非常に高いごく少数の銘柄に依存しつつある状況に照らし、米国大型株はあくまでポートフォリオに組み入れるべき4つのビルディング・ブロック(基礎的要素)の1つである点についても論じる。

技術の変遷、過度な投資の集中、金利見通しの変化、地政学上の不透明性を背景に、現在は投資家にとって、4つのビルディング・ブロックへの資産配分を見直し、過不足を調整する極めて重要な時期である。米国大型株、外国株と小型株、高クオリティ債、オルタナティブ資産へ適切に配分することにより、投資家は短期リスクを管理しつつ、長期リターンを獲得するポジションを組むことができる。

本稿はUBS AGが作成した“Monthly Letter: Four things no great portfolio can do without”(2024年2月22日付)を翻訳・編集した日本語版として2024年2月29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。



ビルディング・ブロック#1: 米国大型株

米国大型株は株式ポートフォリオの相当部分を占めることが望ましい。

米国の大手テクノロジー企業は、人工知能(AI)革命の最前線に位置している。

なぜか？

米国テクノロジー企業はAI革命を牽引している: 生成AIはこの10年の主要な成長テーマになり、AI関連収益は2027年まで年率約70%で成長を続けると予想している。直近では、米国の某半導体大手が極めて好調な2023年第4四半期(2023年11月-2024年1月期)の決算と今後の業績見通しを発表し、AIインフラ投資が全体的に急増しているトレンドが示された。

生成AIは歴史的にも異例の存在である。なぜなら、生成AIに携わる企業の多くは、生成AIが出現したそのときから、クラウド、ネットワーク接続型ハードウェア、大規模言語モデル(LLM)の開発、アプリケーションに至るまで、AI業界のバリューチェーンの複数の段階に関わりを持っているからだ。これらの企業は、米国のテクノロジー・セクターの中で、ほぼ独占的な地位にある巨大企業だ。

このような優位性により、我々は、現在の巨大企業がさらに巨大化すると考えている。マグニフィセント・セブンの昨年の利益は既に約3,400億米ドルと、SPI(スイス・パフォーマンス指数)と英国FTSE 100指数の全構成銘柄の利益の合計3,670億米ドルをわずかに下回る規模にまで成長し、今年はさらに20%以上の増益となる可能性があるとみている。投資家は、多少なりともAI関連の投資をしないわけにはいかないだろう。短期的には、ソフトウェアと半導体関連銘柄が有望とみている。

米国株式はグローバル株式市場の時価総額の約3分の2を占めている。

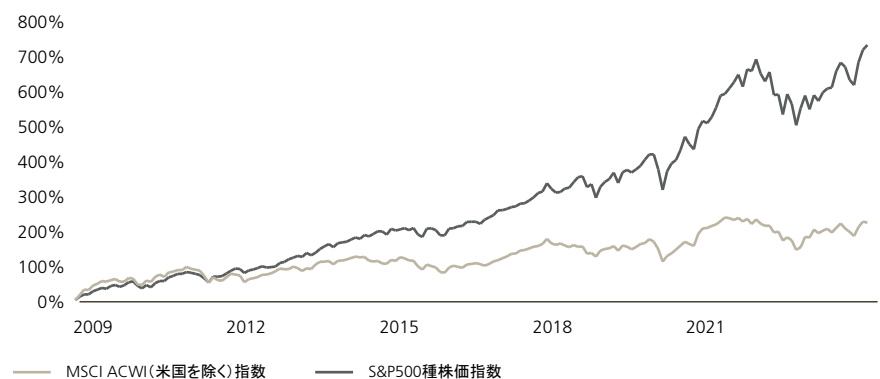
米国には幅広い投資機会がある: MSCIのデータに基づく時価総額では、米国株式はグローバル株式市場の63%を占めている。米国株式にある程度の資金を配分するということは、米国の強靱で価値の高い消費者市場(米国の個人消費は年間約19兆米ドル)と最大規模を誇る多国籍企業(S&P 500種企業の売上高のおよそ35%は米国以外で生み出されている)の恩恵を受けることを意味する。

米国の株式市場は、IT企業による資金調達の主戦場でもある。一方、世界のプライベート市場に関する情報を提供するピッチブック社のデータによると、生成AI関連のスタートアップ企業は2023年に約270億米ドルを調達し、うち180億米ドルは米巨大IT企業3社が出資したものだ。

図表1

米国株式の圧倒的なパフォーマンス

S&P500種株価指数と MSCI ACWI(米国を除く) 指数の、2009年3月から2024年1月までのトータルリターン(%)



出所: ブルームバーグ、UBS (2024年2月現在)

