

UBS House View

Monthly Letter | 2024年6月20日 | Chief Investment Office GWM, Investment Research

米国大統領選挙に備える

米国の大統領選挙でポラリティが拡大する可能性が高いため、投資家はリスクを適切に管理する必要がある。

金利低下に備える

世界的な利下げサイクルは年後半に本格化するだろう。それに備えて、余剰キャッシュを高くオトリティ債に投資することを勧める。

AIへの投資機会を捉える

AIは今後も株式市場のリターンの主な牽引役になりそうだ。我々は、AIバリューチェーンのイネープリング層と、垂直統合型メガキャップに投資機会を見出している。

資産配分

債券のオーバーウェイトを継続する。株式では、テクノロジー・セクターとクオリティ・グロース株を選好する。また、金とスイス・フランをオーバーウェイトに引き上げる。



Mark Haefele

Chief Investment Officer
Global Wealth Management

決断の時

2024年の後半は、米連邦準備理事会(FRB)、米国の有権者、そして投資家にとって、決断の時となる。

いくつかの重要イベントが投資環境に大きな影響を与えるだろう。米国の有権者は次の大統領を選び、人工知能(AI)は急速に進歩を続け、FRBは利下げを開始すると予想される。

投資家にとって重要なのは、これらのイベントが2025年に与える影響だ。2024年の利下げは政策金利のその後の更なる低下の始まりに過ぎないのか、AI投資の急拡大はそれを正当化できるほどの成果をもたらすことができるのか、そして次期米国大統領の政策が経済と市場にどのような影響をもたらすのか、ということである。

株式、債券、オルタナティブ(代替)資産を中心に、長期的なコアとなる配分を維持することが、この不透明な状況を乗り切る手段となるだろう。一方で、今後数カ月の短期の投資機会を捉えるために、投資判断を下すこともできる。

我々は、余剰キャッシュで高くオトリティ債に投資して金利の低下に備え、戦略的(長期的)なポジションとしてAI関連などのクオリティ・グロース株(高くオトリティの成長株)に投資するとともに、米国株式や金(gold)などへの戦術的(短期的)な投資機会を検討することで、米国の大統領選挙に伴うリスクをヘッジすることを勧める。

資産配分では、債券への強気姿勢を維持する。市場の関心が、FRBによる最初の利下げタイミングから金利の下げ幅に移り、債券利回りが低下すると予想する。分散型の債券投資戦略はプラスのリターンを予想する。株式では、テクノロジー・セクターを引き続き推奨する。AIへの投資比率が高く、利益の急成長が続くと見込まれるからだ。通貨では、スイス・フランをオーバーウェイトに引き上げる。スイス国立銀行のさらなる金融緩和の可能性は限定的だと考えるからだ。金もオーバーウェイトに引き上げる。

本稿はUBS AGが作成した“Monthly Letter: Decision time”(2024年6月20日付)を翻訳・編集した日本語版として2024年6月28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。



2024年の後半は、転換とボラティリティ(相場の変動)の期間になると言えるだろう。投資家は引き続き強い警戒を保ち、臨機応変に対応できる態勢を整え、変化する投資環境を乗り切るために長期・短期の両方の視点から投資戦略を検討する必要がある。経済、政治、中央銀行、そしてテクノロジーが、動きの大きい相場環境を生み出した。これは、リスクであると同時にチャンスでもある。

米国大統領選挙に備える

投資家は、米国の大統領選挙前後の市場のボラティリティ上昇に備えておく必要がある。

米国大統領選挙が近づくとともに、市場のボラティリティは上昇する可能性がある。VIX先物曲線は、大統領選挙日近辺に米国株式のボラティリティが上昇することを既に示唆している。

世論調査分析サイト「538」(FiveThirtyEight)による全米世論調査では、共和党のトランプ前大統領が民主党のバイデン大統領を40.8%対40.2%と僅差でリードしている(6月18日現在)。理論的には、現時点で投票先をまだ決めていない有権者も多く、その動向が選挙結果を左右する可能性が高い。しかし現段階では、全米世論調査よりも激戦州での調査の方が有用かもしれない。

我々は、大統領選ではトランプ氏が勝利し、共和党が上下両院を制する「レッド・スウィープ」となる確率を45%、バイデン氏が勝利するが「ねじれ議会」(上院共和党/下院民主党)となる確率を40%、バイデン氏が勝利し、民主党が上下両院を制する「ブルー・スウィープ」となる確率を10%、トランプ氏が勝利するが、「ねじれ議会」(上院共和党/下院民主党)となる確率を5%とみている(各シナリオの詳細は巻末の「米国選挙シナリオ」を参照)。

だが現段階で重要なのは、選挙結果の行方がいまだに不透明で、どのシナリオが実現する可能性が高いかわからないという点である。

投資家にとって何を意味するのか？

ポートフォリオの構築は政治と無関係な行為としてとらえるのが最善と考える。

投票は投票所で行うのであって、ポートフォリオを携えて行うのではない。とりわけ、投資家は、政治的な不安を理由に投資判断を先延ばしすることで、長期的な投資目標達成につながる投資機会を逃すことは避けたい。政治的な信条が客観的な判断をゆがめる可能性にも留意すべきである。

