

# 急激な相場変動に対するポートフォリオの強化と分散

## UBS House View - CIO Alert

Mark Haefele, Global Wealth Management Chief Investment Officer, UBS AG

トランプ米大統領が4月9日に相互関税の一部を90日間停止すると発表したことを踏まえ、我々は米国株式の投資判断を Attractive(魅力度が高い)に引き上げ、シナリオを更新した。今後もボラティリティ(相場変動率)が高い状況が続くと見込まれることから、ポートフォリオを強化し分散する方法について改めて確認する。

### 米国株式を Attractive に引き上げる

我々は3つの理由により、米国株式の投資判断を引き上げる。

**相互関税の一部停止で経済と市場の極端なテールリスク低下:** トランプ大統領が「解放の日\*」として4月2日に発表した関税は予想以上に厳しい内容で、その後米中間で報復合戦がエスカレートし、米国が中国からの輸入品に課す合計の関税率は、現在145%に達している。一方、トランプ大統領は4月9日、米国への報復措置をとっていない国に対し、相互関税の上乗せ分を90日間停止すると発表した。

株式市場と債券市場の混乱を受け、トランプ政権が関税措置のスタンスを変える意欲があることを示したことから、市場のストレスをある程度考慮していることが伺え、トランプ大統領が政策変更で市場を下支えする「トランプ・プット」が何らかの形で存在することを示唆している。中国に対する高い関税率が維持されれば、経済に混乱をもたらすことが予想される。しかし、下振れリスクは依然残るものの、深刻な景気後退に陥るリスクは弱まっていると考える。

**交渉は進展する可能性が高い:** 米中間で関税の応酬が予想以上にエスカレートし、中国への関税によるサプライチェーンと企業活動の大きな混乱が今後の経済指標に表れるリスクには引き続き注意が必要だ。他の貿易相手国に対する相互関税の一時停止が、より長期的な合意に結びつくかも不透明であり、医薬品や半導体に対する追加関税の発表も予想される。

しかし、米国と交渉する意向を示している国も多く、トランプ政権も合意成立への意欲を見せているため、90日間の一時停止期間中に、さまざまな合意や特定のセクターの対象除外が実現すると予想する。トランプ大統領は、最終的には中国との合意も実現できるという見解も示している。交渉の進展は、投資家が関税による短期的な景気減速を乗り越え、2026年の企業の業績回復に目を向けるための好材料になると考える。

**ボラティリティ上昇局面後の株式リターンはプラスの傾向:** 米国株式の予想変動率を示す VIX 指数の算出範囲である1990年以降、S&P500 種株価指数の1年リターンの平均は9.3%である。しかし、ボラティリティが高い時期の後には、リターンが通常より高くなる傾向がある。VIX 指数が40を超えてから1年後の S&P500 種株価指数の平均リターンは30%で、プラスリターンとなる確率は95%だ(VIX 指数は4月7日に60に達し、本稿執筆時点でも50を超えている)。

また、S&P500 種株価指数は4月9日に9.5%上昇した。1日の上昇率としては2008年以降の大きさで、史上3番目の大幅上昇である。1950年以降、同指数の1日の上昇率が6%以上となった13回(今回を除く)の局面を分析すると、1年後のリターンはすべてプラスで、10~63%となっている。1945年以降、S&P500 種株価指数が高値から20%下落した12回の局面も分析したところ、1年後のリターンは67%の確率でプラスとなり、リターンの平均は12.9%だった。なお、S&P500 種株価指数の4月8日の終値は、高値より約20%低い水準である。

さらに、貿易戦争をめぐる先行き不透明感から、個人投資家の間では弱気センチメントが依然広がっている。米個人投資家協会(AAII)による最新の週間調査(4月9日時点)では、回答者の58.9%が、今後6カ月で株価が下落するという弱気の見方を示している。前の週には、過去1年間で最高の61.9%が弱気見通しだった。注目すべきは、投資家の弱気センチメントは買いの好機とも捉えられるということである。過去に弱気見通しの回答者の割合が60%を超えた際には、S&P500 種株価指数はその後1年間で平均27%のリターンを上げている。

\*トランプ大統領は2025年4月2日を、米国が他国による搾取から解放され、再び豊かになる「解放の日」と位置付けた。

## ボラティリティが高い時期にポートフォリオ強化と分散を図る

**段階的に投資する:**米国株式の投資判断をAttractiveとする。過去、市場がストレスを受けている時期は、短期的なボラティリティを乗り越えて投資を継続し、または段階的に投資を行う分散投資家にとって、長期的なリターンを得る好機となってきた。同時に、ボラティリティが高い時期に投資することは、市場へのエントリーのタイミングを計ることによるリスクが高まるため、容易ではない。

このリスクを管理する1つの方法は、段階的に投資を行うことだ。1945年以降、S&P500種株価指数と米国債の60/40のバランスポートフォリオに12カ月かけて段階的に投資する戦略では、1年間のうちの約74%、3年間では約83%の期間でキャッシュ(3カ月米国債)をアウトパフォームしている。S&P500種株価指数がピークから10%以上下落した後にこの戦略を開始した場合、1年間の82%、3年間の94%の期間でキャッシュをアウトパフォームしている。

