

UBS House View

Monthly Letter | 2023年6月15日 | Chief Investment Office GWM, Investment Research

市場の楽観論

米国経済の底堅さ、FRBの政策金利がピークに近づく状況に、AIへの強い期待感が相まって、S&P500種株価指数は昨年10月の安値から20%上昇した。

少数銘柄が牽引する相場

米国経済の成長見通しに対するリスクが依然残る中、株式市場の強気ムードが高まっているため、時価総額加重平均のS&P500種株価指数は上値を追いにくくなっている。

利回り確定のタイミング

債券利回りがピークに近づいているため、投資家にとっては今が魅力的な利回りを確定させるタイミングである。

資産配分

株式よりも債券を選好する。米ドルはいずれ下落基調を再開すると予想する。コモディティをオーバーウェイトから中立へと変更する。



Mark Haefele

Chief Investment Officer
Global Wealth Management

バランスを図る

2023年の下期が近づくにつれ、市場は今後の穏やかな相場環境を織り込んでいる。株式のインプライド・ボラティリティ(予想変動率)はパンデミック開始以来の最低水準にあり、S&P500種株価指数は昨年10月の安値から20%上昇した。これは、嵐の前の静けさなのだろうか。それとも、深刻な景気後退に陥る可能性はなくなったということか？

我々の見解では、株式相場のさらなる上昇には、投資家は少なくとも次の3つのシナリオに確信を持つ必要がある。

- 米連邦準備理事会(FRB)は、最新の「ドット・プロット」が示唆した2回の追加利上げを上回る利上げは実施しない。総合インフレ率とコア(食品とエネルギーを除く)インフレ率の低下に加え、米国の地銀をめぐる問題が勃発したことを受け、FRBは利上げサイクルの終了に近づいているとの市場の確信が高まった。今後については、デysinフレ圧力が強まるか、あるいはFRBが政治的な配慮からインフレ率が長期にわたって目標水準を超えるのを容認すると投資家が判断した場合、この確信がさらに強まる可能性がある。
- 広く予測されていた米国の景気後退はなくなった。過剰貯蓄の取り崩し、底堅い資産価格、そして力強い労働市場が個人消費を支えてきたことで、経済成長率と企業業績は今のところ予想以上に強い。実質所得の伸びが加速し、企業が在庫の積み増しを再開し、強い労働市場が続けば、景気後退が避けられるとの確信は強まる可能性がある。
- AI関連銘柄の上昇が妥当と認識され、強い期待感とFOMO(取り残される不安)から相場上昇が継続する。AIの長期的な影響が楽観視される中で、米国超大型グロス株「急騰7銘柄」の年初来の平均上昇率は86%に達した。この7銘柄だけで、S&P500種株価指数の年初来上昇分の80%を占めているため、今後も楽観的な市場見通しを維持できるかどうかは、これらの銘柄が上昇を維持または加速するかどうかにかかっている。

本稿はUBS AGが作成した“Monthly Letter: Balancing act”(2023年6月15日付)を翻訳・編集した日本語版として2023年6月23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。



以上3つのシナリオにはそれぞれに妥当性がある。FRBは、利上げサイクルをいったん終了すると、特に米国の大統領選が本格化するなかでは、再開をためらうと我々はみている。経済全体の成長が緩やかになるとしても、消費者データは今後も数カ月にはわたって予想を上回るとみている。AI関連銘柄の短期的な動きを予測するのは投機的ではあるが、長期的にはAI技術は世の中を大きく変革していくだろう。

「強過ぎること」がFRBによるさらなる利上げの可能性への懸念を引き起こす可能性がある。

しかし、これらのシナリオが安定的に共存するのは難しい。例えば、個人消費、労働市場、あるいは株式市場が「強過ぎる」と、投資家はFRBがさらなる利上げを実施するのではないかと懸念し始めるかもしれない。利上げ懸念が浮上したり、景気指標が事前予想を連続して下回ったり、株式市場のセンチメントが変化すると、AIや個人消費に対する楽観的な見方が揺らぎ始める可能性がある。したがって、これらの全体的に好ましいシナリオが同時に成立するには、「完璧なデフレーション」が必須条件と言えるかもしれない。