成功の記録: 2009年3月から2024年1月末までの間、米国株式(S&P 500種株価指数)は712%上昇した。これは米国を除くグローバル株式指数(MSCIオール・カンントリー・ワールド(米国を除く、米ドル建て))の216%を大幅に上回る。年率トータルリターンでは前者が15%で後者が8%となっている。このパフォーマンス格差は利益成長率の差によるものだ。2009年3月以降、S&P 500種構成企業の利益は約300%伸びてきた。これはストックス欧州600指数の86%、MSCI新興国指数の31%を大きく上回る。過去の成績は将来の成功を保証するわけではないが、この富の創出の歴史は、米国企業が投資家に成果を提供できることを示している。

なぜ今なのか？

米国の大型株はここ数カ月、堅調に推移した。投資家によっては、保有比率が高まった一部のポジションの利益を確定させる方が賢明な場合もあるだろう。しかし、欧州とアジアの投資家の多くは米国大型株の保有比率が長期的な目標を大きく下回っているため、米国大型株をアンダーウェイトにしておく、今後の機会損失のリスクにつながる。

米国株式は上昇が続く余地があると判断する。

「ゴルドロック」シナリオで米国株式がさらに上昇する可能性あり: 基本シナリオでは、S&P500種株価指数は年末頃に現在の水準をわずかに上回ると予想する。2023年第4四半期(10-12月期)の利益が予想を上回ったことから、我々は2024年12月の予想水準を5,000ポイントから5,200ポイントに上方修正した。今後のデータが経済成長、インフレ率、金利の点からゴルドロック(適温相場)を支える追加の材料となった場合には、年末のS&P500種株価指数が5,500ポイント近辺に達する可能性もある。

長期利益を前倒しで得られる可能性も: AIのような新技術の長期的な成長性を評価することは、市場がその成長性をいつ織り込むのかを判断するよりも容易な場合が多い。市場が十分に確信を持っていれば、AIからの長期的利益の株価への織り込みが総じて早い段階で行われても不思議ではない。このシナリオでは、様子見を決め込んでさらに有利な参入タイミングを待っている投資家は、この10年間の投資機会を逃すリスクがある。

米国株式市場のバリュエーションは現在、好調な経済環境に支えられて適正水準にある。

米国株式のバリュエーションは、力強いファンダメンタルズを反映している: 米国株式のバリュエーションは、全般的に他の地域よりも高い。S&P500種株価指数は、予想株価収益率(PER)が20倍の水準で取引されている。牽引しているのはテクノロジー・セクターだ。同セクターは時価総額では米国株式市場の30%、米国以外では13%を占めており、その予想PERは28倍だ。しかし、今後数年間で非常に力強い増益が見込めるため、バリュエーションは適正水準にあると我々はみている。たとえば、我々の利益予想をもとに試算してみると、AIインフラ企業の2027年のPERはMSCI ACWI IT指数ベースで約20倍となる。テクノロジーを除いた米国株式のバリュエーションも、PERは18倍と比較的高いが、米国の堅調な経済成長、インフレ率の低下、力強い労働市場を勘案すると妥当な水準だと考えられる。

投資方法は？

投資家はテクノロジー・セクターと米国大型株へのエクスポージャーをより幅広い視点から最適化する必要がある。つまり、必要があれば保有比率を高め、適切に分散化するということだ。

大型株への投資が不足している投資家: 株価の大幅上昇の後に米国大型株を中長期的に積み上げることは、心理的には難しいかもしれない。投資タイミングのリスクを軽減したい投資家は、規律あるスケジュールで段階的に投資しつつ、市場の急落時には投資額を増やす戦略を検討してもよい。

投資家は銘柄の集中リスクを緩和する措置を講じることが得策。

現在のポジションを調整したい投資家: 個別銘柄投資でポートフォリオ運用を行っている投資家の場合、投資先が偏るリスクが高くなりがちだ。我々の「テクノロジーのディスラプション(創造的破壊)」というテーマに基づく銘柄推奨リストでは、テクノロジー関連の個別銘柄に関する投資指針を提供するとともに、ポートフォリオ内の保有比率についても提案している。