実際に、人の政党支持が、経済的な将来の楽観度合いに直接影響するという考えを裏付ける学術研究もある¹。政権政党を支持する投資家は、金融資産を割安とみなし、株式への配分を増やす傾向が高い²。反対に、選挙結果に不満を覚えている投資家は、リスクオフの姿勢をとることが多い。こうした先入観が、リターンに深刻な影響を及ぼす可能性がある。

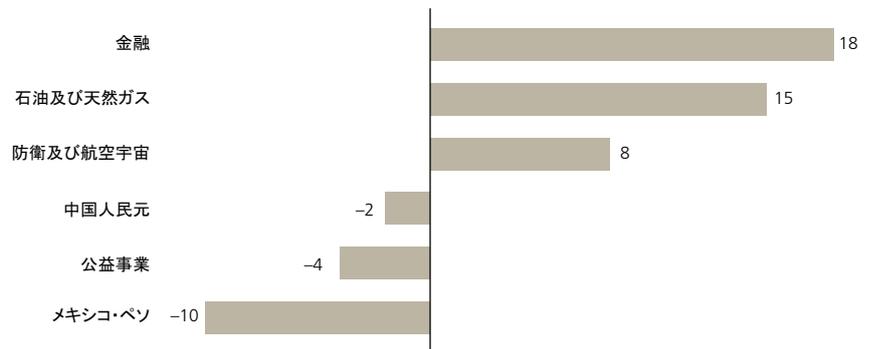
¹ Maarten Meeuwis and Jonathan Parker et al., "Belief Disagreement and Portfolio Choice," National Bureau of Economic Research, Working Paper 2510, September 2019; Yosef Bonaparte and Alok Kumar et al., "Political Climate, Optimism, and Investment Decisions," University of Miami, February 26, 2012; Marian Moszoro, "The Party Politics of Stock Market Investing," George Mason University, March 25, 2019; and Harrison Hong and Leonard Kostovetsky, "Red and Blue Investing," Princeton University, March 2010.

² Bonaparte, Kumar et al., "Political Climate, Optimism, and Investment Decisions."

しかし、ポートフォリオの構築は政治的な行為として捉えるべきではないとはいえ、米大統領選挙は市場と政策に影響を与えると予想される。トランプ氏が勝利した2016年の選挙では、資産クラスやセクター間でパフォーマンスの格差が生じた。今回の選挙で影響を受ける資産は異なるかもしれないが、ボラティリティは上昇するとみている。投資家には、保有資産への潜在的なリスクを考慮し、それらを適切に管理することを勧める。

図表1

2016年の大統領選挙は資産やセクターごとにパフォーマンスの格差を生み出した
2016年の米国大統領選挙1か月後の一部資産のパフォーマンス(%)



出所:ブルームバーグ、UBS (2024年6月現在)

「レッド・スウィープ」シナリオでは、関税は引き上げられ、規制は緩和される可能性がある。

株式セクター

株式では、投資家は米国の一般消費財と再生可能エネルギーの両セクターに関して、保有比率を管理することが望ましい。「レッド・スウィープ」シナリオが実現すると、悪影響を受ける恐れがあるからだ。財への出費が停滞するなど、すでにいくつかの課題に直面している一般消費財セクターは、大統領選後に貿易関税が課されると、さらなる圧力にさらされる可能性がある。一方、再生可能エネルギー・セクターは、AIへの需要に関する楽観論が最近高まって、力強いパフォーマンスを示しているが、「レッド・スウィープ」になると、政府の支援は低迷するリスクがある。これとは対照的に、米国の金融セクターは、現在「レッド・スウィープ」シナリオに基づく規制緩和の可能性を織り込んでいない。

防衛的な投資戦略

我々は、セクター全体において、トランプ氏またはバイデン氏の勝利によって影響を受けそうな一連の銘柄を確認した。選挙結果の影響で起こり得る市場のボラティリティを適切に管理するために、投資家は個別銘柄やエネルギー、資本財、金融などの景気敏感セクターのリスクをヘッジする戦略をとることができる。

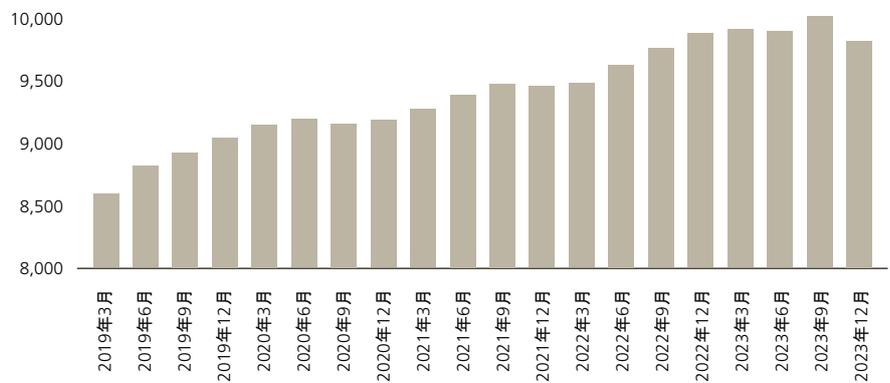
金はポートフォリオ内で分散投資とリスクヘッジのための資産としての魅力を維持している。

