

UBS House View

Monthly Letter | 2024年10月17日 | Chief Investment Office GWM, Investment Research

ノーランディング？

最近の米国の経済指標は、「ノーランディング(無着陸)」を示唆している。インフレ率が米連邦準備理事会(FRB)の目標に近づいている一方で、経済成長率が潜在成長率を上回るか、それと同等の水準を維持しているためだ。

米国大統領選挙は接戦

米国大統領選挙が間近に迫るなか、結果の予想が困難なほどの接戦が続いている。投資家には、選挙リスクをヘッジしつつ、投資の継続を勧める。

中国の財政刺激策

中国は財政刺激策の計画を発表したが、財政パッケージの規模はまだ不明である。債務デフレサイクルを打ち破るには、複数年にわたる刺激策を実施するという明確な確約が必要である。

資産配分

株式では米国およびグローバル株式をNeutral(中立)からAttractive(魅力的)に引き上げる。金もAttractiveを維持し、米ドルは引き続きUnattractive(魅力度が低い)とする。



Mark Haefele

Chief Investment Officer
Global Wealth Management

静止軌道？

米連邦準備理事会(FRB)は2022年、1980年代以来最速となる利上げサイクルを開始した。これは、米国経済が力強く成長し、40年ぶりの高水準に達したインフレ率に対処するための措置だった。

私はこの状況を大気圏外から帰還する宇宙船にたとえ、2つの可能性を示した。「ソフトランディング(軟着陸)」のシナリオでは、インフレ率が急速に低下する一方、経済成長率は潜在成長率をわずかに下回る。一方、「ハードランディング(硬着陸)」では、インフレ率が高止まりする一方、経済成長率が急速に鈍化して景気後退のリスクを帯びる。

FRBはソフトランディングを実現できるのか、それとも景気後退を引き起こすのかという議論が、それ以来投資家を悩ませている。しかし、最近の米国の経済指標は、我々に第3の「ノーランディング(無着陸)」シナリオの検討を促している。インフレ率がFRBの目標に近づいている一方で、経済成長率が潜在成長率を上回るか、それと同等の水準を維持しているからだ。

本レターでは、米国のインフレ率、労働市場、そして最近の国内総生産(GDP)の年次改定における上方修正とそのインプリケーションを再検討する。最も重要な点は、マクロ経済の見通し改善により、株式市場に対する我々のポジティブな見通しが強まっているということだ。米国の大統領選挙が迫る中で、この見方に対するリスクも検討する。次に、喫緊の課題に対処するために、大規模な景気刺激策に乗り出している中国を取り上げる。

米国経済見通しがより楽観に傾いたことから、我々は米国株式への投資判断をNeutral(中立)からAttractive(魅力的)へと引き上げ、2025年6月時点でのS&P 500種株価指数の予想値を6,300、同12月を6,600に設定した。グローバル株式

本稿はUBS AGが作成した“Monthly Letter: Geostationary Orbit?”(2024年10月17日付)を翻訳・編集した日本語版として2024年10月25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。



(MSCIオール・カンントリー・ワールド指数)の投資判断も、NeutralからAttractiveに引き上げる。債券では、投資適格債がAttractiveとする見方を維持する。金(gold)も引き続きAttractiveとし、米ドルは引き続きUnattractive(魅力度が低い)とする。

堅調な労働市場とGDP成長率の上方修正は、「ノーランディング」シナリオを示唆する。

米国経済:ノーランディング？

米国経済に何が起きているのか？

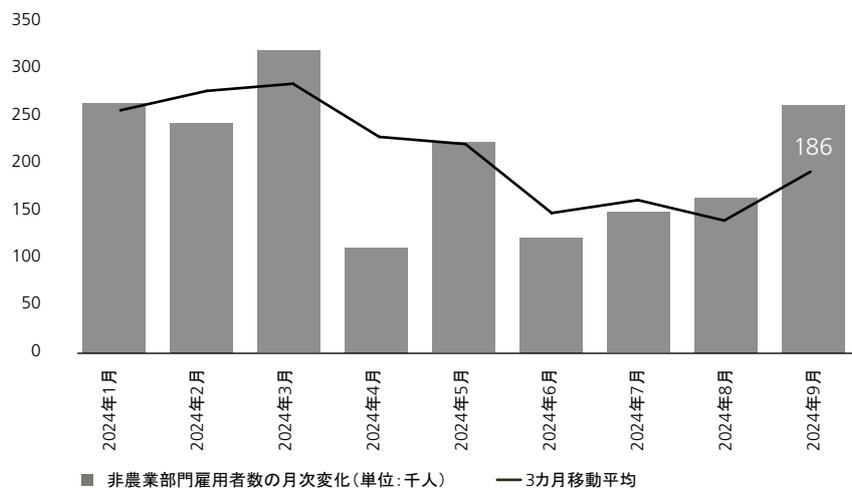
最近のマクロ経済データによると、米国経済は穏やかな成長(「ノーランディング」)シナリオに向かっている模様である。

