

# 米雇用統計で相場下落、高まる利下げ観測

## UBS House View - CIO Alert

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

### 何が起きたか？

8月2日の市場では株価が下落し、債券利回りも低下した。米国の雇用統計が振るわなかったことから、米連邦準備理事会(FRB)の政策金利引き下げが遅すぎるのではないかと、そして米国経済が景気後退に向かっているのではないかと不安が投資家の間で広がったためである。

米国の7月の雇用統計は予想を大幅に下回る結果となり、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%に上昇した(2023年4月には3.4%の低水準を記録)。平均時給の伸び率も前月比0.2%に鈍化し、週平均労働時間も減少して、家計所得にはマイナスだ。失業率は歴史的に見れば依然として低水準ではあるが、過去に失業率が急上昇した局面では、多くの場合、経済成長も急速に鈍化している。雇用統計を受け、市場では金融緩和のペースが速まるとの観測が強まり、年内の利下げ幅は足元で約120ベーシスポイント(bp)と織り込まれている。7月初め時点の36bp、2週間前の66bpから大幅な上昇である。

市場では、大手テクノロジー企業による人工知能(AI)への多額の投資の収益化に時間を要していることに対し、投資家の焦りも募っているとみられる。リスクオフ・ムードが強まり、S&P500種株価指数は1.8%下落した。売りは広範囲に及び、比較的ディフェンシブな生活必需品と公益事業を除くすべてのセクターが下落した。特に下落幅が大きかったのは小型株で、中小型株で構成するラッセル2000株価指数は3.5%下落した。大型株では、グロース株とバリュー株でパフォーマンスに大きな違いはなかったが、ナスダック総合株価指数は2.4%下落した。米国10年国債の利回りは19bp低下して3.8%となった。

### この動きをどう考えるか？

1つのデータにとらわれすぎると、誤った判断につながりかねない。7月の雇用統計が低調だった背景には、ハリケーン「ベリル」も影響している可能性がある。悪天候が原因で働くことができなかった人の数は436,000人であり、2000年以降の7月の平均33,000人に比べるとはるかに多い。さらに、失業率の上昇には、米国の求職者数の増加も部分的に反映されている。我々は、次回8月の雇用統計で方向性が明確になるのを待ちたいと考えている。

とは言え、今回の雇用統計が失望を招いたことは明らかであり、FRBが金利を長期間にわたり高く保ちすぎたのではないかと懸念は高まるだろう。インフレ率はFRBの目標値に向かって引き続き低下していることから、我々はFRBが以前の想定よりも利下げペースを速められる条件が整ってきていると考える。FRBのパウエル議長は7月31日に、労働市場の急激な悪化の兆候を注視していくと述べている。

我々はFRBによる年内の利下げ幅を50bpと予想していたが、こうした背景を踏まえて100bpに引き上げる。8月の雇用統計に改善が見られない限り、FRBは9月の会合で50bpの利下げを実施し、金融緩和とサイクルを開始すると考える。しかしながら我々の基本シナリオは変わらず、米国は景気後退を回避し、経済成長率は2%の潜在成長率付近で推移するとみている。金利が23年ぶりの高水準にあるため、FRBには経済と市場を支えるための金融政策の柔軟性が十分にある。最も重要なのは、家計が総じて良好な財務状況にあるということだ。実質所得が増加し、債務返済コストの平均が過去の平均に比べて依然低く、純資産の総額はパンデミック発生時点から37%増加している。これらすべての要因が、経済成長の最大の推進力である実質消費の増加を引き続き下支えするだろう。さらに、債券のイールドカーブ全体が低下しており、金融環境は既に大幅に緩和されている状態だ。よって、住宅市場は回復し、投資の促進にもつながるだろう。