金(gold)

金は、とりわけ欧州と米国の選挙が近づいている時期において、分散効果を発揮する資産として魅力的だ。地政学的な二極化、高いインフレ率、米国の財政赤字、FRBの独立性に対する懸念は、すべて金価格の押し上げ材料である。以上から、金価格は年末までに1オンス当たり2,600米ドルまで上昇し、2025年半ばまでに2,700米ドルへ到達すると予想する。金利低下も金への投資需要を押し上げられると思われる。さらに、各国中央銀行も金の購入を継続すると予想される。特に、新興国は外貨準備資産を積極的に分散化している模様である。

図表2

ここ数年、新興国の中央銀行による金の購入は増加
新興国と先進国の金準備高の推移 (単位:トン)



出所: ワールドゴールドカウンシル、国際通貨基金(IMF)、世界銀行、UBS (2024年6月現在)

各国の中央銀行は金の購入量を増やしている。

ワールドゴールドカウンシルが国際通貨基金(IMF)の国際金融統計部門から集めたデータによると、発展途上国の外貨準備資産に占める金の割合は、平均して先進国の中央銀行のおよそ半分である。さらに、ワールドゴールドカウンシルが各国中央銀行の金準備高に関して行った最新の調査では、中央銀行の29%が今後12カ月間で金準備高を増やす意向を示していることが明らかになった。これは、2018年に本調査を実施し始めて以来、最も高い水準である。例えば、ポーランド国立銀行(中央銀行)は、2025年末までに金準備高の割合を現在の13%から20%へ増加させる計画だ。

欧州の選挙

フランス

フランスのマクロン大統領は、欧州議会選挙での与党連合の大敗を受けて、下院議会の解散総選挙を実施すると発表した。ルペン氏らが率いる極右政党「国民連合(RN)」が、財政拡張政策を掲げて勝利する可能性が警戒され、フランスの金融市場は動揺している。総選挙の発表以降、フランス10年国債のドイツ10年国債に対するスプレッド(上乗せ金利)は、1週間の拡大幅としては最大の29ベースポイント(bp)拡大して77bpとなり、フランスの代表的な株価指数であるCAC40指数は6%下落した。

直近の世論調査からは、マクロン大統領率いる中道の与党が大量に議席を失い、RNが躍進する展開が示唆されている。だが、単独過半数を獲得する政党はないと予想されており、政治の混迷を招く可能性がある。

選挙結果については様々なシナリオが想定されるが、結果がどうであれ、フランスの財政は今後も厳しい状況が続く見通しだ。選挙による投資へのインプリケーションを以下にまとめた。

債券: 目先では、政治関連のニュースが引き続きフランスの国債、特に中長期債の利回りに影響を与えるだろう。フランスの長期債の見通しは悪化しており、格付け引き下げの可能性もある。フランスの債券については、国債よりもボラティリティ(変動率)の低い社債を愛好する。特に、国内政治の影響を比較的受けにくく、魅力的な利回りを提供している、多国籍企業の投資適格債の一部に投資妙味があるとみている。

株式: CAC40指数の直近の下落で、政治リスクは一定程度織り込まれたと考えられるが、不確実性がさらに深まれば、リスク選好度に引き続き影響を与えるだろう。政策の転換にとりわけ影響されやすいのは、金融株、公益事業株、インフラ株などである。こうした状況下では、リスクを管理する戦略をとるほかに、英国など過小評価されている地域の投資機会を探ることを勧める。

通貨: 政治の不透明感はユーロも押し下げている。先行き不安が長引けば、ユーロ/米ドルは1.05を試す局面もありうる。とは言え我々は、選挙後にフランスの欧州連合(EU)との関係が劇的に変化するとは考えていない。選挙後もマクロン大統領は欧州全体、および外交や国防に関する憲法上の権限を維持するとみられる。

英国

英国は7月4日に議会下院の総選挙を予定している。直近の世論調査によれば、中道左派の最大野党の労働党が政権を握る公算が大きい。それよりも可能性は低いが、労働党主導の連立政権誕生というシナリオもある。

だが、主要政党間の経済政策の違いが小さいため、選挙結果の如何にかかわらず、英国の金融市場は比較的安定を維持すると予想される。英国株式、特にFTSE100種総合株価指数の構成企業は、売上高の大半が海外市場からであるため、国内政治の変化による業績への影響が比較的少ない。FTSE100の予想株価収益率(PER)は足元で11.3倍と、長期平均の12.8倍を下回っている。我々は英国企業の増益率について、今年4%、2025年には7%に回復すると見込んでおり、引き続き英国株式を推奨する。

