

UBS House View

Monthly Letter | 2024年7月18日 | Chief Investment Office GWM, Investment Research

対立する見解

米国の選挙に関して確実に言える数少ないことの1つは、バイデン大統領とトランプ前大統領とは経済運営に対する姿勢が異なるということだ。

トランプ2.0?

トランプ氏が大統領選挙に勝利する確率が上昇している。政治的予測に基づいてポートフォリオを大幅に変更することはせず、選挙に伴うボラティリティの上昇に備えることを勧める。

注目される関税政策

11月に誰が勝利しようと、保護主義の潮流は継続するだろう。だが、米国の選挙結果によって、発動される追加関税の規模と対象範囲は変わってくるだろう。

資産配分

高クオリティ債を引き続き推奨する。株式では、テクノロジー・セクター、クオリティ・グロース株、英国市場を選好する。また、金、原油、スイス・フランも選好する。



Mark Haefele

Chief Investment Officer
Global Wealth Management

分断と対立

7月は米国の政治史上、記憶に残る月となった。トランプ前大統領は、選挙集会の演説中に暗殺未遂事件に見舞われ負傷した。一方、バイデン大統領に対しては、民主党の有力議員や献金者から選挙戦撤退を求める声が続いている*。

残念ながら、米国の歴史上、大統領や大統領候補の命が狙われるのは珍しいことではない。建国以来これまでに、4人の現職大統領が任期中に暗殺されている。最近の出来事と今回の選挙が、広い意味で「世界の将来」にどう影響するか思惑を巡らすことは、本レターの趣旨ではない。だが、両候補者の政策の違いに絞って検証することは、投資を行う上で有益だと考える。

今回の選挙に関して確実に言える数少ないことの1つは、バイデン氏とトランプ氏では、経済運営に対するスタンスが異なるということだ。バイデン氏は増税(大企業や富裕層向け)と政府による積極的な産業政策(規制や補助金等)の推進を打ち出している。一方、トランプ氏は移民の削減、減税、関税の引き上げなどを公約に掲げている。

足元では、11月の大統領選でトランプ氏が勝利する確率が上昇している。このため、投資家はボラティリティ(相場変動)の高まり、関税の引き上げ、そして政府の財政赤字拡大に備える必要がある。米国債市場と米ドルの動きは不確実性が高まるとみている。だが、選挙キャンペーンにおける公約や発言等にみられる政治的レトリックを額面通り受け取って、投資計画を大幅に調整する必要はないと考える。

*バイデン大統領は7月21日に米大統領選からの撤退を表明。詳細と投資インプリケーションについては「CIO Alert: バイデン氏、米大統領選から撤退表明」をご覧ください。また、最新の米大統領選結果予想は「Blog: Election Watch 24 米大統領選、7月の衝撃」をご覧ください。

トランプ氏の構想は現政権の路線から離脱するものだが、それらが全面的に実施される可能性は低い。選挙戦での発言と実際の政策とではまったく別物となるケースが多いからだ。実際、トランプ氏は前回の任期中、「金本位制」などの政策を支持する発言をしているが、就任後こうした政策はほとんど実行に移されていない。

我々は高くオリティ債を選好する。利回りが魅力的なうえ、金利が低下すればキャピタルゲインも期待できるからだ。

投資家の視点からは、短期的には、クオリティの高い中期債を選好する。利回りが魅力的なうえ、金利が低下すればキャピタルゲイン(値上がり益)も期待できるからだ。株式では、AI(人工知能)バリューチェーンにおいてAI開発の基盤を提供する「イネープリング層」や、競争優位なポジションと安定的な収益源をもつ銘柄を勧める。さらに、政治的リスクをヘッジするには、金(gold)、オルタナティブ資産、スイス・フランなどが有効な手段と考える。

長期的には、グローバルな分散投資が引き続き基本原則であり、投資家にとってのプロテクションとなる。バイデン氏は、再選を阻止しようとしている党の「エリート」議員に対して不満をあらわにしている。一方、トランプ氏はバイデン政権の移民政策を批判している。だが、「エリート」や「移民」に対する苛立ちは、両大統領候補に限ったことではなく、各国で分断の一因になっている。中道派は長年、グローバル化と自由貿易政策がより良い世界の構築につながると唱えてきた。そして、少なくともこうした投資レターの読者や筆者にとっては、概ねその通りとなった。だが彼らは、不平等社会、環境悪化、国家安全保障といった問題に対しては、広く受け入れられる答えを提供することができなかった。

極右あるいは極左政党は、今のところ世界経済の主導権を握るまでには至っていない。だが有権者は、不満が解消されない限り、非主流派に答えを求め続けるだろう。その結果、増税や物価高騰、金利上昇などのリスクが高まり、それに伴い通貨や各国株式市場のボラティリティが上昇することなどが考えられる。そこで、本レターでは世界の政治に目を向け、バイデン氏の候補指名をめぐる足元の混乱が投資家にどう影響するか、関税引き上げの「脅し」が貿易競争に発展するかどうか、フランスと英国で先ごろ行われた下院選挙結果を投資家はどう見るべきか、といった点を掘り下げていきたい。