また、投資家には、米国大型株への配分を高くすることで、他の重要なビルディング・ブロックへの配分を低く抑えることのないように勧める。

ホームバイアスを調整して株式への配分を最適化する

ホームバイアスは、外国市場よりも国内市場の株式への配分が高くなる状態を指し、投資家の間ではよく見られる傾向だ。

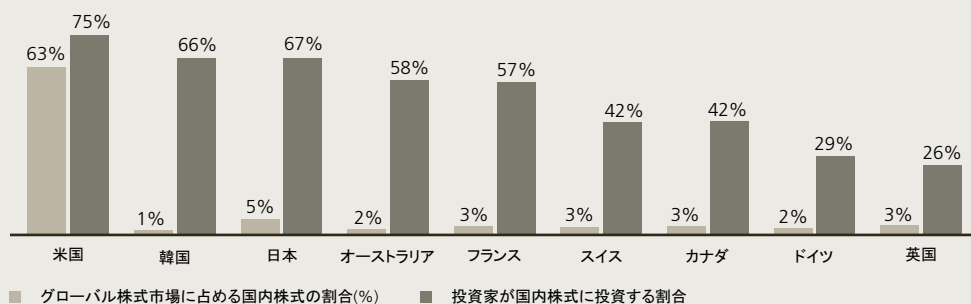
ある程度のホームバイアスにはそれなりの理由(税務上の理由や規制上の制約など)があるとしても、それが強過ぎるとポートフォリオの分散が十分に実現しない可能性がある。アジア通貨危機や欧州債務危機のような局地的な危機で明らかになったのは、地域的な問題が起きると、ポートフォリオの比重が自国に偏り過ぎている投資家がいかに影響を受けるかということだ。

その問題が最も深刻なのは、株式市場の規模が小さい国に拠点を置く投資家だ。グローバル株式市場の時価総額の63%を米国が占めているので、ホームバイアスとはつまり、米国以外の投資家の米国市場の保有比率が小さすぎることを意味する。

図表2

平均的な投資家にはホームバイアス傾向にあり、それにより国内リスクが増す

グローバル株式市場に占める国内株式市場の割合、投資家が国内株式に投資する割合



出所: ブルームバーグ、IMF証券投資残高共同サーベイ(CPIS、2022年12月)、UBS(2024年2月8日現在)

ビルディング・ブロック#2: 株式投資の対象を広げる

米国大型株以外の株式市場は、ここ数年、パフォーマンスがあまり芳しくない。しかし、欧州株式、アジア太平洋株式、新興国株式、小型株の組み合わせも、ポートフォリオのもう1つの重要な基礎的要素だと我々は考える。

グローバル分散投資を実践すれば、投資家はポートフォリオの次の成長エンジンを見逃すリスクを減らすことができる。

なぜか？

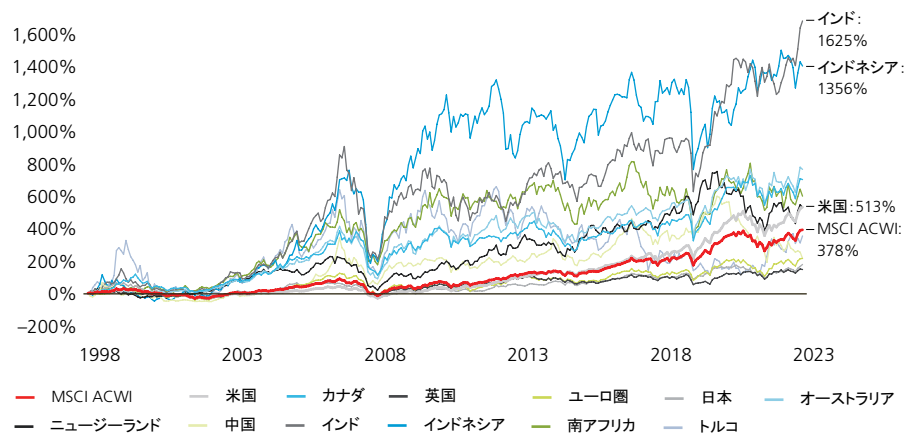
「ザ・ネクスト・ビッグ・シング」(次の大物)は何か？: 半導体、医薬品、消費財、自動車、工学、再生可能エネルギーといったセクターの主要企業の多くが、米国ではなく欧州やアジア太平洋地域を拠点にしている。同時に、新興国には、経済成長と有利な人口構成を追い風に、今後数年間にわたって事業成長が期待できる企業もある。投資家がこうしたポートフォリオの潜在的な成長エンジンを見逃さないようにするためには、世界中の株式への分散投資が必要だ。

米国株式が常に牽引役であったわけではない: 過去を振り返ると、市場の牽引役は常に同じではなかった。たとえばS&P500種株価指数は2007年以降、他の市場を圧倒的に上回るパフォーマンスを上げてきたが、1999年から2007年までのリターンはわずか38%と、MSCI EAFE指数(欧州、オーストラリアとニュージーランド、極東)の97%、MSCI新興国指数の420%に大幅に後れを取っていた。将来の主役交代の可能性は排除できず、そのようなローテーションが起きた時には、ここ数年出遅れていた米国以外の外国市場が恩恵を受ける可能性がある。

図表3

米国が常に牽引役であるわけではない

一部のMSCI指数の、1998年末~2024年1月の月次累積トータルリターン(米ドルベース)



出所: ブルームバーグ、UBS (2024年2月現在)

米国以外の大半の市場では株式のバリュエーションは低下している。

低いバリュエーション: 米国以外の大半の株式市場では、足元の12カ月予想PERが低い状態にある。MSCI EAFE指数は現在PER13.7倍と、10年平均より5%割安な水準で取引されており、MSCI EMU指数のS&P500種株価指数に対する相対PERはほぼ40年ぶりの低水準にある。MSCI新興国指数は現在11.6倍と、米国株式に対して44%割安という異例の低水準になっている。投資家の米国以外の外国株式の保有は依然として少なく、世界の経済環境が改善して株価反発の範囲が広がれば、大半の地域のバリュエーションには追いつく余地がある。