債券については、イングランド銀行(中央銀行)が8月に利下げを開始すると予想されており、これが国債の利回り低下と価格の下支えにつながるだろう。安定的な政権が誕生すれば、英ポンドのリスク・プレミアムは低下する可能性がある。歴史的に見ると、直近5回の総選挙では、選挙後の3カ月間で英ポンドは平均2.3%上昇している。

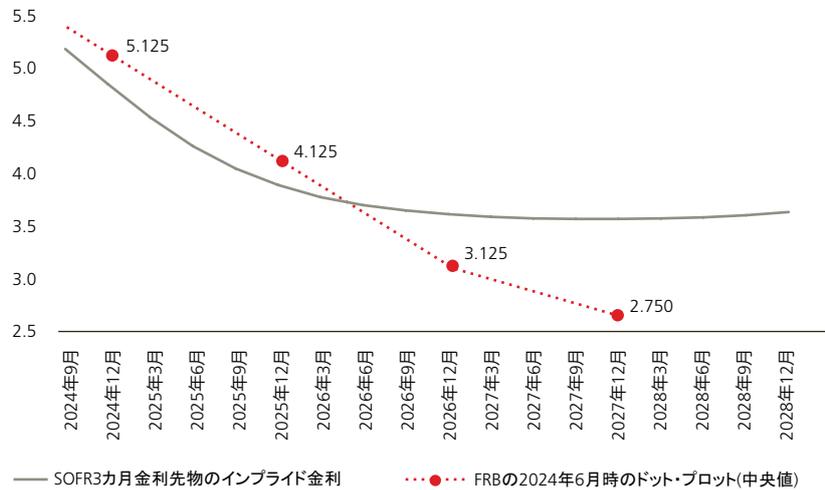
世界の利下げサイクルは年後半に本格化する見通し。

利下げに備える

世界は利下げ局面に入った。スイス国立銀行が3月に先陣を切って利下げを開始し、6月に追加利下げを行った。スウェーデンのリクスバンク、カナダ銀行、欧州中央銀行(ECB)も相次いで利下げに踏み切った。イングランド銀行も8月に利下げサイクルに加わると予想される。我々の基本シナリオでは、FRBも年内に25bpの利下げを2回実施すると想定している。米国の5月の雇用統計は予想を上回る内容となったが、インフレ率、消費者信頼感、求人件数、製造業景況感、クレジットカード支出額、住宅関連指標など、その他のデータは経済活動の鈍化を示唆している。こうした弱いデータは、FRBが9月に利下げに踏み切るのに十分な根拠になると考える。

図表3

市場が織り込んでいる長期金利の水準はFRBの見通しよりもはるかに高い
SOFR3カ月金利先物のインプライド金利(予想金利) 対 FRBのドット・プロットによる金利見通し(中央値、%)



出所: ブルームバーグ、UBS(2024年6月現在)

FRBの利下げ開始時期に市場の注目が集まっているが、利下げ回数については過小評価されていると我々はみている。市場は、利下げ終了時の金利水準を4%前後とし、その後概ね安定的に推移すると予想している(3年、5年、10年先の担保付翌日物調達金利(SOFR)先物の平均に基づく)。だが、最新のFRB参加者の見通しによると、政策金利であるフェデラルファンド(FF)金利の長期見通しはおよそ2.8%と、市場予想を大幅に下回っている。

市場は過去2年半の高インフレ・高金利環境を意識し過ぎていると考える。様々な経済指標の足元での軟化は、現在の金利水準が景気を押し下げていることの現れである。これは、FRBが物価安定と最大雇用の2つの責務を達成するためには、政策金利が今後長期にわたって低下する必要があることを意味する。

経済成長率、物価、そして金利がいずれも大幅に低かったパンデミック前の水準に完全に回帰するかどうかは、現段階ではまだ不透明だ。しかし、FRBが利下げを開始し、経済成長率とインフレ率の減速が今年後半も継続すれば、市場の注目は、徐々に利下げサイクルの終着点へと移り、長期金利水準の低下を織り込み始めると考える。

投資家にとって何を意味するのか？

今後金利が低下する見通しであることから、投資家には魅力的な利回りを確定することを勧める。

第1に、中央銀行の利下げにより、現在のキャッシュに対するリターンが長期的に期待できなくなる。よって、キャッシュやマネー・マーケット・ファンド(MMF)、あるいは満期が近い定期預金を保有している投資家には、他の流動性資産への投資を検討することを勧める。残存期間の異なる債券に均等に投資する「債券ラダー戦略」は、今後数年にわたり魅力的な利回りを確保する有効な手段となるだろう。

第2に、キャッシュの投資先として、クオリティの高い社債と国債が魅力的だ。米国10年国債の利回りは、年末には3.85%、2025年3月末には3.5%に低下すると見込まれる。我々は満期が10年までの中期債を選好する。米国の高水準の債務負担と拡張的な財政政策により、長期債にはリスクが生じる可能性があるからだ。

最後に、金利が低下し、経済成長率も良好に推移する環境は、分散型の債券投資戦略を下支えすると考える。高クオリティ債券を中心とするコア部分を、高利回り債券(新興国債券など)のサテライトで補完することで、ポートフォリオ全体の利回りの向上が期待できる。ただし、スプレッドが比較的タイトな状況にあり、銘柄固有のリスクも存在するため、銘柄選定と分散が重要となる。