バイデン氏は、民主党有力議員からの選挙戦撤退の要請を拒否した。

バイデン氏の候補者指名をめぐる混乱は投資家にどう影響するか？

6月に行われたトランプ氏とのテレビ討論会で、バイデン氏が精彩を欠くパフォーマンスを見せたことから、民主党内の有力議員や献金者からは、バイデン氏が11月の大統領選で勝利するのは難しいとの声相次いだ。しかし、バイデン氏は撤退要求を拒否し、選挙戦にとどまる意向を繰り返し表明している。

今後の展開は？

バイデン氏が最終的に民主党候補になれるのかはまだ不透明である。選挙結果を左右する接戦州で行われた直近の世論調査によれば、バイデン氏の再選への道はすでに狭まっている。討論会以降、バイデン氏の支持率は低下している模様で、一部の世論調査¹によると、登録有権者の支持率で、バイデン氏はトランプ氏に5~6ポイントのリードを許す状況となっている。

また、賭け市場²では(数字に変動はあるものの)バイデン氏の民主党候補指名の確率が低下し、代わってハリス副大統領の指名確率が上昇している。バイデン氏が選挙戦の継続を主張しているため、トランプ氏とバイデン氏以外の候補者による選挙戦を想定して、さまざまな結論を導き出すことは避けたい。いずれにせよ、他の民主党候補が指名されたとしても、税制、気候変動対策、反トラスト法、貿易といった投資家にとって重要な政策領域で、バイデン氏の基本方針から大きく逸脱することはないだろう。

¹ ニューヨーク・タイムズとシエナ大学による世論調査

² リアル・クリア・ポリティクスのベッティング平均に基づく

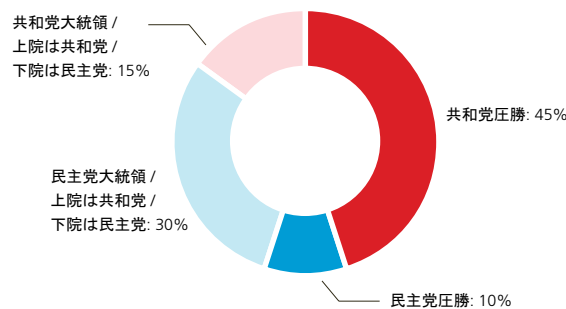
過去1カ月の出来事により、トランプ氏が11月に勝利する確率が高まった。

バイデン氏が出馬を継続するか否かに関わらず、最近の出来事を受けて、トランプ氏が11月の大統領選挙で勝利する確率は上昇した。我々は、共和党が大統領選と上下両院選挙を制する「レッド・スウィープ」の確率を45%、トランプ氏が勝利し、議会はねじれ状態(上院は共和党、下院は民主党が多数派)となる確率を15%としている。また、大統領選は民主党が勝利し、議会はねじれ状態となる確率は30%、民主党圧勝の「ブルー・スウィープ」の確率は10%とみている。*もしバイデン氏が選挙戦から撤退すれば、トランプ陣営を相手に民主党が巻き返しを図る可能性もでてくるが、こうした試みが成功するかどうかは予測できない。結局のところ、新たな候補者がどのような選挙戦を展開するかにかかってくるからだ。

*最新の選挙結果予想は「[Blog: Election Watch 24 米大統領選、7月の衝撃](#)」をご覧ください。

図表1

11月の選挙でトランプ氏が勝利する確率が高まっている
我々が想定する米国の選挙結果シナリオ



出所: UBS、2024年7月現在

選挙結果が「レッド・スウィープ」となれば、米国の金融セクターにはプラスに働くと考えられるが、グローバルにサプライチェーンを展開している企業にとってはリスクとなりうる。

これらは投資家にとって何を意味するのか？

総じて言えば、「レッド・スウィープ」となった場合、当面は米国株式にややプラスに働くと考えられる。規制が緩和されて、M&A(合併・買収)が増え、法人税が引き下げられる可能性があるからだ。セクター別では、特に米国の金融セクターなどが恩恵を受けるとみられる。ただし、輸入品に対する関税引き上げ(および相手国による報復措置の可能性)により、グローバルにサプライチェーンを展開する米国企業には悪影響が及ぶ可能性がある。

こうした短期的な株価上昇が中期的に継続するかどうかは、関税の規模と内容、財政赤字に対する投資家の認識、インフレ動向などの要因に左右されるだろう。トランプ氏が(全輸入品ではなく)一部の輸入品を対象にした関税発動を選択し、米国債投資家が慢性的な財政赤字に目をつぶり、インフレ率が低水準にとどまるシナリオでは、米国株式にとって「狂騒の20年代*」を彷彿させる状況となるだろう。

