

今後の市場シナリオ

UBS House View - CIO Alert

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

何が起きたか？

8月5日の株式市場は世界的に下落が続いた。米国ではS&P500種株価指数が一時4.25%下落し、最終的には3%安の5,186で取引を終えた。幅広い銘柄が売られ、全セクターが下落した。中小型株で構成するラッセル2000株価指数は3.3%下落して2,039となり、テクノロジー株が多いナスダック総合指数も3.4%下落して16,200となった。米国経済の減速への懸念が世界的に広がるなか、日本では日経平均株価が12.4%と過去最大の下落幅を記録し、韓国と台湾の市場も8%以上下落した。

米国株式の予想変動率を示すVIX指数は50を超え、パンデミック後のピークを上回り、株式市場の先行きに関する不確実性の高まりを示した。ここ数日で相場の変動が大きくなっているが、重要なのは、世界の株式市場の最近の動きが異例の好調さだったという前提で現状を捉えることである。S&P500種は7月中旬につけた史上最高値から8.5%下落しているものの、年初からは依然10%近く高い水準にある。幅広い資産クラスに分散投資している投資家は、高クオリティ債の最近の堅調なパフォーマンスによって、株価下落の影響がある程度緩和されるだろう。

背景は何か？

世界の株式市場を取り巻く状況は、ここ数週間で一変した。人工知能(AI)に対する楽観論や力強い経済成長の見通し、そして「狂騒の20年代」が訪れるという期待から、米国の景気後退への不安や、AIの収益化に対する懸念、中東での紛争リスクの高まりへと様変わりした。

米国の経済指標はここ数カ月間予想を下回っていたが、市場のムードを変えたのは8月2日に発表された7月の雇用統計だ。結果は予想を大幅に下回り、非農業部門雇用者数は114,000人の増加にとどまった。失業率も前月の4.1%から4.3%に上昇している(2023年4月には3.4%の低水準を記録)。

特に失業率の上昇ペースは、「サム・ルール」の条件に当てはまるとして注目を集めた。サム・ルールは、直近3カ月平均の失業率が過去12カ月の最低値を50ベースポイント(bp)以上上回ることで、景気後退が始まる可能性を示唆する指標として捉えられている。

我々の基本シナリオ

我々は、7月の雇用統計が低調だったとはいえ、景気後退リスクは依然低いとみている。我々の基本シナリオでは、米国経済のソフトランディング(軟着陸)を想定しており、経済成長率は2%の潜在成長率を若干下回る水準で底打ちして、インフレもさらに減速すると予想する。

よって、景気後退に対する投資家の懸念は、以下の理由から行き過ぎだとみている。

- 1つの経済指標だけを深読みすることは、誤った判断につながりかねない。7月の低調な雇用統計の背景には、ハリケーン「ベリル」が影響している可能性がある。この一時的な天候要因により働くことができなかったと回答した労働者数は436,000人で、2000年以降の7月の平均である33,000人を大きく上回っている。
- 失業率の一定の上昇が景気後退入りの予兆だとするサム・ルールは、現在の環境下では疑問の余地がある。非農業部門雇用者数は過去1年で250万人増えていることから、失業率上昇の主因は雇用削減ではなく、労働力の供給増加にあると考える。労働需要の指標となる新規失業保険申請件数は、過去の水準を依然下回っている。
- 企業の業績コメントは、広告、自動車、資本財、ソフトウェアの各セクターで若干の減速を示唆しているが、利益率は引き続き堅調で、雇用削減に着手する理由はほぼ見当たらない。S&P500種構成企業における2024年の1株当たり利益(EPS)の伸びは、11%となる見通しである。

- 消費者心理と消費支出は依然底堅い。6月の小売売上高と個人消費支出(PCE)のデータは、消費支出が悪化しているのではなく、これまでの異例の高水準から正常な状態に戻りつつあることを示している。さらに、家計の財務状況も総じて健全で、実質所得は増加し、債務返済コストも依然として過去平均を下回っている。
- サービス部門の景況感も活動拡大を示している。米供給管理協会(ISM)が発表した7月の非製造業購買担当者景気指数(PMI)は51.4に上昇した。新規受注指数は上昇し、雇用指数も6カ月ぶりに回復している。
- 米連邦準備理事会(FRB)には、経済と市場を支える金融政策の余地が十分にある。インフレ率が目標値である2%に戻る動きが継続しているという確信が、最近のデータによって高まっており、FRBは景気と労働市場にも注力できるようになっている。パウエル議長は7月31日の米連邦公開市場委員会(FOMC)で、労働市場の急激な悪化の兆候を注視していくと繰り返した。我々は現在、FRBが9月の会合で政策金利を50bp引き下げ、年内に追加で50bpの利下げを実施して、2025年も金融緩和を継続するとみている。
- AIの将来性は健在だ。投資家は急増する企業の設備投資を評価していたが、収益化のペースが思わしくないことに焦り始めているようだ。しかし、主要テクノロジー企業は4-6月期(第2四半期)の決算で、AIインフラへの投資が高いリターンをもたらすと確信を示している。AI収益化の進展の事例が示されたことも好材料だ。
- 中東紛争が激化するリスクがここ数週間高まっているが、回避できる可能性はある。プリンケン米務長官は、イランおよびレバノンのシーア派武装勢力ヒズボラによるイスラエルへの報復攻撃が差し迫っていると述べていた。しかし、4月にイランから攻撃を受けた際と同様、イスラエルは今回も慎重な対応を選択するとみられる。
- 米国の選挙もボラティリティのさらなる要因になりうる。大統領選挙ではハリス副大統領の勢いが増している。世論調査の分析ウェブサイト「538」によれば、2日に行われた世論調査では、全国平均でハリス氏の支持率が45%、トランプ氏が43.5%との結果が出た。これは、トランプ前大統領からハリス氏がリードを奪い取ったことを示している。我々の基本シナリオでは、民主党が大統領選と議会選挙を制する「ブルー・スウィープ」は想定していない。しかし、ブルー・スウィープが実現した場合、キャピタルゲイン課税と法人税が引き上げられる可能性があり、税制改正が行われる前に、投資家の間でキャピタルゲイン獲得の動きがみられる可能性がある。