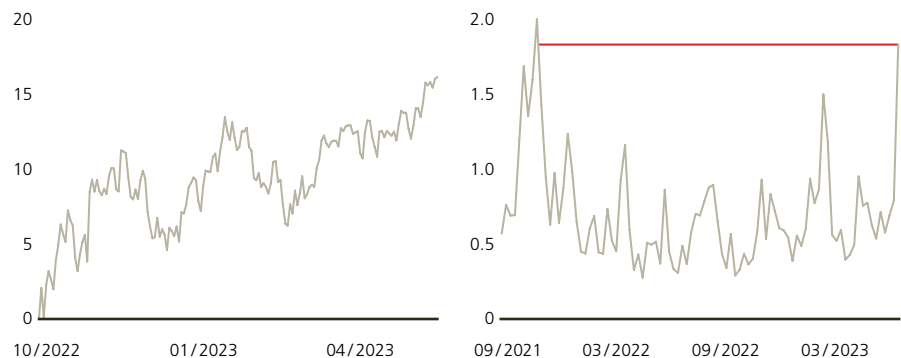
投資家はバランスの調整に直面している。株価のさらなる上昇はあり得るが、一部のテクノロジー銘柄に牽引されたものだ。株式相場は急騰したばかりで、さらなる上昇余地は限られている。株式市場の強気ムードが急速に高まっていることから、S&P500種株価指数の上値を追うことには慎重さが求められる。

図表1

S&P500種株価指数は昨年10月の安値から20%上昇 **強気センチメントが急速に高まる**

S&P500種株価指数、昨年10月以降の上昇率(%)

米国個人投資家協会(AAI)の投資家センチメント調査(通常は逆張り指標)によると、強気・弱気比率は2021年11月以来の高水準に



出所:ブルームバーグ、UBS (2023年6月現在)

したがって、我々は今後も株式よりも債券を選好する。テーマとしては、インカムの獲得、出遅れ株の選別投資、オルタナティブ資産を組み込んだ耐性の高い分散ポートフォリオの構築に注力していく。

以下のセクションでは、FRBの見通し、経済成長率の持続性、AI関連銘柄の上昇について詳しく述べる。その後、資産クラス別の投資アイデアについて解説する。

FRB: 利上げサイクルはまだ終了しないのか?

FRBが間もなく利上げを終了するという投資家の楽観論が株式相場を支えている。

ここ数週間の株式相場上昇の背後にある重要な要素として、FRBが間もなく利上げサイクルを終了すると確信が投資家の間に広がっている点が挙げられる。

FRBは6月の米連邦公開市場委員会(FOMC)で利上げをいったん停止したものの、更新された「ドット・プロット」では、25ベースポイント(bp)の利上げを年内にあと2回予測している。インフレ関連データの現在の動向を踏まえると、利上げの停止は早まった決断にもみえる。5月のコア(食品とエネルギーを除く)消費者物価指数(CPI)上昇率は前年同月比5.3%とFRBの目標水準を大きく上回った。なお前月比では0.4%である。労働市場もタイトな状況が続いている。

利上げの米国経済への遅延効果がどの程度になりそうかはまだ不透明だ。

失業率の若干の上昇にもかかわらず、求人数は増加しており、雇用は堅調に増加し続けている。

しかし、同時に、わずか14カ月で500bpの利上げという、過去40年間で最も急速なペースで利上げが行われたため、経済への遅延効果の規模に対する不確実性が高まっており、金融市場の不安定化やバランスシート悪化の兆しが見え始めている。具体的には企業の破産とクレジットカードの支払い滞納がいずれも増加している。以上を背景に、FRBは物価の安定、雇用の最大化、金融市場の安定という責務全体のリスク管理を行う必要がある。これら3つの責務のうち、物価の安定には利上げを続ける必要があるものの、雇用の最大化と金融市場の安定にはもっと慎重なアプローチを取る必要がある。

今後インフレ率が低下する期間が訪れる可能性が高いことは覚えておきたい。単位労働コストと仕入価格指数はいずれも伸び率が鈍化し、サプライチェーンの圧力は緩和している(ニューヨーク連銀グローバル・サプライチェーン圧力指数は今やパンデミック前の水準を下回っている)。さらにエネルギー価格、輸入価格、および一部の財価格は明らかなデフレ状態にある。