第1に、労働市場は以前の想定よりも堅調である。9月の非農業部門雇用者数は25万4千人の増加と、コンセンサス予想の15万人を大幅に上回った。さらに、7、8月の数値も合計で7万2千人が上方修正された。その結果、この3カ月の雇用者数の伸びの平均は18万6千人に増加し、労働供給の伸びを十分に吸収する健全な水準となった。さらに、8月の雇用動態調査(JOLTS)における求人件数も増加し、労働力への健全な需要を示した。

第2に、米国経済は予想よりも好調だ。米商務省経済分析局による過去5年間の国民経済計算の年次改定値によると、2019年以降のGDP成長率は年平均2.5%になっている。所得の伸びは大幅に上方修正され、家計支出も所得水準と同様に上昇している(どちらも実質ベースで約3%の伸び率)。貯蓄率は4.8%で、パンデミック前の10年平均(6.2%)より低いものの、家計のバランスシートの強さを考えると持続可能に見える。失業率(4.05%)はFRBの長期予想(4.20%)を依然下回っている。

図表1

ここ数カ月の雇用者数の増加は、労働供給の増加を吸収するのに十分な水準にある
雇用統計(非農業部門雇用者数)の月次変化(3カ月移動平均、単位:千人)



出所:ブルームバーグ、UBS(2024年10月現在)

米国の中期的な潜在成長率は、FRBの長期予想である1.8%を上回る可能性がある。

第3に、米国のインフレ率は、依然として前月比のデータでノイズがあり不安定だ。9月の食品とエネルギーを除くコア消費者物価指数(CPI)は、住居費を除くサービスに牽引され、2カ月連続で前月比0.3%の上昇となった。しかし、米国の全体的なデysinフレ傾向は変わっていない。FRBがインフレ指標として重視する個人消費支出(PCE)物価指数の最新の数値は、年間インフレ率が2021年2月以来の最低水準に達したことを示した。

以上をまとめると、景気指標を見る限り、短期的な景気後退のリスクは限定的で、米国の景気拡大は持続可能であるようだ。また、米国の中期的な潜在成長率がFRBの長期予想である1.8%を大きく上回ることが示唆されており、堅調な経済成長の中でインフレ率が低下してFRBの目標に近づいた理由を説明している。

こうした状況はFRBにどのような影響を及ぼすか？

我々は年内にあと50bp、2025年にはさらに100bpの利下げの見通しを維持する。

我々は年内にあと50ベースポイント(bp)、2025年にはさらに100bpの利下げの見通しを維持する。

最近の労働市場のデータは予想を上回ったが、たった1度の良好な雇用統計だけでは、FRBが次の2回の政策決定会合で利下げを見送る十分な理由にはならないだろう。FRBが50bpの利下げで金融緩和を開始した理由の1つは、労働市場への懸念だった。したがって、最新のデータで一安心できたとは言え、FRBはペースを緩めるとしても、それでも金融緩和を実施したいと考えているだろう。同様に、9月のインフレ率が予想を上回ったため、この傾向が続けば、FRBは年内の残りの会合で一度利下げを見送る可能性が高まるが、利下げ停止の期間の延長には、より継続的な強いインフレデータが必要だろう。

さらに、フェデラルファンド(FF)金利(現在は下限が4.75%)は、FRBの推定中立金利(2.9%)を依然大きく上回っている。つまり、FRB当局者は政策金利がまだ引き締め水準にあるとみているようだ。最近の景気指標が好調とは言え、積極的な金融引き締め政策が適切だと示唆するほど強いわけではない。

来年以降の金利見通しは、経済動向、そして2%を超えるコアPCEインフレ率をFRBがどの程度容認するかによって決まってくるだろう。インフレ率は、FRBが自信を持って中立的なスタンスに動けるほど十分に低くなると我々は考えており、政策当局者は急いで利下げを行うことはないと思われる。2025年にはさらに100bpの利下げが行われ、FF金利は我々が中立金利と推定する3.25~3.50%まで低下するだろう。

