Year Ahead 2025

狂騒の20年代:次のステージへ

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 2025 – 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ウェルス・マネジメント株式会社が作成した"Year Ahead 2025"（2024年11月21日付）を翻訳・編集した日本語版として2024年12月16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。

投資家の皆様へ

Year Ahead 2025にようこそ

2020年代は、これまでに株式相場の上昇、堅調な経済成長、そして技術革新をもたらしてきました。一方で、我々は世界的なパンデミック、紛争の勃発、社会的課題にも直面しています。

Year Ahead 2025では、この「狂騒の20年代」も中間地点に差し掛かる中、次のステージを形作る米国政治の変容、金利の低下、人工知能（AI）や電力・電源に関する革新的イノベーションなどの重要な要素について取り上げます。また、我々は2025年の投資ガイダンスにとどまらず、その先を見据えた投資に重要な長期的視点を提供します。

Year Ahead 2025が、お客様が投資機会を捉え、2025年とその先の「狂騒の20年代」を乗り越えて投資目標を達成するための一助になれば幸いです。2025年も引き続き、お客様から信頼されるパートナーとして、投資のサポートをさせていただけることに心より感謝申し上げます。

Rob Karofsky
Co-President Global Wealth Management
and President UBS Americas

Iqbal Khan
Co-President Global Wealth Management
and President UBS Asia Pacific

08

はじめに

09 狂騒の20年代：次のステージへ

12 2024年の振り返り

13

展望

14 経済の見通し

19 トランプ氏勝利が市場に及ぼす影響は？

23

2025年の投資戦略

24 更なる利下げに備える

28 株価の更なる上昇機会を捉える

32 AIへの投資機会を捉える

35 電力と電源に投資する

37 米ドルから他通貨への分散を図る

39 金(gold)を選好する

41 不動産の投資機会を捉える

43

今後10年の見通し

44 債務

45 グローバル化の変容

46 人口動態

47 脱炭素化

48 デジタル化

49 資産クラス別見通し

52

先を見据えた投資計画

54 キャッシュを投資に回す

55 コア部分を強化する

56 オルタナティブ投資で分散を図る

57 レバレッジを最適化する

58 アクティブに運用する

59 サステナブルに投資する

60

予想

61 GDP成長率とインフレ率

62 資産クラス別

狂騒の20年代:

次のステージへ

Mark Haefele
Chief Investment Officer
Global Wealth Management

2020年代の幕開け以降、グローバル株式はおよそ50%上昇し、米国の名目国内総生産(GDP)は30%以上、そして米国の企業利益は70%近く上昇している。これらはすべて、前例のない世界的なロックダウン、東欧と中東での紛争勃発、そして過去数十年で最大の金利上昇とインフレ率の急騰という状況の中で起きた。

2020年代も半ばに差し掛かろうとしている。これまでの金融市場や経済は、著しい経済成長、好調な株価リターン、そして生産性の向上に支えられた「狂騒の20年代」と言っても過言ではないだろう。

そして、2020年代後半を前に、米国選挙の結果による影響が、今後の市場を展望する上で最大の焦点となっている。投資家にとって重要な問いは、米国政治の変容によって「狂騒の20年代」が継続するのか、それとも終止符を打つことになるのか、ということである。

楽観シナリオでは、減税、規制緩和、そして通商をめぐる「取引(ディール)」が、堅調な経済成長とAI投資の継続に支えられた市場へのポジティブな見方をさらに強めると予想する。悲観シナリオでは、一律関税や過剰な財政赤字、地政学的対立等が、インフレ率の上昇、成長鈍化、そして市場のボラティリティ(変動)を招くと見込む。

2020年代の市場の先行きは不確実で、今後さまざまな展開が想定されるため、冷静な判断と投資対象の分散が重要だ。しかし、ここ数年の市場の力強いパフォーマンスを見ると、経済の適応力、イノベーションの力、そして長期的な市場の成長性を改めて認識させられる。

Year Ahead 2025では、「狂騒の20年代」の次のステージに向け、投資家がリターンの機会を捉えリスクを管理するための投資機会や戦略について取り上げる。

投資家にとって何を意味するか？
基本シナリオでは、2025年には各中央銀行による利下げがさらに進むと予想されるため、キャッシュのリターンは低下する見通しである。これを踏まえ、投資家にはキャッシュを投資適格債、分散型債券投資戦略、株式インカム戦略など持続的なインカムが期待できる投資対象に回し、**更なる利下げに備える**ことを勧める。

我々は、引き続き**人工知能（AI）**が2020年代の大きな投資機会とみている。特に、超大型上場株と革新的なプライベート(非上場)企業の双方に注目することを勧める。また、電力需要の増加と脱炭素化の取り組みによって、**電力と電源**関連の企業にも長期的な機会が生まれるだろう。

我々は、**株価には更なる上昇余地**があるとみている。株式市場は金利低下、堅調な経済成長、技術革新に支えられ、S&P500種株価指数は2025年末までに現在の水準から10%程度上昇し、6,600に達すると予想する。欧州および中国の株式は、関税と地政学的不確実性によって、ボラティリティが高まるだろう。

2025年はキャッシュのリターン低下が見込まれるため、株式や債券への資産配分を増やす好機である。

関税は懸念材料であるが、米国以外にも投資機会はある。アジア(日本を除く)への分散投資を維持することには価値があると考える。韓国や台湾からの輸出品は、グローバルなサプライチェーンにとって重要であり、容易に代替できるものではないため、関税の影響を受けにくい。インドは内需主導の成長ストーリーが魅力的であり、中国のインターネット株についても、景気刺激策の恩恵を受ける可能性があるため、引き続き強気である。欧州では、ユーロ圏の中小型株、ならびにスイスの高クオリティ配当株に注目している。

日本株式のファンダメンタルズ(基礎的諸条件)は、継続的な賃金の上昇と米国経済の堅調な成長から恩恵を受けるとみられるが、関税引き上げと円のボラティリティで、株価の上昇は限定的だろう。

通貨に関しては、米ドルは減税、移民抑制、関税等の政策の影響を受け、短期的には上昇する可能性があるものの、いずれ米国金利低下に伴い下落するとみている。円は政治的圧力と日米金利差の縮小により、2024年の円安を反転させる可能性がある。

コモディティに関しては、金(gold)が最高値を更新すると予想し、電気部品や再生可能エネルギー技術に不可欠な、銅、リチウム、ニッケルなどの価格も上昇が見込まれる。また、世界の住宅用および一部の商業用不動産も、供給不足と需要増を背景に、見通しは明るいだろう。

> 綿密に策定された中長期の投資計画の中で、短期的な投資機会を活用することにより、強靭で収益性の高いポートフォリオの構築が可能だ。

中長期的視点で考える

Year Ahead 2025では、具体的な投資アイデアの他に、投資家が先を見据えた投資計画を立て、優れた長期ポートフォリオを構築するために、中長期の投資戦略に重要な視点についても取り上げる。

具体的には、1）キャッシュを投資に回す、2）コア部分を強化する、3）オルタナティブ投資で分散を図る、4）レバレッジを最適化する、5）アクティブに運用する、6）サステナブルに投資する、といった視点について説明する。

綿密に策定された中長期的計画の中で短期的な機会を捉えることによって、強靭で収益性に優れたポートフォリオを構築することが可能だ。

2024年の振り返り

経済成長
我々は、2024年に経済成長は減速するものの、景気後退は回避すると予想した。結果として、経済成長は我々の予想を上回った。先進国の2024年通年の経済成長率は、堅調な米国経済を牽引役に、予想の1.1%を上回り、1.7%に達する見通しである。新興国の成長率は4.4%と、3.9%予想を小幅に上回ると見込まれる。

インフレ率と金利
2024年のインフレ率は、低下ペースが2023年よりも緩やかになったが、中央銀行の目標に向かって引き続き低下した。我々は、2024年の米連邦準備理事会(FRB)による利下げ幅を50ベーシスポイント(bp)と予想していたが、年初来で既に75bpの利下げが実施されており、年内に追加で25bpの利下げもあり得る。

債券
我々は、高クオリティ債はプラスのリターンを上げると予想し、米国10年国債の利回りは2024年末までに3.5%まで低下すると見込んだ。実際には、2024年9月までに3.6%へ低下している。だが、堅調な経済成長を示すデータとトランプ新政権下でのインフレ率上昇の見通しを受けて、その後利回りは下支えされ、本稿執筆時点で4.4%に押し上げられた。投資適格債のリターンは年初来でおよそ3%となっている。

株式
我々は、2024年の株式リターンはプラスになると予想し、テクノロジー・セクターを含む高クオリティ企業に注目することを勧めた。リターンは我々の予想を上回り、MSCIオール・カントリー・ワールド(MSCI ACワールド)指数は年初来、米ドル建てで15.9%上昇した。MSCI ACワールド・クオリティ指数とMSCI ACワールド・テクノロジー指数は年初来でそれぞれ18%と27.3%の上昇を示している。

通貨
通貨に関しては、2024年は「レンジ取引」を勧めていた。我々は、ユーロ／米ドルが1.00~1.12、米ドル／スイス・フランが0.85~0.94で推移すると予想した。実際、2024年はこのレンジ内での取引が続き、ユーロ／米ドルの足元のレートはレンジの中心付近にあり、12カ月前の水準とほとんど変わっていない。

コモディティ
金(gold)は過去最高値を更新すると予想し、価格は1オンス当たり1,950米ドル(前回のYear Ahead執筆時点)から2024年は2,150米ドルに達すると見込んだ。実際には、我々の当初の予想を大きく上回り、2024年10月には1オンス当たり2,790米ドルまで上昇した。原油は2024年上期には地政学リスクのヘッジ手段となったが、最終的には我々の予想水準であった1バレル当たり90~100米ドルを割り込み、ブレント原油価格は執筆時点で71米ドルまで低下している。

経済の見通し

我々の基本シナリオでは、米国経済の成長は健全な消費、財政拡張政策、金利低下に支えられ、2025年も続くと予想する。アジアと欧州については、関税懸念が景気の逆風となるだろう。しかし実際に関税が発動された場合、中国では景気刺激策により、影響が一部相殺されると見込む。欧州の成長は、金利の低下に伴い、緩やかに改善すると予想する。

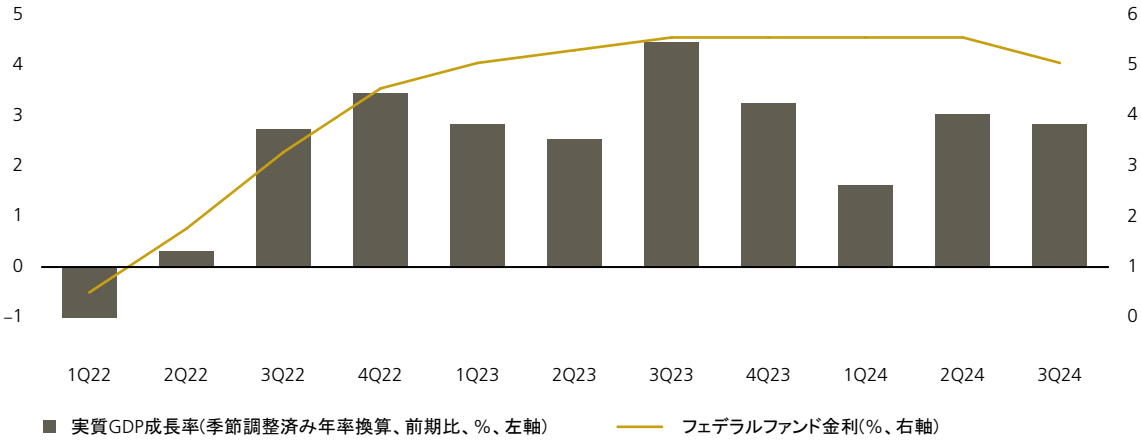
米国：経済成長は減速するも、底堅く推移

過去2年間、米国経済は底堅く推移し、急速な利上げが大幅な景気減速を招くとの市場の見方を覆してきた。2024年は、非農業部門雇用者の月間増加数の平均が17万人となり、GDPは通年で2.7%の成長が予想される。

2025年については、米国の経済成長は若干減速するものの、2%近い水準を維持すると予想する。ここ数年米国経済を支えてきた主要要因の多くは、今後も継続する見通しである。

急速な利上げにもかかわらず、米国経済は底堅く推移

米国実質GDP成長率とフェデラルファンド金利(上限)の推移



出所：ブルームバーグ、UBS、2024年11月

所得の伸びが消費を下支え

力強い所得の伸びにより、消費者はある程度の貯蓄率を維持しつつ、支出を伸ばしている。したがって、労働市場が引き続き健全に推移すれば、消費も堅調を維持すると示唆される。失業率は上昇し始めたが、過去に比べれば依然低い水準にある。

インフレ率についても、選別的な関税賦課により、一部品目の価格が一時的に上昇したとしても、引き続き低下傾向を維持すると予想する。この3年間、米国の財の価格は低下傾向にあった。また、高止まりしていた住居費の伸びも鈍化しつつある。我々は、FRBが関税による物価上昇に目をつぶり、2025年に100bpの追加利下げを実施すると見込んでおり、政策金利は2025年末までに我々が中立金利と推測する水準(3.25~3.50%)近辺まで低下すると予想する。金利低下は負債を抱える家計や企業の負担を緩和し、金利感応度が高いセクターの状況を改善させるとみられる。

トランプ政権下で減税や規制緩和が進めば、米国経済は一層下支えされるだろう。

注目すべきリスク

我々は潜在的リスクにも注視している。米国が一部の輸入品に対して関税を導入したとしても、米国の景気を腰折れさせるほどの影響が及ぶとは予想していない。だが、一律関税が発動された場合は、米国がスタグフレーション*に陥るリスクが高まるだろう。

> 米国の経済成長は若干減速するものの、2%近い水準を維持すると予想する。

移民政策に関しては、2024年6月に発表された移民の入国制限措置や、今後導入の可能性がある外国人労働者の雇用制限により、労働供給の伸びが減速すると見込まれる。これにより、インフレ率は予想以上に根強く高止まりし、GDP成長率も抑制される可能性がある。

米国の財政政策も、長期的には持続不可能な状態にある。2025年の財政赤字は4年連続で対GDP比6%を超えると予想する。当面、赤字削減に向けた取り組みが本格化することはないとみており、長期借入コストの上昇が米国の成長を下押しするリスクがある。

*インフレと景気停滞が同時に起きること

中国：関税の影響を和らげる刺激策

中国は、金融から不動産、債務、資本市場に至る幅広い景気刺激策の実施によって、政策を大きく転換しようとしている。関税リスクが高まっている現状を踏まえると、中国は債務デフレスパイラル*を回避するために、さらに強力な財政刺激策を実施する必要がある。

関税戦略

米国の関税戦略が依然として不透明であるため、中国政府は刺激策のカードの大半をまだ温存している。不動産の在庫消化、社会福祉支援、銀行資本の強化などに関する具体的な施策は現在検討されている模様で、2025年3月の全国人民代表大会(中国の国会に相当)までには最終案がまとまる可能性がある。中国政府は、2025年には国債発行の拡大や金融緩和政策を通じて、財政赤字の対GDP比を約4%まで引き上げる(現在は3%)と予想される。GDP成長率が5%を大きく下回った場合、それに応じて強力かつ迅速な景気刺激策が実施される可能性がある。

我々の基本シナリオでは、中国製品全体に対する米国の実行関税率は、2026年末までに現行の約10%から3倍の約30%へと段階的に引き上げられ[1]、結果として、GDP成長率は累計で0.7~1.0%押し下げられると予想する。これを受け、中国政府は財政赤字の対GDP比を4%に引き上げ、現在計画中である年間に最低2兆~4兆人民元の財政支援策を実施することで、4%台半ばのGDP成長率を維持できるだろう。

実行関税率が2026年末までに60%に引き上げられた場合、GDP成長率は今後3年間に累計で2~3%押し下げられると予想される。中国の政策対応が控えめか予想を下回った場合、GDP成長率は2025年に4%、2026年に3%程度へ鈍化すると見込まれ、年率約5%の成長率を今後数年間維持するには、少なくとも5兆~8兆元のさらに強力な景気刺激策が必要とみられる。

