

UBS House View

Monthly Letter | 2024年4月25日 | Chief Investment Office GWM, Investment Research

ソフトランディング

我々の基本シナリオでは、米国のインフレ率と経済成長率が鈍化し、米連邦準備理事会(FRB)は9月に利下げを開始すると想定する。その結果、債券と株式の双方に良好な投資環境が整うと考える。

過熱か？

弱気シナリオでは、米国経済の過熱感に対する懸念から米国債利回りの上昇が見込まれる。ポートフォリオの安定化にはオルタナティブ資産への配分が重要となる。

「狂騒の20年代」か？

強気シナリオでは、米国のデスインフレと人工知能(AI)の成長見通しに関する楽観論が高まり、株価を押し上げると想定する。

資産配分

株式では、高クオリティ株を選好し、米国テクノロジー・セクターへの強気姿勢を維持する。債券でもクオリティの高い債券を選好する。



Mark Haefele

Chief Investment Officer
Global Wealth Management

バタフライ効果

私が先週参加した国際通貨基金(IMF)と世界銀行の合同会合では、イランによるイスラエル領土への攻撃に対し、1万キロも離れた米国議会において、警戒が高まっていたことが話題となった。米議会では、数カ月にわたる膠着を経て、イスラエル、ウクライナ、台湾およびインド太平洋の同盟国への支援を強化する緊急予算案が、珍しく超党派の合意を得て成立し、中国、ロシア、イランへの追加制裁も採択された。

最近の地政学的問題が歴史的な転換点となるのか、あるいは米国インフレ率の予想外の上昇でマクロ経済トレンドの潮目が変わるのかを判断するのは時期尚早である。だが我々投資家は、業績予想やバリュエーションの指標を無視した「バタフライ効果^{*}」に満ちた、不安定で複雑な地政学的およびマクロ経済的環境を切り抜けながらポートフォリオを運用してゆく以外に選択肢はない。

それでもなお、発生確率が最も高いと考えられる市場の変動要因を把握して、将来の市場動向を予測するシナリオ分析が、資産配分を決める上での最善の手段であるとみている。今月のレターでは、我々の最新のシナリオ分析と投資家への影響に関する考察を述べたい。

基本シナリオでは、米国のインフレ率が徐々に下方トレンドに戻り、7-9月期(第3四半期)末には3%に落ち着くと見込んでいる。米連邦準備理事会(FRB)は利下げを急ぐ必要はないと述べているが、我々は9月には利下げの環境が整うとみている。一方、中東の紛争は局地的なものにとどまると考える。このシナリオに基づき、年末までにS&P500種株価指数は5,200ポイントまで上昇し、米10年国債利回りは3.85%に低下すると予想する。

^{*}非常に小さな出来事が予想外の大きなことに発展すること

本稿はUBS AGが作成した“Monthly Letter: That butterfly effect”(2024年4月25日付)を翻訳・編集した日本語版として2024年5月7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。



AIに関する楽観論の高まりが株式の強気相場を支える可能性がある。

弱気シナリオは、米国経済成長の過熱感、米国の財政政策に関する懸念、コモディティ価格の持続的な高騰が複合的に影響し、米10年国債利回りが6%に達すると想定している。このシナリオでは、S&P500種株価指数が4,400ポイント程度まで下がると想定している。

我々の強気シナリオは、堅調な米国の経済成長が続き、インフレ率が下方トレンドに戻るのに加え、人工知能(AI)に関する楽観論がさらに高まるかどうかは鍵となる。そうなれば、米10年国債利回りが5%まで上昇したとしても、S&P500種株価指数は5,500ポイントまで上昇することが期待される。

こうしたシナリオは投資家にとって何を意味するのか？株式全体として、リスクとリターンの見通しが均衡しているため、投資家は戦略的(長期的)なベンチマークに近い株式保有比率を維持することが望ましい。株式では、株価指数全体よりも、テクノロジー株を含む高クオリティ株の方が投資妙味が高いとみている。小型株のアウトパフォーマンスも期待できる。

高クオリティ債は我々の選好する資産クラスだ。景気後退に陥った場合には(短期的には確率が低いとみているが)、価格が急騰する可能性が高いため、ポートフォリオに組み入れる価値が高い。高クオリティ債がマイナス・リターンになるには、期待金利がここから大幅に上昇しなければならない。加えて、我々の基本シナリオでは、高クオリティ債のトータルリターンを年末までにおよそ10%と想定している(4月24日時点の米10年国債利回りを基準とする)。