これに対し、広範に高い関税が発動され、米国債市場が政府債務の持続可能性に懸念を示し、財政支出によるインフレが再燃する事態となれば、株式にはマイナスの影響をもたらすだろう。

*第1次世界大戦の戦後不況から脱却し、経済的な大繁栄が訪れた1920年代の米国を指す言葉。

民主党大統領とねじれ議会の場合は現状維持に近く、米国株式市場への影響は最小限にとどまると考える。こうした結果は、再生可能エネルギーやエネルギー効率関連の企業の一部にはプラスだ。一方で、金融サービス・セクターに対する規制強化は継続する公算が大きい。

とはいえ、投資家は、自身の予想や政治的嗜好に基づいてポートフォリオの戦略を大幅に変えるべきではない。米国の選挙結果が金融市場の最大の変動要因となる可能性は低く、11月の選挙の前にまだ様々な要素が変化する余地があるからだ。むしろ、ポートフォリオの分散強化や利回り収入が得られる投資方法など、選挙を取り巻くリスクに備えた戦略を幅広く検討することを勧める。

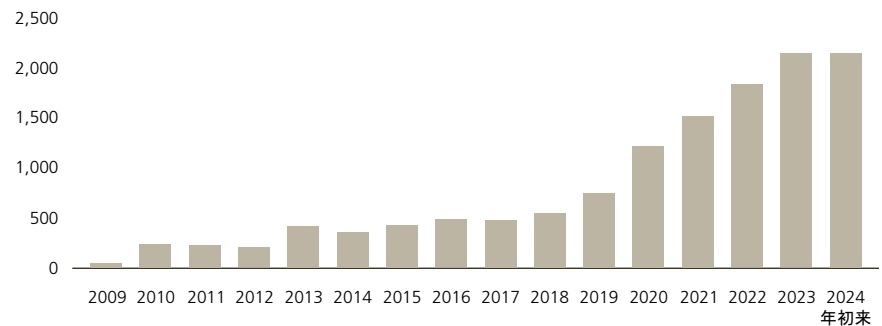
関税の脅しは貿易戦争につながるのか？

どちらの米大統領候補も、大統領選の政策課題として保護主義的政策に重点を置いている。ただし、双方が提案する政策措置の規模と範囲は異なる。トランプ氏は、複雑な多国間関係に懐疑的で、多国間の枠組みの中で協調して動くよりも2国間交渉を好む。また、米国へのすべての輸入品に一律で10%、中国からの輸入品には60%の関税を課すことを提案している。一方バイデン氏は、欧米間の同盟関係を維持しつつ、米国の利益を高めるために既存の国際的枠組みを活用することを好む。それにもかかわらず任期中には、中国製の電気自動車(EV)、最先端電池、太陽電池、鉄鋼、アルミニウム、医療機器など、特定の品目に関税を課してきた。

両候補は通商政策を重視している。

図表2

産業政策による政府の介入は世界的に増加している
世界における新規の産業政策措置の年間実施件数の推移



出所: グローバル・トレード・アラート、UBS、2024年7月現在

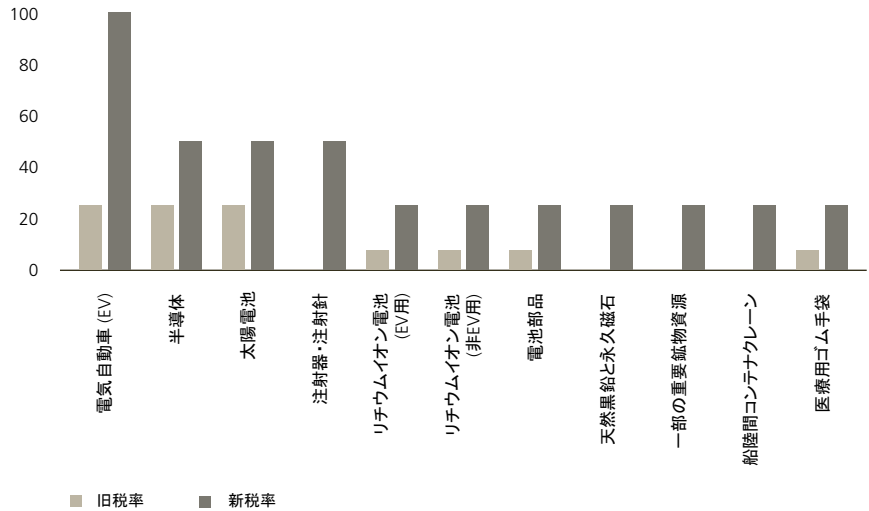
保護主義への傾斜は米国に限った話ではない。

保護主義は米国に限った話ではない。第4次産業革命が進行中の今、世界経済では、この100年で最も劇的な構造的変化が始まろうとしている。投資家はこの変化を支えるテクノロジーに注目しがちだが、個人の相対的な収入、生活の安定性、そして社会的地位の変化がもたらす社会の激変の方が、より重大な経済的影響をもたらすとみてよいだろう。自分の相対的地位が下がったと感じている人々の一部は、非難する相手を求めるようになり、外国人や外国はその対象になりやすい。その一方で多くの人は、グローバルなサプライチェーンの負の側面に対する不信感をパンデミック中に認識し、ロシア・ウクライナ紛争でそれを再認識した。その結果が「経済ナショナリズム」であり、それが最も頻繁に現れるのが、ヒト・モノ・カネの流れに対する制限である。

