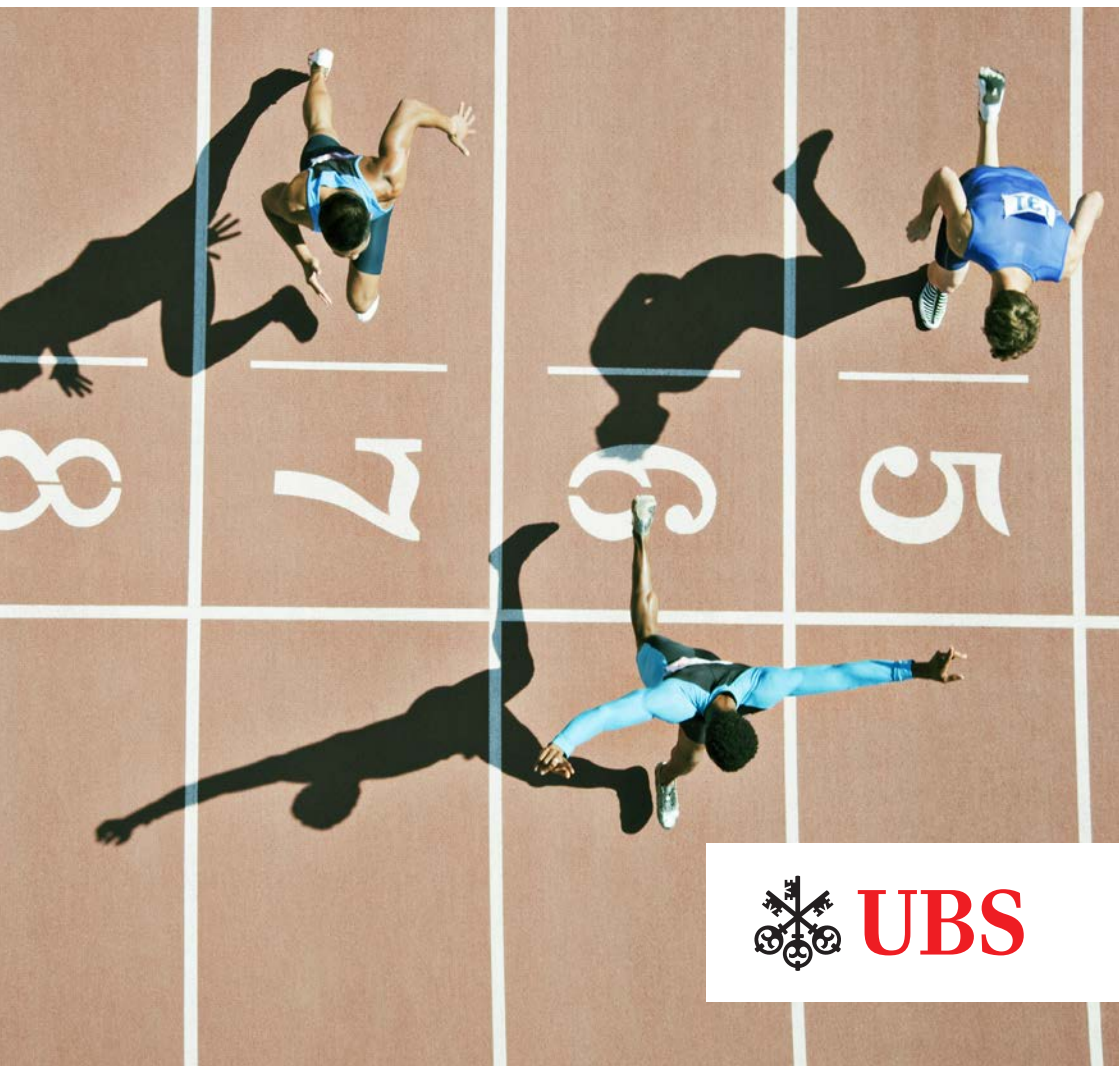


# アジアの年後半の見通し

節目となる時 - アジア太平洋への投資

2024年6月20日 | 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

サマリー版



**UBS**

# 節目となる時



**Mark Haefele**  
Chief Investment Officer  
Global Wealth Management

投資の世界では年前半、多くの節目を越えた。S&P500種株価指数が初めて5,000ポイントを突破し(年初来+15%)、欧州(+9%)とアジア(+10%)の株価も過去最高値に達した。さらに、米半導体大手の時価総額が初めて3兆米ドルに達し、上場企業として世界最大となった。

各国の金融政策も転換点を迎えた。3月にはスイス国立銀行が先陣を切って利下げを行い、その直後にスウェーデンのリクスバンク、カナダ銀行、欧州中央銀行(ECB)が相次いで利下げを実施した。アジアでは、日本が世界で最後となっていたマイナス金利政策を解除し、17年ぶりの利上げに踏み切った。一方、中国政府は、複数年にわたる不動産市況の悪化に歯止めをかけるため、ここ数年では最も強力な不動産支援策を発表した。



**Min Lan Tan**  
Head Chief Investment Office APAC  
Global Wealth Management

しかし、良いニュースばかりではない。米国ではインフレ率低下がスムーズに進まず、利下げ開始が後ずれし、国債利回りが押し上げられた。また、米国の選挙を前に、中国と西側諸国との貿易摩擦が激化しており、インフレ率と金利政策の道筋が今後さらに不透明になる恐れがある。

年後半には、今後の動向を決定づける重要イベントが続く。中国では、中長期の経済政策等を決定する中国共産党中央委員会第3回全体会議(三中全会)が開催される。米国では利下げ開始が予想されており、次期大統領を選出する選挙も行われる。これらは、アジアにも大きく影響を及ぼすが、株式にも高クオリティ債にも総じて良好な環境が訪れるとみて

おり、年末までに1桁後半の上昇が見込まれる。

### 今後6カ月における6つの節目

今後数カ月のアジア市場を方向づける世界的なイベントとしては、利下げ、AI投資の拡大、米国の選挙が挙げられる。また、地域的な観点からは、中国の長期的な構造改革、日本のマクロ経済やコーポレートガバナンス改革の次の段階への移行、そしてアジア新興国経済の成長率の変化も重要になってくる。今後6カ月は、ポジション構築の好機となる重要なイベントが毎月訪れる。