米国の関税に対抗して、中国は対象品目を絞った報復関税や重要鉱石の輸出制限の厳格化、個人や企業への制裁といった報復措置を慎重に行う可能性がある。また妥協案として、中国政府は米国からの農作物、液化天然ガス(LNG)、サービスの輸入を増やすことで歩み寄る可能性が高い。一方で、中国は米国以外との貿易パートナーシップをさらに強化し、たとえば、長期的に関税の影響を希薄化するために、特に新興国への海外直接投資(FDI)や中継貿易の拡大といった戦略を推進するとみられる。

---

1 平均関税率は20%から最低でも40%に引き上げ

* デフレで債務が拡大し、投資が縮小することで、さらに景気が悪化するという悪循環

アジア：関税の影響から経済成長のばらつきを予想

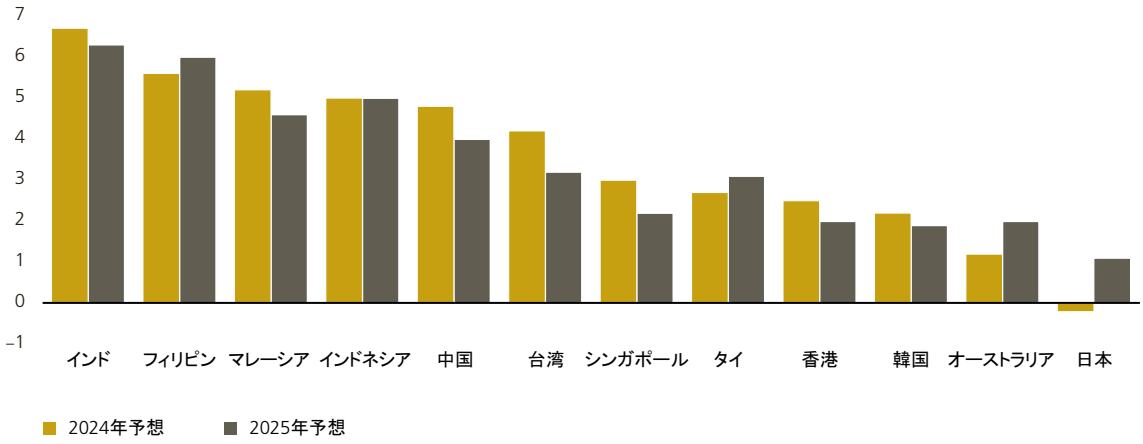
アジアの成長は2025年には若干の減速が予想されるが、関税の影響から成長ペースは国ごとにばらつきがみられるだろう。

アジア新興国は堅調な成長
インドとインドネシアは人口動態が有利で、関税リスクも比較的低いため、経済成長の加速が見込まれる。実際、米中関係の緊張により、中国を除くアジアではむしろ投資が拡大し、インフラ整備や建設活動が活発化する可能性がある。

アジア太平洋の先進国は成長加速
日本の経済成長率は、賃金と個人消費の伸びを下支えに、2024年の-0.2%から2025年には1.1%に加速すると予想し、日銀が2025年半ばまでに利上げを実施すると見込まれる。オーストラリアも、財政による消費喚起策と、再生可能エネルギーで使われる鉱物資源の需要増加を追い風に、GDP成長率は2024年の1.2%から2025年には2.0%に加速すると見込む。

アジアの成長率は国ごとにばらつく見通し

実質GDP成長率(前年比、%、UBS予想)



出所: UBS、2024年11月

欧州：成長はまだら模様で緩慢ながら、上向く

2025年の欧州の経済成長は、国ごとにまだら模様で緩慢ながら、2024年の水準からは上向くと予想する。

貿易リスク
世界的な貿易戦争は2025年の欧州にとって潜在的リスクであり、輸出依存国には特に影響が大きい。一方、欧州の防衛費増大と、ニアショアリング(近隣諸国への生産移管)関連の追加投資は、成長の下支え要因となるだろう。

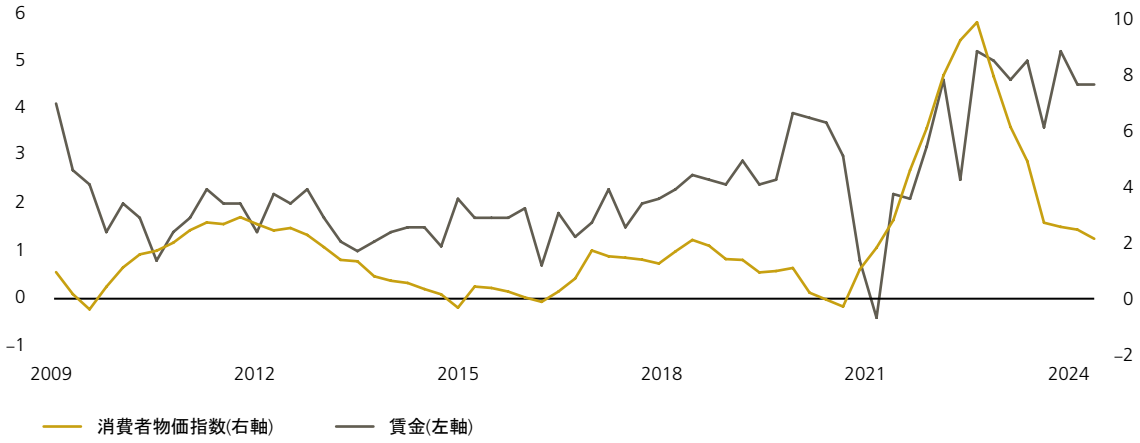
経済成長は国ごとにまだら模様
ドイツ、フランス、およびイタリアは、構造的な問題と財政的制約が成長を抑制し、1%程度の成長にとどまるだろう。一方、スペイン、英国、スイスの成長は他国を上回り、成長率はそれぞれ約2.3%、1.5%、1.3%を予想する。

財政逼迫と製造業の不振
財政逼迫が公的支出を抑制し、公的投資で景気を刺激する政府の財政余力が狭まっている。製造業セクターは、中国の需要減退による下押し圧力にさらされている。

個人消費と金融政策が下支え
これらの逆風はあるものの、インフレ率が低下する中、足元の高い貯蓄率と実質所得の上昇が個人消費を押し上げると予想する。さらに、欧州中央銀行(ECB)、イングランド銀行、スイス国立銀行による追加利下げが、企業の設備投資を下支えすると見込む。

欧州は賃金上昇が消費を喚起

ユーロ圏名目賃金と総合消費者物価指数(前年同期比、%)



出所:EU統計局、ブルームバーグ、UBS、2024年11月

トランプ氏勝利が市場に及ぼす影響は？

トランプ氏の大統領選勝利と共和党の上下両院掌握により、世界の経済的・地政学的状況は大きく様変わりする可能性がある。投資家が注目すべき主要政策分野は、通商(関税)、財政政策、規制緩和、金融政策、国際関係などである。

経済へのインプリケーション

通商：選別的な二国間関税を課す可能性が高い
世界経済に対する影響が最も大きい政策は関税である。中国からの輸入品に一律で60%、その他の地域からの輸入品に10%の関税が発動された場合、そのリスクはとりわけ大きくなるだろう。法律上の障壁や、議会での異議申し立ての可能性を考慮すると、トランプ政権は一部の輸入品を対象とした二国間関税を賦課する公算が大きいと考える。こうした関税によって、欧州や中国の市場ではボラティリティが高まるとみられるが、我々の基本シナリオでは、米国の成長が妨げられることはないとみている。

財政および規制政策：議会が歯止めをかけるか？
トランプ陣営は、個人所得税減税の延長、法人税率の引き下げ、金融およびエネルギー分野における規制緩和の実施等を公約に掲げて選挙戦を展開した。これらの措置は経済活動への刺激策となるだろうが、連邦予算がすでに大幅な赤字となっている中、議会での反対に遭えば、適用範囲が制限される可能性がある。例えば、議会内の財政タカ派が、赤字をさらに拡大させる法案に抵抗する場合などだ。

金融政策：FRBの利下げサイクルは継続
関税引き上げは一時的なインフレ率の上昇につながる可能性があるが、我々はFRBが中立的な政策スタンスに向けて利下げを継続すると予想しており、2025年には100bpの利下げを見込んでいる。ただしFRBは、移民制限、一律関税、あるいは大幅な財政拡張政策など、インフレ率を長期的に上昇させうる要素を注視していくものとみられる。

国際関係(地政学)：力による平和
トランプ氏の「力による平和」を押し出した外交スタンスは、地政学的安定性を求める市場のボラティリティを高める可能性がある。

就任当初は、国益を守るための「取引(ディール)」重視の手法により、中国との対立姿勢が強まり、北大西洋条約機構(NATO)加盟国との関係には緊張が生じ、イランに対しては「最大限の圧力」をかける戦略がとられると考える。本稿執筆時点において、予測市場「ポリマーケット」は、トランプ氏が就任後90日以内にロシア・ウクライナ紛争を終結させる確率を39%と予想している。

中国を中心とした関税政策

米国の追加関税は、主に中国およびその他特定の新興国が標的となる見通しで、全輸入品への一律関税の可能性もある。中国製品への関税は、米国輸入に占める中国のシェアが（WTO加盟前の水準を目途に）大幅に減少するまで継続される可能性が高い。しかし、ある程度の代替調達は可能だとしても、中国の圧倒的なシェアと経済規模を踏まえると、中国のサプライチェーンをすべて他の国・地域に切り替えることは現実的ではない。すべての中国製品に対する米国の実行関税率は、2026年末までに現在の10%から約30%まで（平均関税率は20%から最低でも40%に）段階的に引き上げられると予想する。中国に加え、対米貿易黒字額が大きい一部の新興国の特定製品に対する関税発動もあり得る（例：メキシコ、ベトナム、台湾、韓国の可能性）。関税により中国の経済成長は累計で0.7~1.0%程度押し下げられる見通しである。他のアジア諸国のGDP成長率に対する下押し圧力は0.5~1.0%の範囲と考えられる（ベトナムなど景気感応度の高い国は影響が大きく、インドなど経済大国は比較的影響が小さい）。

一律関税

共和党が連邦議会の上下両院を掌握したことから、一律関税発動の可能性が高まっている。共和党は、一般的な包括的財政パッケージの一環として、歳入増加の効果が見込める一律関税導入を支持する法案を通過させる可能性があるからだ。我々の関税に関するシナリオでは、一律関税が実現する確率は25%とみている。

10%の一律関税が厳格に適用された場合、世界の経済成長とインフレ率に対する影響は、はるかに大きくなるだろう。報復関税の可能性、実施の遅れ、関税の抜け穴などにより、推計値の範囲は広くなるが、2025年後半に一律関税が発動された場合、2025年の世界の実質成長率はおよそ0.3~0.5%下押しされ、アジアはさらに0.5~1.0%押し下げられると予想する。2026年には成長率がさらに0.7~1.0%程度下押しされると見込む。米国のインフレ率は1.6%上昇する可能性があり、これにより世界的に金融緩和が後退し、米ドルが強含むと示唆される。しかし、アジアでは、貿易収入の減少が1%のデフレ効果を招く可能性がある。ここで忘れてはならないのは、関税引き上げは、米国への影響が大きいということだ。多くの研究が、中国以外から大量に調達できない製品が多いことを踏まえ、米国が関税コストの大部分を負担することになると結論付けている。

市場へのインプリケーション

株式：米国と他国とで異なる影響
米国に関しては、健全な経済成長、金利低下、AIの発展を背景に、S&P500種株価指数が2025年末までに6,600に達すると見込んでいる。トランプ政権下で実施が見込まれる減税と規制緩和が、市場のさらなる下支え要因となる可能性もある。セクター別ではテクノロジー、公益事業、金融などを選好する。テクノロジー企業の業績に対する関税の影響は懸念されるものの、AIインフラへの投資は依然として堅調である。公益事業は、再生可能エネルギーに対する政府の支援縮小という逆風に直面するかもしれないが、AIデータセンターの電力消費量急増により電力需要は拡大するだろう。金融セクターは規制緩和の追い風を受けると予想する。

その他地域では、関税による逆風が大きいと予想される。とは言え、中国政府は対策として景気刺激策を導入するとみられており、国内経済への影響は緩和される可能性がある。また、米国が台湾や韓国などから輸入している製品は容易に代替できるものではなく、欧州企業の米国での売上高も、その大半は米国内で生産されている商品およびサービスが占めている。

債券：利回りは上昇しすぎか?
トランプ氏の大統領就任を織り込んで、米国債の利回りは上昇した。しかし、FRBは利下げを継続すると見込まれ、財政拡張政策も議会の制約を受ける可能性があることから、向こう1年の利回りは低下する公算が大きい。よって、投資家には現在の高い利回りを利用してリターンを確保することを勧める。

通貨：米ドルは短期的に上昇も金利低下で下落
トランプ氏の勝利確定を受けて、米ドル指数は上昇した。減税、関税引き上げ、地政学的不確実性の高まりが見込まれるからだ。当面は米ドル高が続くとみられるが、米国の金利低下に伴っていずれ下落すると予想される。中国人民元は、貿易関税の方針が明確になるまでは、引き続き下押し圧力を受けるだろう。

金(gold)：当面は下落、ヘッジとしては有効
トランプ氏の勝利確定を受けて、金の価格は下落した。米ドル高や債券利回りの上昇、そして株式市場のボラティリティの低下によって、金に対する投資家の需要が後退した形だ。だが2025年には、米国政府の債務増加、インフレ率上昇、地政学的緊張など重要な政治的懸念に対するヘッジ手段として、金は引き続き有効だろう。なお、日本やスイスなど、通貨が安全資産とみなされている国の投資家は、ポートフォリオにおける金の配分比率を最大5%程度とするのが適切と考える。我々は2025年末の金価格の予想を1オンス当たり2,900米ドルとする。

シナリオ

基本シナリオ：関税に屈しない成長

確率 50%
S&P 500種株価指数 6,600
米国10年国債利回り 4.00%
ユーロ／米ドル 1.12

米国株式は上昇する。米国の成長は規制緩和と企業景況感の改善に下支えされ、中国や欧州主要国からの一部輸入品に対する関税賦課の影響を上回る恩恵が見込める。通商および地政学的対立をめぐる交渉により、欧州や中国の市場ではボラティリティが上昇する。最も拡張的な財政支出策は棚上げされ、インフレ率は目標水準に向かって低下する。債券利回りは若干低下し、各中央銀行は中立金利に向けて利下げを継続する。

楽観シナリオ：急速な成長

確率 25%
S&P 500種株価指数 7,000
米国10年国債利回り 4.50%
ユーロ／米ドル 1.15

米国経済の力強い成長とAIに対する楽観的な見方により、米国株式相場は上昇し、インフレ率はFRBの目標値を上回る水準で安定的に推移する。貿易交渉を経て通商協定が締結されるか、一部で関税が引き上げられても、中国の財政刺激策および世界的な需要拡大によって欧州やアジアの市場が十分に下支えされる。堅調な長期成長と期待インフレ率の高まりを受けて、債券利回りは高止まりする。世界の中央銀行は中立金利に向けて緩やかに利下げを継続する。

悲観シナリオ：ハードランディング

確率 10%
S&P 500種株価指数 4,500
米国10年国債利回り 2.50%
ユーロ／米ドル 1.05

米国の個人消費支出の低迷と労働市場の悪化を受けて、米国経済はマイナス成長となる。また、関税が欧州とアジアの経済にさらなる逆風となる。消費低迷の影響が、関税によるインフレ圧力よりも大きくなることで、インフレ率は低下し、各中央銀行は大幅な利下げを迫られる。グローバル株式は2桁台の損失を被り、クレジット・スプレッドは拡大する。高クオリティ債、金、スイス・フラン、円などの安全資産の価格が上昇する。

悲観シナリオ：関税ショック

確率 15%
S&P 500種株価指数 5,100
米国10年国債利回り 5.00%
ユーロ／米ドル 1.00

米国が複数の国からの輸入品に大規模な一律関税を課し、相手国から報復措置を受けることで、米国のインフレ率は押し上げられ、財政赤字の拡大も重なって債券利回りは上昇する。世界的な貿易の混乱により、米国内の需要は低下し、世界の経済成長は大幅に鈍化する。米国およびグローバル株式は下落する。