AIへの投資機会を捉える

AIの潜在力に対する確信の高まりが、株式相場上昇の主な牽引要因となっている。ChatGPTが公開された2022年11月以降の世界の株式市場のトータルリターンのうち、64%は巨大テクノロジー銘柄によるものだ。6月には米AI半導体大手が時価総額で世界最大の上場企業となった。ファクトセットのデータによると、S&P500種構成企業のうち4割もの企業が、2024年1-3月期(第1四半期)決算説明会で「AI」に言及している。我々は、AIが期待を裏切ることなく急成長を続けるのか理解するために、バリューチェーンを次の3つの層に分けて考える。

1. イネーブリング層: 半導体、クラウド、データセンター、およびAIサーバーへの電力供給や関連技術
2. インテリジェンス層: 大規模言語モデル(LLM)
3. アプリケーション層: コパイロット(AI業務支援ツール)やコーディング・アシスタントのような特定の用途向けのAIサービス

現在、イネーブリング層に巨額の投資が行われている。市場は、巨大テクノロジー企業4社による2024年の設備投資合計額が、前年比35%増の2,000億米ドルに達すると予想している。一方、アプリケーション層における収益化はこれまでのところ限定的だ。潜在力は極めて高いが、イネーブリング層での巨額の設備投資がいずれ正当化されるには、アプリケーション層におけるAIの活用が、広告、顧客サービス、パーソナル・アシスタント、コーディング・アシスタント、研究開発、サイバーセキュリティなどの分野で急拡大する必要がある。

今後については、AIへの堅調な設備投資がさらに継続し、イネープリング層を構成する企業の力強い利益成長を牽引するだろう。ただし、技術革新によって企業間の競争の状況が変化したり、技術的進歩の勢いが失われたり、アプリケーション層の収益化が軌道に乗らなかつたりした場合の過剰生産能力への懸念など、リスクを注視する必要がある。

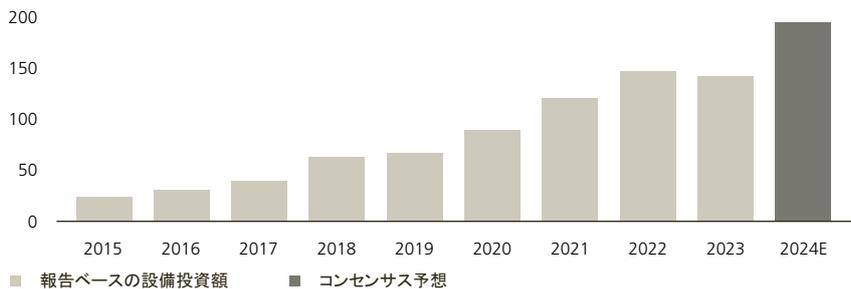
図表4

テクノロジー企業による設備投資が急増 - AIの「イネープリング層」に流入している

巨大テクノロジー企業4社の2015年~2023年における報告ベースの設備投資合計額

単位: 10億米ドル

(2024年についてはファクトセットが集計したコンセンサス予想に基づく)



出所: ファクトセット、UBS、2024年6月現在

投資家にとって何を意味するのか？

第1に、投資家はAIに対して十分に投資しているか確認する必要がある。多くの投資家はこの数カ月間でAIに対して少なくともある程度のポジションを構築している。だが、AI業界の急速な成長に鑑みると、投資家のAI関連銘柄に対する資産配分は全体的に不十分なままだ。一部の巨大AI関連企業の時価総額は非常に大きいため、投資家はこれらの企業に対し、企業レベルよりも特定の国の株式市場への配分に近い比率を割り当てることも検討することができる。

第2に、イネープリング層への配分を高めることを勧める。イネープリング層における過剰生産能力への懸念がボラティリティ(相場の変動)を引き起こすリスクはあるものの、我々は同セグメントが現在、魅力的で明確な利益成長特性、競争優位性、再投資を行う能力といった最良の組み合わせを提供しているとみている。特に、データセンターとエッジデバイスにおけるAIインフラストラクチャーへの投資を牽引している半導体企業を選好する。

第3に、AIの成長ストーリーの中核を担っているのは超大型株であることに注目する。AIブームはこれまで大手テクノロジー企業に大きな恩恵をもたらしてきたが、これは新しいAI投資の特徴であり、一過性のものではない。AI市場は、バリューチェーンに沿って垂直統合を遂げた半導体製造企業と独占的な巨大企業により、市場が寡占状態になると予想される。そのため我々は、半導体企業とともに、クラウドコンピューティングや生成AIモデル等をカバーする技術スタック(ソフトウェア構築ツール等の組み合わせ)を提供する体制を構築した寡占企業も選好する。