### 7月: 試合を始めよう

7月の注目イベントは、パリ五輪だけではない。5年に1度の中国共産党中央委員会第3回全体会議(三中全会)も開催される。三中全会は昨年の開催が見送られ、異例の遅れが指摘されていた。会議では、構造的不均衡の是正を目指す長期的な経済政策が打ち出される見通しだ。過去の三中全会では、1978年に鄧小平政権が初めて外国企業に経済を開放し(改革開放路線の開始)、1993年には江沢民政権下で赤字国有企業を閉鎖して社会主義市場経済体制への移行が確立されるなど、重大な経済政策が発表されてきた。今年は、地方政府の債務問題への対応、新興産業へのさらなる支援、不動産不況の終息に向けたより

協調的な住宅在庫解消策などが盛り込まれるとみられる。

投資家にとっては、財政支出を伴う具体的な政策が最も重要となる。2015~2018年に3兆人民元をかけて行われた貧民街の再開発に匹敵するような政策が打ち出されれば、中国投資のゲームチェンジャーとなるだろう。だが、こうした長期的な経済改革だけでなく、追加の政策支援や、ファンダメンタルズ(基本的な経済の諸条件)の改善、そして企業業績の緩やかな改善によっても、中国株の短期的なバリュエーションは今後6カ月の間に再評価されると我々はみている。よって、中国株の投資判断を推奨に据え置く。中国株は年初来安値から約30%上昇して5月にピークを付けた後、8%の調整が入った。足元の水準は魅力的なエントリーポイントであり、グロース株(インターネット関連銘柄)とディフェンシブな高利回りセクター(国有企業の一部など)をバランスよく保有することを勧める。

### 8月: AIが再び金メダルを目指す

AI関連の巨大テクノロジー株が米国株式の年初来15%の上昇に11.7ポイント寄与した。前半のAIラリーは半導体株が主導したが、クラウド・プラットフォーム企業の売上高の伸びも加速しており、AI収益化のトレンドが表れていることから、年後半は株価上昇のすそ野が広がると我々

はみている。8月に発表予定の4-6月期(第2四半期)決算が出揃えば、この見方が裏付けられるだろう。第2四半期のビッグテック(巨大IT企業群)の利益成長率は40%と予想する。

このすそ野の広がり、特に韓国など出遅れている市場にとってプラス材料になる。韓国市場は、広帯域メモリの価格上昇や年間増益率65%という好業績が株価の押し上げ材料となるだろう。一方、中国の大手テクノロジー企業のバリュエーションは、巨額のAI投資や数年分の先端半導体の在庫があるにもかかわらず、依然としてChatGPT登場以前の水準で推移している。中国は、最終的には他国とは異なる独自のAIエコシステムを形成すると予想する。このため、他者に先んじて市場に参入する企業には、長期的な収益化の機会がある。

### 9月: FRBが利下げ開始か?

世界的に利下げ開始が相次ぐ中、9月には米連邦準備理事会(FRB)がよいよ金融緩和サイクルに加わると予想する。インフレ率に関連する指標や求人数、失業保険申請件数、製造業景況感指数、各種住宅関連指標など、最近の様々なデータが経済活動とインフレ圧力の鈍

化を示唆している。市場の注目が「いつ」から「何回」利下げが行われるかに移る中、ソフトランディング(景気の軟着陸)により、来年もおよそ四半期に1回のペースで利下げが続くと予想する。

アジアの主要国(除く日本)はFRBに追随して第4四半期に利下げを1回実施すると予想する。これによりアジア域内の消費と成長は、トレンド水準に回復すると見込まれる。実質金利が最も高いインドネシアとフィリピンは、来年もFRBに合わせて利下げを行う余地があるだろう。しかし、アジアの金融政策は依然通貨の安定が鍵を握るため、中央銀行が時期尚早な予防的利下げを行う可能性は低い。加えて、FRBの利下げ開始がさらに後ずれすれば、アジアの利下げも同様に先送りされるだろう。

金利の低下により、高クオリティ債券のリターンが上昇に転じると見ている。アジアでは、特に米国の利下げの恩恵を受ける銘柄を選好する。例えば、米ドル建てインドネシア国債は、利下げにより金利コストが低下する。川下のコモディティ、精錬所、包装会社などは米ドル建ての投入コストを抑えることができる。インドの現地通貨建て債券も、国内の利下げ

開始が米国よりも遅れることで金利差拡大のメリットを享受できる。株式については、金利の低下により、香港の不動産開発企業やシンガポールの不動産投資信託(REIT)が恩恵を受けるとみている。

米国が緩やかに利下げを進めれば、金の投資魅力が高まると同時に、アジア通貨の対米ドル相場も回復するだろう。しかし、このような段階的な金融緩和により、米ドルが一方的に下落基調を辿るとは考えにくい。一つには、トランプ氏の大統領選勝利の可能性と同氏のインフレ要因となる政策(貿易関税と財政支出の拡大)に対する短期的な反応として、FRBの利下げペースが減速し、米ドルが一時的に上昇する可能性がある。このような場合、金は地政学リスク、インフレリスク、財政赤字リスクに対する効果的なヘッジ手段としても機能する。

### 10月: 成長のバトンを渡す

10月は、アジアのさらなる成長が見込まれる第4四半期の始まりである。この成長加速には複数の異なる要因が影響すると考えられる。インド、インドネシア、そしてフィリピンでは、建設やインフラ投資が上向く兆しが既に見え始めている。台湾と韓国では、世界の需要増加により

輸出と製造業生産が一層拡大するとみられる。さらに、消費の回復により、アジア全体で軽工業と一般消費財セクターの伸びも期待できる。

ポジション構築にあたっては、インドの大型株が中期的に下支えされると見込まれる。「モディ3.0(第3次モディ政権)」始動による比較的安定した政権運営、強い経済成長、健全な企業の本基盤、海外投資家の資金流入改善などがその原動力となる。一方、インドネシア、インド、フィリピンの銀行は、年後半に予想されているFRBの利下げによる恩恵を受けるだろう。過去10年の実績を分析した結果、これらの国の銀行は、米国10年国債の金利が、1) 横ばい、2) 5~20ベーシスポイント(bp)低下、3) 20bp以上低下、の状態になると、月間でそれぞれ+0.8/+0.9/+1.1ポイントずつ、アジア(除く日本)全体の銀行業界をアウトパフォームしていることがわかった。