2025年の投資戦略

注目の投資テーマ

- 更なる利下げに備える
- 株価の更なる上昇機会を捉える
- AIへの投資機会を捉える
- 電力と電源に投資する
- 米ドルから他通貨への分散を図る
- 金(gold)を選好する
- 不動産の投資機会を捉える

更なる利下げに備える

各国の中央銀行は、今後1年でさらに利下げを実施し、その結果キャッシュ・リターンは低下するだろう。投資適格債は魅力的な利回りを提供し、米ドルベースで1桁台半ばのリターンを達成するだろう。分散型債券投資戦略や株式インカム戦略もポートフォリオの持続的なインカム獲得を可能にする。

高格付債と投資適格債

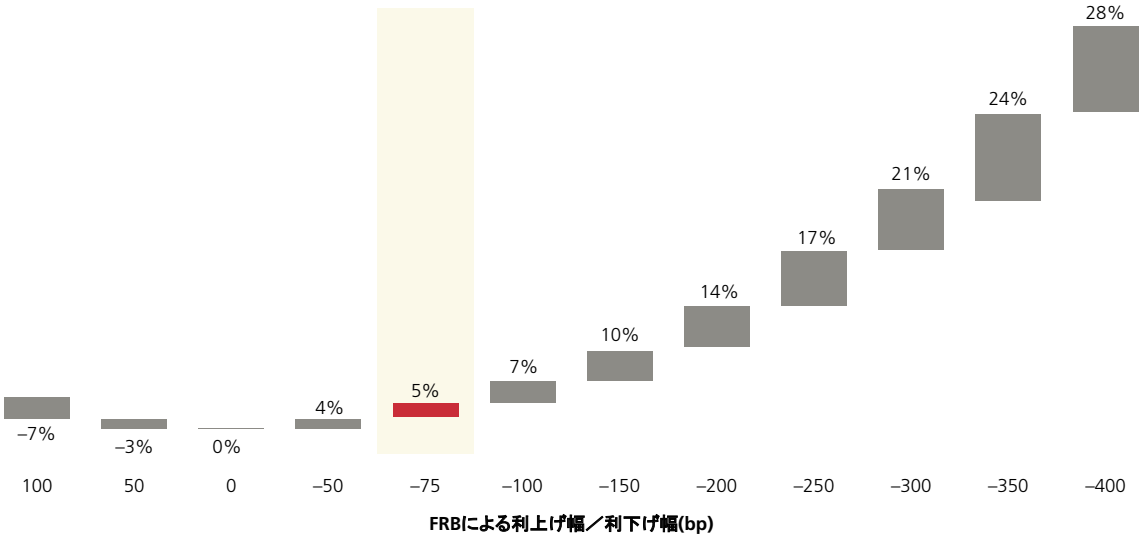
我々は高格付債（国債）と投資適格債のどちらにも強気の見通しである。これらの高クオリティ債の利回りは最近上昇し、再び投資対象としての魅力が高まった。

本稿執筆時点における投資適格債利回りは、米ドル建てが5.3%、ユーロ建てが3.2%だ。企業のファンダメンタルズは強固で、信用度の悪化は限定的と予想される。世界的な利下げサイクルが需給関係を支えて投資家の資金を呼び込み、クレジットスプレッドは縮小した状況が続くだろう。

我々の基本シナリオでは、投資適格債は米ドル、ユーロ、英ポンド建てのいずれにおいても、1桁台半ばのトータルリターンを提供すると予想している。リターンは、利回り（リターンの約3分の2を占める）と価格上昇（約3分の1）の双方から得られる。イールドカーブがスティープ（傾斜）化すると、投資家は、債券が満期に近づくにつれて、ロールダウン効果（時間の経過とともに利回りが低下し、債券価格が上昇する現象）の恩恵を受けやすくなる。

投資適格債は魅力的なリターンをもたらす可能性がある

投資適格債の今後12カ月間におけるトータルリターン予想(FRBの利上げ幅・利下げ幅別)
網掛け部分は現在を表す



注：本分析では、クレジットスプレッドは一定で、米国債利回りは利上げ幅および利下げ幅と同じ動きをすると仮定。
指数：ブルームバーグ米国社債指数
出所：UBS、2024年11月15日

投資適格債は、リスク管理の観点からも魅力的である。関税ショックは起こりうるリスクではあるが、投資適格債はハードランディングのシナリオ下でも堅調なパフォーマンスを示し、国債利回りの低下はクレジットスプレッドの拡大を上回る恩恵をもたらすだろう。

分散型債券投資戦略

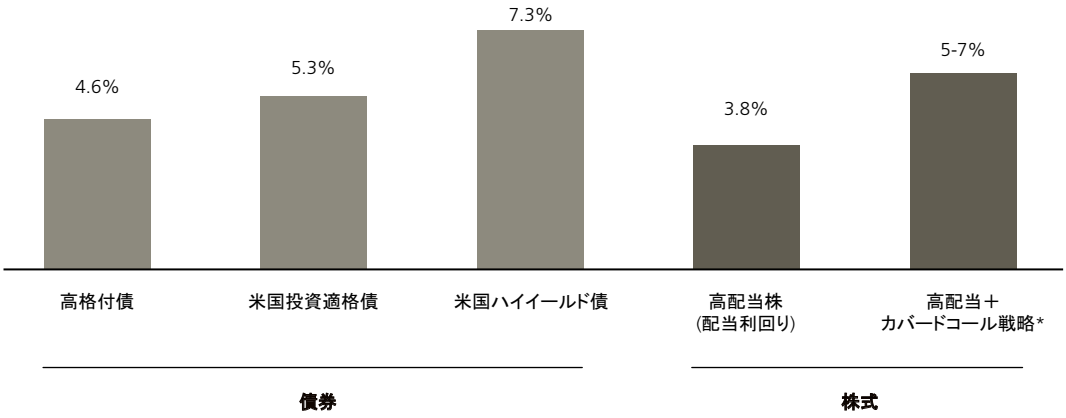
低クオリティ債のスプレッドは過去の水準と比べると小さく、リスク・リターン（リスクに見合ったリターン）は投資適格債の方が好ましいと考えられるものの、2025年にかけてはリスクの高いクレジットで相当な絶対リターンが期待できるとみている。経済と企業のファンダメンタルズがいずれも堅調なため、デフォルト率は低く抑えられ、投資家の資金流入が続くことでスプレッドは縮小した状態が維持されるだろう。

よって、ポートフォリオの構成という点では、投資適格債を相対的にリスクの高い債券（欧米およびアジアのハイイールド債、新興国債、あるいはシニアローン）で補完することで分散効果が高まり、リターンの向上が見込まれる。

債券に特化したポートフォリオを運用する投資家には、高クオリティ債を中心に据えつつ、相対的にリスクの高い短中期債を厳選して組み入れることを勧める。新たな投資機会を柔軟に捉えるため、投資対象は債券の中で流動性の高いものに絞るのがよいだろう。

ポートフォリオのインカム戦略は、魅力的な利回りを提供する

「高配当＋カバードコール戦略」を含む、さまざまな債券と株式の利回り



*投資家が原資産を保有しつつ、その資産のコールオプションを売って、追加のプレミアム収入を得る戦略。
注：コールオプションの収入は、国際的に分散されたコールオプション戦略のシミュレーションに基づいて算出された純利回り。
使用指数等：SOFR金利と先物市場に基づく予想金利、ブルームバーグ・ユーロダラー指数(Aa格以上)、ブルームバーグ米国総合社債指数、JPモルガンEMBIディバーシファイド指数、MSCI ACワールド高配当利回り指数
出所：ブルームバーグ、UBS、2024年11月

ポートフォリオの構成は個人のリスク選好度によって大きく変わるが、リスク許容度が中程度の投資家には、債券ポートフォリオのうち、20~40%をハイイールド債や新興国債に配分することを勧める。

株式インカム戦略

インカムを求める投資家は、株式インカム戦略も検討することができる。ブルームバーグのコンセンサス予想によると、MSCI ACワールド高配当利回り指数の2025年の利回りは3.5~4.0%と見込まれ、キャッシュ利回りを超える可能性が高い。継続的に増配を行ってきた高配当銘柄を検討することで、収益の安定性を改善できる。

中央銀行はどこまで利下げするか？

本稿執筆時点で、多くの主要国の政策金利が直近のピークよりも50~75bp低い。しかし、最近の複数回の利下げを経てもなお、政策金利は依然として景気抑制的であると我々は考えている。

2025年が進むにつれ、多くの主要中央銀行は、緩和的でも引き締め的でもない水準に金利を戻したいと考えるだろう。現在の水準から見て、FRBは125bp、スイス国立銀行は50bp、欧州中央銀行は125bp、そしてイングランド銀行は100bpの利下げを実施すると我々は見込んでいる。

FRBは、米国で新政策が導入された際にはインフレへの影響を監視するという姿勢を示している。インフレリスクが上昇した場合に、FRBは利下げペースを落とす可能性があると我々は考える。だが我々の基本シナリオでは、米国の新政策がインフレ率を大きく押し上げるとは予想しておらず、FRBは関税に伴う一時的な物価上昇を問題視しない可能性が高い。経済活動が消費の低迷で減速した場合には、我々の基本シナリオよりも速く利下げが進む可能性がある。

キャッシュや短期金融資産の保有は、今後1年間の支出を賄うのに必要な金額に抑えることを勧める。今後3~5年の支出ニーズを賄うための資金については、高格付債や債券ラダー(満期の異なる複数の債券を組み合わせて投資する戦略)を活用することで、再投資リスクや投資のタイミングを計ることによるリスクの軽減につながる可能性がある。一方、今後3~5年の間に必要とならない資金については、多様な資産で構成された長期的なコアとなるポートフォリオへの投資を推奨する。

株価の更なる上昇機会を捉える

株式市場は2023年と2024年に力強く上昇したが、2025年もさらなる上昇余地があるとみている。S&P500種株価指数は2025年末までに6,600に到達し、現在よりも約10%高い水準になると予想する。関税は、欧州と中国市場においてボラティリティの上昇要因となる可能性がある。しかし、アジア(日本を除く)への分散投資を維持することには価値があるとみている。欧州では、ユーロ圏の中小型株と、スイスの高クオリティ配当株を選好する。

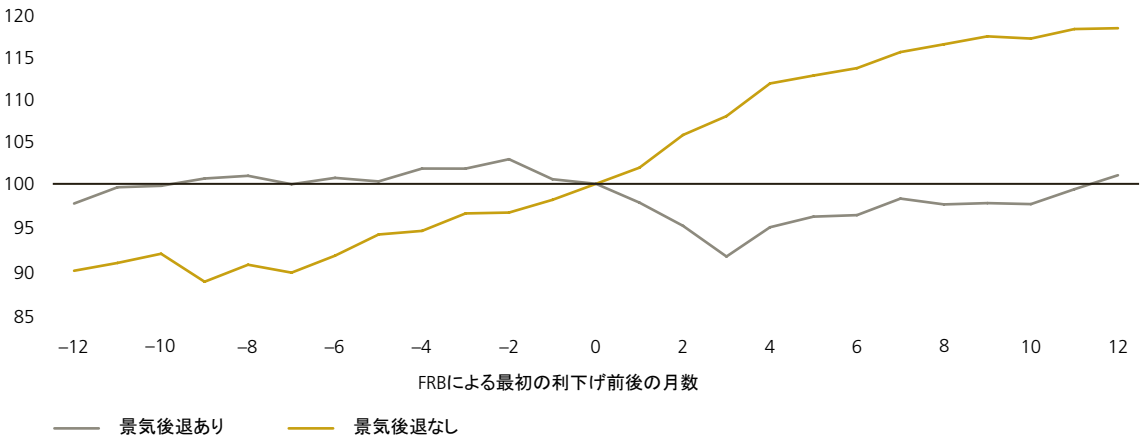
米国株式については、マクロ経済や構造的要因、さらに企業業績のいずれの点からも強気の見通しである。米国の堅調な経済成長とFRBの利下げは、歴史的に見て、米国株式にとって強力な組み合わせである。過去を振り返ると、FRBが利下げをして米国が景気後退に陥らなかった時には、米国株式は最初の利下げから12カ月で平均18%上昇している。

直近の決算発表シーズンで、AI関連の設備投資が依然として堅調だと示されたことから、我々は米国テクノロジー株に対して強気の見通しだ。増益基調は、米国のテクノロジー以外の産業にも広がっており、米国で規制緩和と減税が実施されると、この傾向に拍車がかかる可能性がある。

バリュエーションは過去の水準と比較して割安ではない。12カ月予想株価収益率(PER)で見ると、S&P500種株価指数は20年平均である16倍に対して、現在は22.3倍で取引されている。しかし、このバリュエーションは、堅調な米国経済と構造的な追い風により妥当と考える。

景気後退入りしなければ、利下げは米国株式を下支えする

FRBの利下げ後のS&P500種株価指数の平均パフォーマンス(利下げ日を100として指数化)



出所:ブルームバーグ、UBS、2024年11月

米国：AI、テクノロジー、金融、公益事業が更なる上昇を牽引

我々は、米国株式はAttractive(魅力度が高い)と判断し、S&P500種株価指数は2025年末までに6,600と、現在よりも約10%高い水準に到達するとみている。

米国経済は堅調で、株式市場の下支え要因となっており、AIや電力・電源への投資をめぐる構造的な追い風が、我々の強気見通しを後押ししている。半導体、クラウドサービス・プロバイダー、通信機器、データセンターなどの分野を含むAI関連企業は、S&P500種株価指数の時価総額の3分の1超を占めている。我々は2024年、2025年におけるS&P500種構成企業の1株当たり利益(EPS)の伸び率をそれぞれ約11%、約8%と予想している。

米国株式のセクター別では、テクノロジー、公益事業、金融などをAttractiveとみている。

- **テクノロジー**：AIインフラへの投資は依然として旺盛である。AIに必要な主要半導体部品は、2025年も供給制約が続き、価格は下支えされるだろう。さらに、同セクターは、PCやスマートフォンの最終需要の改善による恩恵を受けるとみられる。関税の逆風に晒される可能性はあるが、中期的には、構造的な成長ストーリーを打ち消すほどの影響はないと考える。我々は、AI関連の半導体銘柄や米国の超大型株に、特に大きな投資妙味があるとみている。

- **公益事業**：再生エネルギー関連の公益事業会社は、短期的には下落圧力を受ける可能性があるものの、AIデータセンターの著しい成長が電力需要を押し上げ、電力価格の上昇をもたらすと予想する。こうしたトレンドに実質的に関与しているのは、セクター全体の約20~25%だ。ディフェンシブな性質を持つ同セクターは、経済成長への懸念が高まった場合にも、ポートフォリオを安定させる効果が見込めるだろう。

- **金融**：FRBの利下げは資金調達コストの低下、ローンの伸び率の上昇、資本市場の活発化をもたらすだろう。大統領選挙を経て、同セクターは規制緩和の恩恵も受けると予想される。

アジア：多様な成長機会
アジア市場(日本を除く)は全般的にAttractiveとみており、MSCIアジア指数(除く日本)は、2025年末までに約15%のリターンを挙げると予想する。