図表2

インフレ圧力は弱まりつつある

ニューヨーク連銀グローバル・サプライチェーン圧力指数、平均値からの標準偏差



出所: ブルームバーグ、UBS (2023年6月現在)

今後については、FRBは利上げを再開する意向を示しているが、今回の利上げ停止は一時的な見送り措置であると認めていると言うことは、FOMC内で深刻な意見の分裂があり、合意に達するために必要な措置だったことを示している。さらに、米国の大統領選挙シーズンが到来することで、利上げを再開することがさらに難しくなるだろう。我々もFRBと同様、選挙の政治的要因がシナリオ分析に影響することを好ましく思わない。ただし、その可能性について備えておくことはできる。

投資家は、FRBが比較的長期にわたって目標水準を超えるインフレ率を容認する可能性を考慮する必要があるだろう。インフレ率が上昇しているのにFRBが動かないというのは、株式にとっては必ずしも悪いことではない。名目成長率が伸びることは、企業業績には追い風となるからだ(4頁の囲み記事を参照)。だが、これは株式相場が下落する可能性も高める。特に、期待インフレ率が制御不能になるリスクをFRBが取ろうとしているのではないかと市場が懸念し始める場合だ。

我々は、米国株式よりも高クオリティ債の方がリスク調整後リターンは高いとみている。

その結果、投資家は「S&P500種株価指数の最後の数ポイントの上昇に賭けるか、それとも高クオリティ債投資での利回り確定に賭けるか、どちらの方がリスク調整後リターンが高いだろう?」と問うことになる。我々は後者を選好する。さらに、インフラストラクチャーや金(gold)などの実物資産に分散投資し、長期的なインフレへの部分的なヘッジを行うとともに、米ドル安にも備える。

「名目」効果

企業利益について、明らかでありながらも見逃されがちな事実は、それが名目上の数値であり、最終的にはインフレ率と実質経済成長率の両方の影響を受けるということだ。

1990年から2020年までの安定した低インフレ時代には、実質経済成長率の変動を企業利益の単純な指標として容易に用いることができた。しかし、高インフレ時代になると、インフレ率が実質成長率と並ぶ大きな要素となり、企業利益予測の算定方法が変わる。例えば、1970年代と80年代に景気後退が急速に進んだことがあったが、高インフレ率の影響で企業利益の落ち込みは比較的緩やかにとどまり、それが名目上の企業利益を支えていた。

これは、投資家が今後、直観に反する結果に備える必要があることを示している。これまでは、高い名目利益成長は株式市場にとっての明らかな追い風だった。その追い風を受け、名目上の企業利益は2020年にパンデミック下で底をつけて以降60%以上伸びてきた。今後は、高インフレ率下で企業が値上げを続けることで、ある程度の増益を維持する可能性がある(特に、FRBに高インフレ率を長く維持する意向がある場合)。しかし、それと同様に、インフレ率が大幅に下がると売上高の伸び率も低下する可能性があることも考慮する必要がある。その場合、コストを適切に管理しなければ利益率が落ちるリスクがあるからだ。

総じては、名目成長率が高いながらも低下傾向にある環境は、株式の見通しについての不透明感を高めるといえる。

賃金は支出を支えているのか？

米国の個人消費は堅調さを維持している。

米国の消費者は、実質的な支出を控えるよりも、貯蓄を取り崩して物価高に対応する方を選んでいる。こうした力強い個人消費が、今年に入ってからの予想を上回る経済指標の大きなけん引役となってきた。

消費の強さが続いていることは、様々なデータが示している。パンデミック下で積み上がった過剰貯蓄は最高で2兆米ドルに達し、その後は減少に転じたが、現在でもおよそ7,000億米ドルが残っており、株式や住宅などの資産価格は現在も底堅さを示している。よって、消費者は金銭面で安心感を持っていると考えられる。最新の雇用動態調査(JOLTS)によると求人件数は1,000万件と高水準で雇用に安心感をもたらしており、これも消費者の支出意欲を支えている。