「ノーランディング」シナリオは米国株式とグローバル株式にとって好材料だと考える。

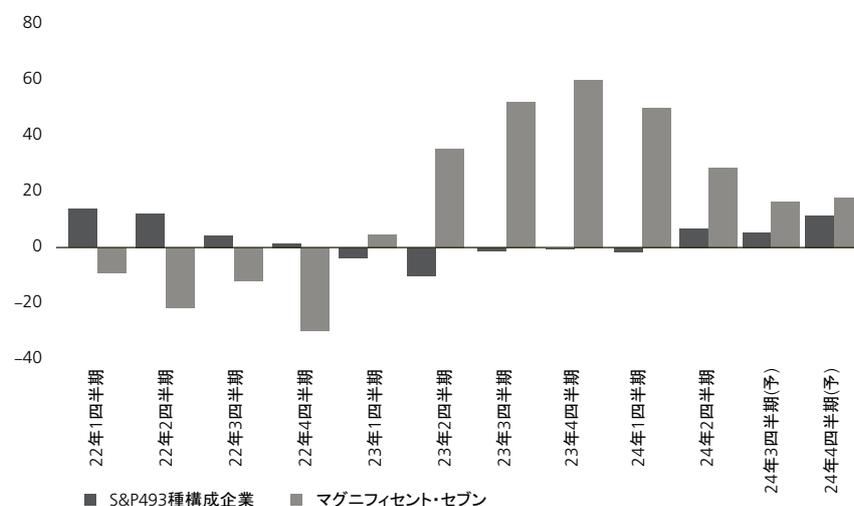
これは、投資家にとってどのような意味があるのか？

我々は、「ノーランディング」シナリオが米国株式とグローバル株式にとって好材料だと考える。景気がより堅調になるとともに、FRBが高過ぎる政策金利を長く維持するリスクが低下してきた。インフレ率が再加速するリスクはあるものの、長期の潜在成長率が事前予想より高くなる兆候もあり、インフレリスクもこれまでの予想より低いかもしれない。

図表2

テクノロジー分野や他の分野でも堅調な利益成長

マグニフィセント・セブン対その他のS&P500種構成企業の増益率(前年比、%)、一部コンセンサス予想を含む



出所:ブルームバーグ、ファクトセット(2024年10月現在)

米国の企業業績は引き続き好調だ。我々はS&P500種構成企業の1株当たり利益(EPS)成長率を2024年に11%、2025年に8%と予想しており、この予想はマクロ経済見通しの改善を反映している。米国株式では、我々は特に情報技術(IT)、金融、公益事業セクター、およびリショアリング(生産拠点の国内回帰)とインフラ関連の銘柄に注目している。我々は、2025年末時点でのS&P500種株価指数の予想値を6,600に設定している。これは現在の水準から13~14%のトータルリターンを意味する。

米国大統領選挙が間近に迫るなか、情勢は依然拮抗しており、勝敗を予測するのは難しい。

米国大統領選挙: 変動は高まるが、株式の堅調なファンダメンタルズは続く見通し

米国大統領選挙が間近に迫るなか、情勢は依然拮抗しており、勝敗を予測するのは難しい。両陣営とも、選挙結果を左右する主要接戦州のうち、明確にリードしている州は1つもない。

投資家は現時点でどう備えたらよいか？

まず重要なのは、ポートフォリオの管理を政治から切り離して行うことだ。投資家は選挙結果の予想に基づいてポートフォリオを大きく変えるべきではない。選挙については、我々がS&P500種株価指数の行方を左右し得ると考える、より重要な要因を踏まえて読み解く必要がある。

入念に練られたポートフォリオ管理計画であれば、接戦の選挙をめぐる市場のボラティリティ(変動)にも耐えることができるだろう。

ねじれ議会となった場合は、選挙戦で打ち出した政策が思うように実現できない可能性がある。

大統領選挙は、FRBの利下げ、堅調な米国経済、そして人工知能(AI)など長期的なトレンドの追い風が続く中で行われる。入念に練られたポートフォリオ管理計画であれば、接戦の選挙をめぐる市場のボラティリティにも耐えることができるだろう。「期待外れ」の選挙結果を受けて株式の配分を減らした場合、長期的には逆効果となる可能性が高い。

第2に、両大統領候補の政策綱領は大きく異なっているが、我々は各政策ごとに条件反射的または単純な株式市場の反応を想定することに対しては慎重だ。株式市場に対する潜在的なインプリケーションは、実際に実施される政策および想定される政策の順序を考え合わせて検討する必要がある。