最後に、投資対象は米国の企業だけではないことを忘れてはならない。中国の大手テクノロジー企業のバリュエーションは依然として、ChatGPTがサービスを開始する前と同等の水準にある。しかも中国の大手テクノロジー企業はAIに巨額の投資を行っている。我々は中国が最終的に、その他の多くの国・地域と異なるAIエコシステムを構築し、やがて大きな収益を生む機会につながると考える。

年後半の変動を切り抜けるには、複数の方法が考えられる。

引き続き債券を推奨する。

株式では、テクノロジー株とクオリティ・グロース株に注目する。

投資アイデア

年後半を迎えるにあたり、投資家には様々な決断が求められる。そして、この段階で行う決断は、AIの進化や金利の変化、そして米国の選挙がもたらす環境を切り抜ける上で、極めて重要となる。

我々は、投資対象が債券、株式、オルタナティブ(代替)資産に分散された、バランス型のアプローチを勧める。これにより、目先の不確実性を切り抜けると同時に、長期の投資目標に沿ったポジションも構築できる。

豊富な情報と柔軟な対応力があれば、投資家は自信をもって年後半を乗り切り、今後数カ月に向けてリスク・リターンの良好なポートフォリオを構築することができるだろう。

債券: 経済成長率とインフレ率が低下し、中央銀行が利下げを開始するに伴い、債券の投資妙味は高まると考える。よって、債券の投資判断を推奨に据え置く。市場が織り込む利下げ幅が拡大することで債券価格の上昇が見込まれるため、投資家には、手元のキャッシュやMMFをクオリティの高い社債や国債に投資することを勧める。特に満期10年以下の中期債を選好する。米国の高水準の債務負担と拡張的な財政政策が懸念され、長期債にはリスクが生じると考えられるからだ。基本シナリオでは、米国10年国債の利回りは、本稿執筆時点の約4.2%から、年末には3.85%まで低下すると想定している。

今後数カ月は、分散型の債券投資戦略も良好なパフォーマンスを示すと予想する。高クオリティ債券中心のコア部分を高利回り債券(新興国債券など)のサテライトで補完するアプローチも検討できる。

株式: 経済成長率と企業業績の安定した伸び、金利低下の見通し、AI投資の拡大等により、株式は今後も下支えされるだろう。我々は、S&P500種構成企業の今年の増益率を11%と予想し、同指数の12月末の水準を5,500ポイント前後と見込んでいる。

セクター別では、引き続きテクノロジーを選好する。我々は、AIが今後数年にわたり株式市場のリターンの主な牽引役になるとみている。投資家にとって重要なのは、AIへの十分な投資を長期間維持することだろう。現時点で最も投資妙味が高いセグメントは、AIバリューチェーンのイネープリング層(AI技術への投資拡大が追い風となるイネープリング技術分野)と、バリューチェーンに沿って競争優位性を維持している、米国と中国の垂直統合型メガキャップ(超大型株)だとみている。

テクノロジー株に限らず、株式投資全般においてクオリティ・グロース株(高クオリティの成長株)を推奨する。最近の増益率を牽引しているのは、競争優位性を維持し、構造的な成長要因により長期的な成長と利益の再投資を実現している企業を中心である。この趨勢は今後も続くと予想され、クオリティ・グロース株への配分比率が高い投資家がこうした恩恵を享受すると考える。投資機会は、高クオリティで持続性のあるリターンを創出できる銘柄(グローバル・クオリティ・ウェルス・コンパウンダー)、「欧州版マグニフィセント・セブン」、アジアのベンチマークにおける主力銘柄の一部、世界のクリーンエネルギー移行を支援する製品やサービスを提供する企業、海洋汚染や水不足問題の軽減に取り組む企業など、幅広い分野に存在する。

金利が低下する環境下では、ユーロ圏の中小型株、ユーロ圏の消費財セクター、米国住宅関連銘柄の一部、英国市場など、金利への感応度が高いセクターのポジション構築を勧める。

通貨では、スイス・フランを推奨に引き上げる。

金は中央銀行の積極的な購入や投資需要の改善などが追い風になる。

分散されたポートフォリオにオルタナティブ投資を組み入れることを勧める。

通貨: 目先、米ドルは買われやすい状況が続くと見られるが、米国で利下げが始まり、さらに米国の財政赤字懸念が高まるに伴い、米ドルは中期的に下落に転じると予想する。よって、引き続き、米ドル以外の他の通貨への分散を勧める。スイス・フランの投資判断は中立から推奨に引き上げる。スイス国立銀行は今回のサイクルで既に2回の利下げを行っており、ここからの金融緩和はごく緩やかなペースにとどまると見られるからだ。さらに、スイス・フランは安全通貨として認知されており、欧州、米国その他で政治的な不確実性が高まる中で、ポートフォリオに安定性を提供する。

豪ドルは、国内経済の成長鈍化が見込まれるため、推奨から中立に引き下げる。オーストラリア準備銀行(中央銀行)の労働市場と経済成長に関するコメントは弱気になっているが、同時に「予想外のインフレ率上昇に対して警戒する」とも言明している。よって、豪ドルは当面レンジ内での推移が続くとみている。