10月は、日本が、年前半に長期に亘ったマイナス金利政策を解除したのに続き、次の利上げを実施する時期としても有力視される。年後半には実質消費の回復が見込まれ、また、コーポレートガバナンス改革の第2段階も進行中で

あり、さらにはハイテク・サプライチェーンを同盟国や友好国に再構築する「フレンド・ショアリング」も進んでいる。これらを踏まえると、年後半には、この2年間で世界一の株価パフォーマンスを誇った日本株のストーリーが、再び勢いを増すと期待される。

その結果、米国大統領選の不透明感が払拭されれば、日本株は2024年末から2025年上期にかけてS&P500種株価指数を若干アウトパフォームすると予想する。投資リターンの上昇を目指すには、大手銀行株、出遅れの景気循環株、高配当銘柄などが特に魅力的である。一方、日本国債の利回りが徐々に上昇し、FRBが金融緩和を開始すれば、円は対米ドルで緩やかに回復するだろう。

### 11月：米国の選挙

米国の有権者は11月5日、1956年以来となる同じ大統領候補者での再対決の勝敗を決することになる。世論調査では、本稿執筆時点で前トランプ大統領がバイデン大統領をわずかにリードしているが、両候補者とも、広範な支持基盤は獲得していない。したがって、投資家は最も可能性の高い4つのシナリオに備える必要がある。レッド・スウィープ(共和

党圧勝)、トランプ氏勝利+ねじれ議会、ブルー・スウィープ(民主党圧勝)、バイデン氏勝利+ねじれ議会の4パターンだ。

アジアにとっても、米国の選挙結果は域内の景気回復の進捗と政策反応に影響を及ぼす。バイデン氏の2期目続投となれば、アジアの成長率は概ね現状を維持し、輸出の減少により0.2%程度の軽微な低下が見込まれる。一方、トランプ氏復活によるレッド・スウィープとなれば、関税ショックにより、アジアの来年の経済成長率は一時的に最大1%程度の鈍化が予想される。このシナリオでは、アジアが、米国の利回り上昇と関税の打撃に伴う通貨安に見舞われるリスクもある。最も影響を受けやすいのはタイ・バーツと韓国ウォンだ。業種別では中国のテクノロジー・ハードウェアや家電メーカーが関税の打撃を最も強く受けるだろう。ただし、このシナリオでは、関税導入当初はすべての中国株が一定の影響を受けると予想する。

「トランプ風の」政策は破壊的ではあるが、保護主義が広がる世界においてサプライチェーンの再構築を促す新たな材料となる。こうした政策は、アジア新興国の一部において、既に堅調なインフラ

主導の成長をさらに加速させるだろう。地域化が進むことで、特定のサプライチェーンは、より容易に特定の関税を回避できるようになる。さらに海外直接投資(FDI)がインドやインドネシア、フィリピンなどの国内インフラ主導の経済国に流入するに伴い、中国以外のアジア諸国の資本財銘柄の一部がその恩恵を受けるとみている。

### 2025年に備える

このように年後半には利下げが行われ、次期米国大統領が選出され、AI投資が拡大し、アジアの経済大国に重要なカタリストがもたらされるだろう。それらの結果は2025年の見通しも方向づける。したがって、今後数カ月間にポートフォリオを準備し、投資機会が訪れた時に迷わず行動に移すことが重要となる。





# 「三中全会」は中国の将来をどのように変えるのか？

5年に1度開催される「三中全会」(中国共産党中央委員会第3回全体会議)は、中国経済の長期的な方向性を決める場とされている。だがこの重要イベントは、目先の政策、マクロ経済、市場にも重要な影響を及ぼす。

中国の株式市場は1月から5月まで32%と急反発した後、年初来高値から8%調整して、年の後半にさしかかっている。下落の理由としては、急反発後の利益確定売り、依然として強弱まちまちのマクロ経済指標、足元でくすぶる地政学リスクや貿易リスクなどが挙げられる。

それでも、今後数カ月で中国市場が再び反発するという我々の見方は変わらない。実際、足元では、市場ファンダメンタルズ(基礎的諸条件)の改善、市場が大幅に下落するリスクの後退、政府の改革による相場の上昇といった状況を十分に活用できる魅力的なエントリーポイントが到来していると考えられる。こうした状況を生み出した大きな要因は、中国政府による不動産政策の明確な変化だ。4月に開催された中国共産党中央政治局会議の直後に発表された政策は、

数年続いてきた住宅不況を終息させるための取り組みの中で、最も踏み込んだ内容となった。特に、以前から実施してきた需要サイドの緩和策を補い、国有企業による売れ残り住宅の直接購入を支援するための資金供給は、大量の売れ残り住宅に対して比較的小規模とはいえ、問題解決への大きな一歩だと考える。

政府の住宅市場に対する方針は、市場重視から直接介入へ、そして地方政府の資金支援から中央政府の資金提供へと変わり、1つの転換点に到達したと考えられるが、住宅販売と住宅価格の下落傾向には歯止めがかかっていない。よって、さらなる政策が必要となるが、政府の積極的な姿勢を踏まえれば、近いうちに追加的緩和措置が実施されると我々は考える。

### 三中全会を展望する

こうした背景から、7月に開催の三中全会は、いっそう大きな転機となるだろう。この重要イベントは従来、長期的な構造改革を打ち出す場として利用されており、そうした改革は中国経済の方向性を大きく変えてきた。例えば1978年の三中全会では、鄧小平が中国を外国企業に開放する(改革開放路線の開始)という画期的な決定を下した。1993年には江沢民が、赤字国有企業を閉鎖して社会主義市場経済への移行を確立した。2013年には習近平国家主席が、市場の役割を重視した改革を打ち出した。