2024年には、金利低下が株式市場に有利な投資環境をもたらすだろう。

これまで見逃されてきた市場分野でのポジション構築が利益となる可能性がある。

小型株: 投資家は、地域分散で投資対象を広げることに加え、小型株を通じた分散投資も検討できる。小型株は現在、米国株式市場の時価総額全体のおよそ6%を占めている(グローバル株式市場に占める割合はおよそ11%)。バリュエーションも魅力的だ。S&P小型株600指数の予想PERはわずか14倍と、10年平均の17倍より低く、大型株指数であるS&P500種株価指数よりも30%割安である。ユーロ圏では、中小型株のPERが11.1倍と、20年超ぶりの割安水準となっている。

なぜ今なのか？

金利低下の恩恵を受ける資産クラス: ユーロ圏、スイス、英国をはじめとする主要国の中央銀行は、年内に利下げを開始する可能性が高い。従来、利下げはグローバル株式と小型株の下支え要因になってきた。1989年以降、米連邦準備理事会(FRB)が利下げに転じた後の新興国株式の平均トータルリターンを見ると、利下げ開始6カ月後で+10%、同12カ月後では+20%だった。米国小型株も金利低下の恩恵を受けそうだ。大型株銘柄が抱える債務のうち変動金利分はおよそ10%にすぎないが、ラッセル2000指数の構成企業の場合は半分近くが変動金利によるものである。一方、金利の高止まりが長期化すると、小型株にはリスクとなる可能性が高い。

利益はまもなく回復し始める見通し: 外国市場と小型株は押しなべて増益基調になると予想する。コンセンサス予想では米国小型株は今年14%増益が見込まれている。我々は、新興国市場に関し、米ドル建てで10%台半ばの増益率を予想する。どちらもS&P500種企業の9%の増益予想を上回っている。

投資方法は？

ポートフォリオの分散化とこの分野へのエクスポージャーを素早く高めたい投資家には、欧州市場や新興国市場などの地域全体への分散や、小型株などの市場セグメントへの投資など、さまざまな投資戦略が考えられる。

一方、これまで見逃されてきた企業、国、地域、あるいは市場セグメントでポジションを徐々に積み上げていく、きめ細やかで段階的なアプローチもある。こうした方法であれば、投資家はリスクを回避し、個別の市場に異なるアプローチで投資を行い、その時のファンダメンタルズに合ったタイミングで市場に参入することができる。

たとえば、欧州でも、米国のマグニフィセント・セブンのような利益成長が予想される高クオリティのグロース株を見出すことができる。テクノロジー、一般消費財、生活必需品、ヘルスケア、資本財セクターから選別した「欧州マグニフィセント・セブン」は欧州市場全体に対して割高水準で取引されているが、各社は持続的な高い利益成長率を誇り、キャッシュフロー創出力が強く、ボラティリティも低いため、プレミアムで取引される価値があると考えられる。

アジア太平洋地域も同様で、我々の「アジアの巨人(Asian titans)」戦略は地域のベンチマークをアウトパフォームし続けている銘柄群に焦点を当てている。こうした銘柄群は、業界での主導的なポジション、平均を上回る利益成長率、力強いフリーキャッシュフロー(FCF)マージン、高い自己資本利益率、割安なバリュエーションを根拠に、今後3~5年はMSCIアジア指数(除く日本)を上回るパフォーマンスを維持するだろう。

インド株式に投資機会があるとみている。

新興国株式では、インドも推奨する市場の1つである。インド株式は、堅調な利益成長などを背景に、今後12カ月で10%台前半から半ばのトータルリターンが見込めると我々はみている。ニフティ50指数構成銘柄の2024年度(2025年3月期)の増益率は18.5%、2025年度は12%近くになると我々は予想する。インド株式のPER約20倍というバリュエーションに躊躇する投資家もいるだろうが、この水準でもまだ過去10年間の平均22倍を下回っている。

ビルディング・ブロック#3: 高クオリティ債

高格付債(国債)および投資適格債を含む高クオリティ債は、ポートフォリオのもう1つの重要なビルディング・ブロックである。

高クオリティ債はポートフォリオのパフォーマンスを安定させる。

なぜか？

安全で流動性が高い: 高クオリティ債は発行体の信用力において最も安全な投資先の1つである。このため、高クオリティ債は元本を保全し、ポートフォリオの変動を抑制し、ポートフォリオの安定化を図るうえで効果的な手段となる。また、米国債は市場の悪化局面でも容易に売買が可能である。