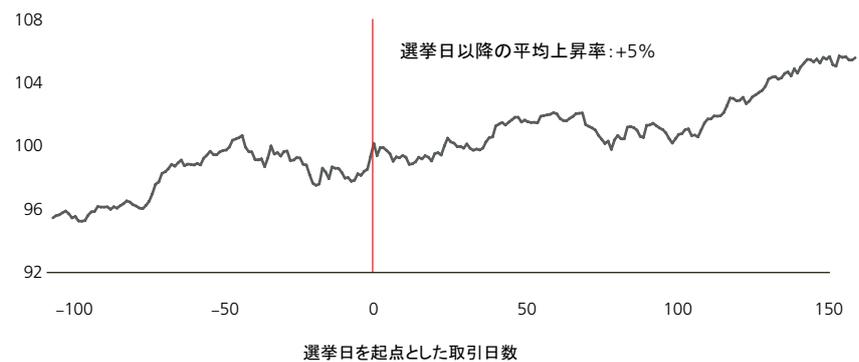
例えば、トランプ前大統領が勝利すれば、増税や規制強化の懸念が後退するため、市場はすぐにポジティブな反応を示すだろう。だが市場は程なくして関税や財政赤字のリスクも織り込み始めると考えられるため、株価の上昇は抑制される可能性がある。

法人税の減税は、共和党が上下両院を制した場合にのみ実現する公算が大きい(我々の予想確率は35%)。またその場合でも、民主党との議席差が僅差、もしくはトランプ氏の公約をすべて実施すると財政赤字は最大15兆米ドル拡大するとの試算に財政保守派が難色を示せば、政策実現は難しいとみられる。さらに、法人税減税が可決されたとしても、減税措置が実際に導入されるのは追加関税の発動後になるとみられ、マクロ経済と株式市場への影響は、関税によるマイナスの方が大きくなるだろう。

図表3

米国株式は大統領選挙前から上昇する傾向にある

米国大統領選挙日前後のS&P500種株価指数の推移 (1928年以降の選挙日前後の取引日数を基準)



出所: ブルームバーグ、UBS (2024年10月現在)

財政赤字懸念が再浮上し、長期借入コストへの影響が予想される。

財政赤字に関する懸念も再浮上するだろう。個人所得税減税が延長されれば、3兆~4兆米ドルの歳入減になると試算され、しかも米国の財政赤字と公的債務の状況は2016年当時よりもすでに悪化している。このため長期借入コストは上昇し、国債利回りの上昇が株式市場を圧迫するとの懸念を招く可能性がある。

同様に、ハリス副大統領の政策綱領のうち、税制、独占禁止法、規制関連の一部政策については、市場が当初懸念を示すとみられるものの、多くの法案は可決に至らない公算が大きい。我々の見解では、民主党が大統領職と上下両院を制する確率は依然として非常に低い(5%)。よって、ハリス政権が立法化を目指す政策は、年間所得40万米ドル未満の人を対象とした個人所得税減税の恒久化に絞られる可能性が高い。

したがって、富裕層と大企業の増税を掲げる民主党の政策は株式にとって逆風だとする見方は、政策が行き詰まる可能性を考え合わせたうえで、検討する必要がある。

11月5日の投票終了後、結果判明まで数週間かかる可能性もある。

最後に、11月5日の投票終了後、結果判明まで数週間かかる可能性もあることに留意した方がよい。再集計の要求や異議申し立てに発展する可能性もあるため、選挙人団の投票結果を各州が確定する期限の12月11日まで勝者が決定しない事態もありうる。また、結果が未確定または異議申し立て中であれば、この日を過ぎても完全には決着がつかない場合もある。例えば、いずれの候補者も270の選挙人票を獲得できなかった場合、大統領選挙は下院に委ねられ、各州の代表が1票ずつ投票することになる。そのため、選挙結果を見越して投資計画を保留にしている投資家は、長期間待機することにより予想されるリスクとコストを織り込んでおく必要がある。選挙結果を懸念している投資家には、リスクヘッジを行いながら投資を継続することを勧める。

| 選挙結果シナリオ | 確率 |
|----------------------------|-----|
| ハリス大統領／上下両院民主党(ブルー・スウィープ) | 5% |
| ハリス大統領／上院共和党・下院民主党 | 45% |
| トランプ大統領／上下両院共和党(レッド・スウィープ) | 35% |
| トランプ大統領／上院共和党・下院民主党 | 15% |

世界第2位の経済大国である中国は、景気に大きく影響する構造的な課題に直面している。

中国政府は景気刺激策によって、「日本化」のリスクに対処することが可能だ。

岐路に立つ中国

中国経済に何が起きているのか？

世界第2位の経済大国である中国は、人口の高齢化、高い債務水準、投資に依存した成長という要因が重なり合い、景気に大きく影響する構造的な課題に直面している。人口の高齢化と労働力の減少に伴い、急速な工業化と都市化という従来の発展モデルは持続が難しくなりつつある。企業および地方政府の高い債務水準は、財政の安定性を脅かしている。さらに、投資と成長の主要な推進力である不動産セクターも、2021年に始まった負のスパイラルから抜け出せずにいる。