**資本保全戦略:**投資家は、ポートフォリオの上昇余地を維持しつつ、ボラティリティの上昇を考慮して潜在的な損失を抑える手段を検討することができる。

**金(gold):**金価格はトランプ大統領が相互関税を発表した「解放の日」以降、投資家のレバレッジ解消により下落したが、今週は再び上昇に転じ、4月10日には1オンス当たり3,176米ドルまで上昇した。金価格は、関税や地政学をめぐる不確実性、米連邦準備理事会(FRB)の利下げ加速の可能性により、引き続き下支えされるだろう。金は、特に悲観的なシナリオにおいて、ポートフォリオの分散効果をもたらすと考える。基本シナリオでは、金価格は年末までに1オンス当たり3,200米ドルまで上昇するとみている。

**高クオリティ債:**執筆時点の米10年国債利回りは4.42%で、我々の年末の予想値の4.0%を上回っている。今後債券価格が上昇することで、高いトータルリターン獲得の可能性とポートフォリオの分散効果をもたらすだろう。悲観シナリオでは、米10年国債利回りは2.5%まで低下し、債券価格上昇により大きなキャピタルゲインをもたらす可能性がある。長期債に投資する投資家は、財政悪化懸念やヘッジファンドによるレバレッジを効かせたポジションの巻き戻しに関連するボラティリティに引き続き注意を払う必要がある。

**ヘッジファンド:**マクロ経済の変化に機動的に対応することができるヘッジファンド戦略(裁量マクロ、株式マーケット・ニュートラル、レバティブバリュー、マルチストラテジーなど)は、ボラティリティが高い下落相場においてポートフォリオの損失を和らげ、急速に変化するマクロ経済環境の中でプラスのリターンを上げる可能性がある。

## 基本シナリオの更新

### 基本シナリオ(確率50%)

年末のS&P500種株価指数予想:5,800

年末の米10年国債利回り予想:4.0%

基本シナリオでは、株式は引き続きボラティリティが高いものの、関税交渉の合意や対象除外、中央銀行の利下げ、米国の財政調整法案の進展により、年末にかけて上昇すると考える。

今後数カ月間で医薬品や半導体などに追加関税が課されると予想するが、他のセクターでの除外措置の交渉や特定の国との交渉成立の発表も予想される。また、必要に応じて相互関税上乗せ分の90日間の停止が延長されると考えられる。全体として、対中国以外の米国の実効関税率は10~15%の範囲に落ち着き、カナダとメキシコは引き続き概ね関税の対象外と予想する。時間はかかるかもしれないが、米中の報復合戦は沈静化し、米国の対中関税は34%程度で落ち着くと考える。トランプ大統領は、中国との合意を「望んでいる」と述べている。

相互関税の一部90日間停止にもかかわらず、米国の消費者信頼感の低下と、中国に対する異常に高い関税に関連する混乱の可能性から、米国経済は減速するだろう。しかし、2025年の米GDP成長率は平均で1%未満に低下するも、失業率は5%を下回る水準にとどまると予想する。その他の地域も2025年に成長が鈍化する可能性が高いが、通年の成長率はプラスを維持すると予想する。欧州と中国では、景気刺激策によって関税による経済活動への悪影響を部分的に相殺するだろう。

米国のインフレ率は短期的に上昇するものの、日銀を除くすべての主要中央銀行は2025年半ばまでに徐々に金融緩和に転じると予想する。FRBは2025年に75~100ベースポイント(bp)の利下げを行い、欧州中央銀行(ECB)は2025年半ばまで毎回の会合で25bpの利下げを行うと予想する。

悲観シナリオ(確率30%)

年末のS&P500種株価指数予想:4,500

年末の米10年国債利回り予想:2.5%

経済のハードランディングを予想する悲観シナリオでは、関税交渉が全般的に成功せず、米国の内需低下から景気後退を引き起こし、株価はさらに下落するとみている。経済成長の見通しが大幅に下方修正され、高クオリティ債は上昇するだろう。

このシナリオでは、今後数週間の関税交渉は成果を上げず、米国の一律10%の基本税率に対して一部の国が報復措置を取ると予想する。米国と欧州連合(EU)は、一律10%の関税水準、防衛費、デジタルサービス税などの問題で交渉が難航するだろう。全体として、中国以外の国に対する実効関税率は15~20%の範囲に落ち着くと予想する。米国と中国は現在の100%を超える異常な関税を一部引き下げる可能性があると考え、年末時点で米国の対中関税は60%を超える水準にとどまると考える。

世界貿易の混乱が続くことにより、米国の国内需要への下押し圧力は続き、米国経済は景気後退に陥り、失業率は約2%上昇すると予想する。一方で、トランプ政権の政策の柔軟性により、経済下振れが深刻化するシナリオは回避されると考える。

主要中央銀行はインフレ期待の上昇を恐れて、短期的には金融緩和に慎重なアプローチを取る可能性がある。しかし、景気の回復を目指し、金融市場の安定性に対するリスクを意識する中で、年後半には金利を大幅に引き下げるだろう。FRBは年末までに政策金利を約300bp引き下げると予想する。

楽観シナリオ(確率20%)

年末のS&P500種株価指数予想:6,500

年末の米10年国債利回り予想:4.75%

楽観シナリオは想像しにくいかもしれないが、米国がEUや中国などと関税交渉を進め、早期に包括的な合意に達した場合、株式市場が大幅に上昇する可能性がある。

景気は当面不安定な状態が続くが、関税リスクの低下と健全な消費により、その後米国経済は予想を上回る成長を遂げ、規制緩和と米国の財政刺激策により、残る関税の悪影響も相殺されるだろう。

## 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。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値、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。

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0.5%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。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。

「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 2025 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