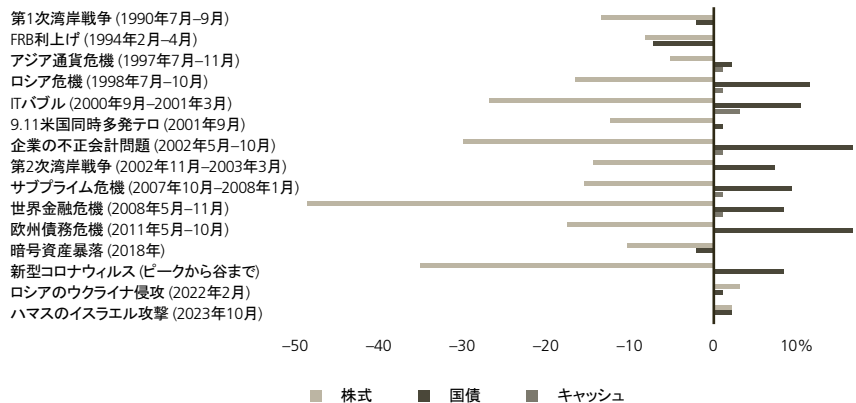
キャッシュよりも安定したインカムと高いリターン: 高クオリティ債は安定的なインカム(収益)を提供する。キャッシュレート(短期市場金利)は今後低下が見込まれるが、債券利回りは足元の水準で確定することが可能であり、長期にわたって持続的な収益源となる。債券は長期の時間軸ではキャッシュよりも高いリターンを提供しており、債券を長く保有するほどキャッシュをアウトパフォームする確率が上昇する傾向にある。例えば保有期間が12カ月の場合、アウトパフォームする確率は65%であるのに対し、5年、10年、および20年ではそれぞれ82%、85%、90%となっている。

分散効果を発揮: 歴史的に債券は、株式市場の混乱時においてポートフォリオを損失から守ってきた。過去98年中3年を除いた全期間で、株価が下落した年でも債券はプラスのリターンをあげており、この逆相関の関係は今後も続くとみている。

図表4

債券はキャッシュよりも効果的にポートフォリオのストレスを軽減する

市場ストレス時の米国10年国債のトータルリターン(%)



出所: ブルームバーグ、UBS (2024年2月現在)

今年は債券利回りの低下が見込まれる。

投資家には債券利回りを早めに確定することを勧める。

債券アクティブ運用戦略であれば、幅広い機会を利用することができる。

なぜ今なのか？

債券利回りは低下すると予想する: 高クオリティ債の足元のリスク・リワード(リスクに見合ったリターン)は特に魅力的である。米国10年国債は利回りが4.3%と妙味があるうえ、インフレ率が低下し、経済成長が鈍化し、FRBが年内に利下げに踏み切れば、キャピタルゲインの可能性もある。我々の基本シナリオでは、10年国債の利回りは12月末には3.5%まで低下すると想定している。そうなった場合、現在10年国債を保有している投資家には10%のリターンが見込まれる。

ハードランディングのヘッジ: 経済成長が予想以上に急激に減速した場合、各国中央銀行は早急に金融政策を緩和し、それに伴って各国の指標利回りの低下ペースが速まる可能性がある。ハードランディングのシナリオでは、米国10年国債の利回りが年末には2.5%まで低下すると予想している。そうなった場合、現在10年国債を保有している投資家には年末までに18%のリターンが見込まれる。

リターンを確定する機会: キャッシュ保有による再投資リスクが高まりつつある。インフレ率が再び加速すればFRBが追加利上げを実施する可能性があるが、FRBが示す政策意向と経済予測はいずれも年内利下げ開始を示唆している。したがって、投資家には足元の魅力的な債券利回りを早めに確定することを勧める。

投資方法は？

中期債: デュレーション(残存期間)については1年から10年の期間、特に5年債を選好する。このイールドカーブ(利回り曲線)の中期ゾーンは、高利回り、安定性、そして金利低下見通しへの感応度という複合的要因が最も効果的に組み合わせられた年限であるとみている。

アクティブ戦略: 投資家には、個別債券だけでなく債券アクティブ運用戦略も検討することを勧める。アクティブ運用戦略は分散効果を高め、自動的に再投資を行い、債券における幅広い投資機会を十分に利用することができる。高利回り、ボラティリティ、価格の乖離、金利見通しの変化などにより、アクティブ運用マネジャーがアウトパフォームする可能性はさらに高まるだろう。

ビルディング・ブロック#4: オルタナティブ投資

ポートフォリオの最適化に必要なビルディング・ブロックは株式と債券だけではない。オルタナティブ投資もコアとなる基礎的要素の1つと考える。ただし、低流動性、長期のロックアップ(売却禁止)期間、高い手数料、レバレッジ、投資の集中など、オルタナティブ投資に固有のリスクを考慮する必要がある。