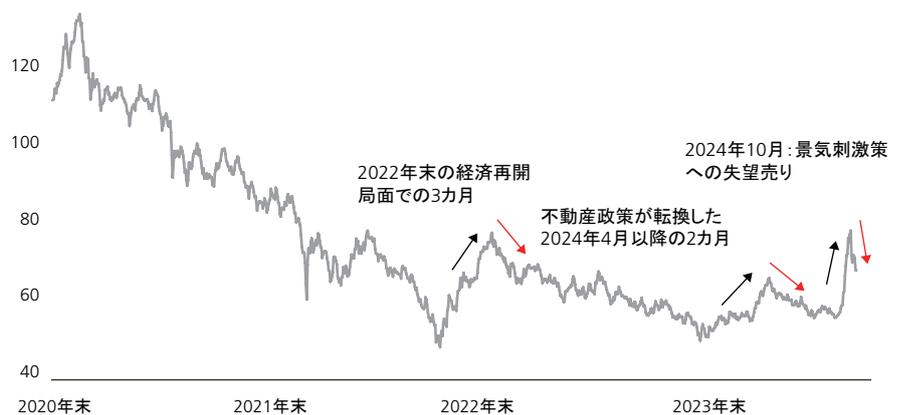
中国経済にはこの先2つのシナリオが考えられる。1つは、好景気に続いて長期の停滞が続いた1990年代の日本と同じ道である。日本と中国には驚くほど類似点が多い。両国とも輸出と投資が主導し、経済が急速に成長し、その過程で資産バブルと債務の膨張をもたらした。その後の日本に訪れた「失われた10年」はデフレと低成長を特徴とし、政策対応が不十分であったことから、そのサイクルを断ち切ることができなかった。

2つ目は、政策手段を用いて、日本が直面したような結果を回避することである。中国の首脳陣は「日本化」のリスクを認識しており、経済成長目標を達成するために「必要な財政支出」を強化することをすでに表明している。中国人民銀行(中央銀行)は、貸出金利や預金準備率(RRR)の引き下げ、住宅ローン規制の緩和など、予想を上回る強力な金融刺激策を発表している。その後、財政刺激策も発表された。だが、それで十分なのかという疑問は残る。

図表4

景気刺激策が確実に実施されることが市場の回復には不可欠

MSCI中国指数、2020年末以降の過去のトレンド



出所: ブルームバーグ、UBS (2024年10月現在)

これまでのところ、提案された財政刺激策の具体的な数値目標は明らかにされていない。

中国の財政政策から何が期待できるか？

中国財政省は10月12日に財政刺激策を発表し、債務を抱える地方政府の支援、大手国有銀行への資本注入、不動産市場の安定化などを図る方針を示した。具体的な数値目標は明らかにされなかったものの、財政省は新たな財政拡張路線の強化に乗り出した。

- 地方政府の財政能力を高めるため、4,000億元規模の地方債発行を発表した。
- 地方政府が特別地方債を発行し、土地買収や再開発プロジェクト、さらには完成済みの過剰な住宅在庫を不動産業者から買い取り、安価な「保障性住宅」として活用する資金に充てることを認める。
- 藍仏安財政相は、地方政府の隠れ債務の借り換え上限を、大幅に引き上げるとし、ここ数年で最大規模の措置を実施する方針を示した。
- 藍氏は、中国にはまだ財政赤字と債務を拡大する余地があると述べたうえで、景気循環による景気落ち込みを抑制する新たなカウンターシクリカル政策を今後さらに打ち出す予定があることを明らかにした。
- また、特別国債を発行し、大手国有銀行6行の中核的な自己資本(Tier1)の強化を図る。

地方政府は債務負担の軽減によって公共サービスの提供を継続することができ、間接的に消費を下支えすることもできる。売れ残りの住宅在庫を買い取ることで、不動産市場の底入れも加速するだろう。しかし、債務の借り換えを含め、これらを実際にどのように実現するのかについては、より具体的な内容の説明が求められる。

こうした経済対策は投資家にとって何を意味するのか？

今後数年にわたる景気刺激策に取り組む姿勢をより明確に示す必要がある。

当面の市場の関心は、追加の景気刺激策の規模に向けられるだろう。詳細はまだ明らかにされていないが、年末までに最大4兆~5兆元規模の財政出動が発表されると我々はみている。主な資金の投入先としては地方政府向け債務交換枠の拡大(最大で年間2兆~4兆元)、銀行資本の強化(約1兆元)、一部の社会福祉支援(5,000億~1兆元)などが見込まれる。もし発表されるのであれば、そのタイミングは全国人民代表大会(全人代、国会に相当)常務委員会の後の10月末か11月初旬となる公算が大きい。追加刺激策が発表され、直ちに実施される場合、向こう12カ月間における中国株式の上昇率は10%台半ばになると予想する。ただし、その上昇ペースは、今年9月中旬の安値からの上昇に比べると緩やかで、変動が大きく、ファンダメンタルズ主導となる可能性が高い。