さらに、今年上期に経済成長にとっての大きなリスク要因の1つだった実質賃金の減少による個人消費の縮小は、改善し始めた模様だ。4月の実質所得の伸びは18カ月ぶりにプラスに転じた。つまり、消費者はもはや、実質支出を維持するために貯蓄を取り崩す必要がないということだ。さらに、女性の労働参加率は昨年11月の56.5%から今年5月には57.3%へと上昇しており、家計所得全体の押し上げに寄与した。一方、柔軟な勤務形態の導入により、一部の消費者では移動にかかる燃料費など、かつては非裁量であったコストを削減することが可能となり、他の品目に出費する余地が広がっている。

但し、この前向きな展開が現在の状況をすべて反映しているわけではない。パンデミック下で蓄積された過剰貯蓄のおよそ3分の1はまだ残っているが、これはすべての人々に平等に分配されているわけではない。クレジットの利用と滞納の増加は、低所得層の消費者が支出面で圧力にさらされていることを示している。融資基準を厳格化した場合、消費者が自動車などの裁量的支出に充てる費用をローンで賄おうとする意欲に影響する可能性がある。失業率は、過去の平均的な水準に比べればまだ低いものの、5月には7カ月ぶりの高水準に上昇した。特

AI関連銘柄が今年の相場上昇を支えている。

に現在の比較的高い預金金利を考慮すると、一部の消費者が予備的貯蓄を再開する可能性がある。4月時点の個人貯蓄率は4.1%と、パンデミック前よりも依然低い。

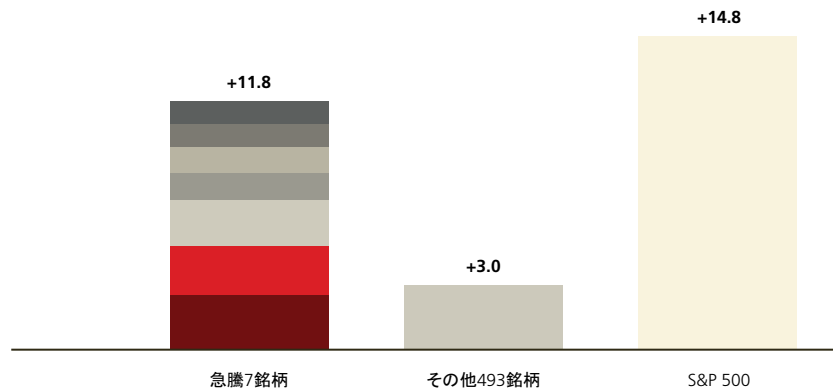
人工知能(AI):急騰し過ぎか？

2023年上期はテクノロジー株が突出したパフォーマンスを上げてきた。多くのAIアプリケーションの基盤となる半導体を製造する米国の某大手メーカーの株価は年初来で194%上昇しており、時価総額は1兆米ドルを突破した。他のテクノロジー株も、AIによる増収期待の恩恵を受けた。巨大テクノロジー企業10社で構成するNYSE FANG+指数は年初来で75%上昇した。

図表3

「急騰7社」が相場をけん引

S&P500種株価指数の年初来リターン、「急騰7銘柄」の超大型株とその他493銘柄の寄与度(%ポイント)



出所: ファクトセット、UBS (2023年6月14日現在)

AIを巡るこうした動きが世界のテクノロジー株のバリュエーション高騰を正当化できるとは考えていない。

我々はAIには長期的に高い成長ポテンシャルがあるとみている。その一例がChatGPTで、リリースからわずか7カ月で利用者が2億人を超えた。これまでの技術革新よりもはるかに速いペースだ。ChatGPTは、情報サービス、金融サービス、医薬品など幅広いビジネスでのAIツールの統合も急速に加速させている。それに伴う半導体とクラウド・コンピューティング需要は、AIハードウェアとAIサービス両市場の成長を強力に後押しするだろう。

とはいえ、テクノロジー株が値上がりの潜在性をあまりに速く織り込み過ぎている点も指摘しておきたい。AIが世界を変革する技術であることはいずれ証明されるだろうが、株価への短期的な影響を予測することはそもそも投機的であり、市場センチメントの影響で株価が大きく変動する恐れがある。AIを巡るこうした動きがMSCIオール・カントリー・ワールドのテクノロジー指数における高いバリュエーションを正当化できるとも考えていない。同指数は足元、過去10年の株価収益率(PER)平均より25%高い水準で取引されている。