一方、投資家はオルタナティブ投資に資産配分することで分散効果が得られ、さまざまなシナリオでのリスクを管理できる。我々の弱気シナリオは、債券も株式もマイナス・リターンになる可能性が高いと想定しているため、マクロ系や株式マーケット・ニュートラルなどのヘッジファンド戦略がポートフォリオの安定化に寄与するとみている。

原油市場は供給不足が続くとみられることから、我々は強気姿勢を維持している。金(gold)価格も年末までにさらに上昇すると予想する。原油も金も、特に地政学リスクのヘッジ手段として、ポートフォリオに有用な資産であると考える。

シナリオ

	基本シナリオ ソフトランディング	弱気シナリオ 過熱	強気シナリオ 狂騒の20年代
確率	60%	20%	20%
S&P500種株価指数	5,200	4,400	5,500
米10年国債利回り	3.85%	6%	5%

出所: UBS予想 (2024年4月現在)

基本シナリオ:ソフトランディング

ここ数カ月の米国CPIデータは予想を上回ってきた。

3月のインフレ率は、米国経済が年率2%のインフレ率に向けて着実に歩んでいるとの安心感を与える内容ではなかった。消費者物価指数(CPI)は、総合指数、コア指数(エネルギーと食品を除く)ともに前月から0.4%上昇した。しかも、「スーパー・コア」インフレ率(食品、エネルギー、住居費を除く労働集約性の高いサービス業に特化)は、医療、自動車修理、自動車保険のコスト上昇の影響で前月比0.65%に上昇した。

しかし、我々の基本シナリオでは、今後数カ月でディスインフレ(インフレ率の低下)が再開すると想定している。

米国の住居費インフレ率は低下するだろう。

デysinフレ傾向の再開

第1に、住居費(CPIバスケットで圧倒的な最大費目)のインフレ率が低下する見通しが強い。これは、CPI住居費インフレ率におよそ12カ月先行する新規住宅賃貸契約に関する実際のデータに基づく判断である。たとえば、不動産情報プラットフォームのアパートメントリストが発表した全米賃料レポートによると、3月の賃料は前年同月比で0.8%下落した。第2に、米国の貯蓄率は現在わずか3.6%と歴史的な低水準にある。つまり、力強い個人消費はいつまでも長続きしないということだ。第3に、3月の平均時給は前年同月比4.1%増と、賃金伸び率が2021年6月以来の低水準に鈍化した。そして第4に、物価上昇に対する消費者の抵抗が強くなっている。最新のページブック(地区連銀景況報告)は、消費者が価格に依然として敏感なため、裁量支出がやや弱含んでいることを示唆している。

さらに、米国以外の大半の先進諸国では、デysinフレ傾向が続いている点を指摘したい。ユーロ圏とスイスの最新のインフレ率は予想を下回った。英国でもインフレ率は引き続き低下傾向にある。

図表1

米国の貯蓄率は低水準にある

米国個人可処分所得に占める貯蓄額の割合(%), 30年平均



出所: ブルームバーグ、UBS (2024年4月現在)

我々はFRBが今年9月から利下げを開始するとの予想を変えていない。

利下げは遅れているが、取り消されたわけではない

インフレ率が上昇しているため、米国の利下げはおそらく先延ばしされるだろうが、取り消されたわけではないと我々は考えている。我々の予想では、FRBは今年の9月と12月にそれぞれ25ベーシスポイント(bp)の利下げを実施する。FRBは、大統領選挙の近辺で金融政策を変更することへの懸念よりも、物価の安定と完全雇用という2つの責務を果たすことを優先すると考えられる。

米国以外ではインフレ圧力が緩和しているため、利下げの動きが始まっており、今後も利下げが相次ぐ可能性が高い。金融緩和は既にスイスで始まっている。欧州中央銀行(ECB)は6月に、そしてイングランド銀行(英中銀)も8月初旬に利下げを開始する可能性が高い。