なぜか？

リターン向上の可能性: ヘッジファンド、プライベート・エクイティ、プライベート・デット、プライベート不動産、プライベート・インフラストラクチャーなど、オルタナティブ資産への分散投資を組み入れることで、ポートフォリオのボラティリティが同程度と想定した場合のリターンは年間で1~2%程度上昇する可能性がある。ヘッジファンドは、株式や債券への投資にとどまらない多種多様な投資手段を用いることで、こうした超過リターンを生み出す。一方、プライベート市場への投資は、投資先企業の経営改善に積極的に関与するとともに、レバレッジを効果的に利用することで、高いリターンを追求することができる。

オルタナティブ投資はリターンの源泉を分散できる。

リターンの安定化: 足元の状況のように株式と債券が同方向に動いている局面では、オルタナティブ投資がリターン源泉の分散に効果を発揮する。株式と高クオリティ債の6か月ローリング相関係数は、現在、8年ぶりの高水準付近で推移している。グローバル・ディスクリショナリー・マクロ戦略のヘッジファンドは、過去のデータでは、債券およびクレジットのリターンに対して相関係数が低いか逆相関の関係を示している。つまり、債券価格が下落しているときに、プラスのリターンを生み出す。

投資対象の拡大: オルタナティブ投資では、上場市場では取引されていない投資対象にアクセスすることが可能である。2000年には、ニューヨーク証券取引所とナスダック市場を合わせた上場企業数は、プライベート・エクイティが支援する企業数の3倍だった。だが、今日では逆に、プライベート・エクイティの支援企業数が上場企業数の3倍にまで拡大している。また、プライベート市場は通常、上場市場に比べて長期的に大きなリターンを生み出す機会が多い。

なぜ今なのか？

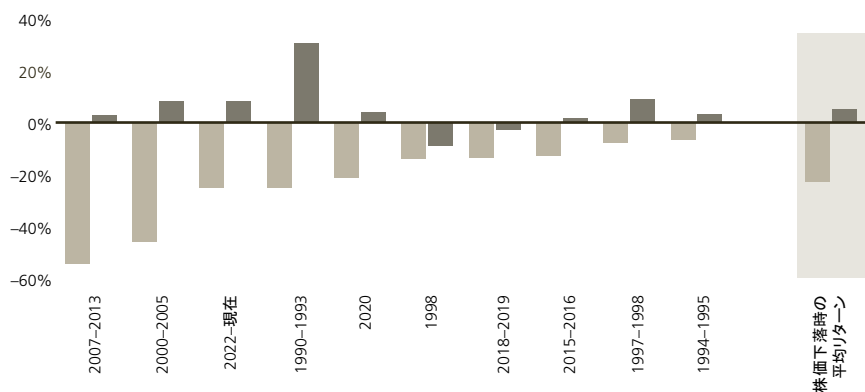
高い乖離と低い相関: S&P500種株価指数の構成銘柄間の相関係数は足元で平均を下回る一方、銘柄間の乖離(ばらつき)は平均を上回っている。これは、株式ロング/ショート・ヘッジファンドのマネジャーにとってはアルファ(超過リターン)を獲得しやすい環境である。特に、ポートフォリオの変動を抑えつつ、低ネット・エクスポージャーで株式よりも安定したリターンを追求する、株式マーケット・ニュートラル戦略のヘッジファンドが有望とみる。

同様に、ハイイールド債の価格のばらつきも高いことから、特定の運用スタイルに特化したクレジット・ヘッジファンドのマネジャーにとっては好パフォーマンスの機会が生まれている。ICE BofA指数のデータによると、信用力が最低水準のクレジットセグメント(CCC格以下)におけるスプレッド格差は1998年以降で上位30%に位置し、さらに上昇中である。

プライベート・エクイティの買収価格のバリュエーションが低下傾向にある。

買収価格のバリュエーション低下: プライベート・エクイティの買収時のEV/EBITDA倍率(投資額を何年で回収できるか示す)は2022年には12倍と高水準であったが、現在は10.8倍に低下している。特にミドルマーケット(中堅・中小企業)での買収とセカンダリー市場は魅力的だ。セカンダリー市場は足元、NAV(純資産価値)対比で15%のディスカウントで取引されており、割安感が強い。ソフトウェア、ヘルスケア、教育、気候テックといった構造的な成長分野で業績向上の実績があるマネジャーが有望とみている。

図表5
マクロ型ヘッジファンドは株価下落時に一定のプロテクションを提供する
グローバル・マクロ戦略 対 グローバル株式、株価大幅下落時の比較



出所: ブルームバーグ、ケンブリッジ・アソシエイツ、UBS (2024年2月現在)