したがって、AIがテクノロジー株の長期的なパフォーマンスをけん引する重要な要素になる可能性は高いものの、現在のバリュエーションは高過ぎるとみている。そして、他の条件がすべて等しいとすると、「急騰7銘柄」のAI相場による上昇分が半減した場合、株価指数全体で6%以上の下落になると予想される。

よって、株式の保有を追加したい投資家には、既に高騰しているセクターの上値を追うよりも、最近の急騰に乗り遅れているセクターに注目するのが得策と考える。我々は米国株よりも新興国株を、グロース株よりもバリュー株を、そして、米国株のベンチマーク指数としては時価総額加重平均よりも均等加重平均を、そしてテクノロジー・セクターよりも生活必需品と資本財セクターを選好する。

高クオリティ債の利回りを確定することを勧める。

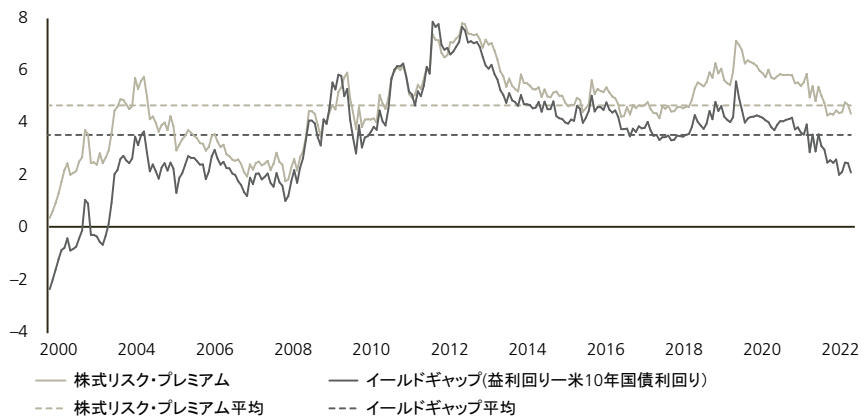
資産クラス別の投資アイデア

債券: 株式よりも債券の方がリスク調整後リターンは高いと我々はみている。FRBによる利上げの一時停止、予想を上回る経済指標、AIブームに乗り遅れる懸念などを受けて株式相場は上昇する可能性はあるものの、リスクは依然存在しており、我々の基本シナリオでは、株価の上振れ余地は限定的と見込んでいる。よって、高クオリティ債でリターンを獲得することを勧める。高クオリティ債は利回りが魅力的なうえ、成長リスクが高まれば価格上昇によるキャピタルゲインの可能性も期待できるからだ。リスクの高いセグメントの中では、引き続き新興国債を勧める。

図表4

債券は株式よりもリスク調整後リターンが高い

MSCI ACワールド指数の株式リスク・プレミアム(配当割引モデル)とイールドギャップ(益利回りー米10年国債利回り)、平均(点線)、%



出所:リフィニティブ、UBS (2023年6月現在)

投資家には、米国株式の中で、バリュエーションが魅力的な業種や銘柄の配分を引き上げるリバランス(資産の再配分)の検討を勧める。

株式: 米国株式全般についてはアンダーウェイトを維持しているが、急騰7銘柄とそれ以外とで区別することが重要である。S&P 493 (急騰7銘柄を除いた493銘柄)の12カ月先予想株価収益率(PER)は15倍の低水準にとどまっている。投資家には、米国株式の中で、バリュエーションが魅力的な業種や銘柄の配分を引き上げるリバランス(資産の再配分)の検討を勧める。具体的には、S&P500種株価指数の均等加重平均を利用するか、テクノロジー株の比率を減らし生活必需品や資本財などの出遅れ株の割合を高める方法が有効である。

我々は、予想を上回る内容となった1-3月期(第1四半期)の決算を織り込んで、S&P500種企業の業績予想を更新した。新しい1株当たり利益(EPS)予想は2023年が215米ドル(従来予想は210米ドル)、2024年は235米ドル(同230米ドル)である。これに伴ない、S&P500種株価指数の予想株価水準も、2023年12月を3,800から4,100に、2024年6月は4,300から4,400にそれぞれ引き上げた。