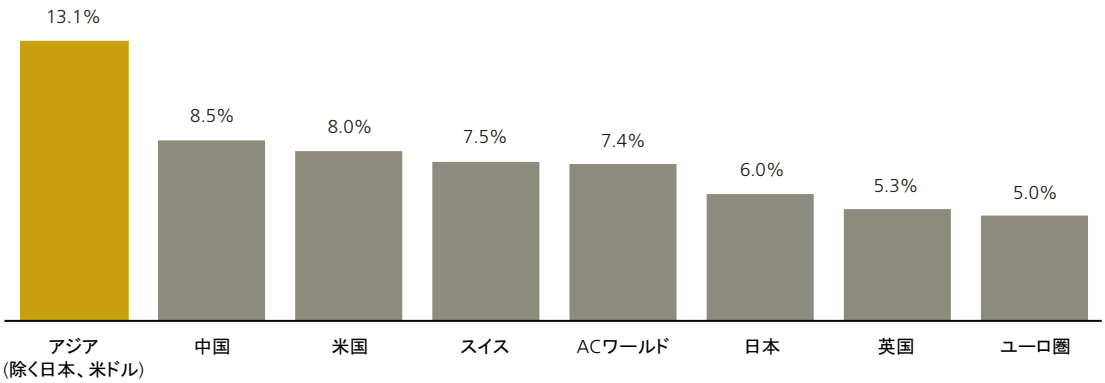
関税は中国に逆風となる可能性が高いが、アジアのその他の国に関しては、AI投資、高いGDP成長率、米国およびアジアでの金利低下が下支えとなるだろう。

日本を除くアジア市場は、米ドルベースで見た2025年の増益率予想が13%と、世界でも特に魅力的な利益成長が期待できると予想する。

- **中国**：今後数カ月は、米国による関税や、景気刺激策の内容が期待を下回る可能性が、中国株式に対してリスク要因となる。こうした状況を踏まえ、我々は金融、公益事業、エネルギー、通信など、ディフェンシブで高配当利回りのバリュー・セクターのパフォーマンスが他セクターを上回ると予想する。インターネット関連銘柄の株価調整は、同セクターの魅力的な成長見通しとバリュエーションから、数年にわたって銘柄を保有したい投資家にとっては、買いの好機となる可能性がある。
- **台湾**：台湾はAttractiveと判断する。貿易動向に敏感な市場ではあるが、輸出の主軸である半導体は他地域での調達へと容易に代替できるものではなく、AI需要も引き続き堅調と予想される。また、高い価格決定力によって、2025年の粗利益は市場予想を上回る可能性がある。

アジア市場(日本を除く)が世界の企業利益成長を牽引

CIOによる主要株式市場(MSCI指数)の2025年EPS伸び率予想



出所：UBS、2024年11月

- **インド**：インド市場もAttractiveとみている。市場が内需主導型で、人口動態も好ましい状況にあるという構造的な要因が、高いGDP成長率を下支えしており、MSCIインド指数の1株当たり利益(EPS)の伸び率は2024-25年度（2024年4月~2025年3月）に12%、2025-26年度に14%と予想する。世界的な貿易戦争が発生した場合でも、インドは経済が国内主導であり、米国との政治的な結びつきも強いため、貿易摩擦が悪化する可能性は低く、他地域に比べれば状況は良好と考えられる。インド株式は2024年に力強く上昇した後、調整して、今後12カ月の見通しが改善したとみられる。

- **日本**：日本株式についてはNeutral(中立)と判断し、米国次期トランプ政権への移行後の上振れ余地は限定的とみている。為替が安定し、米国経済も堅調を維持し、賃金の上昇が続き、実質賃金がプラスに転じることで、株式のファンダメンタルズは支えられるだろうが、関税引き上げや、2024年8月のような急速な円高の可能性といったリスクもある。

欧州：ユーロ圏の中小型株とスイスの高クオリティ配当株に注目

次期トランプ政権下では関税が引き上げられる可能性があり、欧州企業にとっては懸念事項である。とりわけ、中国市場にエクスポージャーを持つ、一般消費財、資本財セクターなどの景気敏感銘柄が該当する。我々は欧州企業の利益成長率が他地域よりも低くなるとみており、欧州株式のパフォーマンスは米国株式を下回ると予想する。

しかし、堅調な経済成長、金利の低下、割安なバリュエーションは、一定の下支え材料になるだろう。MSCI欧州指数の12カ月先予想株価収益率(PER)は12.9倍で、我々は2025年末までのトータルリターンをおよそ6%と予想する。

我々は、金利低下と構造的な成長機会の恩恵を受ける銘柄を選好している。ユーロ圏の中小型株とスイスの高クオリティ配当株は、欧州の中でも、我々が注目している投資テーマだ。

- **ユーロ圏の中小型株**：ユーロ圏の中小型株は、大型株（MSCI EMU指数）に対する現在の相対PERが、20年ぶりの低水準となっている。金利低下や融資条件の改善、域内経済成長率の改善といった恩恵が期待できるだろう。また一部で、発電、脱炭素、オートメーションなどの構造的なトレンドへの投資機会も提供している。

- **スイスの高クオリティ配当株**：スイス・パフォーマンス指数(SPI)の配当利回りは3%と、スイス25年平均の2.4%を上回っている。財務体質と収益性が堅固なため、安定した株主還元が期待できると考える。

技術革新がもたらす投資機会

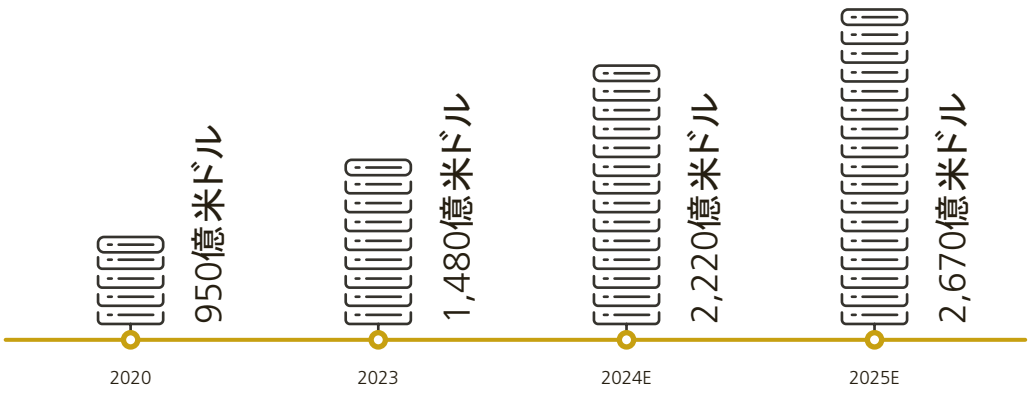
我々は、AIや電力・電源の分野での技術革新が、企業の力強く持続的な利益成長につながると予想する。こうした分野に投資することで、長期的に高いリターンを獲得できるだろう。

1. AIへの投資機会を捉える

我々はAIを2020年代で最も重要な投資機会の1つだとみている。急速なAI設備投資は、間もなくAIアプリケーションの成長につながり、AIバリューチェーンを構成する企業が創出する収益は、ChatGPTの登場からわずか5年後の2027年までに1兆1,000億米ドルを超えると予想する。投資家がこうしたAIの急成長から恩恵を受けるには、上場している超大型株と、革新的なプライベート(非上場)企業の両方に注目するとよいだろう。

大手テクノロジー企業による設備投資の増加がAIデータセンターのプラス要因に

大手テクノロジー企業4社の設備投資合計額



E:予想
出所:ブルームバーグ、ファクトセット、UBS、2024年11月

AIへの設備投資はここ数年で急増している。我々の推計では、大手テクノロジー企業4社による2024年の設備投資合計額は2,220億米ドル(前年比50%増)に達する見通しだ。こうした設備投資が、AIバリューチェーンの「イネーブリング層」としてAI開発の実現技術を提供する半導体企業やクラウドサービス・プロバイダーの大幅な利益成長を支えている。

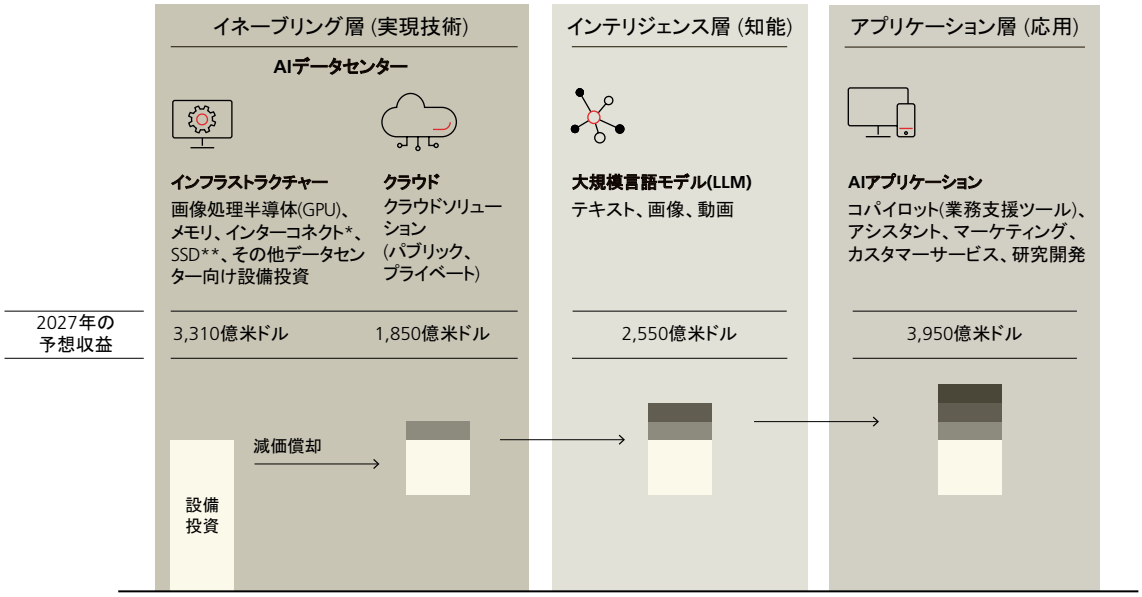
しかし我々は、さらなる成長余地があるとみている。我々は、イネーブリング層に属する企業の収益が、ChatGPTの登場からわずか5年後の2027年までに5,160億米ドルに達すると予想している。

こうした収益の大半は、AI向け半導体企業とクラウドサービス・プロバイダーによってもたらされる可能性が高い。

大規模言語モデル(LLM)といったAIの知能にあたる「インテリジェンス層」の収益も力強く成長するとみている。さらに、インテリジェンス層から提供されるツールを特定の目的で活用する「アプリケーション層」の収益は、2027年までに3,950億米ドルに達し、ヘルスケア、サイバーセキュリティ、フィンテックなどの様々な業界で、生成AIアプリケーションの成功事例が登場すると予想している。

AI市場がもたらす機会:積みあがる収益機会

AIバリューチェーン各層の2027年における予想収益



*インターコネクト:データセンターとクラウド間の接続
**SSD(ソリッド・ステート・ドライブ):メモリチップを使用した大容量記憶デバイス
出所:ブルームバーグ、UBS、2024年11月

AIの導入がもたらす商業的な効果は、ヘルスケア・セクターにおける創薬サイクルの短縮から、金融セクターにおけるコスト削減、サイバーセキュリティに対する需要の拡大に至るまで幅広い。

投資戦略

- 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。AI業界は急成長を遂げているため、この分野への資産配分が以前から少なかった投資家の場合、配分はさらに不足していることになる。AI関連銘柄への投資は、株式ポートフォリオのおよそ25%程度が中立的な配分と我々は考える。

- 第2に、当面はイネーブリング層への配分比率を高めることを勧める。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、妥当なバリュエーションといった最良の組み合わせを提供しているとみている。我々は、工場を持たず半導体チップ設計に特化した米国の大手ファブレス企業や、台湾のファウンドリ(受託製造会社)など、目下のAIインフラ投資から恩恵を受ける半導体企業を選好する。これらの企業は技術的優位性が高く、競合他社の製品で代替されるリスクが低いため、関税引き上げの影響も軽減できるだろう。アプリケーション層における具体的な投資機会は、今後数年で明確になるとみている。

- 第3に、上場している超大型株と革新的なプライベート(非上場)企業に投資を分散させることを勧める。これまでのところ、AIブームは最大手のテクノロジー企業に大きな恩恵をもたらしてきた。こうした傾向は新しいAI投資環境の特徴と考えられ、我々は、バリューチェーンに沿って垂直統合を遂げた「AIファウンドリ」や独占的な巨大企業によって市場が寡占状態になると予想している。一方で、プライベート投資に伴う低流動性などのリスクを許容できる投資家には、LLMやソフトウェア、データセンターなどの分野で事業を展開する非上場企業も魅力的な投資機会を提供するとみている。

2. 電力と電源に投資する

我々は電力および電源分野が革新的な成長を遂げるとみている。世界の電力需要が増すなか、発電、送配電や原材料の分野で大きな投資機会が生まれると考えられる。

AIデータセンターの増加、産業の電化、電気自動車(EV)の台頭、および世界的な気候変動対策によるエネルギー転換を背景に、電力需要は増している。我々は、経済の電力需要を賄うために、2030年まで必要になる投資額は年間3兆米ドルと見積もっており、電力と電源の分野のイノベーションに関連する企業は恩恵を受けると考える。

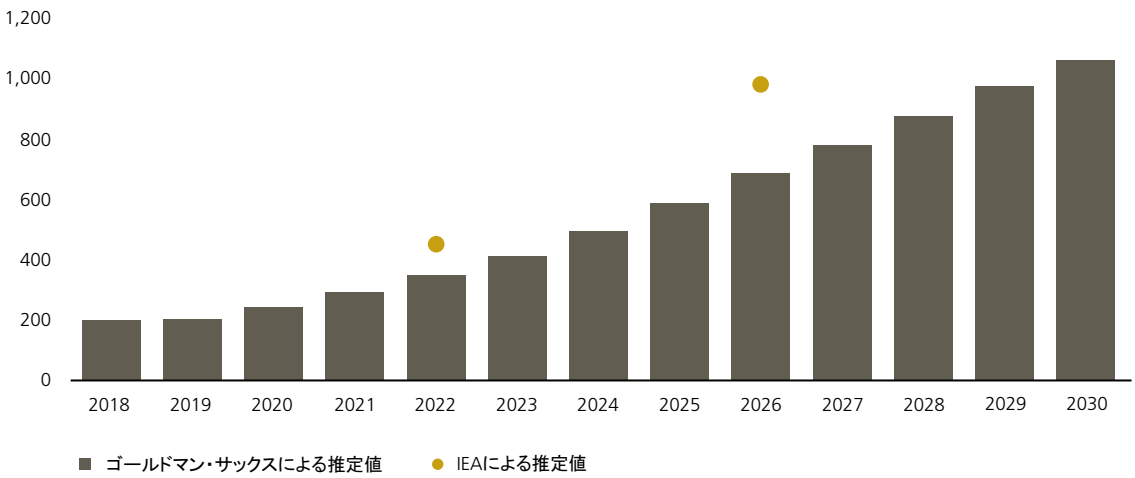
電力供給のバリューチェーンは原材料、発電、エネルギー貯蔵、送配電、そして消費(例えばデータセンター、輸送、冷暖房)などで構成される。現時点で最も投資妙味が高い分野は、送配電、データセンター、EVなどの輸送手段、およびエネルギー貯蔵だと我々は考えている。

消費:電力需要を加速させるデータセンター

大規模なAIデータセンターによって、電力需要は著しく押し上げられている。例えば、米国の大手半導体メーカーが手掛ける次世代画像処理半導体(GPU)1基あたりの年間電力消費量は、米国の平均的な家庭1世帯分に匹敵するとみられ、データセンターのサーバーラックには、1台あたり72基のGPUが搭載されているという。超大型データセンターを1つ冷却するためには、1日あたり4万トンの氷を溶かすほどの熱量を逃がす必要

AIの台頭でデータセンターがエネルギー需要を押し上げる見込み

世界のデータセンターによるエネルギー消費量の推定値(単位:テラワット時(TWh))



出所:Manaset et al. (2020年)、シスコシステムズ、国際エネルギー機関(IEA)、ゴールドマン・サックス、UBS、2024年11月

があるとされる。米電力研究所（EPRI）はデータセンターの電力使用量について、2030年までには全米の発電量の最大9%を占めるまでに増加すると予測する(現在は4%)。我々は他に、EVなどの輸送手段、冷暖房、およびエネルギー効率を高める設備といった分野が成長すると予想している。