図表3

バイデン政権は中国からの一部輸入品に対する関税引き上げを発表(2024年5月)

バイデン政権が発表した中国からの一部輸入品に対する関税率(%、旧税率と新税率)



注: 新たな税率は2024年から適用。ただし半導体には2025年、非EV用リチウムイオン電池、天然黒鉛と永久磁石、ゴム手袋には2026年から適用。

出所: ホワイトハウス、UBS、2024年7月現在

米国の現在の選挙サイクルから想定される貿易のシナリオは4つあると考える。

今後の展開は？

貿易のような複雑な分野で、選挙戦での公約や発言を実現可能な政策に落とし込むことは容易ではない。通商政策の経済的影響は、諸外国、通貨市場、金融政策がどのような反応を示すかによっても変わってくる。我々は、米国での現在の選挙サイクルから想定される貿易のシナリオは4つあると考える。

● 政治的ジェスチャーとしての関税 (EU・中国間の現在の状況に類似)

このシナリオでは、既存の米国の関税は据え置かれ、政治的な主張のため、あるいは特定の政策の優先度の高さを強調するために、特定の品目に暫定的な関税が課されることが予想される。しかし、こうした関税は一律ではないため、サプライチェーンは徐々に対応していくことが可能だろう。したがってこのシナリオでの関税は、経済活動全体に影響をもたらすというより、象徴的な意味合いのものになる可能性が高く、景気全般やインフレへの大きな影響はないと考えられる。

● 選別的な関税 (2018~2019年の米中間の状況に類似)

選別的な関税は、特定の国や経済圏の貿易慣行へと対象が広がるため、複数セクターに影響が及ぶ可能性が高い。対象地域が限られるため、例えば製品の流通経路を変更するなどして、関税を回避することが可能だが、この種の関税は多国籍企業を取り巻く環境を複雑にすると考えられ、(対象となる品目にもよるが)インフレへの影響が大きくなる可能性もある。とはいえ、関税引き上げ分が消費者にすべて転嫁されることはないだろう。このシナリオでは、交渉の状況次第で、関税の報復合戦に発展する可能性も高くなる。

- **一律関税(トランプ氏が提案する10%の一律関税等)**

このシナリオでは、ある国が輸入するすべての品目に関税が適用されるため、部品の調達先や国外の生産拠点を変更しても関税は回避できない。利益率がよほど高くない限り、関税は消費者へ全面的に転嫁される可能性が高いため、国内のインフレ率に明確な影響を及ぼすだろう。2023年の米国における実質輸入額は、実質国内総生産(GDP)の12.7%に相当する。我々の分析によると、こうした輸入品に一律10%の追加関税が課され、それが消費者に転嫁された場合、米国の物価水準を1.3%押し上げるとみられる。

このシナリオでは、消費の減少に加え、同じように大規模な報復措置が実施されて輸出品に悪影響をもたらされることで、経済成長率は押し下げられるだろう。クリントン政権時代の日米貿易摩擦のように、資本移動が一種の武器として使われるリスクもある。当時は日本が米国債を投げ売りするのではないかとの懸念が広がっていた。

- **極端な関税(トランプ氏が提案する、関税を大幅に引き上げて所得税減税分を補う案等)**

このシナリオは極端な経済的影響を及ぼすだろう。関税で所得税減税分を補うには、すべての輸入品目に対し、100%を優に超える関税を課す必要があり、消費者物価は少なくとも15%は上昇するとみられる。物資不足になる可能性が極めて高く、景気の大幅な後退は避けられないだろう。影響の大きさを考慮すると、このような措置が実施される可能性は非常に低いと考える。

これらは投資家にとって何を意味するのか？

どちらの候補が勝利しても保護主義の傾向は高まるが、両候補の政策は大きく異なる。

米国の大統領選挙でどちらの候補が勝利しても、保護主義の傾向は高まり、自由貿易への障壁は増えるだろう。とはいえ、民主党政権では比較的穏健な関税シナリオが、トランプ政権ではより関税の影響が大きなシナリオが想定される。