中東での最近の出来事は、報復と紛争激化のリスクを高めた。

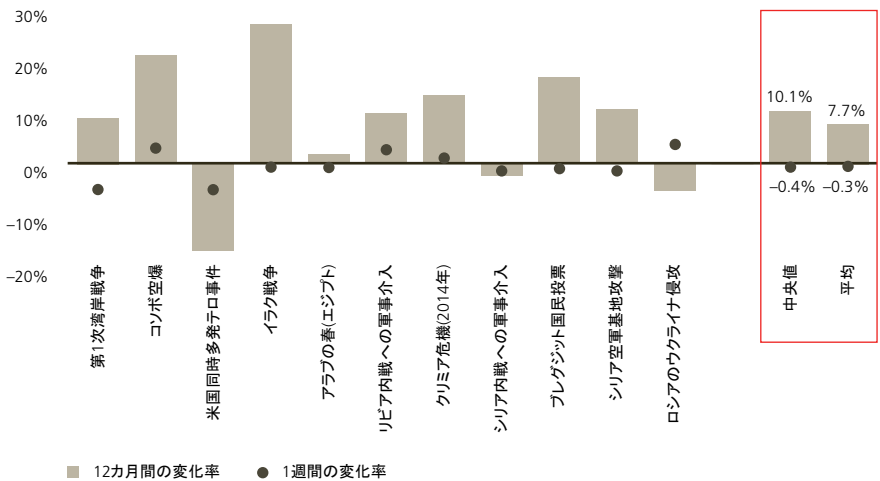
中東の紛争は限定的なものにとどまる

イランとイスラエルの対立は報復と紛争激化の危険なサイクルのリスクを高めている。イランは、複数の発射地点から数百のミサイルやドローン(無人機)を発射してイスラエルを攻撃した。イランが攻撃72時間前に通告したことに加え、イスラエルと米国などの有志連合が防衛システムを使って迎撃したことで、大きな被害は避けられた。だが、もし事前通告がなかったら、どうなっていたらどうかとの疑問は強まった。一方、イスラエルは報復行動を通じて、イランの挑発行動に対し、イラン国内の施設を対象に反撃できる能力があることを伝えた。

我々の基本シナリオは、イスラエルとイスラム組織ハマス間の紛争では、戦闘地域を広げて散発的な攻撃が続くものの、イスラエルとイラン間で戦争が勃発するとは予想していない。両国はここ数週間、武力行動を介して政治的メッセージのやり取りを行っており、幸いなことに両者ともそれが相手に理解されたと解釈している。イスラエルとイラン両国はさらなる報復行動を起こさずにそれぞれが勝利を宣言し、米国はイスラエルへの軍事支援を再確認しつつ、自制を呼びかけた。

図表2

歴史的に、地政学リスクの市場への影響は短期間で収束してきた
地政学的イベント発生後1週間と12カ月でのS&P500種株価指数の変化率(中央値と平均、%)



出所: ブルームバーグ、UBS (2024年4月現在)

全体として、この基本シナリオでは、インフレ率の低下がFRBによる2025年と2026年の本格的な利下げ期待につながり、米10年国債利回りが年末までに3.85%まで低下する見通しだ。S&P500種株価指数は年末までに5,200ポイントに達すると想定している。

弱気(悲観)シナリオ: 過熱

弱気シナリオでは、米10年国債利回りが6%まで上昇する局面があり得る。

我々の弱気シナリオでは、米国経済の成長の「過熱感」、財政政策に関する懸念、コモディティ価格の急騰が複合的に影響して、米10年国債利回りが6%に上昇すると想定している。内訳は実質利回りが3%、10年ブレイクイーブン・インフレ率(市場の期待インフレ率)が2.5%、ターム・プレミアム(期間に伴う上乗せ金利)が0.5%になる。このシナリオは米10年国債保有者のリターンがおよそ-8%になることを示唆している。

債券利回りの上昇は必ずしも株式にとっての悲観材料になるとは限らない。しかし金利の急騰は市場を不安定にさせかねないため、米10年国債利回りが5%を大幅に超えて上昇すると、金融システムの安定性に対する懸念が急速に高まり、先行きの経済成長の鈍化リスクが高まる。このシナリオでは、S&P500種株価指数が4,400ポイント程度まで下がると想定する。