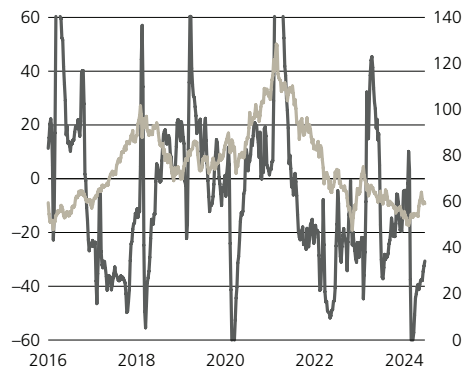
しかし、2023年から異例の形でずれ込んでいた今回の三中全会では、目先の状況に影響をもたらす政策が決定される可能性があるため、投資家は動向を注視することになるだろう。より協調的な住宅在庫解消策、地方政府の債務問題に対処するための財政・税制改革、そして「新質生産力(新たな質の生産力)」を備えた新興産業に対する追加の支援策などが予想される。このような改革は、不動産関連のリスクを低下させ、質の高い成長モデルを実現させたいという政府の思惑と一致するだろう。

中国での過去の例が示すように、最も大きな影響をもたらすのは財政支出を伴う具体的な政策である。過去の例としては、住宅在庫の解消を促すため、中国人民銀行が2015~2018年に3兆人民元以上

を投入した貧民街再開発プロジェクトや、地方政府の資金調達事業体である融資平台(LGFV)の債務を返済するために、地方政府が2015年から4年間で約12兆人民元の債券を発行した「借り換え債」プログラムなどが挙げられる。楽観シナリオでは、今回の三中全会で同様の強力な政策が示唆、あるいは導入される可能性があるとみている。

### 株式相場の回復には、住宅販売の安定が引き続き鍵となる

中国の主要30都市の住宅販売戸数とMSCI中国指数の推移



— 中国主要30都市の新築住宅販売戸数(4週間合計の前年同期比)(6月16日:-30.7%)(%、左軸)  
— MSCI中国指数(米ドル建て、右軸)

出所: Wind、中国国家统计局、UBS、2024年6月

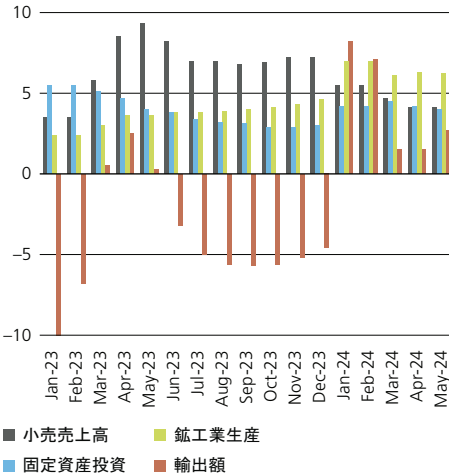
**中国経済は順調に成長しているのか？**

最近のデータには改善の兆しが見られるものの、中国のマクロ経済環境は依然として強弱まちまちだ。5月の輸出額は、テクノロジー・セクターを中心とする堅調な外需を背景に前年同月比7.6%増へと加速し、引き続き明るい材料となっている。インフレ率についても、5月の消費者物価

指数(CPI)が4カ月連続で前年同月比プラスとなり、生産者物価指数(PPI)の下落率も緩やかになるなど、着実に改善している。5月の小売売上高は事前予想を若干上回った一方、4-6月期(第2四半期)に入って全体的な勢いは鈍化した。しかし、自動車買い替え補助金や過剰貯蓄の取り崩しで、個人消費は再び持ち直すだろうと考えている。固定資産投資は年初以降、前年同月比4~4.5%で安定して推移している。これは製造業とインフラストラクチャー関連の1桁台後半の伸びが不動産の低迷分を相殺した結果である。

**成長の不均衡が続く：鉱工業生産が引き続き年初来の成長を牽引**

(年初来、前年同月比、%)



出所：Wind、UBS、2024年6月

短期的には、政府による金融政策や財政支援が続く可能性が高い。豊富な流動性の供給と借入需要の促進を目的として、預金準備率(RRR)が50~100ベースポイント(bp)、中期貸出制度(MLF)金利および最優遇貸出金利(LPR、ローンプライムレート)が10~20bp引き下げられると予想する。財政支援は、1兆人民元の特別国債と、3兆9,000億人民元の地方特別債の発行を加速させることに加え、電気自動車(EV)関連補助金の支給という形で徐々に行われるだろう。今後数カ月で不動産販売がさらに落ち込んだ場合は、一級都市全体での住宅購入制限の緩和や、売れ残り物件購入のための資金供給の拡充などが実施される可能性もある。

## 「三中全会」は中国の将来をどのように変えるのか？

我々は、輸出額の回復(2024年予想：前年比で約3%増)、堅調な投資(約4.5%増予想)、活発な消費支出(約6%増予想)を背景に、今年の実質国内総生産(GDP)成長率が政府の掲げる公式目標(5%前後)を達成できるペースを維持しているとみている。我々の基本シナリオでは、追加の住宅支援策により、今後3~6カ月で不動産販売は安定すると想定している。

### 株価の反発は長続きするのか？

マクロ経済環境が全般的に改善しているにもかかわらず、株式市場が調整しているという最近の状況は、2023年第1四半期を彷彿させる。中国株式は、経済活動再開による大幅な景気回復への期待から、それまで急速に上昇していたが、経済成長の鈍化が示されたことや政府の対応の不十分さによる失望感から、下落が続いた。マクロ経済と企業業績回復のさらなる証拠を投資家が待ち受ける今、同様の事態が起ころうとしているのだろうか。我々はそうは考えていない。

我々は、三中全会や財政支援、企業の業績改善の進捗がきっかけとなって、

今後6カ月にわたってバリュエーションは再評価されるとみている。三中全会の焦点は長期的な計画に置かれるものの、例えば民営企業に追い風となる改革や、財政問題に対する確かな解決策、あるいは既存の不動産支援策の拡充などが決定されれば、市場センチメントが短期的に大きく好転する要因となるだろう。

株価の上昇が一服すると、市場の主な牽引役はバリュエーションの上昇から企業業績と上方修正に移ると考える。業績はセクターやセグメントによってまちまちではあるものの、MSCI中国指数の40%を占め、比重の大きいインターネット関連銘柄は収益性が高く、特に好調である。企業の業績予測や、経営効率、技術革新といった要素は、今後数四半期にわたって、この分野で利益率の改善が続く可能性を示唆している。銀行セクターでは、収益性を示す純金利マージンに底打ちの兆しが見られる。MSCI中国指数構成銘柄の2024年の増益率に関するコンセンサス予想は、5月に平均で1ポイント程度上方修正されており、企業の業績見通しは徐々に安定するとみられる。