一方で、株式市場を支える環境も良好である。業績の上方修正は落ち着きつつあるものの、S&P500種構成企業における2024年の1株当たり利益(EPS)は、引き続き11%増を見込んでいる。AIに関する市場のムードの急速な変化は時期尚早であると我々はみている。企業によるAI投資の収益化にはしばらく時間がかかる可能性が高いが、AI技術の将来性からも、企業がこれらの投資計画を後退させる兆しはない。全体的には過去において(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。

## どのように投資するか？

株式は短期的には引き続き変動が激しいと予想されるが、最近数週間の調整によってリスク・リワード(リスクに見合ったリターン)が改善しており、特にテクノロジー株において顕著である。S&P500種は7月16日の史上最高値から約6%下落しており、米国主要テクノロジー10銘柄で構成されるNYSE FANG+指数はピークから14%下落している。景気鈍化やFRBが利下げで後手に回ることに対する投資家の懸念が続き、AIの進展が期待に応えられない場合、さらなる下落の可能性がある。しかし、昨年秋にS&P500種が過熱懸念と利上げリスクで10%下落した時と同様に、足元の下落を助長している景気への懸念は行き過ぎだとみている。

したがって、S&P500種の年末予想は5,900を維持する。企業のファンダメンタルズ(基礎的諸条件)は依然として堅調である。S&P500種構成企業の4-6月期(第2四半期)の利益成長率は10~12%の見通しである。同指数の時価総額の75%超に相当する企業が既に決算報告を終えており、結果は全体的にポジティブである。売上高が予想を上回った企業の割合は60%、利益が予想を上回った企業の割合は75%で、過去平均並みの水準となっている。第3四半期に向けた米国企業の業績ガイダンスも通常の季節的なパターンと一致している。よって、我々は以下の投資戦略の検討を勧める。

**利下げに備える:** イングランド銀行(英中銀)が1日、英国の利下げサイクルの最初となる政策金利の引き下げを行ったことで、世界的な利下げへの動きがさらに強まっている。FRBのパウエル議長も、早ければ9月実施の次回の米連邦公開市場委員会(FOMC)で利下げに踏み切る可能性を示している。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。米国経済が軟着陸するという我々の基本シナリオにおいて、高クオリティ債は良好なパフォーマンスを示すだけでなく、景気後退のリスクシナリオにおいても、ポートフォリオ内の他の資産クラスによるパフォーマンスの低下を緩和する役割を果たすだろう。

**AIへの投資機会を捉える:** 市場の期待値が高いことから、第2四半期決算シーズンのテクノロジー株は乱高下し大きく値を下げた。しかし、企業のファンダメンタルズは堅調であり、世界のテクノロジー企業の利益成長率は前年同期比24%に達する見込みである。巨大テクノロジー企業における2024年の全体的な設備投資額は90億米ドル増え、前年比43%増の見通しだ。パーソナルアシスタントやコンテンツ生成などAIの活用には、データセンターや画像処理半導体(GPU)などAIインフラへの投資が必要である。これまでの決算報告では、テクノロジー企業の経営者によるAIインフラ投資の投下資本利益率(ROIC)に対する高い確信に加え、AIの収益化が進んでいる事例も示されている。我々はAIの成長ストーリーに対する楽観的な見方を維持しており、最近の株価調整は、半導体、ソフトウェア、インターネット分野の主要なAI関連株のエクスポージャーを、これまでよりも低いバリュエーションで追加する良い機会であると考えている。また、投資家は、米国大統領選挙に向けたボラティリティの高まりに備えた投資戦略も検討できる。

**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みており、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。

**非伝統的投資で分散を図る:** 経済の不確実性の中で、オルタナティブ資産は分散効果を発揮し、リスク調整後リターンの戦略的な源泉になるとみている。ヘッジファンドは、ストレスの多い時期にポートフォリオの安定に寄与するだけでなく、相場の混乱時を利用して、他の資産クラスが苦戦する時に魅力的なリターンを生み出す可能性がある。ただし、オルタナティブ資産への投資には、低流動性や透明性の欠如などのリスクが伴う。

## 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。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