送電と配電：今後力強く成長

電力供給のバリューチェーンのなかで最も急成長を遂げるのは、送電および配電の分野だとみている。先進国の送電網は、10年にわたって投資が落ち込んだ結果、今では大規模な設備更新を必要としている。新興国でも、電力需要の増大に応えるための大規模な増築が必要となっている。発電設備の小型化や分散化を進めるには、センサーやデジタル技術、負荷管理ソフトウェアなどを活用した新たな送電網を整備するための投資を加速させる必要がある。また、家庭や企業での電力使用量が増えるにつれ、変圧器や配電盤などの機器がより多く必要となる。

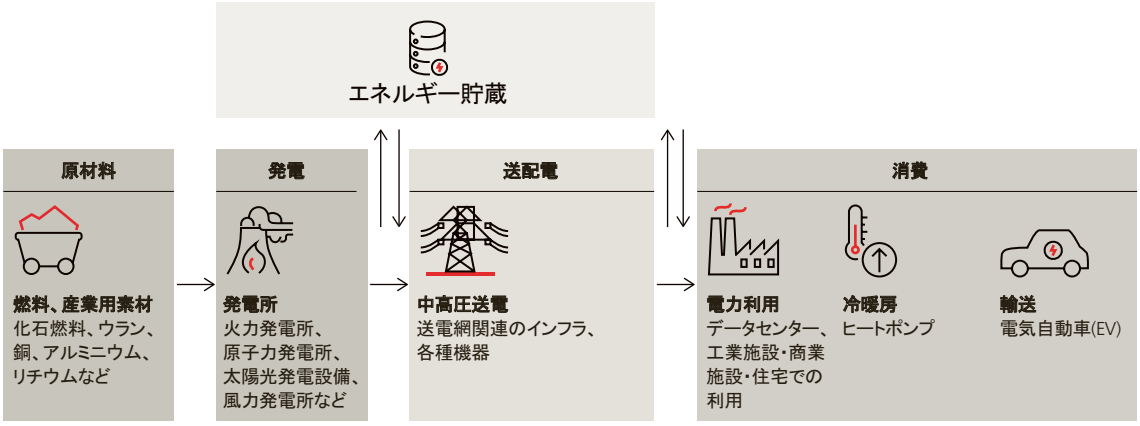
原材料：技術を支える金属への需要

銅やアルミニウムなど一部の金属は、電気部品や再生可能エネルギー技術に必要不可欠なため、需要が増えるとみている。関連鉱物資源を豊富に保有し、効率的な生産体制を備えている企業には、恩恵が見込まれるだろう。

発電とエネルギー貯蔵：長期成長が見込まれるも課題が多い

再生可能エネルギー、天然ガス・水素、および核エネルギーなどを利用した発電技術は、長期的に成長するとみている。しかし、発電容量を増やす過程は複雑であり、非常に時間がかかる。土地や資金が必要となり、送電網の管理も求められるからだ。設備の需要増加は将来の供給過剰につながり、関税はサプライチェーンに影響を及ぼす可能性がある。財務状況が健全なうえ、太陽光発電や風力発電、原子力発電、および天然ガスや水素を利用した発電などの技術で競争優位性を備えた企業が優位に立つだろう。次世代蓄電池や小型モジュール原子炉(SMR)などの新興技術には、目先の成長機会があるだろう。

電力供給のバリューチェーン



出所：UBS

米ドルから他通貨への分散を図る

米ドルは短期的には上昇の可能性があるものの、いずれ米国金利低下に伴い下落するとみている。投資家は米ドル高局面を利用して、他通貨への分散を図ることもできる。

米ドル：上昇には限界がある
米ドルは不確実性の高い局面に入ろうとしている。

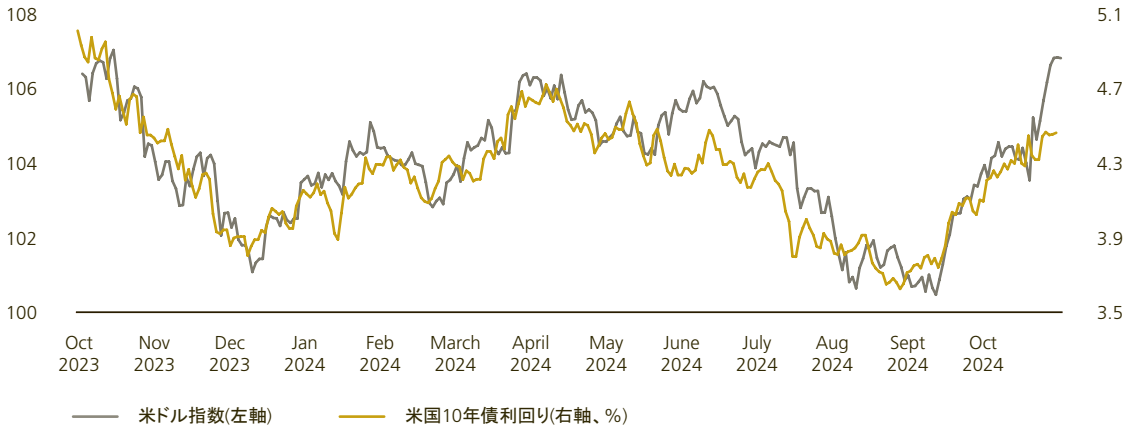
減税と規制緩和が実施されれば、米国市場への資金流入が活発化し、移民対策は労働市場を逼迫させて、金利の高止まりにつながる可能性がある。関税強化もまた、米ドル高の要因となりうる。

しかし、FRBによって高い金利が長期にわたって維持される可能性を、市場は過大に見積もっていると我々は考える。加えて、米国の債務水準の先行きや予測不可能な外交政策をめぐる懸念は米ドルの下押し圧力になる。

短期的には、新たな政策の発表により米ドルが押し上げられる可能性があるものの、米国金利の低下に伴い、ユーロ／米ドルは2025年末までに1.12に向けて上昇（米ドル安方向）すると予想する。投資家は米ドル高局面を利用して、他通貨への分散を図ることを検討することもできる。

米ドル高が進行している

米ドル指数(左軸)、米国10年債利回り(右軸、%)



出所：ブルームバーグ、UBS、2024年11月

ユーロ：期待の低さが投資機会に
我々はユーロ圏経済が力強く成長するとはみていないが、2024年よりも成長率はやや上昇すると予想する。さらに、ユーロ圏の投資家センチメントは低調であることから、ユーロに関してはポジティブサプライズの余地があるとみる。我々の基本シナリオでは、ユーロ圏の国債利回りが既に低い水準からさらに大きく低下するとは予想していない。

ユーロは米ドルに対して短期的には弱含むが、今後1年を通して強含み、ユーロ／米ドルは2025年末までに1.12に向けて上昇すると予想する。

スイス・フラン：利下げは概ね完了
スイス国立銀行が2024年に3度の利下げを実施したことを受けて、2025年は25bpの利下げが2回のみ実施されると予想している。スイスの国債利回りが既に低い水準からさらに大きく低下するとは予想していない。これにより、利回り格差が縮小し、相対的にスイス・フランを下支えするだろう。また、地政学的緊張が高い状況が続く場合、安全資産への需要が引き続きスイス・フランの下支え要因になるとみており、2025年末時点の米ドル／スイス・フランを0.84と予想する。

英ポンドと豪ドル：利回りが魅力的な先進国通貨
英国とオーストラリアのインフレおよび経済成長の動向を踏まえると、緩やかな利下げペースにより、トータルリターンが他の先進国通貨を上回ると予想する。

2025年12月時点の豪ドル／米ドルおよび英ポンド／米ドルをそれぞれ0.68、1.35と予想する。

円と人民元：円は上昇、人民元は下落を予想
円は2025年に上昇し、ドル円は年末までに145円に達すると予想する。FRBが利下げを実施する一方で、日銀が利上げを実施し、日米金利差は2025年に縮小すると見込まれるからだ。さらに、トランプ次期大統領は円安を批判しており、日本の政策当局も160円を超える円安は容認しがたいだろう。円高は米国と日本の双方の利益に合致する可能性がある。

米国による中国への関税強化で人民元安が進み、米ドル／人民元は2025年末までに7.5に向けて上昇すると予想する。

金(gold)を選好する

我々は2025年に、金価格がさらに上昇すると予想している。金利の低下や根強い地政学的リスクなどを背景に、投資家や中央銀行による金の購入は続く可能性が高い。ただし、日本やスイスのように通貨が安全資産とみなされている国の投資家は、ポートフォリオにおける金の配分を最大5%程度とするのが適切な配分比率と考える。金以外では、銅などの一部金属にも長期的な投資機会があるとみている。発電、エネルギー貯蔵、EVなどの輸送手段への投資が拡大するなかで、需要が増加しているからだ。

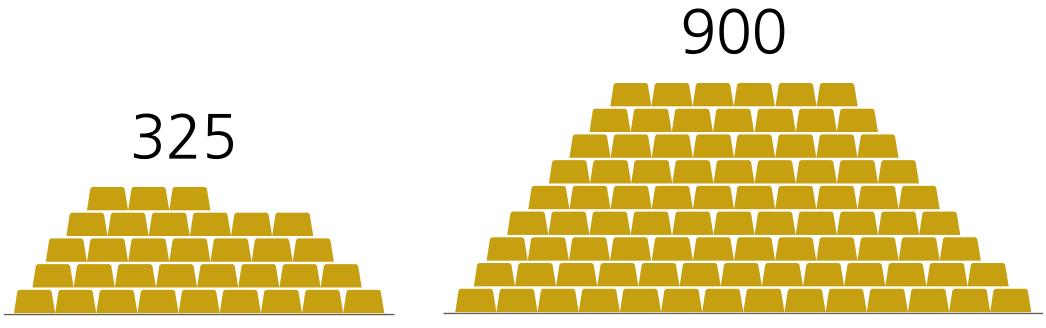
金価格にさらなる上昇余地

金価格は過去最高値の更新が続き、1オンス当たり2,790米ドルを超えた。2024年10月30日時点での年初来上昇率は35%だ。米国大統領選挙の投票日以降は、トランプ氏の勝利が決定的になったことと、その政策によって米国株式への恩恵が見込まれることを背景に、金はやや値を下げている。

我々の推計では、各国中央銀行による2024年の金購入量はおよそ900トンで、2010年代の年平均購入量(およそ325トン)を大きく上回る水準で今後も推移するとみている。加えて、実質金利の低下、米ドル上昇の陰り、地政学的不透明感の高まりなど、以前から金の上昇を牽引してきた要因が、2025年には再び強まると考える。

中央銀行からの需要が金価格を支えている

各国中央銀行による金購入量(単位:トン)



出所:国際通貨基金(IMF)、ワールドゴールドカウンシル、UBS、2024年11月

2025年の金価格は、上場投資信託(ETF)への資金流入量の一段の増加に下支えされ、さらに上昇して最高値を更新し続ける可能性があるとみている。2024年7-9月期（第3四半期)の純資金流入額は、2022年第1四半期以降で最大となった。

金属の上昇機会を捉える

産業用金属は、ここ数カ月逆風にさらされている。中国の経済指標が軟調だったことや、米国で気候対策関連支出が削減される可能性があることが、長期的な供給不足以上の懸念材料となっているためだ。しかし2025年は、世界的なエネルギー転換の継続や、複数の新規鉱山プロジェクトの頓挫を背景に、需給関係の引き締まりが金属価格を再び下支えすると考える。例えば、銅価格は2025年末までに、過去最高値に近い1トン当たり1万1,000米ドルに達するとみている。また、マンガンやレアアースおよびリチウムといった、より希少な鉱物にも投資機会があるだろう。こうした鉱物に直接投資するのは複雑さを伴うため、これらの鉱物の採掘および精錬・加工関連銘柄への投資を勧める。

原油：供給量の下振れにより価格は上昇

2025年は、原油市場が過剰供給に陥るという見方がコンセンサスとなっている。だが、現在の原油価格の低迷を受け、米国における供給量の伸びが予想を下回る可能性があると我々はみている。また、市場が供給増を吸収できずに価格が下落する場合、石油輸出国機構(OPEC)加盟国と非加盟の産油国から成る「OPECプラス」は、供給量を増やすことに慎重になる可能性が高い。さらに、イランとベネズエラに対する新たな制裁が供給量に影響を与えるかもしれない。

一方、堅調な経済成長、世界的な利下げ、および財政刺激策によって、原油需要はやや増えるだろう。よって、原油価格は現在低迷しているものの、2025年に緩やかに上昇すると予想する。

卑金属のなかでは、特に銅に投資機会があるとみている。

不動産の投資機会を捉える

金利低下を受けて、世界の住宅用および一部商業用不動産への投資見通しは明るいとみている。不動産の需要が拡大する一方で、供給は不足し、かつ減少傾向にある。セクター別では、物流、データセンター、集合住宅などに投資妙味がある。世界の不動産取引は、借入コストの上昇や市場センチメントの悪化によって、これまで大きく打撃を受けてきた。だが今後は、借入コストの低下や魅力的なバリュエーション、プライベート・クレジット分野の潤沢なドライパウダー(待機資金)などを追い風に、取引が活発化すると予想する。

金利低下が追い風に

ここ数年は、金利上昇が不動産投資の逆風となっていたが、金利サイクルの転換により、下押し圧力は緩和に向かう見通しだ。借入コストの低下で取引活動が再び活発化する一方、還元利回り(キャップレート)の低下により、資産価格は下支えされるだろう。総じて言えば、世界的には、旺盛な需要と供給不足により空室率が低下し、賃料の伸びが加速して、住宅用および一部商業用不動産の価格が上昇すると予想する。

アジア太平洋地域の商業用不動産については、金利低下と底堅い需要が、シンガポールの資産価格にプラスとなるだろう。日本では、利上げの可能性はあるもの、インフレ率の上昇や空室率の頭打ちなどにより、純資産価値は下支えされると予想する。香港では、金利の低下は支援材料だが、オフィス・セクターは、新規物件の過剰供給、高止まりする空室率、新規オフィスに対する構造的需要減退などによる下押し圧力が続いている。シドニーでは、下落余地は限定的とみているが、目先で新規オフィス物件の完成が続くほか、貸し手が借り手に提供するリース・インセンティブ*は賃貸総額の30%相当で高止まりしているため、本格的な回復はまだしばらく先になる見通しだ。

同様に、アジア(日本を除く)の金利低下により、2025年は住宅用不動産も価格上昇と取引の活発化が促されるだろう。とは言え、重要なのはやはりファンダメンタルズ(基礎的条件)である。香港の住宅市場では、金利は低下しているが、当面は過剰供給と売れ残り在庫が住宅価格上昇の重石になるだろう。逆にシドニーでは供給不足が続いている。シンガポールでは、供給のボトルネックが解消しつつあることから、今後価格の伸びは減速する見通しだ。日本では、利上げの可能性はあるものの、旺盛な需要が住宅価格を支え続けるだろう。よって、2025年の住宅価格は、香港は概ね横ばい、シンガポールとシドニーは1桁台前半の伸び率を予想する。

投資機会

以下に、アジア太平洋地域の上場およびプライベート市場の2025年の不動産投資における注目点と注意点を示す。

- **商業用**:物流用不動産、データセンターおよびその関連施設、通信タワーは、参入障壁が高いAIやeコマースの好調なトレンドを追い風に、世界的に有望である。

*一定期間の賃料免除、賃借人の内装費用の一部負担など。

- **住宅用**：集合住宅や高齢者施設、学生向け賃貸住宅セクター等に幅広く投資することを勧める。ただし、英国と中国の同セクターについては、あまり楽観視していない。オーストラリアの高クオリティREITと東京のデベロッパーを選好するが、日本のREITには慎重な姿勢を維持する。

- **リテール用**：シンガポールや香港のREITなど、一部に投資機会がある。

- **オフィス用**：慎重なスタンスで臨むことを勧める。都市の中心部に位置するグレードの高いオフィス・スペースを選好する。グレードが低く古い物件よりもパフォーマンスが高いと見込まれるからだ。香港とシドニーのオフィス市場については、先行き不透明感がまだ払拭されていない。