基本シナリオにおける市場見通しとは？

株式: 短期的には市場のボラティリティが続く可能性が高いが、景気への懸念は行き過ぎだと考える。また、過去において(景気後退期を除く)、FRBの最初の利下げ後12カ月でS&P500種は平均17%上昇している。現在までに、S&P500種の時価総額の75%超に相当する企業が既に決算報告を終えている。業績には若干の軟化が見られるが、利益成長の見直しを変更するほどではない。第2四半期の利益成長率は前年同期比11~12%と、我々が予想していた水準の上限に近いとみられる。業績予想を上回った企業の割合は過去平均並みだが、上振れ幅の大きさは通常よりやや低い。我々の基本シナリオにおける年末および2025年6月のS&P500種の予想値は、それぞれ5,900および6,200で維持する。2024年のS&P500種構成企業の1株当たり利益(EPS)は11%増の250米ドル、2025年は8%増の270米ドルと予想する。

債券: 債券市場も引き続き変動が激しいと予想されており、景気後退の懸念が続いて、キャリートレードの解消が進む場合、短期的には高クオリティ債のさらなる上昇(および米国10年債利回りの低下)が見込まれる。一方、今後のデータで、米国経済が我々の基本シナリオ通りにソフトランディングに向かっていることが示された場合、年末までに利回りは3.5~4.0%の範囲に落ち着くと予想している。景気後退の懸念が高まる中、投資家は余剰資金を高クオリティ債に投資することで、ポートフォリオ全体の損失の緩和を図ることができるだろう。

悲観シナリオの誘因とは？

基本シナリオより状況が悪化する可能性も考慮する必要がある。これはさまざまなメカニズムによって起こり得る。

- 雇用者数が減少し、FRBの政策が長期間にわたり過度に引き締められていたことが今後のデータで裏付けられる。米国では失業を恐れて、予備的な貯蓄を増やすために支出を削減する人が増える可能性がある。
- AI投資が鈍化する。AI投資は特に半導体メーカーやクラウド事業会社の成長を支えている。主要なテクノロジー企業が設備投資計画の縮小を発表し始めた場合、利益成長の持続性に対する懸念が広がることになる。また、クラウド事業の収益成長が鈍化した場合も、失望につながるだろう。最後に、半導体チップの技術が期待ほど進展しなかった場合も、テクノロジー株の下振れを引き起こす可能性がある。
- イスラエルまたはイランの誤算により中東情勢が急激に悪化し、投資家が原油供給の混乱を恐れるため、世界的にリスクプレミアムが上昇する。

このようなシナリオでは、消費支出と労働市場の弱さ、そして AI 関連投資の減少により、世界の経済成長率が急激に低下すると予想される。これに対応し、各国中央銀行は迅速に金利を引き下げ、緩和的な金融政策に戻るだろう。FRB は、現在約 3%とされる中立金利を大幅に下回る水準まで金利を引き下げることが高い。

悲観シナリオにおける市場見通しとは？

株式: 経済のハードランディング(硬着陸)シナリオでは、利益成長見通しの引き下げとバリュエーションの低下により、S&P500 種は 4,200 近辺まで下落するとみている。

債券: ハードランディングは、FRB による積極的な利下げサイクルを促すと考える。このシナリオでは、2024 年末までに米国 10 年国債利回りが 2.5%に低下すると予想する。高クオリティ債の価格上昇に加えて、金、スイス・フラン、日本円など他の比較的安全な資産の価値も上昇すると予想される。