### 基本シナリオと楽観シナリオ

我々は最近、MSCI中国指数構成銘柄について、2024年の増益率予想を1.5ポイント引き上げて9.5%に修正した。基本シナリオでは、インターネット関連銘柄が中心となって業績改善を牽引し、他の業界も年後半は徐々に回復に向かうと考える。こうした中で、コロナ禍以降に9.7倍まで落ち込んだ平均予想株価収益率(PER)は、過去平均並みの11倍まで再評価されると予想する。年後半の株価は現在の水準から10%台前半の上昇となり、年末までに主要株式市場の中でも最高水準のリターンを達成する可能性があるとみている。

楽観シナリオでは、政府が予想よりも円滑で強力な支援を実施することで、インターネット関連銘柄に限らず幅広い分野の企業で業績が回復すると見込む。よって2024年の増益率は、基本シナリオよりも2ポイント高い11.5%と予想する。投資家センチメントが改善すると、中国株式の予想PERは約11.4倍と、過去平均を若干上回る水準まで再評価される可能性がある。その場合、現在の水準からの株価上昇率は、10%台の半ばから後半となるだろう。



# 躍進する日本市場の次なる段階とは？

物価と賃金の上昇に支えられ、日本への強気姿勢を支える状況が、緩やかながら着実に整いつつある。マクロ経済の回復やコーポレートガバナンス改革が正念場に入ったことも追い風だ。

日銀は10月に利上げに踏み切る可能性がある。また、東京証券取引所(東証)の改革は次の局面に入りつつあり、企業はハイテクセクターのフレンド・ショアリング(友好国間でサプライチェーンを構築すること)の流れに乗っている。つまり、日本への強気姿勢を支える状況が、緩やかながら着実に整いつつある。これが円高や日本株の上昇につながるとみており、さまざまな分野で投資機会が生まれるだろう。

## 年後半のマクロ環境は改善

能登半島地震や自動車メーカーの生産停止による影響で、1-3月期(第1四半期)の国内総生産(GDP)は実質でマイナス成長となったが、年の後半は国内需要が着実に回復すると予想する。実際のところ、年後半には実質賃金の上昇が期待されることに加え、食料インフレの鈍化や、政府が6月から開始した定額減税が追い風となって、実質消費が伸びるとみている。デジタル化や

ソフトウェア投資に後押しされ、設備投資も増加するだろう。だが、円安の継続が、2024年後半に家計の消費や中小企業の設備投資に冷や水を浴びせる可能性もある。

政策面では、インフレと長引く円安を受けて、日銀が国債の購入を縮小し、10年国債利回りの小幅上昇を容認するとみられ、年後半には追加利上げの実施も考えられる。円安による金利上昇圧力が続くと仮定すれば、利上げの時期として可能性が高いのは10月とみる。

それに関連して、我々は年末までに日本の10年国債利回りは1.1%に達すると予想するが、それ以降、金融環境が急速に引き締まるとは想定していない。基調的なインフレ率は依然として2%を下回っており、実質経済成長率も、持続的なインフレを達成するには不十分な水準だからだ。2025年は2度の利上げが見込まれ、2025年末の政策金利は0.75%に

なると予想するが、依然として中立金利を下回る水準のため、2025年は低金利環境が日本経済を下支えするだろう。

為替については、日銀が緩やかな金融政策正常化を進める一方で、米国の金利はピークアウトするため、ドル円は年後半緩やかに下落すると予想する。ただし、日本国外への資本流出によって、こうした米ドルの下落ペースが鈍化する可能性もある。また、投資家は政治情勢にも引き続き注目するだろう。岸田文雄首相は日本経済の活性化を重視するとみられる。9月に予定される自民党総裁選で岸田首相が再選されれば、年後半は総じて政治的に安定する可能性があるが、来年7月の参議院選挙まで岸田内閣の支持率低迷が続けば辞任に追い込まれるかもしれない。

### 回復から変革へ

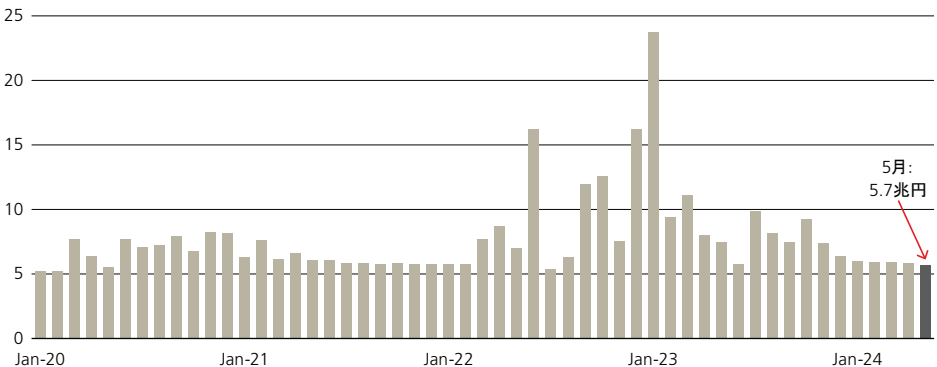
この先は複数の動向を注視する必要がある。例えば、実質消費は4四半期連続でマイナス成長が続いた後、食料インフレの鈍化と6月からの定額減税を受けて、年後半にプラス(1%増)へと回復するだろう。また、今年の春季労使交渉(春闘)では、賃金上昇率が1991年以降初めて5%超の伸びとなり、これが6月頃から実質賃金に反映され始めると予想する。

とはいえ、円安の継続は食料やエネルギーの輸入価格の上昇圧力となるだろう。我々の試算では、10%円安に振れれば輸入物価は4%上昇し、消費者物価指数(CPI)は0.15~0.2%上昇するとみている。

日本のコーポレートガバナンス改革については、第1段階では変化に対する期待

## 日銀の国債購入ペースは鈍化している

月次データ、単位：兆円



出所：リフィニティブ、UBS、2024年6月



感が株価を押し上げていたが、6月からは第2段階へ移行し、焦点が企業のファンダメンタルズ(基礎的条件)に移ると予想する。つまり、第2段階では、構造改革や利益率の改善を通じた自己資本利益率(ROE)向上の進捗状況が、株価を押し上げる重要な原動力になるだろう。目先の焦点は、余剰資金を活用した株主還元の強化だったが、概ね実現されたと考えている。