米国以外では、新興国株式をオーバーウェイトとしている。MSCI新興国指数はMSCIオール・カンントリー・ワールド指数を年初来で6ポイント下回っている。だが、新興国株式は3月の米国の銀行危機以降、安定的に推移しており、堅調な経済成長、米ドルの下落、粘着性の低いインフレ率などを背景に、この先下支えされるだろう。バリュエーションも割安で、PERは米国株式に対して36%、グローバル株式に対して27%低い。

グローバルではセクター別で、ヘルスケアよりも生活必需品と公益事業をオーバーウェイトとする。これらはディフェンシブ・セクターの中でも業績が底堅く、妥当な株価水準で推移しているからだ。景気敏感株の中では、エネルギー移行関連の設備投資から恩恵を受けるとみられる資本財をオーバーウェイトとする。情報技術(IT)はアンダーウェイトとしている。特に米国IT株のバリュエーションは実質利回りに比べて高すぎる。運用スタイル別では、グロース株よりも、クオリティ・インカム株やバリュー株を勧める。

FRBの利上げがピークに近づくなか、米ドルの下落基調が再開する可能性が高い。

コモディティ全般をオーバーウェイトから中立に引き下げるが、原油と金(gold)を引き続き選好する。

通貨: 米国経済が底堅く推移し、FRBが利上げを続けるなか、米ドルは年前半は堅調に推移した。だが、今後数カ月で米ドルは下落に転じると予想する。この先6~12カ月でFRBが利上げサイクルを終了する見込みが高く、米国の他国に対する成長と金利のプレミアムは縮小していくものと予想する。

我々は円をオーバーウェイトとしている。マクロ経済環境の改善を受けて、年後半には日銀が現行の超緩和金融政策から引き締め方向への修正に舵を切るとみており、ドル円の下落基調が再開するとみている。豪ドルについては、今回、オーバーウェイトから中立に引き下げる。中国の指標が弱含んでいることに加え、それがコモディティ価格に影響するリスクから、短期的な上昇余地は限られるとみられるからだ。しかし、中期的には、オーストラリアの貿易黒字の底堅さや財政収支の改善を受けて、豪ドルは、米ドルおよびニュージーランド・ドルに対して上昇すると見込まれる。

コモディティ: コモディティをオーバーウェイトから中立に引き下げる。コモディティの年初来リターンは-4.5% (CMCITータル・リターン指数)と低迷している。年前半は、予想を上回る北米の原油生産やロシアの輸出量拡大、在庫調整などにより、世界の石油市場は予想に反して供給超過となった。中国の景気回復の遅れや世界成長予想の下方修正なども、産業用金属の需要を下押しした。年後半には、供給制約により原油と産業用金属の価格は上昇に転じると我々は予想している。だが、世界の製造業セクターは依然として活動縮小の領域にあり、需給バランスの均衡にはサウジアラビアによる追加減産が必要である。したがって、需給が引き締まるまでには時間がかかる可能性があり、我々の価格上昇見通しに対するリスクは高まっている。

年後半のコモディティのリターンは、エネルギーにさらに集中するとみており、原油のオーバーウェイトを維持している。サウジアラビアが先日発表した追加減産を含む減産体制は、いずれ石油在庫の低下に波及し、価格を下支えするものと予想する。イランの原油輸出は2018年9月以降で最高水準に達しているが、追加供給リスクで市場心理が下押しされている最近の反応は、行き過ぎだと考える。金についても引き続きオーバーウェイトとしており、12カ月先の価格水準は1オンス2,250米ドルと予想している。中央銀行の金需要継続と米ドルの下落基調の再開により、このところ弱含んでいる金価格もいずれ反転上昇するとみている。

シナリオ別の市場見通し(2023年12月)