どのようなカタリストがあり得るのか？

米国経済成長の「過熱感」が続くことで期待金利が変わる

FRBによる積極的な利上げにもかかわらず、米国のインフレ率が目標水準を上回っている。

FRBは、インフレ抑制を目指して過去2年間で525bpの利上げを実施してきた。ところが、インフレ率は低下してきたものの、2024年第1四半期のコア個人消費支出(PCE)価格指数は、サービス価格の上昇を受けて年率3.7%上昇した。第1四半期のGDP成長率は年率1.6%と予想を下回ったが、これは国内最終販売の低迷ではなく、輸入の増加と在庫減少に牽引されたものだった。米国の経済成長率が引き続き堅調でインフレ率が目標を上回れば、FRBは金利をさらに引き上げる可能性があるため、投資家は米国の潜在成長率を再評価する必要があるだろう。その場合、長期債の実質利回りが上昇する可能性がある。

コモディティ価格の急騰がインフレ率の不安定化につながる恐れ

2024年第2四半期の世界の原油市場は引き続き供給不足になる可能性が高く、ホルムズ海峡を通過する原油が途絶するか、主要石油生産施設が攻撃を受けると、ブレント原油価格は1バレル当たり100米ドル以上に値上がりすると予想される。

FRBと債券投資家は、コモディティ価格の短期的な動きの「先を見据える」ことが多い。だが、今般のインフレ・ショックの直後に原油価格が再び急騰する事態に見舞われると、消費者と企業のインフレ期待が不安定化して、利上げが必要になるとの懸念を招く可能性がある。

米国財政への懸念がターム・プレミアムを押し上げる

米国の財政赤字は、2024年3月時点でGDPの5.9%に達しており、両大統領候補者とも在任中、財政赤字拡大にまったく歯止めをかけていない。米議会予算局(CBO)の最近の予測によると、米国の今年の債務利払い費は国防費を上回る見通しである。しかも、毎年数兆米ドルを再調達する必要性が生じるので、米国債市場は、買い手が購入を控えると崩れかねない。

米国の債務負担と拡張的な財政政策に関する懸念から、投資家は高いターム・プレミアム、つまり資金を米国債に長期間固定する見返りを求める可能性がある。実際、昨年には、米国財務省が予想を上回る資金調達の必要性を発表したのを受けて、9月から10月にかけて一時的にターム・プレミアムは拡大した。世界金融危機が勃発する前は、投資家は一般に0.5~1.5%のターム・プレミアムを求めていた。米国の財政赤字拡大への懸念が高まれば、ターム・プレミアムが(現在のおよそゼロから)この水準にまで拡大することもあり得る。だが、2022年のイングランド銀行のようにFRBが市場介入に踏み切れば、ターム・プレミアムの上昇には歯止めがかかるだろう。

強気(楽観)シナリオ:「狂騒の20年代」

本稿執筆時点でオプション市場は、およそ20%の確率で、S&P500種株価指数がここから年末までにさらに10%程度上昇すると織り込んでいる。そうした強気シナリオはどのようなものなのか？

強気シナリオでは、米国経済は潜在成長率を上回る成長を続ける。

AIの採用が急速に拡大している。

米国のインフレ率が明確な下方トレンドを再開する

賃料の上昇スピードの低下、賃金上昇率の鈍化、物価上昇に対する消費者の抵抗感など、インフレ率が今後数カ月で再び低下することを示唆する証拠は、すでに豊富に見られる。我々の強気シナリオでは、これらのトレンドが加速し、インフレ率が各国中央銀行の目標に向かって低下を続けることを想定している。

米国は堅調な経済成長を継続し、欧州と中国は改善に向かう

我々の基本シナリオでは、米国の経済成長率は、2023年下期の年率4%から今年は潜在成長率とほぼ同水準の2%程度に低下する。強気シナリオでは、力強い雇用創出、底堅い消費支出、設備投資の増加に支えられて、2024年も米国の経済成長率は潜在成長率を上回る。欧州経済が予想以上に拡大するか、中国が大規模な財政刺激策で経済成長を促進すれば、力強い成長シナリオがさらに確かなものになる可能性がある。