投資方法は？

オルタナティブ投資では、あらゆる投資対象に有効なアプローチは存在しない。だが、一般論で言えば、流動性のあるマルチアセット型ポートフォリオをコアの投資戦略とする投資家の場合、低流動性資産への投資が自身の投資時間軸やリスク選好度、低流動性の許容度などに合致していれば、オルタナティブ投資を組み入れることが可能である。キャッシュフローのニーズが低い投資家の場合は、収益獲得やキャッシュ調達の多くをポートフォリオの運用に依存している投資家に比べて、オルタナティブ資産への投資比率を高めることができる。仕組みの簡潔さや流動性、幅広い分散化などを重視する投資家には、単一マネジャーが中核となって運用するシングル・マネジャー型ファンドよりも、複数のヘッジファンドに分散投資するファンド・オブ・ヘッジファンズや、運用期間が無期限の永久資本ファンドなどの方が魅力的だろう。

だが、時間をかけてエクスポージャーを積み上げる意思と能力のある投資家の場合は、詳細な分析に基づくアプローチも有効だ。こうした投資家は、分散型ファンドに加え、シングル・マネジャー型ファンドやプライベート市場も検討することができる。これらを採用すれば、収益獲得や長期資本の形成、あるいはその双方といった自身の投資目的に合わせて、投資戦略を調整することができる。

なぜ4つのビルディング・ブロックが有効なのか

上述した4つのビルディング・ブロックのすべてに資産配分することで、投資家は複数のシナリオに備えた効果的なポジションを構築することができる。

テクノロジーの変化、ポートフォリオの少数銘柄への集中、金利見通しの変化、地政学的な不確実性など様々な要因に直面する中で、投資家には複数のシナリオに備えたグローバルな視点が必要になる。これらビルディング・ブロックのすべてに資産を配分することで、楽観シナリオと悲観シナリオに加え、ソフトランディングの基本シナリオに備えた最も効果的なポジションを構築することができる。

4つのビルディング・ブロックのすべてに投資することで、長期的な視点でのポートフォリオ構築と短期的な相場変動への対応とのバランスを調整することもできる。例えば、米国以外の外国株や小型株の相対的な割安感は、米国巨大テクノロジー銘柄に漂う割高感を相殺する。高クオリティ債を十分に保有することで、グロース銘柄によるポートフォリオの大幅な変動を抑制することもできる。また、オルタナティブ資産への投資は、特に株式と債券の相関が高い期間において、リターンを安定させる効果を発揮する。



Mark Haefele
最高投資責任者
Global Wealth Management

Message In Focus – トップ投資アイデア

流動性を管理する	2024年は金利が低下すると予想する。これによりキャッシュのリターンは徐々に低下し、リターンを確定していない投資家にとってリスクとなるだろう。投資家には、キャッシュやマネー・マーケット・ファンド(MMF)以外にも、定期預金や債券ラダーなどを組み合わせて流動性戦略を多様化し、今後5年間で見込まれる支出に充てることを勧める。
クオリティを重視する	クオリティが鍵となる。債券では、クオリティの高い債券が魅力的な利回りを提供し、我々の予想通りに経済成長が減速し、インフレ率がさらに低下すれば、キャピタルゲインも期待できる。分散を図りつつ債券アクティブ運用を行えば、特定のリスクを軽減し、高クオリティ債から本来得られるはずのリターンを実現できる。株式については、強固なバランスシート、高い収益性、そして底堅い収益源を維持している高クオリティ銘柄が引き続き好パフォーマンスを示すとみている。特に成長が減速した場合には顕著となるだろう。
テクノロジー株への投資を最適化する	AI革命が到来している今、将来の投資パフォーマンスはテクノロジー・セクターへの投資比率に大きく左右される。投資家はテクノロジー株に消極姿勢をとるわけにはいかないだろう。テクノロジー企業の業績は急成長が見込まれ、大企業がさらに巨大化すると予想されるからだ。だが同時に、少数銘柄への集中投資や過度な投資にも警戒が必要である。目安として、マグニフィセント・セブン(超大型7銘柄)と情報技術銘柄がMSCIオール・カンントリー・ワールド指数(MSCI ACWI)に占める割合はそれぞれ18%と24%である。分散投資戦略などを用いることで、下落リスクを緩和しつつエクスポージャーを拡大することが可能である。また、米国テクノロジー株への集中リスクを抑えたい投資家にも、様々な分散の機会が見出せる。
ゴールドロックスの恩恵を享受する	FRBの利下げ、依然堅調な経済成長、そしてインフレ率の低下が重なることで、上昇相場の裾野が広がると予想されることから、投資家にはそれに備えたポジション構築を勧める。このシナリオ下では、金利感応度が高く割安な米国と欧州の小型株、スイスの一部中型株、新興国株式などが、特に大きな恩恵を受けると予想する。ESGエンゲージメント戦略や一部の長期投資テーマで、伸びしろのある小型株の比率を高めるのも有効な策だろう。
相場下落時の損失を抑えつつ、アップサイドを捉える	株式市場のボラティリティが低い一方で債券利回りが高い足元の状況は、相場下落時の損失を抑えつつ、アップサイドを追求する戦略を検討する好機である。これらの戦略は、テクノロジー・セクターや中国市場など、下落リスクがあるが上昇余地も十分に見込める市場で特に効果を発揮する。さらに、金(gold)や原油(地政学的混乱時に上昇が期待できる)、マクロ・ヘッジファンド(過去のデータでは債券市場の変動時に安定したパフォーマンスを提供)を組み入れることで、下落リスクを軽減できる。
通貨とコモディティはレンジで取引する	主要通貨ペアの大半は当面、現在のレンジでの取引が続くと予想され、レンジ内での推移を利用した取引により追加のインカムを獲得できる機会を提供している。例外は、予想を下回るインフレ率を受けて、目先下落が予想されるスイス・フランと、相対的な金融引き締め姿勢により通貨上昇が見込まれる豪ドルおよび日本円である。一方、原油価格は、今年は1バレル当たり80~90米ドルのレンジで推移すると予想され、レンジ内での推移を利用した取引に投資妙味があるだろう。
非伝統的債券投資で分散を図る	ハイイールド債内の価格の乖離(ばらつき)が大きく、特定の運用スタイルに特化したクレジッド・ヘッジファンドのマネジャーに好パフォーマンスを生み出す機会をもたらしている。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、様々なクレジッド戦略にプラスに働く。また償還社債の借り換えが増える中、転換社債アービトラージにも投資妙味があるとみている。
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、エネルギーなどの分野に大規模な投資が行われるだろう。こうした状況の下、プライベート市場のマネジャーには、さまざまな成長段階にある企業に株式や債券を通じて資本を提供する機会が生まれるだろう。プライベート市場は、低流動性の見返りとして、魅力的な潜在リターンと上場市場にはない投資機会を提供する。インパクト投資やサステナブル投資を通じて有益な社会的変化に貢献したい投資家にとっても、効果的な投資手段となる。