中期的には、債務デフレ*のサイクルを確実に断ち切るため、今後数年にわたる景気刺激策に取り組む姿勢をより明確に示す必要がある。2025年以降に向けたより積極的な財政刺激策が今後発表される可能性もあるが、我々の試算では、少なくとも10兆元規模の幅広い景気刺激策が必要と見込んでいる。その調達資金で地方政府の債務再編(2015~2018年の措置と同程度かそれを超える規模)、住宅在庫の消化、社会福祉の改善など、中国経済の最も脆弱な部分への対応に重点的に取り組む必要がある。このような景気刺激策が実現すれば、中国のGDP成長率は2027年まで年率5%程度を維持できると考える。

*デフレにより債務が拡大することで投資も減り景気悪化につながる

中国株式市場では政策主導で株価が上昇する余地はあるものの、現段階では、こうした足元の上昇や長期的な見通しに関する確度は低いと考える。中国当局が債務デフレサイクルからの脱却が期待できる政策を計画しているのであれば、見通しがより明確になった段階で中国市場に参入し、リターンを獲得することは可能だろう。だがそれまでの間は、堅調な経済とAI市場の成長性が追い風になるとみられる米国株式など、将来の見通しにおいて相対的に確信度が高い地域への資産配分を増やすことを勧める。

以上の要因から、中国株式の投資判断は引き続きNeutral(中立)とする。中国への投資配分が高い投資家は、上述のリスクを踏まえ、投資先の分散を検討する必要がある。インドや台湾など、アジア太平洋地域全体にも投資機会がある。中国株式の中では、底堅い成長見通し、明確な株主還元方針、魅力的なバリュエーションを備えている、一部の高クオリティなインターネット銘柄や消費関連銘柄への投資配分を高めたバーベル戦略を勧める。また、リスクが根強いことから、金融、公益事業、エネルギー、通信といった国有企業中心のセクターにおけるディフェンシブな高利回り銘柄にも、一定程度資産を配分しておくことを勧める。

投資アイデア

グローバルな利下げ環境を背景とした米国のマクロ経済見通しの好転は、株式と債券にとって好材料だ。

株式: 金利の低下、世界経済の堅調な成長、中国の景気刺激策によって、世界の主要な株式市場は短期的に上昇する可能性がある。我々はグローバル株式(MSCIオール・カントリー・ワールド指数)の評価を引き上げ、2025年12月までの期待リターンを約13%と設定した。上述したように、米国は我々が選好する市場の1つであり、我々はS&P500種株価指数の2025年末の予想を6,600とした。金利低下と、対大型株で20年ぶりの低バリュエーションを背景に、欧州の中小型株も推奨する。

AIは今後も数年間にわたり、株式市場のリターンの主な牽引役となるだろう。この分野に十分投資していない投資家は、今後起こり得る相場変動期を利用して、長期ポジションを積み上げる計画を立てることが望ましい。テクノロジー・セクターでは、AI関連の半導体銘柄や米国の超大型株、および中国の大手インターネット株に好機があると考えている。

債券: 世界的な金融緩和サイクルが進展する中、引き続き投資適格社債を推奨し、投資家には余剰キャッシュを高クオリティ債に投資することを勧める。投資適格債のリターンは、特に高利回りと低いボラティリティに支えられて、今後12カ月も1桁台後半になるとみている。投資家は、ポートフォリオ利回りの向上策として、ハイイールド債への選別的な投資を含む分散型債券投資戦略も検討できる。

通貨：米ドルを引き続きUnattractive(魅力度が低い)とする。米国の経済成長が予想を上回っている一方で、市場は2025年の成長率の鈍化と、他のG10通貨国に比べて米国の利下げ幅が大きいことによる金利差の縮小を織り込み始めている。2025年前半には米国の財政懸念が再び表面化するかもしれない。こうした要素のすべてが米ドルの重しとなる可能性がある。一方、ユーロ圏の経済活動の底打ち、中国における景気刺激策の波及効果、そして米大統領選挙後に起こりうるリスク選好度の高まりによって、豪ドル、ユーロ、英ポンドをはじめとするG10通貨が支えられる可能性がある。