	現在*	楽観シナリオ	基本シナリオ	悲観シナリオ
MSCIオール・カントリー・ワールド指数	812	900 (+11%)	770 (-5%)	670 (-18%)
S&P500種株価指数	4,373	4,800 (+10%)	4,100 (-6%)	3,500 (-20%)
ユーロ・ストックス50指数	4,376	4,900 (+12%)	4,250 (-3%)	3,650 (-17%)
スイス株価指数(SMI)	11,278	12,800 (+13%)	12,000 (+6%)	9,800 (-13%)
MSCI新興国指数	1,015	1,100 (+8%)	1,050 (+3%)	800 (-21%)
米国10年国債利回り	3.79%	4.25%	3.25%	2.25%
米国10年国債ブレイクイーブン利回り	2.22%	3%	2.25%	1.5%
米国ハイールド債スプレッド**	420bps	400bps	550bps	850bps
米国投資適格債スプレッド**	123bps	80bps	120bps	200bps
ユーロ/米ドル	1.08	1.20 (+11%)	1.14 (+5%)	1.05 (-3%)
コモディティ(CMCIコンポジット)	1,750	2,000 (+14%)	1,900 (+9%)	1,600 (-9%)
金(gold)***	1,943米ドル/オンス	1,800-1,900米ドル/オンス (-5%)	2,100米ドル/オンス (+8%)	2,300-2,400米ドル/オンス (+21%)

* スポット価格は2023年6月14日の終値。カッコ内の数字は当該終値からの予想変化率。配当、自社株買い、その他金利収入は含んでいません。

** 市場が混乱している期間中は、ビッド/オファー・スプレッドが拡大してレンジが大きくなる傾向があります。

*** 金は安全資産とされており、株式などリスク資産の下落時には上昇し、リスク資産の上昇時には下落する傾向があります。

注: 各資産クラスの予想水準は、それぞれのマクロ経済シナリオを前提としています。個別の資産価格は、マクロ・シナリオで言及されていない要因の影響を受けることがあります。

出所: UBS、2023年6月現在

シナリオ分析(2023年12月)

シナリオ (2023年12月)	楽観シナリオ	基本シナリオ	悲観シナリオ	注目指標
確率	20%	50%	30%	
市場の動き	債券価格横ばい、株価上昇 景気後退懸念は継続的に先送りされ、株式相場は上昇が続く。債券市場は、今後の金融政策をめぐる不透明感から強弱まちまちとなる。	債券価格上昇、株価横ばいから小幅下落 個別要因によりパフォーマンスは市場間で差異が生じるが、その中でグローバル株式は低調に推移する。経済見通しの軟化に伴い金融緩和期待が高まり、高クオリティ債がアウトパフォーマンスする。	債券価格上昇、株価下落 グローバル株式は2桁のマイナスリターンとなり、社債のスプレッドが拡大する。高クオリティ債、金、スイス・フラン、円など安全性の高い資産が上昇する。	
経済成長	消費支出と雇用統計が市場予想を上回り続け、経済成長は比較的長期にわたり持ちこたえる。景気後退懸念は継続的に先送りされる。	米国経済はさらに減速し、2023年第3四半期から2024年第1四半期のどこかで緩やかな景気後退に陥る可能性がある。その他先進国経済も減速が続き、成長率は潜在成長率を下回るかマイナスに陥る。中国経済は加速が続く。	過度な金融引き締めにより2023年終盤から2024年序盤にかけて世界的に急減速する。	グローバル:原油価格 米国、中国:製造業購買担当者景気指数(PMI) 米国:非農業部門雇用者数 欧州:天然ガス価格
インフレ率	中央銀行の目標を上回る水準で高止まる。	米欧では減速が続く。年内は中央銀行の目標を上回る水準にとどまるが、2024年半ばまでに正常化する。	財・サービスへの需要が急減し、急低下する。	米国:消費者物価指数(CPI)と個人消費支出(PCE) 米国:ISM仕入価格 米国:平均時給 米国:JOLTS求人数と採用者数 ユーロ圏:消費者物価指数(HICP)
中央銀行	FRBは2023年第3四半期以降利上げを停止するが、2024年初に追加利上げを検討する可能性がある。ECBとBOEも同様の道筋を辿る。	各国中央銀行(FRB、ECB、SNB、BOE)は2023年半ばまでに利上げサイクルを終了し、その後数カ月間据え置きとした後、年末以降から2024年の序盤にかけて利下げに踏み切る可能性が高まる。	深刻な景気後退が顕在化し、迅速な利下げに動く。	
金融環境	過去の水準より引き締まった状況が続くが、金融システムにストレスが生じることはない。	金融環境は世界的に引き締まった状態が続き、想定外の負の要因や外的ショックに対する市場の脆弱性が増す。	金融環境が大幅に引き締まることで、金融システムにストレスが生じ、システムリスクが高まる。	グローバル:金融指標
地政学	停戦協定などによりウクライナ紛争が沈静化する。	ウクライナ紛争が長引き、停戦協議が行われる可能性は低い。	ウクライナ紛争が激化する、または米中間の緊張が高まる。	ロシアによる領土奪回 ウクライナへの武器供給 プーチン大統領支持率 米国の対中国企業制裁 米国企業による外国投資の審査制度の導入