関税の対象範囲が広がり、関税率が引き上げられるほど、米国の株式市場には打撃となる可能性が高い。世界の貿易のうち、多国籍企業間での財やサービスの移動を伴うものの割合は、現在3分の2にも上り、そうした企業には多くの米国企業が含まれる。関税の引き上げは、一部のグローバル株式にも悪影響を及ぼす可能性が高い。例えば、欧州の自動車メーカーなど米国に直接輸出している企業や、サプライチェーンの健全性に大きく左右される企業などだ。中期的には、こうした影響によって世界のサプライチェーンが再構築され、フレンドショアリング(友好国間でのサプライチェーン展開)やリショアリング(生産拠点の国内回帰)のような投資トレンドの加速が見込まれる。関税によってインフレ率が上昇し、金融緩和の幅が狭くなる可能性を考慮すれば、関税の影響が大きなシナリオでは、米国債利回りにも上昇圧力がかかるだろう。

とはいえ、トランプ氏は大統領就任後、関税が株式市場や債券市場に及ぼす悪影響を重く見て、極端な政策へと踏み出すのを思いとどまる可能性がある。かつてトランプ氏は、自身の大統領としての成果を示すバロメーターとして、株式市場のパフォーマンスに言及していた。

フランスと英国の選挙では、有権者の行動が大きく変化した。

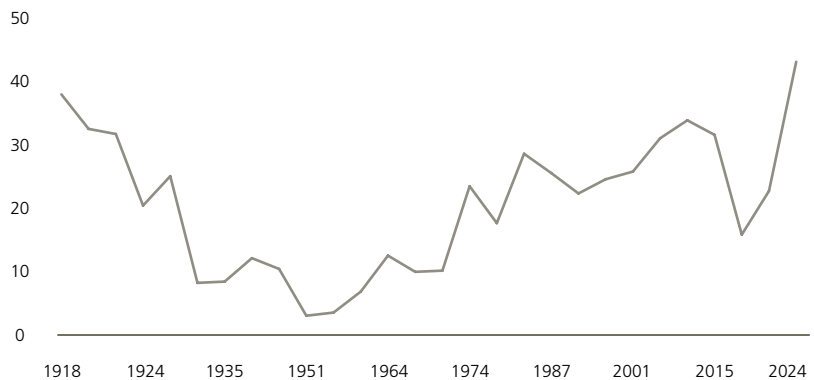
欧州での最近の選挙結果をどう評価するか？

フランスや英国の世論調査に注目していた投資家は、急進的な政党による議会の掌握は免れることになり、ひとまずは安堵していることだろう。ただし、水面下にある有権者の行動の変化は、政治的安定への懸念がすぐには払拭されないことを示唆している。

英国では中道左派の労働党が、議席数を2倍以上に増やして411議席とする地滑りの勝利を挙げた。議席数では下院全体の63%を占めているため、労働党の政権獲得を意味するが、得票率は33.7%にとどまった。これは前回(2019年)の総選挙での得票率(32.1%)とほぼ変わらず、得票数では前回を下回った。全体を見ると、中道右派の保守党と中道左派の労働党以外に投じられた票の割合は1918年以来最大となった。右派のポピュリスト政党であるリフォームUKは、得票率では14%と3番目に大きかったが、獲得議席数は5議席で、全体の1%にも満たなかった。

図表4

小規模政党を支持する英国有権者の割合は1918年以来最大となった
労働党および保守党以外の得票率(%)



出所: 英国下院図書館、UBS、2024年7月現在

フランスでは左派のNFPが最大勢力となったが、単独過半数は獲得できなかった。

フランスの国民議会選挙では、右派の国民連合(RN)が143議席を獲得し、左派の政党連合である新人民戦線(NFP、182議席)と中道の与党連合(168議席)の後塵を拝した。どの陣営も単独過半数に届かないため、政権運営が難しくなる「ハング・パーラメント」(宙づり議会)になる可能性が最も高い。しかしこの結果は、英国の選挙と同様、有権者の票の動きを示すものではない。第1回投票では61%以上の有権者がRNかNFPに投票し、マクロン大統領率いる与党連合の得票率はわずか21%にとどまった。

英国株式への強気の見通しを維持する。

これらは投資家にとって何を意味するのか？

英国では、労働党が現行の財政ルールを踏襲すると公約していたため、事前に公約に掲げていた増税を除いて、財政政策に大きな変化はないとみている。一方、インフレ率は目標とされる2%にまで鈍化し、労働市場も軟化しているため、イングランド銀行は他の欧州の中央銀行とともに利下げを開始できる状況にあるとみられ、最初の利下げは8月の可能性が高い。よって、我々は引き続き英国株式を選好する。企業の業績成長の加速と魅力的なバリュエーションが相まって、英国株式は今後数カ月わたってアウトパフォームすると予想する。

フランスのハング・パーラメントは、フランスおよび欧州の株式にとって、想定されたシナリオの中では最も現実味のあるシナリオではあったが、政治的な不透明感は依然として強く、今回の選挙結果を受けて、フランスの債務状況への関心が高まった。したがって、市場では引き続き政治リスクプレミアムがある程度織り込まれると予想する。