コモディティ: コモディティ指数の向こう12カ月間のトータルリターンは10%台前半を予想している。また、個別コモディティにも幅広く投資機会があるとみている。我々は金を中立から推奨に引き上げる。中央銀行の積極的な金購入や投資需要の改善などが追い風になり、金価格は、足元の1オンス当たり2,330米ドルから、年末時点で2,600米ドル、2025年6月末には2,700米ドルまで上昇すると見込む。米国の選挙を前に、金は、地政学的な分断、悪化する米国の財政赤字、長引く高インフレなどへの懸念に対する効果的なヘッジ手段になると考える。また、銀の価格も、再生可能エネルギーや電子部品など産業用の需要の増加により、年末までに1オンス当たり36米ドルまで上昇すると見ている。

安定した需要とOPECプラスの協調減産により、ブレント原油価格は年末には1バレル当たり87米ドルに達する見通しである(本稿執筆時点では同85米ドル)。銅も供給不足が続くとみており、年末時点の価格は1メトリックトン当たり11,500米ドルを予想する(現在の価格は同9,786米ドル)。

オルタナティブ投資: 十分に分散された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で、金利やテクノロジー、あるいは政治的な要因により変化する相場環境を切り抜ける手段が得られる。期待金利が変化する局面では、株式と債券の相関が一時的に高まる可能性があるため、伝統的資産との相関が低いヘッジファンドは、ポートフォリオのボラティリティ軽減に役立つだろう。また、プライベート・エクイティは、未上場のAI関連企業など、成長企業への投資機会を提供する。ただし、オルタナティブ資産には、低流動性や透明性の欠如といった固有のリスクが伴うことにも留意する必要がある。



Mark Haefele
最高投資責任者
Global Wealth Management

Message In Focus – トップ投資アイデア

利下げに備える	<p>経済成長率とインフレ率が減速し、中央銀行が利下げを開始するに伴い、債券市場には大きな投資機会があるとみている。キャッシュやMMFを保有している投資家は、クオリティの高い社債や国債に投資することを勧める。市場の織り込む金利の下げ幅が拡大するにつれ、債券価格の上昇が見込まれるからだ。また、今後数カ月は、幅広く分散された債券投資戦略も良好なパフォーマンスが期待できる。</p>
通貨とコモディティの投資機会を利用する	<p>通貨やコモディティへの投資により、ポートフォリオのリターンを向上させ、分散させる様々な機会が得られる。第1に、目先、米ドルは買われやすい状況が続くと見られるが、米国で利下げが始まり、さらに財政赤字拡大懸念が高まるに伴い、米ドルは年後半に下落へ転じると予想する。よって、米ドルが上昇した局面では他通貨への分散を勧める。第2に、スイス国立銀行はここからさらに利下げを積極的に進める可能性が低いいため、スイス・フランは上昇すると予想する。最後に、原油、銅、金、銀など幅広いコモディティにも投資妙味があるとみている。</p>
AIへの投資機会を捉える	<p>AI市場の潜在力は極めて大きい。我々はAIが今後数年にわたり株式市場のリターンの主な牽引役になるとみている。投資家にとって重要なのは、AIへの十分な投資を長期間維持することだろう。現時点で最も投資妙味が高いセグメントは、AIバリューチェーンのイネープリング層（AI技術への投資拡大が追い風となるイネープリング技術分野）と、バリューチェーンに沿って競争優位性を維持している、米国と中国の垂直統合型メガキャップ(超大型株)だとみている。</p>
クオリティ・グロース株に投資する	<p>株式全般においてクオリティ・グロース株(高クオリティの成長株)への投資を推奨する。最近の増益率を牽引しているのは、競争優位性を維持し、構造的な成長要因により長期的な成長と利益の再投資を実現している企業を中心である。この趨勢は今後も続くともっており、投資家にはこの恩恵を享受するために、クオリティ・グロース株への配分比率を高めることを勧める。</p>
米国の選挙に備える	<p>米国の選挙はボラティリティ上昇の引き金となる可能性が高いため、投資家には状況に合わせてリスクを管理することを勧める。株式では、「レッド・スウィープ(共和党圧勝)」のシナリオが実現した場合、米国の一般消費財や再生可能エネルギー・セクターが悪影響を受けるだろう。一方、このシナリオ下では、金融セクターに上振れ余地が見込まれる。また、景気敏感株やセクターのリスクをヘッジする戦略も検討することを勧める。さらに金も、地政学的な分断や根強いインフレ、悪化する財政赤字などの懸念に対する効果的なヘッジとして機能するだろう。</p>
非伝統的投資で分散を図る	<p>十分に分散された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で、金利やテクノロジー、あるいは政治的な要因により変化する環境を切り抜ける手段が得られる。期待金利が変化する局面では、株式と債券の相関が一時的に高まる可能性があるため、伝統的資産との相関が低いヘッジファンドはポートフォリオのボラティリティ軽減に役立つだろう。また、プライベート・エクイティは、未上場のAI関連企業など、成長企業に投資する機会を提供する。</p>