投資家がAIの成長を前倒して織り込む

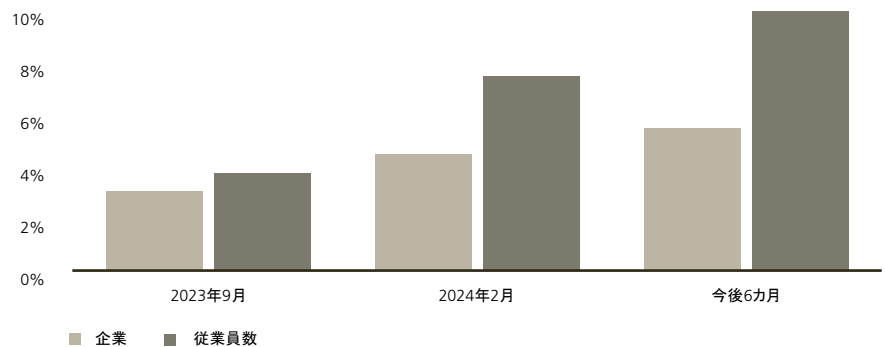
テクノロジー株が米国の株価指数に占める比重の大きさを考慮に入れると、強気シナリオの実現には、AIが企業利益を押し上げる楽観的見方が広がり、投資家はその成長を株価に織り込むことが必要である。

オフィスソフトを中心とするコパイロット(AI業務支援ツール)の採用が予想より速く進み、AIに対する期待がさらに高まる可能性がある。米国勢調査局が発表した最近の「事業動向と見通し調査」(米国企業120万社を対象にAI利用動向を追跡)によると、米国企業によるAIの導入は拡大している(図表3参照)。これは前向きなデータであると同時に、ここからさらにAIの導入が広がる余地が十分にあることを示している。AIの導入が拡大し、収益化がより明確になれば、AIの成長見通しの持続性に対する投資家の確信は一段と強まるだろう。

図表3

AI採用の拡大が楽観的な見通しを高める可能性

米国でAIを導入している、あるいは導入を計画している企業の割合(企業と雇用者数の均等加重)



出所:「事業動向と見通し調査(BTOS)」、米国国勢調査局、UBS (2024年4月現在)

全体として、デイスインフレの傾向を想定したこの強気シナリオでは、米10年国債利回りが5%まで上昇したとしても、予想を上回る経済成長と企業利益の伸びを背景に、S&P500種株価指数が年末までに5,500ポイント程度まで上昇すると予想している。

投資アイデア

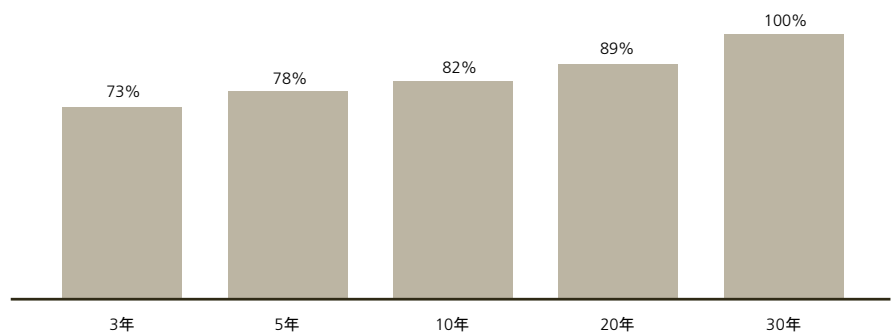
異なる地域や資産クラスにバランスよく分散投資することで、ボラティリティの上昇に対応し、ポートフォリオの安定を維持することが可能である。

市場の織り込むシナリオが揺れ動く中、資産クラスのボラティリティは当面高止まりする可能性がある。これに対しては、世界の株式市場や異なる資産クラスにバランスよく分散投資することで、ボラティリティの上昇に対応し、ポートフォリオの安定を維持することが可能である。また、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、債券と株式の両方が下落することを想定した悲観シナリオのリスクも低減できると考えられる。

債券: 引き続き投資適格債などのクオリティの高い債券を推奨する。これらの高クオリティ債への戦略的(長期的)な資産配分がベンチマークを下回っている投資家には、足元の魅力的な利回り水準を利用してエクスポージャーをとることを勧める。

図表4

債券はキャッシュをアウトパフォームする傾向にあり、保有期間が長いほど顕著である
債券がキャッシュをアウトパフォームする確率(保有期間別、1960年以降の月次データに基づく)



出所: Ibbotson, UBS (2024年4月現在)