主要シナリオ

確率	楽観シナリオ: 狂騒の20年代	基本シナリオ: ソフトランディング	悲観シナリオ: ハードランディング	注目指標
	20%	60%	20%	
市場の動き	債券価格は小幅下落、株価は上昇 堅調な米国経済、インフレ率の低下、人工知能(AI)による企業業績への影響に対する楽観論などを背景に、株価は上昇。債券利回りはボラティリティが高まるが、年末までに上昇し、足元の水準をやや上回る。	債券価格上昇、株価小幅上昇 景気後退懸念から、目先では債券利回りの低下と株価の下落が続く可能性がある。だが、こうした懸念が行き過ぎだと明らかになるにつれ、株価は上昇し、債券利回りは年末までに現在の水準付近に戻る。	債券価格上昇、株価急落 グローバル株式は2桁%台の下落を記録し、債券スプレッドは拡大する。AI関連株のバリュエーションは大幅に下落する。高クオリティ債、金、スイス・フラン、円などの安全資産が買われる。	
経済成長	米国では約2%の潜在成長率を上回る成長が見られる。背景としては、労働市場や家計のバランスシート、企業業績が堅調なことが挙げられる。欧州の経済成長率の改善や、中国の景気刺激策が世界の経済成長に貢献する。	今後12カ月間、米国の経済成長率は潜在成長率付近で推移する。その他先進国の成長率は、市場の予想通り、潜在成長率を下回る。中国は目的を絞った景気刺激策を発表する。	個人消費や労働市場のさらなる悪化と、AI関連投資の縮小を受けて、世界の経済成長が今後12カ月で急激に減速する。米国とユーロ圏のGDP成長率が少なくとも2四半期連続で低下する。中国経済も低迷する。	米国・中国: 製造業購買担当者景気指数 (PMI) 米国・欧州: 鉱工業生産指数 グローバル: 消費支出 米国: 住宅着工件数 米国: 貯蓄率、貯蓄減少率 米国・欧州: 不良債権比率 欧州: 天然ガス価格
インフレ率	米国では低下が再開し、欧州でも低下基調が続く、予想より早い段階で中央銀行の目標値に到達する。	米国では緩やかな低下が続いて、欧州でも低下基調が続く、2024年下期に正常化する。	財とサービスの需要が急減し、インフレ率が急速に低下する。	グローバル: 原油価格 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: 非農業部門雇用者数 米国: JOLTS求人数と採用者数 ユーロ圏: 消費者物価指数(HICP) 世界的な金融情勢 銀行貸し出し調査
中央銀行	インフレの正常化に伴い、2024年下期の早い段階で利下げが相次ぐ。FRBは、年内は9月と12月に合計0.5%の利下げを実施する。その後は、堅調な成長を受けて利下げ期待が後退する可能性がある。	インフレの正常化に伴い、2024年7-9月期に利下げが相次ぐ。FRBは9月を皮切りに、年内に合計1%の利下げを実施する。経済成長とインフレが減速するなか、市場は、2025年と2026年については利下げの織り込み度合いを強める。	主要国の中央銀行が速やかに利下げを実施し、緩和的な金融政策に戻る。FRBは今後12カ月で政策金利を少なくとも2.5%引き下げる。	
地政学	中東での危機とロシア・ウクライナ紛争が収束する。米中関係が改善する。	中東危機は局地的な対立にとどまる。ロシア・ウクライナ紛争は継続する。米国の大統領選挙により、一部セクターでボラティリティが高まるが、市場全体への実質的な影響は限定される。	中東での緊張は地域紛争にまでエスカレートし、原油供給に深刻な混乱が生じる可能性がある。ウクライナの紛争も激化し、米中関係の緊張も一層強まる。	中東の危機と原油供給への影響 ロシア・ウクライナ紛争の動向 米国の対中国企業制裁 米国の大統領選挙シーズン

投資推奨

我々は 2024 年を通じ、債券と株式の両方において、「クオリティ」というテーマを繰り返し強調してきた。景気後退への懸念が高まる中、クオリティは依然として重要なテーマである。

債券においては、基本シナリオでは高クオリティ債のトータルリターンがプラスになると予想しており、景気後退の懸念がいっそう高まれば、さらにリターンが上昇する可能性がある。キャッシュ保有による金利収入が以前の予想よりも速く低下する可能性が高いため、投資家には余剰資金を中期の高クオリティ債に投資することを勧める。

株式においては、クオリティ株は全体として歴史的にもアウトパフォームしてきており、特に景気後退時には最も高い相対リターンを示している。1992 年以降、クオリティ株は景気後退時にグローバル指数に対して年率 9%のアウトパフォームを達成している(MSCI AC ワールド・クオリティ指数対 MSCI AC ワールド指数)。強固なバランスシートと利益成長の実績を持つ企業、ならびに構造的成長要因の恩恵を受ける企業は、景気後退の懸念が高まる中でも相対的に良好な状況にあると考えられる。

その他では、金とスイス・フランを引き続き選好する。株式市場での直接的なヘッジコストは最近上昇している。そのため、高クオリティ債、金、スイス・フランによる分散投資は、株式市場のさらなるボラティリティからポートフォリオを保護するための重要な手段である。スイスは他国よりも金融緩和サイクルの終わりに近づいているとみられる。また、中央銀行の外貨準備の分散、相対的に安全な避難先を求める投資家、そして利下げペースが速まる期待から、金が恩恵を受けると予想する。

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ます。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