大局的に見ると、フレンド・ショアリングの流れも加速している。その恩恵を受けるのは、ITサービスセクターや、空調機器・設備を手掛ける企業などの電設工事セクターだろう。だが、選別が重要だ。今後数

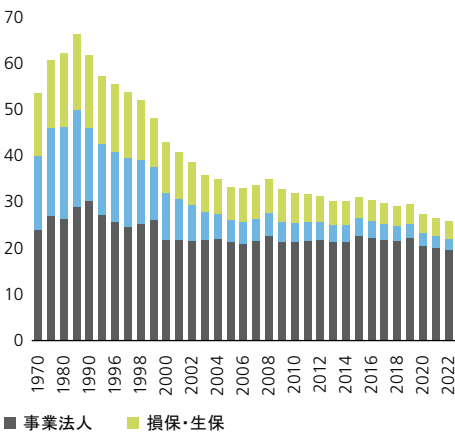
年間にわたり構造的な需要増が期待されるが、こうした企業の一部は、2023年度中に売上高がすでに十分回復しているため、2024年度は伸びが鈍化する可能性がある。

### 株式には楽観的な見方を維持

我々は、インフレ、賃金上昇、コーポレートガバナンス改革という追い風を受けた日本株に対して、楽観的な姿勢を維持する。また、2024年末から来年に向けて、株価は上昇すると予想する。ただし7~8月は、目先の材料不足や季節要因から、短期的にボックス圏で推移するだろう。第4四半期初めには米国の大統領選を控え、ボラティリティ(相場の変動率)が高まるとみられるが、11月に選挙が終了すれば、上昇基調に戻る事が予想される。

## 日本株式の4分の1以上は非投資目的保有

セクター別保有率、%



出所：東京証券取引所、UBS、2024年6月

2025年は複数のカタリストが待ち受けている。投資家の注目は、東証主導のコーポレートガバナンス改革に再び移るだろう。というのも、2025年3月に上場基準を満たしていない企業(2024年5月15日時点で346社)の経過措置期限が終了する予定であり、企業はROEや企業価値の向上に一段と注力する必要があるのだ。

日本株式への投資機会を模索する投資家には、株価純資産倍率(PBR)の水準にかかわらず、企業価値の持続的な改善が着実に進んでいる企業や、短期余剰資金を活用した自社株買いにとどまらず、事業ポートフォリオの最適化を通じて競争力を押し上げている企業に注目することを勧める。このような変革が、日本株式の長期にわたる持続的な再評価につながるだろう。



# 米国大統領選挙を前に アジア市場でどのような ポジションを組むか？

11月に入り米国の大統領選挙が本番を迎えると、ボラティリティは上昇する可能性が高い。これが今年最大の「既知の未知\*」のイベントであることはほぼ間違いない。

米国大統領・議会選挙が近づいてきた。トランプ前大統領が選挙に勝利した場合、アジアは、政治的にも、経済的にも、そして投資の上でも、今とは全く異なる現実とすぐさま直面することになるだろう。大統領選に関する世論調査では、執筆時点において、トランプ前大統領がバイデン大統領をわずかにリードしている。投資家は、米国の政権交代に備えてポートフォリオを整えておく必要がある。

## バイデン氏勝利とトランプ氏勝利のシナリオ

まず、簡単なシナリオから見ていこう。バイデン氏が勝利した場合は、政策は継続される見通しである。バイデン氏は規制を強化し、増税を実施し、気候変動対策に

取り組み、テクノロジー・セクターへの投資を引き続き支援する考えだ。バイデン氏の貿易規制に対する多国間協調の手法は、今後も継続される可能性が高く、他国の企業や政府にとって、それぞれの経営や政策を推進するうえで重要となる予測可能な環境が期待される。もちろん、中国との地政学的緊張は引き続き焦点となるだろうが、激化することはないだろう。

ある意味、未知であるのは、トランプ氏が大統領に返り咲いた場合だ。トランプ氏は既に中国の全品目に対して一律60%の関税を課す考えを表明している。これは、中国製品に対する現行の平均税率(19.3%)から大幅な引き上げとなる。これが現実化すれば、中国企業やアジア経

\*存在自体は「既知」であるが、その影響については「未知」であるということ。

済に大きな打撃を与えるだろう。重要なのは実施のタイミングだ。それが貿易ショックの大きさを左右する。段階的なのか、一気に引き上げられるのか、もしくは特定の製品に対しそれ以上の税率が課される可能性もある。いずれにせよ、米中貿易の縮小という関税導入当初の影響は、その後も続くだろう。このため、二次的(中期的)な影響として、アジア各国にサプライチェーンを移転させる動きが加速する可能性がある。コストを下げ、米国への供給国を分散させる必要があるからだ。

他にはどのような影響があるだろうか？ 第1に、トランプ氏が中国に課す高関税の影響により、一部の製品に対する需要が単純に消失する可能性がある。代替ルートがすぐには確保できないため、輸入コストが急上昇するからだ。第2に、中国抜きの新たなサプライチェーンがアジア内に構築されると、トランプ政権は、こうしたサプライチェーンで中国原産品を組み込んで製造される最終製品に対しても、第2弾の関税を発動する可能性がある。さらに、トランプ氏がアジアの全製品に、例えば一律10%の関税を賦課した場合、アジアの経済成長率は1%押し下げられ、約4.5%まで低下する可能性がある。第3に、特にグローバル投資家が注目すべき点として、こうした動きは世界の2大経済大国間に新たな貿易紛争を勃発させる可能性がある。

トランプ氏のディール(取引)を好む傾向を考えると、中国は強硬手段に出るより

も、大筋合意を目指す可能性が高い。したがって、中国は、エスカレーションを回避するために、最初は慎重に、相手の出方に応じた対応をとると考えられる。こうした対抗措置としては、1) 輸出入ベータに加え、人民元の下落を容認、2) 緩やかな報復関税を発動、3) サービス輸出の規制、4) 重要鉱物の輸出規制、5) 米国企業を対象とした「信頼できないエンティティリスト」の作成、などが挙げられる。しかし、関税措置が厳しく包括的なものになれば、報復合戦の復活は資産に多大な影響を及ぼすことになる。