高クオリティ債は、ポートフォリオに大きな価値をもたらす。

我々の基本シナリオでは、米国10年国債は年末までに10%程度のリターンを上げると予想している。インフレ率が再び低下し、経済成長が鈍化すれば、市場が織り込む2025年から2026年にかけての利下げ幅が拡大するとみられるからだ。キャッシュと異なり、高クオリティ債はポートフォリオに大きな価値を提供する。成長が腰折れしたり、地政学的不確実性への警戒感が高まった場合に、大幅なリターンをもたらす可能性があるからだ。

国や地域によって経済成長やインフレ率にばらつきがある上に、政府の政策も異なるため、世界の債券投資は複雑さを増している。しかし、こうした違いは、リスク分散したアクティブ運用の投資妙味を高める要因にもなる。例えば、高クオリティ債に加え、相対的にリスクの高い債券を慎重に組み入れることで、債券ポートフォリオの分散効果の向上が期待できる。

株式: 株式市場の見通しは全体的にバランスがとれているとみている。指数レベルでは、米国株式のバリュエーションは上昇しているが、今後数年は、AI関連銘柄が業績成長の牽引役となるだろう。米国以外の株価指数は割安だが、構造的な成長が見込まれる企業の割合は相対的に低い。よって、投資先は主要地域にわたって戦略的(長期的)に分散することを勧める。

最近のテクノロジー株に見られるボラティリティの高まりは、エクスポージャーをとる好機と捉えることができる。

株式においては、ポートフォリオに占めるテクノロジー株の割合が、年内から今後数年にかけての投資成果を左右する大きな要因となるだろう。これについては、投資集中リスクに留意しつつ、テクノロジー・セクターへの戦略的資産配分を健全な水準に保つことが重要だと考える。テクノロジーおよびAI関連株への投資比率が低下している投資家には、足元のボラティリティ局面がエクスポージャーを積み増す好機となるだろう。

投資家がテクノロジー株を保有することによる「後悔に対する恐れ」を抑える対策として、リスクを軽減する方法を取り入れることができる。また、保有しているテクノロジー株以外への分散を検討している投資家には、低炭素社会への移行やヘルステック、海洋経済といった成長テーマ関連株や、相対バリュエーションが数十年ぶりの低水準に近づいている中小型株が有望と考える。

国別では、今月、英国の株式をオーバーウェイトに引き上げる。世界の製造業の見通しが改善しつつあることから、我々は原油や産業用金属に強気だ。英国経済の回復に加え、コモディティ関連企業や銀行の利益改善も牽引役となり、英国企業の増益率は、今年の4%から来年には7%に加速するものと予想する。国内消費の見通しも、底堅い労働市場や沈静化しつつあるインフレを背景に、改善が見込まれる。イングランド銀行(英中銀)が利下げに踏み切れば、これも株式のバリュエーションの回復につながるだろう(現在、FTSE100種総合株価指数の予想株価収益率(PER)は11倍と、長期平均の12.8倍を下回っている)。

米ドルは、FRBの利下げ時期の後退により、当面は下支えされると予想する。

通貨:FRBの利下げ開始時期が9月以降にずれ込む公算が大きいと、米ドルは今後しばらく堅調に下支えされると予想する。だが、FRBよりも先に欧州中央銀行(ECB)やイングランド銀行が金融緩和に舵を切ると予想される。ECBは6月、イングランド銀行は8月にそれぞれ利下げを開始する可能性が高い。目先、ユーロ/米ドルは一時的に1.05を割り込む場面もありうるが、中期的には、米国以外の経済成長が回復に向かうに伴い、米ドルは緩やかに下落に転じると予想する。ユーロ/米ドルは年末には1.09付近まで上昇するとみている。

豪ドルは引き続きオーバーウェイトとする。オーストラリア準備銀行は、先進国の中では最後に利下げを開始する中央銀行の1つと見込まれるからだ。豪ドル/米ドルは年末までに0.60台後半に達すると予想する。

スイス・フランは、今年3月にスイス国立銀行が利下げに転じて以来、下落基調が続いている。スイス・フランは下落トレンドの底打ちが近いとみられるが、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)や市場のリスクセンチメントの沈静化を踏まえ、引き続きアンダーウェイトとする。