世界の予想

経済予想

実質GDP成長率(前年比、%)

	2023年	2024年(予)	2025年(予)
米国	2.5	1.6	1.6
カナダ	1.1	0.2	1.3
日本	1.9	0.3	1.1
ユーロ圏	0.5	0.6	1.2
英国	0.1	0.6	1.5
スイス	0.7	1.2	1.5
オーストラリア	2.0	1.5	2.1
中国	5.2	4.6	4.6
インド	7.3	6.2	6.2
新興国	4.5	4.0	4.3
世界	3.2	2.8	3.1

インフレ率(平均CPI、前年比、%)

	2023年	2024年(予)	2025年(予)
米国	4.1	3.0	2.2
カナダ	3.9	2.5	2.1
日本	3.3	1.9	1.6
ユーロ圏	5.4	2.3	2.1
英国	7.3	2.7	2.1
スイス	2.1	1.4	1.4
オーストラリア	5.6	3.4	3.1
中国	0.2	0.8	1.6
インド	5.3	4.5	4.5
新興国	7.5	8.3	5.1
世界	6.2	5.8	3.8

出所:ブルームバーグ、UBS、2024年2月21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。

資産クラス別予想

	現在	2024年12月
株価指数		
S&P500種株価指数	4,982	5,200
ユーロ・ストックス50指数	4,775	4,900
FTSE100種総合株価指数	7,663	7,780
スイス株価指数	11,429	11,640
MSCIアジア指数(除く日本)	638	685
MSCI中国指数	54	59
東証株価指数	2,627	2,680
MSCI新興国指数	1021	1,100
MSCI ACワールド指数	903	940
通貨		
ユーロ/米ドル	1.08	1.12
英ポンド/米ドル	1.26	1.3
米ドル/スイス・フラン	0.88	0.87
米ドル/カナダ・ドル	1.35	1.31
豪ドル/米ドル	0.66	0.72
ユーロ/スイス・フラン	0.95	0.97
ニュージーランド・ドル/米ドル	0.62	0.62
米ドル/円	150	140
米ドル/人民元	7.19	7.15

	現在	2024年12月
2年国債利回り(%)		
米国2年国債利回り	4.67	3.25
ユーロ建てドイツ2年国債利回り	2.85	2.00
英国2年国債利回り	4.61	3.50
スイス2年国債利回り	1.01	0.70
日本2年国債利回り	0.15	0.25
10年国債利回り(%)		
米国10年国債利回り	4.32	3.50
ユーロ建てドイツ10年国債利回り	2.45	2.25
英国10年国債利回り	4.10	3.50
スイス10年国債利回り	0.85	0.70
日本10年国債利回り	0.72	0.80
コモディティ		
ブレント原油(米ドル/バレル)	83	82
金(米ドル/オンス)	2,022	2,250

出所:ブルームバーグ、UBS、2024年2月21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。

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 2024 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