上場市場のパフォーマンス

上場市場については、全体として2桁台のリターンを見込む。米国の不動産企業は財務内容が健全であるが、世界的な金利引き下げと純資産価値の上昇がとりわけ大きな追い風となるのは、シンガポールのデベロッパーとREIT、および日本のデベロッパーだろう。米国や欧州の同業者と比較して、投資環境の改善がまだ十分に価格に織り込まれていないとみられるからだ。香港のデベロッパーのバリュエーションは、金利低下により2024年の底値から回復した。今後のバリュエーションの傾向は、物件の売れ行きに左右されるだろう。

プライベート市場の戦略

プライベート市場は上場市場と同様のパフォーマンスを見込む。特に主要セクターでは、賃料収入（インカムゲイン）の創出と資産価値の上昇（キャピタルゲイン）を実現できる、コア*／コアプラス**不動産戦略マネジャーが有望とみている。また、株式非公開化、流動性ニーズを抱えた資産保有者とのジョイントベンチャーを通じて、機動的に資産を購入できるマネジャーも選好する。加えて、不動産デット（不動産を担保にした金融商品やローン）にも投資機会が見出せる。

直接不動産投資の地域的なばらつき

地域別では、賃料の堅調な伸びや金利低下を背景に、カナダ、米国、欧州大陸部における直接不動産投資が特に魅力の高いリターンを提供すると考える。一方、英国の住宅市場は、手ごろな価格の住宅を取得することが困難になっているため、あまり楽観視できない。中国については、ここ2~3年で住宅価格が下落し、市場の安定化に向けた刺激策も導入されたが、住宅用不動産への投資全般については依然慎重な見方を維持している。

> 不動産市況は2025年に回復へ向かい、住宅用および一部商業用セクターへの投資機会が広がると予想する。

*コア：不動産賃貸からの安定的な賃料収入（インカムゲイン）の獲得を主目的とする戦略

**コアプラス：インカムゲインを主目的としながらも、売却時の収入（キャピタルゲイン）も同時に目指す戦略

今後10年の見通し

今後10年は、債務(Debt)、グローバル化の変容(Deglobalization)、人口動態(Demographics)、脱炭素化(Decarbonization)、そしてデジタル化(Digitalization)の「5つのD」が、投資家に機会とリスクをもたらす重要な要素となるだろう。5つのDは、長期的には経済成長を加速させ、インフレ率上昇局面をもたらすと我々はみている。

経済成長への影響 ◎ **インフレへの影響** ◎
投資アイデア 実物資産

◎ 中立の影響

債務:
高まる懸念

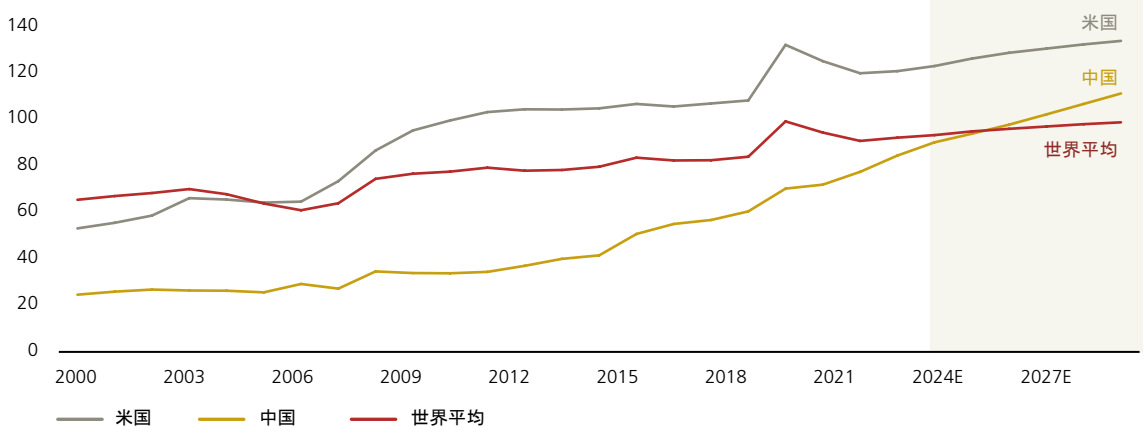
新型コロナウイルスのパンデミックを受けて実施された異例の財政刺激策、人口の高齢化、防衛費増額によって、2020年代初め以降、政府債務は大幅に増加している。

債務水準が大幅に上昇しているため、将来の景気後退やインフレショックに対処する各国政府の能力は低下している。そのため、財政の持続可能性をめぐる懸念に反応して、長期国債の利回りが変動するリスクが高まっている。債務水準上昇に対処する手段として、増税が実施される可能性もあるだろう。

政府が中央銀行に頼り、債務を賄うための資金を確保しようとするリスクが高まっているため、我々はポートフォリオにおける株式や実物資産(不動産、インフラストラクチャー、金(gold)など)への配分を増やすことを勧める。こうした資産のリターンはキャッシュや債券に比べ、インフレ率の上昇を十分に相殺する可能性が高いからだ。

米国と中国を筆頭に、世界の政府債務水準はさらに上昇するとみられる

公的債務の対GDP比(色付きの部分はIMF推定値)



E:予想
出所:国際通貨基金(IMF)、UBS、2024年11月

グローバル化の変容：パラダイムシフト

パンデミック、ナショナリズムの高まり、地政学的な緊張、さらにはテクノロジーの発展に影響され、ここ数年で世界のグローバル化は後退している。その結果、各国は自国の利益を優先するようになり、貿易障壁や保護主義的な政策が増加した。そして、「アメリカ・ファースト(米国第一主義)」の方針を掲げるトランプ氏が米国の大統領に選出されたことで、世界秩序のさらなる変化が促される可能性がある。

東欧や中東などで続く紛争はこの流れをいっそう加速させており、不確実性を高め、国際的な協調姿勢を後退させている。テクノロジーの進化は、グローバルなコミュニケーションを促進する一方、より自給自足的な経済構造の構築を可能にしている。

経済成長への影響 ○	**インフレへの影響** ＋ ＋
投資アイデア	インフラおよびリショアリング関連企業

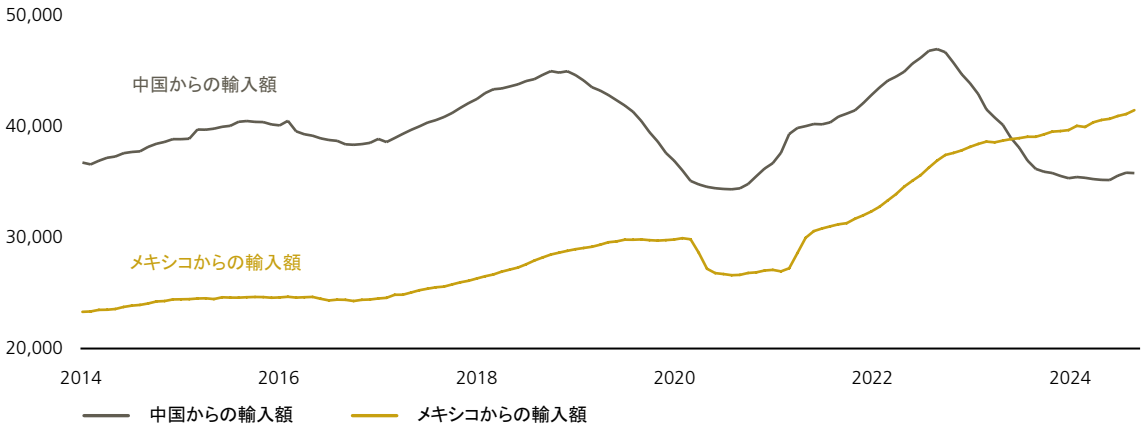
○ 中立の影響　＋ プラスの影響

貿易や資本の流れに対する制約が増えれば、消費者や企業が負担するコストの増加や、世界の経済成長率の鈍化、インフレ率の上昇をもたらす可能性がある。防衛費増額も、債務とインフレ率の上昇を招くと予想される。

このような逆風がある一方、グローバル化の変容は、一部の分野では成長の機会を提供する。各国がサイバーセキュリティや国家安全保障に注目するなか、こうした分野の投資やイノベーションが活発化し、新たな成長ドライバーとなるだろう。リショアリング(生産拠点の国内回帰)、オートメーション、国家安全保障に関連する企業は、需要の拡大が追い風になるとみている。

米中貿易摩擦により、米国ではメキシコからの輸入が増加している

米国における中国およびメキシコからの輸入額(単位：100万米ドル、12カ月移動平均)



出所：ブルームバーグ、UBS、2024年11月

人口動態：
焦点はロンジェビティ(健康長寿)

人口動態は緩やかに変化するものだが、2020年代に入って以降、そのパターンは既に大きな変化をとげている。国連によると、65歳以上の人口は過去5年間に世界でおよそ1億人増加している。

米国と欧州および東アジアで人口が高齢化する一方、アフリカと南アジアは若年層が多く、人口全体の増加ペースも速い。こうした状況は、課題と機会の両方をもたらすと考えられる。経済成長やインフレへの影響は、各国・地域が、あるいは国際社会全体が、移民にどう対応するかで大きく変わるだろう。

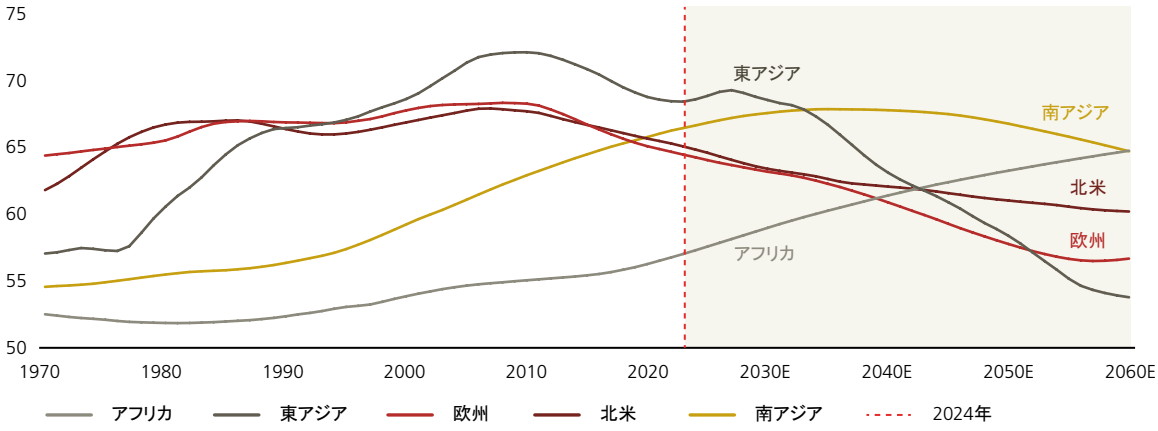
投資の観点からは、先進国における人口の高齢化によって、ロンジェビティ(健康長寿)の分野でイノベーションによる投資機会が生まれると我々は予想する。

経済成長への影響 ◎ **インフレへの影響** ◎
投資アイデア ロンジェビティ関連企業

◎ 中立の影響

生産年齢人口伸び率の地域間格差は大きい

全人口に占める生産年齢人口(15~64歳)の割合(%、国連の推計値を含む)



E：予想
出所：国際連合経済社会局人口部(2024年)、UBS、2024年11月

脱炭素化：電力と電源

経済成長への影響 ⊖ **インフレへの影響** ⊕ ⊕

投資アイデア 電力・電源分野のイノベーション関連企業

⊕ プラスの影響　⊖ マイナスの影響

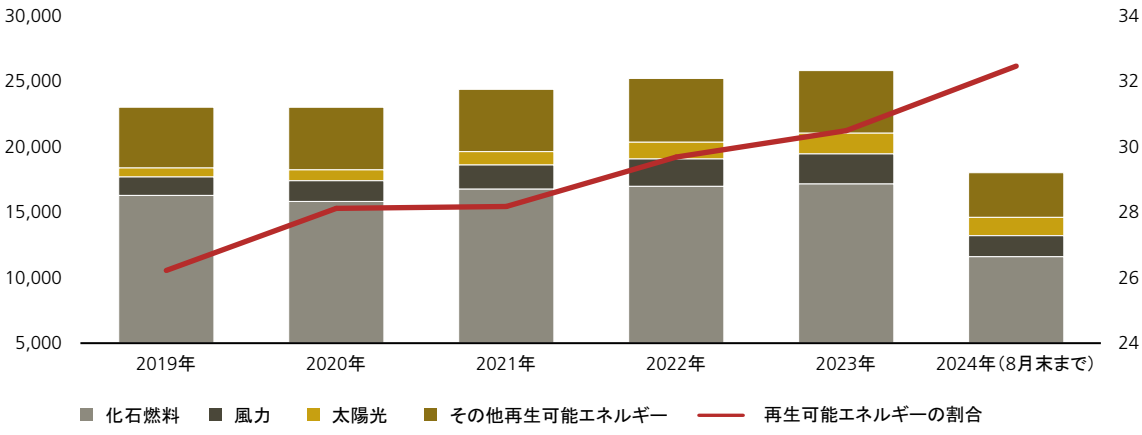
2020年代初め以降、世界のエネルギー構成における再生可能エネルギーの割合は増加しており、化石燃料の割合は減少している。今後は、脱炭素化を促す規制圧力が継続し、資源保護主義、環境税、保険料の上昇、特定のエネルギー源に対する規制といった要因によって、希少資源の価格が押し上げられる可能性があると我々はみている。

各国・地域において、特にAIの利用拡大でエネルギー需要が増えた場合などに備え、社会がエネルギーコスト上昇を受け入れる準備ができているかは、依然として不透明だ。こうした課題はあるが、エネルギー需要の増大に応えつつ持続可能性の目標を達成するために必要な大規模投資によって、経済成長が促される可能性もある。

脱炭素の分野における最大の投資機会は、電力および電源分野のイノベーションに取り組む企業にあると考える(35頁参照)。

世界の電力構成における再生可能エネルギーの割合は上昇している

エネルギー源別の発電量(左軸、テラワット時(TWh))、電力構成における再生可能エネルギーの割合(右軸、%)



出所：エンバー、UBS、2024年11月

デジタル化：AI革命

経済成長への影響 ⊕⊕ **インフレへの影響** ⊖⊖
投資アイデア AI関連企業
⊕ プラスの影響 ⊖ マイナスの影響

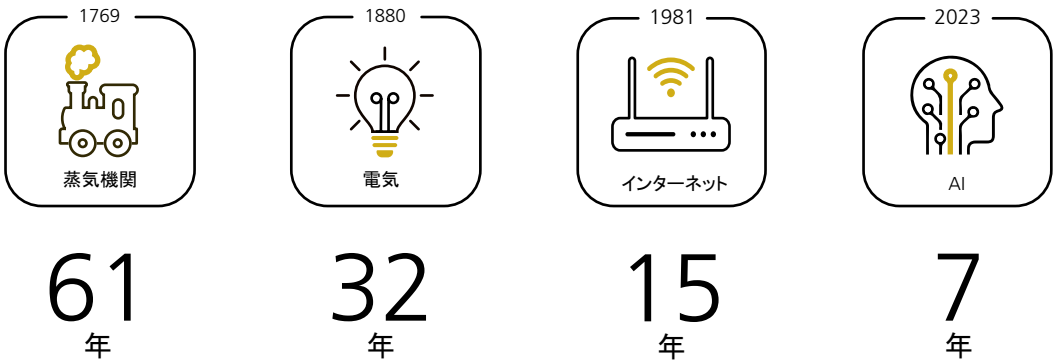
AIは、21世紀最大の影響力を持つイノベーションの1つと言えよう。市場の関心はこれまでのところ、AIの実現技術を提供するイネーブラー企業に集まっているが、最終的には、AIが様々なセクターで効率化とイノベーションを後押しし、定型業務の自動化から先進的なデータ分析に至るまで、新しいビジネスモデルの実現を可能にすると予想している。

AIの潜在力が発揮されれば、それが生産性革命のきっかけとなり、さまざまな財とサービスの価格低下や、経済成長率の上昇に寄与するだろう。過去の事例を見れば、AIの潜在力の規模を予想することは可能だ。PCは1986年から2000年までの間に労働生産性を18%高め、インターネットは2000年から現在までの間に労働生産性を20%高めた。我々はAIが労働生産性を15%高めると想定し、生み出される価値は4兆4,000億米ドルに達すると見積もっている。