債券に関しては、フランス10年国債のドイツ10年国債に対するスプレッド(上乗せ利回り)が、第1回投票前に81ベースポイント(bp)でピークをつけ、その後縮小しているものの、選挙前の水準を依然上回っている。高水準で上昇を続ける債務比率、膨張した財政赤字、そして上昇する資金調達コストは、スプレッドが選挙前の低水準に当面戻らないことを示唆する。よって、フランスよりも債務状況が安定した国の国債や、クオリティの高い社債に魅力的な投資機会があるとみている。

長期的には、現政権が多くの有権者から支持を得られておらず、政治情勢が不安定なため、大衆迎合的な政策を実施することへのプレッシャーがかかり続けるだろう。投資の観点では、地域や資産クラスを分散させることが、固有の政治的リスクを軽減するには引き続き最善の戦略だと考える。

投資アイデア

テクノロジーや社会、地政学が大きく変化する中、政治の果たす役割は今後数年にわたり金融市場において、さらに重要になるだろう。しかし、政治的变化の方向性、タイミング、および波及効果の不確実性は高いため、投資家は政治的予測に基づいて投資計画を大幅に変更すべきではない。

短期的には、経済成長率とインフレ率の低下、金利の低下、そしてAIブームにより変化する環境を切り抜け、米国選挙に関連する潜在的リスクに備えることに重点をおく。

債券:我々は、クオリティの高い債券を選好する。利回りが魅力的で、金利低下により債券価格の上昇が見込まれ、景気悪化リスクからポートフォリオを守る能力を兼ね備えているからだ。インフレ率が低下する中、米連邦準備理事会(FRB)は9月にも利下げに踏み切る可能性があり、米10年国債の利回りは、年末には3.85%まで低下すると想定している。米国の財政赤字拡大への懸念がさらに高まった場合の長期債への潜在的なリスクを考慮し、満期10年以下の中期債を選好する。高クオリティ債を中心としたポートフォリオのコア部分を、高利回り債で補完するアプローチも検討できる。

投資家は政治的予測に基づいて投資計画を大幅に変更すべきではない。

インフレ率の低下、利下げ見通し、そしてAI投資の増加が、引き続き株価を下支えするだろう。

株式:我々は、米国企業の持続的な利益成長、インフレ率の低下、利下げ見通し、そしてAI投資の増加が、引き続き株価を下支えするとみており、S&P500種株価指数の12月末の見通しを5,500ポイントから5,900ポイントに引き上げた。

セクターでは、今後数年間の株式リターンの牽引役と予想されるAI銘柄への長期的なエクスポージャーの構築を重視する。現時点では、AIバリューチェーンにおいてAI開発の基盤を提供する「イネープリング層」や、垂直統合された超大型テクノロジー株に特に投資機会があるとみている。また、競争力が高く、安定的な収益源をもつ企業としてクオリティ・グロース株(高クオリティの成長株)を推奨する。これには「欧州版マグニフィセント・セブン」や、アジアのベンチマークにおける主力銘柄が含まれる。国別では、魅力的なバリュエーションと業績回復が見込まれることから、英国株式市場を選好する。また、投資家は選挙結果に左右されやすい銘柄やセクターに対するリスクをヘッジすることも検討できる。

通貨:米国の景気とインフレが減速しており、FRBが年内に利下げに踏み切るとみられることから、我々は米ドル高のシナリオは後退すると考える。トランプ氏が勝利すれば、一時的に米ドルは上昇する可能性があるが、既に割高であり、財政赤字および経常赤字への懸念からも、長期的には下落するとみている。

我々は引き続きスイス・フランを選好する。スイス国立銀行(中央銀行)が政策金利を現在の水準からさらに大きく引き下げるとは考えにくい。また、米国や欧州で政治的不確実性が高まるなか、スイス・フランには安全通貨としての効果が期待できる。

金はポートフォリオ内で効果的なヘッジ手段になる。

コモディティ:コモディティ指数の向こう12カ月間のトータルリターンは10%台前半を予想している。資産クラス別では、金と原油を選好する。中央銀行による積極的な金の購入や、米国の利下げ見通し、上場投資信託(ETF)での需要の回復により、金価格は年末時点で1オンス当たり2,600米ドルまで上昇すると見込む(足元では2,460米ドル近辺)。金には、地政学的な分断や米国の財政赤字、インフレ、米ドル下落といった懸念に対するヘッジ効果もある。原油価格は、堅調な需要やOPECプラスの協調減産によって下支えされると予想する。ブレント原油価格は年末時点で1バレル当たり約87米ドルまで上昇するとみている。