#### 金融市場はどう反応するか？

トランプ氏が勝てば、アジア通貨にはマイナスの影響が及ぶだろう。アジアは輸出主導国が大半であるため、関税はアジア全体に打撃を与える。また、米国のインフレ圧力(およびFRBの利下げ期待の後退)と、財政支出拡大に伴う国債発行増も予想されるため、米国の長期ゾーンの利回りが上昇する可能性が高い。トランプ氏勝利のシナリオでは、米国10年債利回りと人民元の動きに対する感応度が高いタイ・バーツと韓国ウォンには慎重な姿勢をとる。これに対し、インド・ルピーとフィリピン・ペソは、自国経済が内需志向型であるため、影響は少ないと予想される。

一方、バイデン氏が勝利した場合は、FRBによる9月からの段階的な利下げなどを受けて、アジア通貨は年後半に対米ドルで約2%上昇するとみている。世界の製造業と電子製品の輸出サイクルが改善

すれば、アジア諸国の多くで経済が上向くだろう。キャリー戦略は、これまでもFRBの利下げサイクルから恩恵を受けている。したがって、利回りの低い人民元や台湾ドルよりも、高利回りのインド・ルピーを愛好する。

**債券**については、トランプ氏が勝利した場合、中国の一部の発行体は下押し圧力を受ける可能性がある。しかし、米ドル建て債券市場における中国の発行

体は、内需型企業が大半であるため、関税引き上げのファンダメンタルズへの影響は軽微にとどまるとみられる。短期的に市場心理が悪化する可能性はあるが、すぐに回復すると予想する。

一方、バイデン氏の続投となれば、スプレッドに大きな変化は生じないと予想され、リターンの動向は米国の政策金利の行方が鍵を握るだろう。

## タイ・バーツ、韓国ウォンが最も米国10年金利と人民元の動きに敏感

週次(2022年1月～2024年6月)、回帰分析

アジア通貨	米10年金利100bp上昇に対する 感応度(米ドルに対する変化、%)	人民元に対する 感応度(ベータ値)
タイ・バーツ	-3.90%	1.06
韓国ウォン	-3.50%	1.04
マレーシア・リンギット	-2.50%	0.61
台湾ドル	-2.30%	0.57
インドネシア・ルピア	-1.90%	0.33
フィリピン・ペソ	-1.90%	0.33
シンガポール・ドル	-1.80%	0.67
人民元	-1.30%	-
インド・ルピー	-0.80%	0.26
アジア平均(除く日本)	-2.20%	0.62

出所: ブルームバーグ、UBS、2024年6月

株式への影響については、すべての中国株式に当初、一定の影響が及ぶとみられるが、テクノロジー・ハードウェアや家電メーカーが最も強い打撃を受けるだろう。中国のインターネット株も、市場全体に対する感応度(ベータ値)が高く、中国株を代表する銘柄群であることから、下押し圧力を大きく受けやすい。とは言え、株価には一定の関税リスクが既に一部織り込まれており、足元の株式リスク・プレミアムは前回(2018~2019年)の関税引き上げ時よりも既に高い水準にある。

トランプ氏とバイデン氏のいずれが勝利しても、保護主義政策は継続されるだろう。バイデン現政権は中国輸出業者によるダンピング(不当廉売)とみなされる行為に問題を提起しており、特に電気自動車(EV)や再生可能エネルギーなどの新たな戦略的産業の製品に焦点が当てられている。選挙を前にした政治的な思惑から、バイデン政権はこれらの産業に対して関税を引き上げる可能性もある。

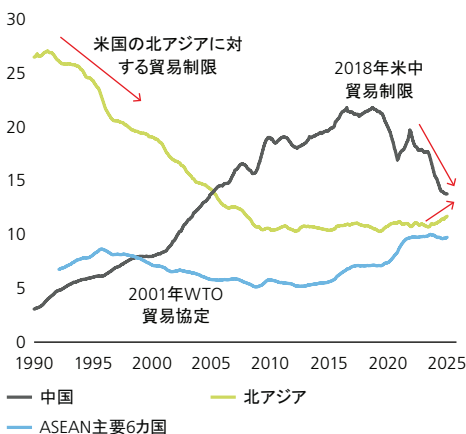
### アジア市場でどのようなポジションを組むとよいか？

11月はまだ数カ月先だが、ボラティリティは選挙に向けて間違いなく上昇するだろう。特にこの間、両候補は、有権者に向けて「中国への強硬姿勢」を誇示したい思惑もある。したがって投資家には、この先数カ月間の波乱含みの展開や、想定される対中保護主義政策の強化に備えたポジションの構築を始めることを勧める。

アジア投資におけるこれらのリスクをヘッジするには、米国の輸入規制措置が追い風となるセクターへの選別投資を検討することを勧める。これには資本財セクターなどが含まれる。中国以外に製造拠点を新設するにあたり、機械需要が急増すると予想されるからだ。例えばインドでは、製造業関連で海外直接投資(FDI)の流入急増が見込まれている。また、経常的な収益を生み、国内消費が中心の公益事業セクターなども、変動が激しい市場における下方プロテクションを提供するだろう。

## 米中貿易の減少はASEANにとってプラス

米国輸入先に占めるアジアの割合、%



注: 北アジアは日本、韓国、台湾を含む  
出所: CEIC、UBS、2024年6月

# 資産クラス別見通し

2024年6月20日

	アンダーウェイト	オーバーウェイト
流動性総合	=	
グローバル株式		
株式総合	=	
米国	=	
ユーロ圏	=	
スイス	=	
新興国	=	
日本	=	
英国		+
アジア株式		
アジア(日本を除く)	=	
中国		+
香港	=	
インド	=	
インドネシア	=	
韓国		+
マレーシア	-	
フィリピン	=	
シンガポール	=	
台湾	=	
タイ	-	

# 資産クラス別見直し

2024年6月20日

	アンダーウェイト	オーバーウェイト
<b>債券</b>		
<b>債券総合</b>		+
高格付債		+
ハイイールド債	=	
<b>投資適格債</b>		+
新興国債	=	
アジア 投資適格債(米ドル建て)	=	
アジア ハイイールド債(米ドル建て)	=	
中国国債	=	
<b>コモディティ</b>		
<b>コモディティ総合</b>	=	
原油		+
金	—————→	+
<b>通貨</b>		
米ドル	=	
ユーロ	=	
日本円	=	
英ポンド	=	
スイス・フラン	—————→	+
豪ドル	= ←—————	