コモディティ:コモディティの総合指数は今後6~12カ月間で10%程度のトータルリターンを上げると予想し、すべてのサブセクターがリターンに寄与するとみている。原油については、堅調な需要とOPECプラスの協調減産により供給不足が見込まれるため、強気の見方を維持する。ブレント原油価格は、予想期間において1バレル当たり85~95米ドルのレンジで推移するとみている。金(gold)の価格も年末までに一段高の余地があるとみており、12月末の価格は1オンス当たり2,500米ドルと予想する。原油と金をポートフォリオに組み入れることは有用であり、特に地政学リスクに対するヘッジ手段として期待できる。それ以外のコモディティについても、世界的な製造業の回復、金利低下の見通し、コモディティごとの供給制約状況などが、複合的に価格を押し上げると予想される。

オルタナティブ資産もポートフォリオに有用な役割を担う。

オルタナティブ投資:マクロ・ファンドなどのヘッジファンド戦略は、米国の株式と債券の相関性が高まる環境でも底堅く推移し、分散効果を発揮すると見込まれる(12カ月ローリングの相関係数が上昇した局面は、2000年以降で5%の期間にとどまる)。株式マーケット・ニュートラルやスペシャリスト・クレジット戦略は、企業間のバリュエーション格差の拡大などを利用してリターンを獲得を目指す。

また、プライベート・エクイティ(PE)を投資先の1つとしてポートフォリオに組み入れることも、長期的にみて有効な手段だと考える。PE投資の収益率は1993年以降、上場株式を上回って推移しており、今後もこのアウトパフォーマンスが続くと期待できるからだ(ケンブリッジ・アソシエイツのデータとMSCIオール・カントリー・ワールド指数を使用した、グローバルPEファンドとこれに相当するグローバル上場株式のファンド設定年別の内部収益率比較に基づく)。不確実性が高まる足元の環境下では、PE投資も地域、戦略、設定年数などを分散することが望ましい。

また、堅調な成長と物価上昇を想定したシナリオでは、プライベート市場のインフラストラクチャー資産投資がもたらす、インフレに連動したキャッシュフローも魅力を発揮するだろう。これには、再生可能エネルギー関連のサステナブル資産やインパクト資産も含まれる。インフラストラクチャー資産は分散効果も期待できる。ケンブリッジ・アソシエイツ・インフラストラクチャー指数のデータによると、2005~2022年における他の資産との相関係数は-0.2~+0.6で推移している。



Mark Haefele
最高投資責任者
Global Wealth Management

Message In Focus – トップ投資アイデア

テクノロジー株の下落局面を利用する	テクノロジー株の最近の下落局面は、同セクターおよびAI関連株の配分が低い投資家には、戦略的なエクスポージャーをとる好機となる。セクター内での投資対象を、AIなどディスラプション(創造的破壊)の恩恵を受ける銘柄と、「アジアのSuper8」などの主要企業に分散させて、バランスを図ることを勧める。株価下落リスクを抑制しつつ上値を目指す方法も効果的だと考える。
テクノロジー以外の投資機会を探る	テクノロジー・セクター以外では、「欧州のマグニフィセント・セブン(超大型7銘柄)」などの高クオリティ株、テクノロジー以外の成長テーマ関連株(低炭素社会への移行、ヘルステック、海洋経済など)、中小型株などへの投資を勧める。クオリティ株や一部の成長テーマ関連株は、底堅い利益成長を示すだろう。また、景気動向が予想以上に堅調なことから、数十年ぶりの割安水準にある中小型株の業績も後押しされるだろう。
流動性を管理する	米国の政策金利は「より高く、より長く」維持される可能性が高いが、永遠に続くわけではない。キャッシュのリターンは今後2年間で徐々に低下すると予想されるため、早めにキャッシュの保有を減らしておかないと、再投資リスクが発生する。投資家には、キャッシュやマネー・マーケット・ファンド(MMF)以外を活用し、定期預金や債券ラダーなどを組み合わせた流動性戦略を立て、今後5年間で見込まれる支出に充てることを勧める。
クオリティの高い債券に投資する	引き続き高クオリティ債を推奨する。ここ数カ月は、堅調な経済成長と高いインフレ率を背景に、債券利回りは高水準が続く。高クオリティ債への投資リターン見通しが改善している。魅力的な利回りを享受し、この先利回りが予想通りに低下した際には、キャピタルゲインも獲得できる。さらに、株式の下落リスクに備えたポートフォリオの分散も可能である。個別の債券投資に加え、分散したアクティブ債券運用を行えば、世界的な金利リスクや信用リスク、集中投資のリスクなどを軽減しつつ、債券投資から得られるリターンの可能性を最大限に実現できるだろう。
通貨とコモディティでインカムを獲得する	ここ数週間は複数の資産にわたりボラティリティが高まっているため、ボラティリティを活かしてインカムを増やす好機になっている。通貨では、利下げ時期が不透明なことから、米ドル、英ポンド、ユーロをベースにインカムを獲得する戦略が有効とみる。豪ドルも対米ドルで上昇する見通しである。コモディティでは、レンジ内での推移を利用した取引に投資妙味があり、特に金と原油が魅力的である。
バランスを図る	投資家は、複雑な金融環境に直面している。株式市場のピーク感から、過度にキャッシュを保有する動きがみられる。他方、特定セクターへの投資の集中により、ポートフォリオの偏りが大きくなるリスクも生じている。こうした状況下では、バランスを図ることが鍵となる。短期的な相場変動を乗り切りつつ、資産を長期的に成長させるためには、何よりもまず資産クラス、地域、そしてセクターの分散が必要である。
非伝統的投資で分散を図る	非伝統的(オルタナティブ)資産は長期ポートフォリオの重要な構成要素だと考える。オルタナティブ投資はリターン源泉の分散や、リターンの安定化に役立ち、現在のように株式と債券の相関性が高い局面では、特にメリットが大きい。現在、投資妙味が高いのは、独自のリターン源泉を提供する戦略(クレジット・ヘッジファンド)、急成長企業への投資機会を提供する戦略(プライベート・エクイティ)、デジタル化や脱炭素化といった高成長が見込まれる長期トレンドに沿った戦略(プライベート・インフラストラクチャー投資、テーマ型プライベート・エクイティ・ファンド)などである。