米国選挙シナリオ

	ブルー・スイープ (民主党圧勝)	バイデン／上院共和党／ 下院民主党	レッド・スイープ (共和党圧勝)	トランプ／上院共和党／ 下院民主党
マクロ経済への影響	経済全体への影響は第1期バイデン政権時よりも小さくなる見通し。高所得層には増税。経済成長には小幅マイナスの影響。デイスインフレ的な影響を受けてFRBの利下げ幅はやや拡大。	ブルー・スイープのシナリオよりも影響は小さい。高所得層への増税はあり得るが小幅。法人税の増税はないが、規制監督は強化される。経済成長、インフレ、FRBの政策については比較的中立。	減税の可能性があるため、経済全体への影響はプラスになる見通しだが、財政拡張と関税引き上げによりインフレ圧力が高まり、FRBの利下げ回数が減る。貿易摩擦は激化し、財政赤字は増加するとみられる。	経済全体への影響はプラスになる見通しだが、レッド・スイープのシナリオよりは影響が小さい。関税がインフレ圧力を高め、FRBによる積極的な利下げが困難になる。貿易摩擦は激化し、財政赤字は増加するとみられる。
金利と米ドルへの影響	短期ゾーン主導で金利は低下。インフレ率低下と成長鈍化およびFRBの利下げ幅拡大で、利回り曲線は正常化し、右肩上がりに戻る。米ドルはやや下落する。	FRBの金融政策への影響は中立的なため、米ドルと金利はレンジ内で推移。	レッド・スイープの見通しにより、緩和的な財政政策と債務水準の上昇が懸念され、長期金利が上昇する可能性がある。米ドルも当初上昇する可能性があるが、財政の逼迫に加え、すでに割高なため、影響は限定的とみられる。財政赤字の拡大も、米ドルの長期的な下落につながる。	FRBの利下げ幅縮小の見通しにより、金利と米ドルは当初小幅に上昇する。財政赤字の拡大と貿易摩擦により、米ドルはその後下落が見込まれるが、利下げは可能だ。
米国株式への影響	法人税増税と規制監督強化の可能性から、株式市場にはややマイナスの影響。	株式への影響は中立的または小幅にプラス。ほぼ現状維持となり、相場への影響は最小限にとどまる見通し。	規制緩和やM&A(合併・買収)の活発化、法人税減税への期待から、株式市場にはややプラス。ただし、関税引き上げやインフレ圧力の上昇は逆風となる。	株式市場への影響は中立的で、好悪まちまち。規制緩和やM&A活発化の可能性は下支え材料となるが、関税引き上げやインフレ圧力の上昇は逆風となる。

出所: UBS (2024年6月20日現在)

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	2.3	1.4
カナダ	1.1	0.9	1.4
日本	1.9	0.2	1.0
ユーロ圏	0.5	0.6	1.2
英国	0.1	0.7	1.5
スイス	0.8	1.3	1.5
オーストラリア	2.0	1.2	2.1
中国	5.2	4.9	4.6
インド	8.2	7.0	7.0
新興国	4.6	4.4	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	3.1	2.5
カナダ	3.9	2.5	2.1
日本	3.3	2.4	1.9
ユーロ圏	5.5	2.4	2.1
英国	7.4	2.5	2.0
スイス	2.1	1.2	1.0
オーストラリア	5.6	3.3	3.3
中国	0.2	0.4	1.4
インド	5.4	4.5	4.5
新興国	7.5	8.2	5.1
世界	6.2	5.8	3.9

出所:ブルームバーグ、UBS、2024年6月20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	5,487	5,500
ユーロ・ストックス50指数	4,885	5,200
FTSE100種総合株価指数	8,205	9,000
スイス株価指数	12,060	12,600
MSCIアジア指数(除く日本)	705	740
MSCI中国指数	60	69
東証株価指数	2,729	2,900
MSCI新興国指数	1095	1,150
MSCI ACワールド指数	976	1,000
通貨		
ユーロ/米ドル	1.07	1.09
英ポンド/米ドル	1.27	1.30
米ドル/スイス・フラン	0.88	0.85
米ドル/カナダ・ドル	1.37	1.38
豪ドル/米ドル	0.67	0.68
ユーロ/スイス・フラン	0.95	0.93
ニュージーランド・ドル/米ドル	0.61	0.60
米ドル/円	158	150*
米ドル/人民元	7.26	7.25

*2024年6月25日付で予想を「155」に引き上げ

出所:ブルームバーグ、UBS、2024年6月20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12月
2年国債利回り(%)		
米国2年国債利回り	4.71	3.75
ユーロ建てドイツ2年国債利回り	2.81	2.00
英国2年国債利回り	4.17	3.50
スイス2年国債利回り	0.91	0.70
日本2年国債利回り	0.28	0.40
10年国債利回り(%)		
米国10年国債利回り	4.22	3.85
ユーロ建てドイツ10年国債利回り	2.40	2.25
英国10年国債利回り	4.07	3.50
スイス10年国債利回り	0.67	0.70
日本10年国債利回り	0.92	1.10
コモディティ		
ブレント原油(米ドル/バレル)	85	87
金(米ドル/オンス)	2,330	2,600

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