注: これらの投資判断は通貨の価格変動をヘッジ出来るグローバル投資家向けのものです。

**アンダーウェイトとは**、CIOのカバーする資産クラスの中で今後12カ月におけるリスク調整後リターンの魅力が相対的に低いと予想される (Least Preferred: 弱気見直し) 資産クラスに対し、基準となるリスクバランスの取れたポートフォリオ SAA(戦略的資産配分)の資産配分比率より配分比率を引き下げること示す。

**オーバーウェイトとは**、CIOのカバーする資産クラスの中で今後12カ月におけるリスク調整後リターンの魅力が相対的に高いと予想される (Most Preferred: 強気見直し) 資産クラスに対し、基準となるリスクバランスの取れたポートフォリオ SAA(戦略的資産配分)の資産配分比率より配分比率を引き上げること示す。

出所: UBS



# アジア太平洋地域の経済予想

前年比、%

	GDP成長率				CPI(消費者物価指数)			
	2022年	2023年	2024年E	2025年E	2022年	2023年	2024年E	2025年E
オーストラリア	3.9	2.0	1.2	2.1	6.6	5.6	3.3	3.3
ニュージーランド	2.4	0.6	0.2	2.1	7.2	5.7	3.1	2.3
中国	3.0	5.2	4.9	4.6	2.0	0.2	0.4	1.4
インドネシア	5.3	5.0	4.9	5.0	4.1	3.7	3.0	2.5
マレーシア	8.9	3.6	4.1	4.3	3.4	2.5	2.4	2.7
フィリピン	7.6	5.5	5.7	6.1	5.8	6.0	3.3	2.6
タイ	2.5	1.9	2.8	3.3	6.1	1.2	0.8	1.8
韓国	2.6	1.3	2.3	2.1	5.1	3.6	2.2	1.9
台湾	2.6	1.3	3.8	3.1	2.9	2.5	2.3	1.9
インド	7.0	8.2	7.0	7.0	6.7	5.4	4.5	4.5
シンガポール	3.8	1.1	2.6	2.7	6.1	4.8	2.7	2.0
香港	-3.7	3.2	2.5	2.8	1.9	1.8	1.8	2.1
日本	1.0	1.9	0.2	1.0	2.5	3.3	2.4	1.9
<b>アジア(日本を除く)</b>	<b>4.1</b>	<b>5.4</b>	<b>5.1</b>	<b>5.0</b>	<b>3.6</b>	<b>2.1</b>	<b>1.8</b>	<b>2.3</b>
<b>アジア太平洋地域</b>	<b>3.8</b>	<b>4.9</b>	<b>4.6</b>	<b>4.5</b>	<b>3.6</b>	<b>2.3</b>	<b>1.9</b>	<b>2.3</b>

E= 予想

出所: UBS、2024年6月19日

	スポット	2024年12月	2025年6月
<b>株式市場</b>			
S&P 500種株価指数	5,487	5,500	5,600
ユーロ・ストックス50	4,904	5,200	5,300
英国FTSE100指数	8,212	9,000	9,100
MSCIオールカントリー・ワールド指数	805	1,000	1,010
MSCIアジア(除く日本)	705	740	745
MSCI中国	60	69	70
東証株価指数(TOPIX)	2,726	2,800	2,900
ASX 200(オーストラリア)	7,769	8,000	8,200
<b>中央銀行 政策金利</b>			
米連邦準備理事会(FRB)	5.33	4.83	4.33
欧州中央銀行(ECB)	3.66	3.25	2.75
スイス国立銀行(SNB)	1.45	1.25	1.00
日本銀行	0.08	0.25	0.50
オーストラリア準備銀行(RBA)	4.33	4.35	3.85
<b>金利</b>			
米10年国債利回り	4.24	3.85	3.50
<b>クレジット・スプレッド</b>			
JPモルガン・アジア・クレジット・インデックス(JACI)	222	240	250
<b>通貨</b>			
ユーロ/米ドル	1.07	1.09	1.13
米ドル/スイス・フラン	0.88	0.89	0.85
米ドル/円	158	150	146
豪ドル/米ドル	0.67	0.68	0.70
米ドル/人民元	7.26	7.25	7.20
<b>コモディティ</b>			
ブレント原油(米ドル/バレル)	85.2	87.0	87.0
金(米ドル/オンス)	2,344	2,600	2,700
銅(米ドル/トン)	9,786	11,500	12,000

出所: UBS、スポット価格は2024年6月20日、予想は2024年6月13日

### アジアの年後半の見通し

本稿はUBS AG Singapore Branch、UBS AG Hong Kong Branch、UBS SuMi TRUSTウェルズ・マネジメント株式会社、UBS Switzerland AGが作成した“Asia Mid-Year Outlook: Defining moments - Investing in Asia Pacific”(2024年6月20日付)を翻訳・編集した日本語版として2024年7月9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。

### Editor-in-chief

Wayne Gordon

### Authors

「三中全会」は中国の将来をどのように変えるのか?: Yifan Hu, Kathy Li, Eva Lee, Summer Xia  
躍進する日本市場の次なる段階とは?:

Daiju Aoki, Chisa Kobayashi, Maki Shimizu  
米国大統領選挙を前にアジア市場でどのようなポジションを組むか?: Philip Wyatt,  
Tom Mcloughlin, Carl Berrisford,  
Hartmut Issel, Eva Lee, Teck Leng Tan,  
Devinda Paranathanthri, Stephanie Choi,  
Wayne Gordon

### Product management

Sita Chavali  
Krishna Goradia

### Investment writer

Michael Yang  
Thompson Wong  
Aaron Kreuscher

### Editors

Michael Yang  
Thompson Wong  
Aaron Kreuscher

### Japanese Editors

Chie Sato  
Yuko Kanetaka  
Marimi Ota

### Desktop publishing

CIO Content Design

### Cover picture

Getty Images

### Editorial deadline

20 June 2024

## 免責事項と開示事項

### 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。

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