マクロ経済レベルでは、AI革命が今後数年にわたりインフレ率の低下と経済成長率の押し上げに寄与し、実質金利の上昇を招くだろう。企業単位では、AIバリューチェーンを構成するイネーブリング(実現技術)層、インテリジェンス(知能)層、アプリケーション(応用)層の3つの層にわたって成長するとみている(33頁を参照)。

イノベーションが生産性向上につながるまでの期間は短くなっている

技術革新が起きてから生産性が向上するまでの年数(AIはJPモルガンによる予測)



出所：JPモルガン、Crafts (2021年)、全米経済研究所(NBER)、米商務省経済分析局(BEA)、2023年12月

資産クラス別見通し

2020年以降、キャッシュのリターンはインフレ率を上回ることが難しくなり、債券は金利上昇の逆風に直面した。対照的に、株価は大きく上昇し、プライベート市場やコモディティも好調なリターンを提供した。今後については、株式とプライベート市場が引き続き最も高い潜在リターンを提供すると予想する。

キャッシュ

ここ数年は金利の上昇がインフレ率の高騰に追いつかず、キャッシュの実質リターンは低調だった。2020年以降、キャッシュの実質購買力は米ドルベースで8%低下、ユーロベースで13%低下、スイス・フランベースでは6%低下している。

キャッシュは主要資産クラスの中でも、パフォーマンスが低い状況が続くと予想する。利下げサイクルが進行する中、キャッシュの将来のリターンは低下が見込まれる。一方、グローバル化の変容、脱炭素化、債務の増大、高齢化といった長期的なトレンドは、インフレ率を断続的に押し上げ、キャッシュの実質リターンは減るだろう。

投資家には、余剰キャッシュやマネー・マーケット・ファンド(MMF)等を、より高利回りで持続的な収益を生む他の資産への投資に回すことを勧める。

国債

国債の直近のパフォーマンスは、5年ベースで近年最低の水準まで低下し、ブルームバーグ米国総合国債指数の名目リターンは-2.8%に沈んだ。

足元では利回りの上昇、インフレ率の低下、各国中央銀行の利下げ見通し等を背景に、国債を取り巻く条件は改善している。

とは言え、政府の財政は逼迫していることから、投資家が国債に求めるリスク・プレミアムは一段と上昇する可能性がある。また、中央銀行はバランスシートを調整することで金融市場の機能を安定させる可能性もあるが、投資家は長期債のボラティリティの上昇に備えておく必要があるだろう。

これらを踏まえ、投資家には、ポートフォリオのコア部分を担う国債を投資適格債、債券ヘッジファンド戦略、プライベート・クレジット・ファンドなどの代替的な収益源で補うことを勧める。

クレジット

社債も近年、金利やインフレ率の上昇、パンデミックの影響等の逆風に直面してきた。しかし、予想を上回る米国の経済成長や、家計および企業の健全なバランスシートを背景に、見通しは回復している。今後は、ここ数年よりも高いリターンが社債から得られると予想する。

だが、今後数年にかけては課題もある。特に、債券投資家は投資ニーズの変化や債券発行体の収益性の変化、債券指数の構成の変化等を消化していく必要がある。しかし、バランス型ポートフォリオにおいては、クレジットへの分散投資が引き続き重要な要素である。

株式

株式は2020年代の幕開けこそ厳しかったが、その後の5年間は極めて力強いパフォーマンスを発揮した。リターンを牽引したのは米国株式で、本稿執筆時点でS&P500種株価指数の過去5年間のリターンは約111%に達している。テクノロジー株はパンデミックの期間中に大きく上昇し、ここ数年はAIの進化によりさらに押し上げられた。

現在、米国株式市場のバリュエーションは過去平均よりも高いが、我々はリターンの長期見通しについて強気である。今後数年は、AIの収益化が米国の大手ハイテク企業の追い風となり、その他のセクターや市場もAIの導入により生産性や利益率の向上が期待される。また、株式は債券に比べ、インフレ率上昇による影響が軽微にとどまると予想する。大手企業はコスト高を販売価格に転嫁できると考えられるからだ。

株式は今後も、ポートフォリオの長期成長の主要な原動力となるだろう。投資家には、AI関連銘柄への十分な投資を維持するとともに、グローバルに分散投資することを勧める。

オルタナティブ(代替)資産

ケンブリッジ・アソシエイツのデータによると、2020年以降、プライベート・エクイティのリターンは米国上場株式のリターンを上回っている。加えて、株式公開を遅らせたり、非公開を選択する企業が増加し、プライベート・エクイティの投資機会はさらに拡大している。また、プライベート・クレジット・ファンドは、銀行融資が撤退した分野に進出しており、ダイレクト・レンディングはレバレッジド・ローンよりも高いリターンを実現している。

今後15年にわたり、プライベート市場からは引き続き高いリターンが見込まれ、なかでもプライベート・エクイティは最も高い絶対リターンを実現すると予想される。また、デジタル化や脱炭素化に必要な資金の規模を考慮すると、プライベート市場の機会はさらに拡大すると見込む。

流動性と透明性の低さを許容できる投資家にとっては、オルタナティブ投資はリターンを生み出す重要な手段の1つであり、ポートフォリオの安定化にも寄与する。

コモディティ

UBSブルームバーグCMCI総合指数は、エネルギーおよび工業用金属に対する世界的な需要の高まりを背景に、過去5年間で約75%のリターンを達成した。インフレ率の上昇は、ヘッジ手段を求める投資家からのコモディティ需要を押し上げた。

今後については、様々な長期的要因がコモディティの見通しに影響を与えるだろう。グローバル化の変容は地域的な供給不足につながり得る。EVへのシフトと脱炭素インフラへの継続的な投資は、幅広い金属や鉱物の需要を押し上げる。また、AIの利用拡大によりエネルギー需要も増大している。一方で、脱炭素化のプロセスは、徐々にではあるが、将来的に原油と天然ガスの需要を減少させると見込まれる。

全体としては、今後数年間はコモディティ市場のボラティリティが高まる可能性がある。よって、短期の戦術的アプローチおよび中長期のアクティブな運用アプローチを勧める。

通貨

米ドルは、2020年以降現在まで、主要通貨に対して概ね上昇してきた。貿易加重米ドル指数は2020年以降で10%超上昇している。今後は、ここ数年米ドルを下支えしてきた要因が弱まることが予想され、加えて、米国の巨額の財政赤字と経常赤字も米ドル下落リスク要因である。

先を見据えた投資計画

中長期の投資戦略に重要な視点

- キャッシュを投資に回す
- コア部分を強化する
- オルタナティブ投資で分散を図る
- レバレッジを最適化する
- アクティブに運用する
- サステナブルに投資する

計画を見直す

目標とそれを達成する戦略を明確にした投資計画を立てることで、目標達成の確率が高まり、相場が変動しても大局的な視点を見失わず投資に集中することができる。

Liquidity. Longevity. Legacy.（流動性戦略、長期資産形成戦略、資産承継戦略）*という3つのLのアプローチは、投資家がライフステージに合わせた資産形成の目標を明確にし達成するための、指針となる考え方である。

- **Liquidity(流動性の確保):** Liquidity戦略では、今後3~5年分の短期的な出費や負債、支出計画を賄えるだけの資金を、キャッシュや短期債で確保しておくことを勧める。これにより、相場が変動しても安心して投資を続けることができ、弱気相場のときには規律ある方法でLiquidity戦略ポートフォリオの一部換金や補充を行うことで、長期的には優れた投資パフォーマンスを実現することができる。

- **Longevity(長期の資産形成):** 生涯の資産目標達成に必要な資金は、Longevity戦略に沿って運用し、確保する。この戦略では、十分に分散されたグローバルなポートフォリオの構築が最適である。ここで重要なのは、長期リターンを目指しつつ、分散投資によりポートフォリオのボラティリティの上昇を抑え、投資から撤退するリスクを低減する、バランスのとれた資産配分を行うことだ。

- **Legacy(資産の承継):** Liquidity戦略およびLongevity戦略で必要とされる資金を除いた余裕資金は、Legacy戦略に回すことができる。これは生涯を超えた目標の達成に焦点を当てた戦略であり、遺贈やフィランソロピー(慈善活動)も含まれる。Liquidity戦略とLongevity戦略が当面の資金ニーズを賄うのに対し、この戦略では株式や、プライベート資産などの非流動性戦略、インパクト投資等を活用して資産を最大化することに重点を置くことができる。効果的な資産承継計画を立てることで、投資家は、次の世代に引き継ぐ資産を最大限に増やし、社会や環境に対しポジティブな変化(インパクト)をもたらし、フィランソロピーを支援することもできる。

*時間軸は様々です。戦略はお客様個人の目標、目的、適合性によって変わります。この考え方は、資産形成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。

✓ キャッシュを投資に回し、持続的なインカムを確保する

キャッシュの長期的パフォーマンスが他の資産クラスに劣後するのは、構造的な理由によるものと言える。1926年以降、株式を10年および20年保有した場合のパフォーマンスは、それぞれ86%と100%の確率でキャッシュを上回っており、現在までにキャッシュを200倍以上上回っている。

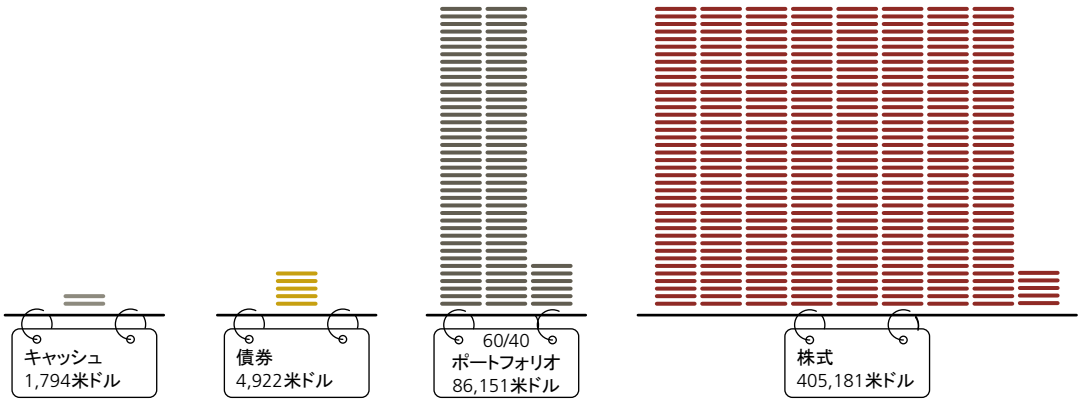
2025年はキャッシュを投資に回す必要性が一層高まるだろう。この先さらなる金利の低下が見込まれるため、キャッシュのリターンは徐々に低下し、投資家はこれに代わる安定したインカム収入源を探す必要がある。

キャッシュをクオリティの高い債券に切り替えることで、利回りを確定し、ポートフォリオの変動を抑えることができる。

余剰キャッシュを「株式インカム戦略」や「分散型債券投資戦略」に回せば、持続的なリターンの源泉が確保でき、長期的にはインフレ率を上回るリターンが得られる可能性も高まる。

個人年金保険(アニュイティ)も選択肢として検討できる。アニュイティは、受け取る金額が予測しやすく、安定した重要な収入源となる。

1926年に投資した100米ドルは、現在どれくらいになっているか？



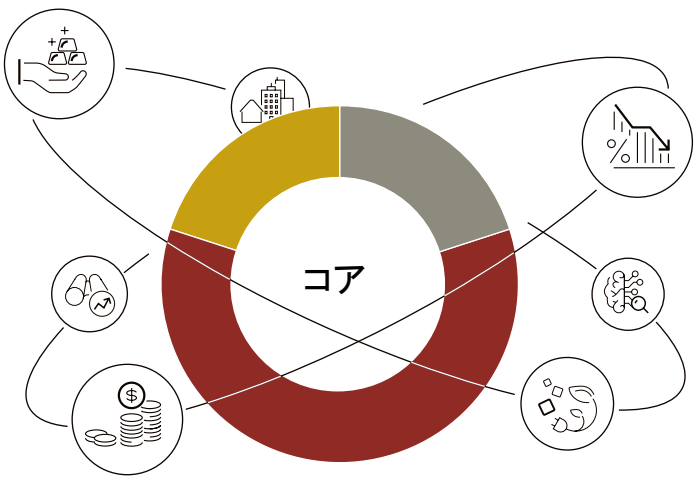
キャッシュ(1~3カ月国債)、株式(S&P500種)、債券(米国中期債)、および株式60%/債券40%バランス型ポートフォリオ(S&P500種60%／米国中期債40%)のトータルリターン(いずれも米ドル建て)
注：過去のパフォーマンスは将来の結果を示すものではありません。
出所：モーニングスター・ダイレクト、UBS、2024年11月

✓ コア部分を強化する

投資家は様々な個別銘柄に投資することで、効果的なポートフォリオを構築することができる。しかし、ポートフォリオが複雑になると、最終的な目標を見失いがちになる。特に市場のボラティリティの高まりやネガティブな金融関連ニュースの影響で、その傾向が強まる。

これに対処するためには、資産運用戦略において資産を守ることに主眼をおいたコア(中核)となる部分を強化する方法が有効である。コアとなるのは、資産クラス、地域、セクター別に効果的に分散されたポートフォリオであり、長期にわたって安定的なリターンを狙う。

このようなコア部分を強化し、リターンの複利効果を長期的に享受できるようにすれば、投資家は、自身の投資目標が達成できるという自信を持ちながら、個人的な関心事に情熱を注ぎ、資産のサテライト部分で戦術的な攻めの投資機会を探る時間と心理的な余裕を得ることができる。



図表は例示のみを目的とする。
出所:UBS

✓ オルタナティブ投資で分散を図る

プライベート資産(エクイティ、デット、インフラストラクチャー、不動産等)をポートフォリオに組み入れることで収益源を分散し、ポートフォリオの成長余地を広げることができる。投資家は、非流動性に対する許容度に応じて、上場株式市場のエクスポージャーの30%までをプライベート市場に切り替えてもよいだろう。

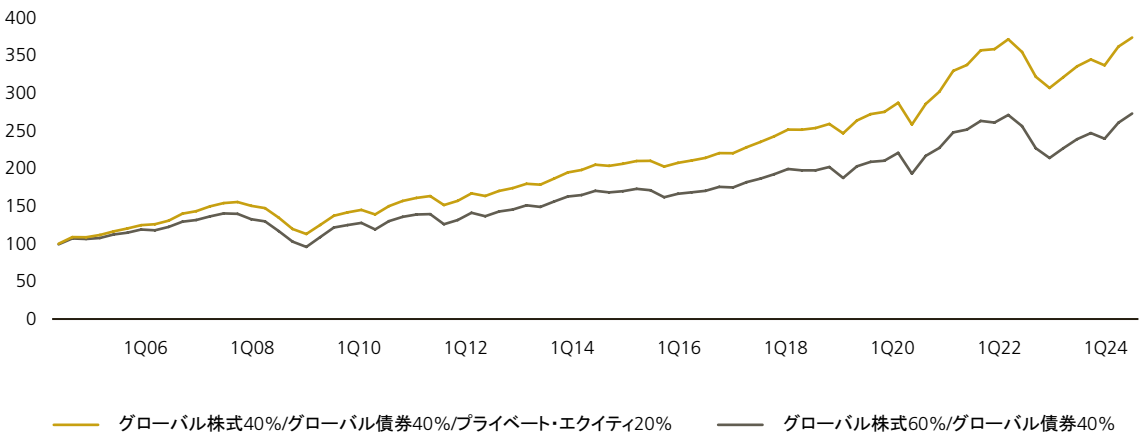
プライベート資産では、プライベート・クレジット、バリュー志向のバイアウト・ファンド、インフラストラクチャーを含むセカンダリー市場を、テーマ別では、ソフトウェア、ヘルス、気候関連技術等の分野を選好する。