出所:UBS、2023年6月現在

Message In Focus – トップ投資アイデア

高クオリティ債に投資する	予想外に堅調な経済データを背景に、FRBが物価の安定、完全雇用、金融システムの安定といった目標の間で政策のバランスを図るなか、ここ数週間の債券利回り上昇は投資家にとって高利回りを確定させる機会をもたらしている。我々は、高格付債(国債)、投資適格債、サステナブル債、一部の金融機関のシニア債に投資機会があるとみている。債券ポートフォリオのアクティブ運用で、これらの投資機会を十分に活用することができるだろう。
分散された安定的インカム収入獲得を狙う	安定的なインカム収入の獲得は、高クオリティ債以外でも可能だ。相対的にリスクは高まるが、新興国債も選択肢になる。高クオリティ・高配当株式(伝統的資産クラスやサステナブル資産、地域ではスイスとアジア)や、米国優先証券を組み入れた分散されたインカム・ポートフォリオも魅力的だ。
出遅れ株に注目する	最近の株価上昇のけん引役はごく少数の銘柄に集中しており、直近で株価が大きく上昇した銘柄の一部には割高感が見られるため、今後はこうした先導株と出遅れ株との格差が縮まっていくと予想する。投資家には、元本確保戦略によりポートフォリオを守るとともに、新興国株、ディフェンシブ株、バリュー株といった出遅れ株の比率を高めるリバランスを勧める。
米ドル下落に備えたポジションをとる	米ドルとその他の通貨との金利差が縮小し、数カ月後には米ドルの下落基調が再開すると予想する。よって米ドルに対し円、ユーロ、英ポンド、スイス・フランを選好する。金も過去最高値を更新すると予想する。
オルタナティブ資産でポートフォリオを分散する	伝統的な資産クラスで構成されているポートフォリオにオルタナティブ(代替)資産を組み入れることで、ポートフォリオのバランスを図ることを勧める。ヘッジファンドへの投資によって、経済の先行きが不透明な時期の相場の混乱を上手く乗り越えるだけでなく、それを活用することもできる。また、プライベート市場には、プライベート・エクイティ、プライベート・クレジット、不動産といった、長期的にインカム収入を獲得し、資産を成長させる様々な投資機会があると考えられる。
実物資産に投資する	FRBはインフレ率が当面、目標をやや上回ることを容認する可能性がある。一方で、金融システムと物価の安定の微妙なバランスが崩れ、FRBは期待インフレ率が制御不能となる危険を冒しているとの不安が広がる可能性がある。こうした場合、インフラストラクチャー、コモディティ、一部のコア不動産に資産を配分することで、長期的なインフレの影響を緩和し、ポートフォリオの分散強化やインカム収入を獲得することができるだろう。
サステナブル資産に投資する	グリーン投資、脱炭素への取り組み、消費者心理、そして環境規制を追い風に、サステナブル投資はさらに拡大するだろう。具体的には、サステナブル債、環境・社会・ガバナンス(ESG)リーダー、エネルギーや水資源の効率的利用など、より少ない資源でより多くの成果を実現する、革新的な企業を選好する。また、ヘッジファンドやプライベート市場を通じて行っ、健康、気候等のサステナブル・テーマ投資にも投資妙味が見出せる。



Mark Haefele
最高投資責任者
Global Wealth Management

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チーフ・インベストメント・オフィス・グローバル・ウェルス・マネジメント(UBS Switzerland AGまたはその関連会社)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。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。

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グループ内の他の企業(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 2023 すべての権利を留保します。事前の許可なく、本資料を転載・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