Mark Haefele
最高投資責任者
Global Wealth Management

Message In Focus – トップ投資アイデア

利下げに備える	経済成長率とインフレ率が減速し、中央銀行が利下げを開始するに伴い、債券市場には大きな投資機会があるとみている。キャッシュやマネー・マーケット・ファンド(MMF)を保有している投資家は、クオリティの高い社債や国債に投資することを勧める。市場の織り込む金利の下げ幅が拡大するにつれ、債券価格の上昇が見込まれるからだ。また、今後数カ月は、幅広く分散された債券投資戦略も良好なパフォーマンスが期待できる。さらに、欧州市場において、利下げの恩恵を受けることができる投資戦略も勧める。
通貨とコモディティの投資機会を利用する	通貨やコモディティへの投資により、ポートフォリオのリターンを向上させ、分散させる様々な機会が得られる。第1に、目先、米ドルは買われやすい状況が続くと見られるが、米国で利下げが始まり、さらに財政赤字拡大懸念が高まるに伴い、米ドルは中期的に下落へ転じると予想する。よって、米ドルが上昇した局面では他通貨への分散を勧める。第2に、スイス国立銀行はここからさらに利下げを積極的に進める可能性が低いいため、スイス・フランは上昇すると予想する。最後に、原油、銅、金、銀など幅広いコモディティにも投資妙味があるとみている。
AIへの投資機会を捉える	AI市場の潜在力は極めて大きい。我々はAIが今後数年にわたり株式市場のリターンに主な牽引役になるとみている。投資家にとって重要なのは、AIへの十分な投資を長期間維持することだろう。現時点で最も投資妙味が高いセグメントは、AIバリューチェーンのイネープリング層(AI技術への投資拡大が追い風となるイネープリング技術分野)と、バリューチェーンに沿って競争優位性を維持している、米国と中国の垂直統合された超大型テクノロジー株だとみている。
クオリティ・グロース株に投資する	株式投資全般においてクオリティ・グロース株(高クオリティの成長株)への投資を推奨する。最近の増益率を牽引しているのは、競争優位性を維持し、構造的な成長要因により長期的な成長と利益の再投資を実現している企業を中心である。この趨勢は今後も続くともっており、投資家にはこの恩恵を享受するために、クオリティ・グロース株への配分比率を高めることを勧める。
米国の選挙に備える	米国の選挙はボラティリティ上昇の引き金となる可能性が高いため、投資家には状況に合わせてリスクを管理することを勧める。株式では、「レッド・スウィープ(共和党圧勝)」のシナリオが実現した場合、米国の一般消費財や再生可能エネルギー・セクターが悪影響を受けるだろう。一方、このシナリオ下では、金融セクターに上振れ余地がある。また、景気敏感株やセクター、そして人民元といった通貨のリスクをヘッジする戦略も検討することを勧める。さらに、金(gold)も、地政学的な分断や根強いインフレ、悪化する財政赤字などの懸念に対する効果的なヘッジとして機能するだろう。
非伝統的投資で分散を図る	十分に分散されたポートフォリオにオルタナティブ資産を組み入れることで、金利やテクノロジー、あるいは政治的な要因により変化する環境を切り抜ける手段が得られる。期待金利が変化する局面では、株式と債券の相関が一時的に上昇する可能性があるため、伝統的資産との相関が低いヘッジファンドはポートフォリオのボラティリティ軽減に役立つだろう。また、プライベート・エクイティは、未上場のAI関連企業など、成長企業に投資する機会を提供する。

世界の予想

経済予想

実質GDP成長率(前年比、%)

	2023年	2024年(予)	2025年(予)
米国	2.5	2.3	1.4
カナダ	1.1	0.9	1.4
日本	1.8	0.0	1.1
ユーロ圏	0.6	0.6	1.2
英国	0.1	0.7	1.5
スイス	0.8	1.3	1.5
オーストラリア	2.0	1.2	2.1
中国	5.2	4.9	4.6
インド	8.2	7.0	7.0
新興国	4.6	4.5	4.4
世界	3.3	3.2	3.1

インフレ率(平均CPI、前年比、%)

	2023年	2024年(予)	2025年(予)
米国	4.1	3.0	2.4
カナダ	3.9	2.5	2.1
日本	3.3	2.4	1.8
ユーロ圏	5.5	2.4	2.1
英国	7.4	2.5	2.0
スイス	2.1	1.2	1.0
オーストラリア	5.6	3.4	3.1
中国	0.2	0.4	1.4
インド	5.4	4.2	4.5
新興国	7.5	8.2	5.1
世界	6.2	5.8	3.8

出所:ブルームバーグ、UBS、2024年7月18日現在。直近の予想は週次で更新されるGlobal Forecastsを参照ください。

資産クラス別予想

	現在	2024年12月
株価指数		
S&P500種株価指数	5,588	5,900
ユーロ・ストック50指数	4,891	5,200
FTSE100種総合株価指数	8,187	9,000
スイス株価指数	12,334	12,700
MSCIアジア指数(除く日本)	711	740
MSCI中国指数	58	64
東証株価指数	2,915	3,000
MSCI新興国指数	1,111	1,150
MSCI ACワールド指数	996	1,050
通貨		
ユーロ/米ドル	1.09	1.09
英ポンド/米ドル	1.30	1.30
米ドル/スイス・フラン	0.88	0.85
米ドル/カナダ・ドル	1.37	1.38
豪ドル/米ドル	0.67	0.68
ユーロ/スイス・フラン	0.97	0.93
ニュージーランド・ドル/米ドル	0.61	0.60
米ドル/円	156	155
米ドル/人民元	7.26	7.35