一方、ヘッジファンドはポートフォリオの分散効果を高めたり、他の資産クラスの代替としての効果を果たすなど、様々な役割を果たすことができる。我々の分析によると、裁量型のグローバル・マクロ・ヘッジファンドの場合、各種債券指数との相関係数は平均して0.2~0.4(1997年以降)と低く、金融環境の悪化局面では負の相関となっており、下落幅が抑えられることを示している。投資家はポートフォリオにおいて、債券と株式を減らして10%程度をヘッジファンドに投資してもよいだろう。

ヘッジファンドでは、低ネットポジションの株式ロング・ショート戦略、マクロ戦略とマルチ戦略、一部のオルタナティブクレジット戦略を選好する。

プライベート・エクイティの組み入れは、ポートフォリオのパフォーマンス向上につながる

2004年~2024年1-3月期(第1四半期)のパフォーマンス



指数:MSCI ACワールド指数、ブルームバーグ・グローバル債券(総合型)、CAPEグローバル・プライベート・エクイティ
注:図表の起点は2004年7-9月期(第3四半期)
出所:ブルームバーグ、ケンブリッジ・アソシエイツ、UBS、2024年9月

✓ レバレッジを最適化する

借り入れはリスクを伴うが、今後に備えた慎重かつ戦略的な借り入れであれば、特に金利低下局面において、投資家の資産形成に有効な手段となる。

適切に管理された借り入れは、以下の点において投資を支える手段となる。

- **流動性を管理する:**一定限度まで繰り返し借り入れが可能な与信枠を確保することで、投資家は慌てて資産を売却せずとも、必要な資金を迅速に調達することができる。言い換えれば、予備資金としてキャッシュを過剰に保有する必要がなくなる。借り入れは、特に税金の支払い、キャピタルコール(資本の払込要請)への対処、機動的な投資などに利用できる。

- **分散効果を高める:**投資家は、既存の資産を担保に借り入れを行い、保有資産と相関性の低い資産に投資することで、ポートフォリオの変動を抑え、リターンの源泉を拡大し、将来のキャッシュフローを使って債務を徐々に減らしていくことができる。

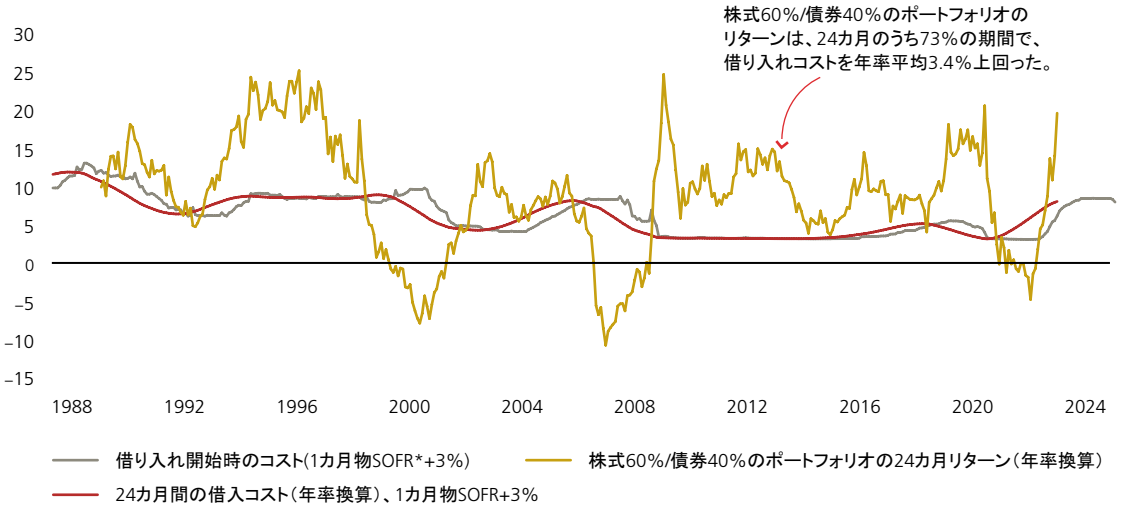
- **為替リスクを管理する:**外貨建てで借り入れを行うことで、将来の海外利益に対する為替リスクを低減し、国内投資を行うための短期的な追加資金を得ることができる。

- **潜在リターンを押し上げる:**リスク許容度が高い投資家は、金利が低下する中、借入コストよりも期待リターンが高い場合には、借入金を活用して高い長期リターンを獲得することも可能だ。ただし、レバレッジは利益だけでなく損失も増幅させる可能性があるため、リスクの高い戦略である。

投資家は常に、借入金利と期待リターンを比較し、借り換えリスクと金利リスクを考慮し、相場が変動した場合のマージンコール(追加の担保差し入れ要求)のリスクも把握しておく必要がある。

中央銀行が金利を引き下げる中、コスト低下により借り入れの魅力が高まるだろう

24カ月ローリング・リターンと仮定の借り入れコスト



*SOFR:ニューヨーク連邦準備銀行が公表している担保付き翌日物調達金利
株式60%/債券40%のポートフォリオに使用された指数:S&P500種株価指数トータルリターン、ブルームバーグ米国債指数トータルリターン
出所:ブルームバーグ、UBS、2024年11月、図表は例示のみを目的とする。

✓ アクティブに運用する

ここ数年、投資の世界ではパッシブ運用の革命が起きている。英LSEG リッパーによると、2023年には指数に連動した運用実績を目指すパッシブ型株式ファンドの運用資産額(15.1兆米ドル)が、指数を上回る運用実績を目指すアクティブ型ファンド(14.3兆米ドル)を初めて上回った。しかし、投資家はパッシブ運用とアクティブ運用のバランスを効果的に保つことが望ましい。

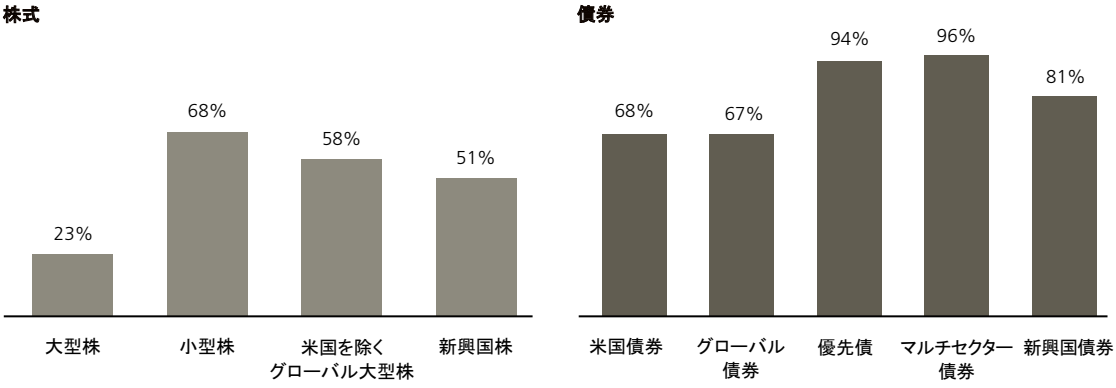
株式においては、パッシブ運用は迅速かつ低コストで市場全体にエクスポージャーを広げるのに有効な方法である。しかし、小型株、新興成長テーマ、新興国市場など、新しい、あるいは注目度の低い市場への投資比率を増やしたい投資家にとっては、パッシブ運用は範囲が広すぎるため、目まぐるしく変化する業界や企業を十分に網羅できない可能性がある。またアクティブ運用であれば、ボラティリティが高い場合は利回りを享受し、低い場合はポートフォリオのリスクをヘッジするなど、ボラティリティの変化を利用することができる。

また債券投資は、投資比率、償還日、キャッシュフロー、デュレーション・リスク、金利リスク、信用リスクなどを管理する複雑さが伴うが、アクティブ運用ファンドであれば、個別銘柄を自身で管理する場合に比べて、こうした複雑な手間が軽減され、リスク管理も適切に行うことができる。

アルファ(対市場の超過リターン)を創出することは、オルタナティブ投資のマネジャーの主な目的でもある。

アクティブ運用をすることによって、ベンチマークを上回るリターンを享受できる

アクティブ運用マネジャーの、ベンチマークに対する勝率(年間リターン、5年間)



指数:株式ではS&P500種株価指数(大型株)、ラッセル2000(小型株)、MSCI ACワールド指数(米国を除く)(米国を除くグローバル大型株)、MSCIエマージング・マーケット指数(新興国株)
債券ではブルームバーグ米国債券(総合型、米国債券)、ブルームバーグ・グローバル債券(総合型、グローバル債券)、ICE BofA 優先債指数(優先債)、ブルームバーグ米国ユニバーサル債券(マルチセクター債券)、JPモルガン EMBI グローバル・ディバーシファイド(新興国債券)
生存者バイアス(認識の誤り)により、一部のカテゴリーで実際の数値よりも高い勝率データが示される可能性がある
出所:UBS、2024年11月

✓ サステナブルに投資する

サステナブル投資は、株式、債券、ヘッジファンド、プライベート市場などの全ての主要資産クラスを通して行われ、従来の投資商品を代替する商品として、同様のリスク・リターン特性を示している。トランプ氏が大統領に返り咲いたことから、ボラティリティは高まることが予想される。しかし、分散型サステナブル投資戦略の長期パフォーマンスは、政治的要素よりも投資商品のファンダメンタルズやマクロ経済環境とより密接に連動すると考えられる。

株式においては、ESG(環境・社会・企業統治)の取り組みに改善が期待される、あるいは高く評価されている企業が投資対象として検討できる。債券では、国際開発金融機関(MDB)や環境対策に取り組む意向を表明している企業が発行する債券が、戦略ではアクティブ・アプローチが有望とみる。

オルタナティブ投資では、サステナブル投資を取り入れたヘッジファンドを検討できる。こうしたファンドは投資対象の選択基準にESG要素を組み入れ、ESG課題をめぐる市場の非効率性(情報量の違い等から生まれるミスプライス)を利用してリターンを得ることを目指しており、差別化された投資機会を提供すると考えられる。

プライベート市場においては、サステナブル戦略は再生可能エネルギーやサステナブル農業(持続可能な農業)などの分野に投資し、分散効果と魅力的なリターンを提供しつつ、環境や社会にプラスの影響を与えることを目指している。

グローバル指数のパフォーマンス

	1年間	5年間
MSCI ACワールド指数	33%	11.1%
MSCI ACワールド ESGリーダーズ指数	33%	11.1%
ブルームバーグ米国債(5-10年)指数	9%	-0.7%
ソラクティブ・グローバル米ドル建てMDB債(5-10年)指数	9%	-0.7%
MSCI米国指数	38%	14.7%
MSCI米国ESGリーダーズ指数	38%	15.1%

注:5年間のパフォーマンスは年率換算
出所:ブルームバーグ、UBS、2024年10月末

フィランソロピーとブレンデッド・ファイナンス

魅力的なリターンを獲得しつつ、社会の持続可能性とインパクト目標を支援する投資への機会は増えている。しかし、社会的、環境的課題の中には、規模や開発段階、地理的問題、ビジネスモデルなどの要因により、市場水準のリターンを期待する投資家には容易に取り組めないものもある。だが、慈善的な資金提供あるいは低利の資金提供であればリスクを軽減し、公的資金と民間資金を組み合わせた「ブレンデッド・ファイナンス」などの仕組みを利用して、こうした分野に投資家の資金を呼び込むことが可能である。ただし、ブレンデッド・ファイナンスは有望だが仕組みが複雑なため、投資家の期待に応えるためには徹底した評価が必要である。

予想

経済

GDP成長率(%)

	2024年E	2025年E	2026年E	2027年E
米国	2.7	1.9	1.6	1.8
カナダ	1.1	1.6	1.9	1.7
日本	-0.2	1.1	0.6	0.6
ユーロ圏	0.7	0.9	1.1	1.2
英国	0.9	1.5	1.3	1.3
スイス	1.4	1.3	1.6	1.6
オーストラリア	1.2	2.0	2.2	2.1
中国	4.8	4.0	3.0	3.6
インド	6.7	6.3	6.6	6.8
新興国	4.4	4.0	3.6	4.0
世界	3.2	2.9	2.6	3.0

インフレ率(%)

	2024年E	2025年E	2026年E	2027年E
米国	3.0	2.6	2.5	2.5
カナダ	2.4	2.0	2.0	2.0
日本	2.6	2.2	2.1	2.1
ユーロ圏	2.4	2.1	2.0	2.0
英国	2.5	2.3	2.1	2.0
スイス	1.1	0.7	1.1	1.0
オーストラリア	3.3	2.7	2.8	2.8
中国	0.4	0.1	-0.2	0.5
インド	4.7	4.2	4.3	4.5
新興国	8.2	4.0	3.0	2.8
世界	5.8	3.3	2.7	2.6

E：予想
出所：Haver、CEIC、各国統計、ブルームバーグ、UBS、2024年11月14日

資産クラス別

	スポット	2025年6月	2025年12月
株価指数			
S&P500種株価指数	5,894	6,300	6,600
ユーロ・ストックス50指数	4,790	4,850	4,900
FTSE100種総合株価指数	8,109	8,100	8,200
スイス株価指数	11,640	12,000	12,200
MSCIアジア指数(除く日本)	708	780	800
MSCI中国指数	65	67	74
東証株価指数	2,692	2,810	2,850
MSCI新興国指数	1,090	1,180	1,220
MSCI ACワールド指数	1,028	1,090	1,140
通貨			
ユーロ／米ドル	1.06	1.09	1.12
英ポンド／米ドル	1.27	1.33	1.35
米ドル／スイス・フラン	0.88	0.85	0.84
米ドル／カナダ・ドル	1.40	1.37	1.35
豪ドル／米ドル	0.65	0.68	0.68
ユーロ／スイス・フラン	0.94	0.93	0.94
米ドル／円	155	150	145
米ドル／人民元	7.22	7.50	7.50
政策金利(%)			
米ドル	4.58	3.83	3.33
ユーロ	3.25	2.00	2.00
英ポンド	4.75	4.25	3.75
スイス・フラン	1.00	0.50	0.50
円	0.25	0.75	1.00
10年国債利回り(%)			
米国10年国債利回り	4.45	4.00	4.00
ユーロ建てドイツ10年国債利回り	2.39	2.25	2.25
英国10年国債利回り	4.52	4.00	4.00
スイス10年国債利回り	0.39	0.50	0.50
日本10年国債利回り	1.05	1.20	1.30
コモディティ			
ブレント原油(米ドル／バレル)	72.3	80	80
WTI原油(米ドル／バレル)	68.4	75	75
金(米ドル／オンス)	2,573	2,850	2,900
銀(米ドル／オンス)	30.4	36	38
銅(米ドル／トン)	9,047	10,000	11,000

出所：SIX Financial Information、UBS、2024年11月14日

Year Ahead 2025 – 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 analysts
Aaron Kreuscher
Jess Hoeffner

Editorial deadline
18 November 2024

Publishing date
21 November 2024

Design
CIO Content Design
UBS Switzerland AG

Cover photo
Getty Images

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

Japanese editors
Chie Sato
Yuko Kanetaka
Marimi Ota

本冊子の印刷には100%再生紙を使用しており、森林管理協議会(FSC)の認証を受けています。

グローバル資産クラスに対するCIOの評価・見解
資産クラスに対するCIOの評価・見解は、投資判断を行う際のハイレベルなガイダンスを提供するものであり、主に流動性の高い一般的な指数の期待トータルリターンの評価、UBSハウスビューの予想シナリオ、そして今後12カ月のアナリストの予想に基づき、UBSの投資見解を決定する会議のメンバーの合意に基づいた判断を反映しています。なお、投資戦略によっては、ポートフォリオ構築、集中度合、また借入制約などの要因により、戦術的資産配分（TAA）がこれらの評価・見解と異なる場合があります。

Attractive（魅力度が高い）：当該資産クラスを総合的に魅力的と評価し、同資産クラスに投資機会があると判断する。
Neutral（中立）：当該資産クラスから大幅なリターンあるいは損失の発生を想定せず、中長期的な保有を推奨する。
Unattractive（魅力度が低い）：当該資産クラスを総合的に魅力度が低いと評価し、他の資産クラスへの投資機会の検討を勧める。

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が、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もありません。また、お客様個々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が、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