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	2.4	1.4
カナダ	1.1	0.9	1.4
日本	1.9	0.8	1.2
ユーロ圏	0.5	0.6	1.2
英国	0.1	0.2	1.5
スイス	0.8	1.3	1.5
オーストラリア	2.1	1.6	2.2
中国	5.2	4.9	4.6
インド	7.6	7.0	6.8
新興国	4.5	4.3	4.4
世界	3.3	3.1	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	3.3	2.3
カナダ	3.9	2.5	2.1
日本	3.3	2.3	2.0
ユーロ圏	5.4	2.4	2.1
英国	7.3	2.4	2.0
スイス	2.1	1.4	1.2
オーストラリア	5.6	3.5	3.1
中国	0.2	0.4	1.4
インド	5.4	4.5	4.5
新興国	7.5	8.1	5.0
世界	6.2	5.8	3.8

出所:ブルームバーグ、UBS、2024年4月25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	5,072	5,200
ユーロ・ストックス50指数	4,990	4,900
FTSE100種総合株価指数	8,040	8,500
スイス株価指数	11,371	11,640
MSCIアジア指数(除く日本)	654	667
MSCI中国指数	57	58
東証株価指数	2,711	2,800
MSCI新興国指数	1,035	1,060
MSCI ACワールド指数	923	940
通貨		
ユーロ/米ドル	1.07	1.09
英ポンド/米ドル	1.25	1.30
米ドル/スイス・フラン	0.92	0.89
米ドル/カナダ・ドル	1.37	1.36
豪ドル/米ドル	0.65	0.68
ユーロ/スイス・フラン	0.98	0.97
ニュージーランド・ドル/米ドル	0.59	0.60
米ドル/円	155	148
米ドル/人民元	7.25	7.25

	現在	2024年12月
2年国債利回り(%)		
米国2年国債利回り	4.9	3.75
ユーロ建てドイツ2年国債利回り	3.0	2.00
英国2年国債利回り	4.4	3.50
スイス2年国債利回り	0.9	0.70
日本2年国債利回り	0.3	0.25
10年国債利回り(%)		
米国10年国債利回り	4.6	3.85
ユーロ建てドイツ10年国債利回り	2.6	2.25
英国10年国債利回り	4.3	3.50
スイス10年国債利回り	0.7	0.70
日本10年国債利回り	0.9	1.00
コモディティ		
ブレント原油(米ドル/バレル)	88	87
金(米ドル/オンス)	2,325	2,500

出所:ブルームバーグ、UBS、2024年4月25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