	現在	2024年12月
2年国債利回り(%)		
米国2年国債利回り	4.44	3.75
ユーロ建てドイツ2年国債利回り	2.77	2.00
英国2年国債利回り	3.99	3.50
スイス2年国債利回り	0.69	0.70
日本2年国債利回り	0.32	0.40
10年国債利回り(%)		
米国10年国債利回り	4.16	3.85
ユーロ建てドイツ10年国債利回り	2.42	2.25
英国10年国債利回り	4.08	3.50
スイス10年国債利回り	0.51	0.70
日本10年国債利回り	1.04	1.10
コモディティ		
ブレント原油(米ドル/バレル)	85	87
金(米ドル/オンス)	2,460	2,600

出所:ブルームバーグ、UBS、2024年7月18日現在。直近の予想は週次で更新されるGlobal Forecastsを参照ください。

非伝統的資産

本レポートでは非伝統的資産投資に関する一般的な情報を提供していますが、これらの金融商品の勧誘等を行うものではなく、弊社では取り扱いのない金融商品を勧誘することはありません。また、お客様個人に特有の投資目的、財務状況、投資経験、等を考慮したものではありませんので、お客様に適合しない投資に関する記述が含まれている可能性があります。

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS Group AG (「UBS Group」)傘下のUBS Switzerland AG(スイスのFINMAの規制対象)またはその関連会社(「UBS」)の事業部門であるUBS チーフ・インベストメント・オフィス(CIO)・グローバル・ウェルス・マネジメントが作成したリサーチレポートをもとに、UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。UBS Groupには旧Credit Suisse AG、およびその子会社、支店、関連会社が含まれます。英文の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には原文が優先します。本レポートが英文で作成されている場合は、英語での内容をお客様ご自身が十分理解した上でご投資についてはご判断していただきますようお願いいたします。なお、本レポートは、当社のほか、UBS 銀行東京支店を通じて配布されることがあります。

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

本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したものではなく、金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、お客様に特有の投資目的、財務状況等を考慮したのもではありません。銘柄の選定はお客様ご自身で行って頂くようお願い致します。

本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている資産クラスや商品には、当社で取り扱っていないものも含まれることがあります。

一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。また当社では税務、法務等の助言は行いません。

金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等： UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第3233号

加入協会： 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

当社における国内株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.10%(税込)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.375%(税込)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれを超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。これらの株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されています。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社における投資信託のお取引には、直接ご負担いただく手数料としてお申込み金額に対して最大3.3%（税込）の購入時手数料がかかります。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、国内投資信託の場合、換金時の基準価額に対して最大0.3%の信託財産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一口当たり純資産価格に対して最大5.0%の買戻手数料をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用（信託報酬）（国内投資信託の場合、最大2.20%（税込、年率）。外国投資信託の場合、最大2.75%（年率）。）のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。その他費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額等を示すことができません。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、損失が生じるおそれがあります。

「UBS投資一任運用サービス（以下、当サービス）」のお取引には、投資一任契約の運用報酬として、お客様の契約期間中の時価評価額に応じて年率最大2.20%（税込）をご負担いただきます。その他、投資対象となる投資信託に係る運用管理費用（信託報酬）や諸費用等を間接的にご負担いただきます。また、外国株式の売買その他の取引については、取引毎に現地取引（委託）手数料、外国現地取引所取引手数料および外国現地取引所取引税などの現地手数料等が発生し、これらの金額は個別の取引の決済金額に含まれます。運用報酬以外のこれらの費用等の合計額は運用状況により異なるため、事前にその料率・上限等を示すことができません。当サービスによる運用は投資一任契約に基づく運用を行いますので、お受取金額が投資元本を下回ることがあります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの0.5%または0.5円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの1%を上限とします。

UBS銀行東京支店が提供する金融商品等に関する留意事項

外貨預金契約に手数料はありません。預入時に他通貨から預け入れる場合、あるいはお受取時に他通貨に交換する場合には、本契約とは別に為替取引を行って頂く必要があり、その際には為替手数料を含んだレートが適用されます。外貨預金には、為替変動リスクがあります。為替相場の変動により、お受取時の外貨金額を円換算すると、当初払い込み外貨金額の円換算額を下回る（円ベースで元本割れとなる）リスクがあります。

その他のご留意事項

当社の関係法人であるUBS AGおよびUBS Group内の他の企業（またはその従業員）は随時、本資料で言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人等として取引したりすることがあります。あるいは、本資料で言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。

©UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社 2024 すべての権利を留保します。事前の許可なく、本レポートを転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者
商号等： 三井住友信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長（登金）第649号
加入協会： 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会