コモディティ：コモディティ価格は、金利低下や世界の産業活動の回復、コモディティ特有の供給サイドの要因によって押し上げられるとみており、我々はコモディティに対するポジティブな見方を維持する。

金(gold)については、中央銀行による購入、金利低下に伴う金の上場投資信託(ETF)への投資意欲の回復、米大統領選と地政学上の不透明感による安全資産への需要に支えられ、需要見通しは明るい。我々の基本シナリオでは、2025年半ばまでに金価格が1オンス当たり2,850米ドルに達すると想定しており、ポートフォリオ内のヘッジ手段として引き続き推奨している。原油は供給の伸びが緩やかなため、市場は需給の逼迫状況が続くだろう。国際エネルギー機関(IEA)は産油量について、2024年上期でわずか0.3%の伸びと推定している。需要の伸びは供給を上回り続けており、各国中央銀行の利下げを受けて経済成長率は堅調に伸びることから、エネルギー需要は2025年にかけて大幅に拡大する可能性が高い。ブレント原油は2025年6月には1バレル当たり87米ドルを予想する。



Mark Haefele
最高投資責任者
Global Wealth Management

Message In Focus – トップ投資アイデア

| | |
|----------------------------|---|
| 利下げに備える | 世界の各中央銀行は利下げを行い、今後もその流れは続くとみている。キャッシュのリターンは低下が見込まれることから、投資家は、余剰キャッシュやマネー・マーケット・ファンド(MMF)、満期を迎える定期預金等を投資に回すことを勧める。債券ラダー、中期の投資適格債、分散型債券投資戦略、株式インカム戦略などを組み合わせることで、利下げ局面でも持続的にインカムを確保することが期待できる。 |
| 通貨とコモディティの投資機会を利用する | 米国の金利低下や財政赤字懸念を背景に、米ドルは中期的に下落すると予想する。よって投資家は、米ドルから他通貨への分散投資を検討することができる。金(gold)は、中央銀行や投資家の旺盛な需要、金利低下、米ドル安などを受けて、価格が上昇すると見込まれる。 |
| AIへの投資機会を捉える | 今後数年は、AIが引き続き株式市場のリターンの牽引役になると考える。AI関連株への投資比率が低い投資家は、今後予想されるボラティリティ上昇の局面を利用して、長期的なポジションを積み増すことを勧める。テクノロジー・セクターの中では、AI関連半導体銘柄や米国の超大型株、中国の大手インターネット銘柄に投資妙味があるとみている。 |
| 株式のさらなる上昇の恩恵を受ける | 世界の株式市場は、金利の低下、良好な企業業績、中国の景気刺激策の恩恵を受けると予想する。AIのイノベーションは引き続き経済成長を牽引し、中でも米国市場は魅力的であると考え。我々はS&P500種株価指数の2025年末の予想値を6,600とし、欧州の中小型株や、アジア(特に台湾とインド)に分散されたポートフォリオを愛好する。 |
| 米国の選挙に備える | 米大統領選を控えているため、市場が通商・外交の政策方針転換や税制改正を市場が警戒し始めた場合、ボラティリティ上昇の可能性に備える戦略を検討することも有効と考える。一方、大統領選でどちらが勝っても、米中貿易摩擦は続く予想されることから、リショアリング(生産拠点を国内回帰)の恩恵を受ける銘柄は株価上昇が期待できる。また、地政学上の分断、インフレ、財政赤字等に対する懸念が高まれば、金の価格も上昇するだろう。一般消費財セクターや再生可能エネルギー・セクター、またテクノロジー・セクターの一部銘柄、中国人民元はリスクが高まる可能性があるとみている。 |
| 非伝統的投資で分散を図る | 十分に分散されたポートフォリオにオルタナティブ(非伝統的)資産を組み入れることで、変化する環境を乗り切る手段が得られる。プライベート・エクイティやインフラストラクチャーへ投資することで、上場株式市場へのエクスポージャーを分散することができる。また、プライベート・クレジットは、伝統的な資産に代わる魅力的なインカム収入源となり、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。ただし、投資家はオルタナティブ投資に伴うリスクを認識しておく必要がある。 |

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 | 2.9 | 2.6 | 1.6 |
| カナダ | 1.1 | 1.1 | 1.3 |
| 日本 | 1.7 | 0.0 | 1.1 |
| ユーロ圏 | 0.5 | 0.7 | 0.9 |
| 英国 | 0.1 | 1.1 | 1.5 |
| スイス | 0.7 | 1.4 | 1.3 |
| オーストラリア | 2.0 | 1.2 | 2.0 |
| 中国 | 5.2 | 4.6 | 4.0 |
| インド | 8.2 | 6.8 | 6.8 |
| 新興国 | 4.7 | 4.3 | 4.0 |
| 世界 | 3.4 | 3.1 | 2.9 |

インフレ率(平均CPI、前年比、%)

| | 2023年 | 2024年(予) | 2025年(予) |
|---------|-------|----------|----------|
| 米国 | 4.1 | 2.9 | 2.4 |
| カナダ | 3.9 | 2.6 | 2.2 |
| 日本 | 3.3 | 2.5 | 1.8 |
| ユーロ圏 | 5.5 | 2.4 | 2.1 |
| 英国 | 7.4 | 2.5 | 2.3 |
| スイス | 2.1 | 1.1 | 0.7 |
| オーストラリア | 5.6 | 3.3 | 2.7 |
| 中国 | 0.2 | 0.4 | 0.5 |
| インド | 5.4 | 4.5 | 4.3 |
| 新興国 | 7.4 | 8.5 | 4.3 |
| 世界 | 6.2 | 5.9 | 3.4 |

出所: ブルームバーグ、UBS、2024年10月17日現在。直近の予想は週次で更新されるGlobal Forecastsを参照ください。

資産クラス別予想

| | 現在 | 2025年6月 |
|-----------------|--------|---------|
| 株価指数 | | |
| S&P500種株価指数 | 5,842 | 6,300 |
| ユーロ・ストックス50指数 | 4,909 | 5,250 |
| FTSE100種総合株価指数 | 8,329 | 8,600 |
| スイス株価指数 | 12,193 | 12,800 |
| MSCIアジア指数(除く日本) | 744 | 837 |
| MSCI中国指数 | 66 | 76 |
| 東証株価指数 | 2,691 | 2,900 |
| MSCI新興国指数 | 1,144 | 1,250 |
| MSCI ACワールド指数 | 1,028 | 1,110 |
| 通貨 | | |
| ユーロ/米ドル | 1.09 | 1.16 |
| 英ポンド/米ドル | 1.30 | 1.38 |
| 米ドル/スイス・フラン | 0.86 | 0.80 |
| 米ドル/カナダ・ドル | 1.38 | 1.34 |
| 豪ドル/米ドル | 0.67 | 0.74 |
| ユーロ/スイス・フラン | 0.94 | 0.93 |
| ニュージーランド・ドル/米ドル | 0.61 | 0.59 |
| 米ドル/円 | 150 | 140 |
| 米ドル/人民元 | 7.12 | 7.00 |

| | 現在 | 2025年6月 |
|--------------------|-------|---------|
| 2年国債利回り(%) | | |
| 米国2年国債利回り | 3.94 | 3.25 |
| ユーロ建てドイツ2年国債利回り | 2.17 | 2.00 |
| 英国2年国債利回り | 4.02 | 3.25 |
| スイス2年国債利回り | 0.35 | 0.50 |
| 日本2年国債利回り | 0.42 | 0.40 |
| 10年国債利回り(%) | | |
| 米国10年国債利回り | 4.01 | 3.50 |
| ユーロ建てドイツ10年国債利回り | 2.18 | 2.25 |
| 英国10年国債利回り | 4.06 | 3.50 |
| スイス10年国債利回り | 0.41 | 0.50 |
| 日本10年国債利回り | 0.95 | 1.10 |
| コモディティ | | |
| ブレント原油(米ドル/バレル) | 74 | 87 |
| 金(米ドル/オンス) | 2,674 | 2,850 |

出所: ブルームバーグ、UBS、2024年10月17日現在。直近の予想は週次で更新されるGlobal Forecastsを参照ください。

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には旧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。投資推奨、投資期間、モデルの想定、バリュエーション算出方法などのリサーチ手法と格付けシステムはリサーチ組織ごとに異なることがあります。よって、一部の経済予測(UBS CIOとUBS Global Researchの共同作成によるものを除いては、投資推奨、格付け、価格見通し、バリュエーションは各個別のリサーチ組織間で異なる、または矛盾する場合があります。各リサーチ資料のリサーチ方法や格付け制度の詳細については各リサーチ資料をご参照下さい。すべてのお客様が各組織が発行するすべての資料を入手できるわけではありません。各リサーチ資料は作成した組織の方針および手順に則っています。本レポートを作成したアナリストの報酬はリサーチ・マネジメントおよびシニア・マネジメントのみによって決定されます。アナリストの報酬は投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門の収益に基づきませんが、報酬は、投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門を含むUBS Group全体の収益と関係することがあります。

本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したものではなく、金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、お客様に特有の投資目的、財務状況等を考慮したのもでもありません。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ウェルス・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