

UBS House View

Monthly Letter | 2025年1月23日 | Chief Investment Office GWM, Investment Research

関税が最大の焦点

トランプ米大統領は関税賦課について強硬姿勢をとる意向を改めて示した。基本シナリオでは、中国からの輸入品に対する実行関税率はいずれ30%に引き上げられるとみている。

相場の変動が予想される

投資家は相場変動と政治的サプライズに備える必要がある。具体的には、ポートフォリオの分散やヘッジ手段を活用することができる。

堅調な米国経済

関税はリスク要因だが、堅調な米国経済、健全な企業利益成長、米連邦準備理事会 (FRB) による緩やかな利下げが、株式に有利な投資環境をもたらすだろう。

資産配分

米国株式の魅力度は高いとみている。セクター別ではAI関連銘柄を愛好する。債券では国債と投資適格債、コモディティでは金(gold)を愛好する。



Mark Haefele

Chief Investment Officer
Global Wealth Management

トランプ2.0に備える

ドナルド・トランプ氏が米大統領選挙に勝利し、共和党が議会を掌握して以来、長期国債利回りと米ドルは上昇し、株式市場のボラティリティ(変動率)は高まっている。投資家にとっての課題は、米国の政策の変化がどのような影響を及ぼすかを理解することである。

多くの投資家にとって、関税は最大の関心事である。これは、大統領が一方向的に権限を行使することで、成長の継続とインフレの後退をめぐる市場のコンセンサスを変えてしまう恐れがある分野だ。

本レターでは、我々が想定する最新の関税シナリオについて説明し、それが今後1年間の投資シナリオ全般にどのような影響を与えるかを考察した上で、投資見解を述べる。

我々は、投資家に対し、トランプ政権による強硬な関税政策に備えることを勧める。大統領は就任初日に、次々と大統領令に署名したほか、さまざまな措置を発表した。貿易関連では覚書を発令し、他国による不公正な貿易および通貨政策を調査し対処するよう連邦機関に指示している。覚書では、2020年に発効した米中経済・貿易協定の履行状況や、米国・メキシコ・カナダ協定 (USMCA) が検証の対象に指定された。

関税の範囲と税率は依然として不透明である。基本シナリオ(確率50%)では、米国の中国に対する実行関税率が30%に引き上げられ、中国は報復すると想定している。また、積み替え制限、米国の技術的利益を保護する措置、欧州連合 (EU) の一部の輸出品への関税賦課も予想される。

本稿はUBS AGが作成した“Monthly Letter: Prepare for Trump 2.0”(2025年1月23日付)を翻訳・編集した日本語版として2025年1月31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。



また、リスクシナリオとしては、すべての米国の輸入品に10~20%の一律関税、中国には特に高い関税(例:約60%)、メキシコおよびカナダにも広範囲にわたる高い関税が賦課されるという組み合わせが考えられ、市場と経済へのマイナスの影響はさらに大きくなると予想される。

これらの関税シナリオは、我々の投資シナリオ全般を決定する上で大きな要素になっている。基本シナリオは「関税に屈しない成長」である。米国の成長モメンタムは強く、我々は2025年に米連邦準備理事会(FRB)が政策金利を50ベースポイント(bp)引き下げると引き続き考えており、中国からの直接輸入品に対する実行関税率が30%に引き上げられても、マクロ経済全体への影響は限定的とみている。

株式のリスク・リターンは引き続き魅力的と考える。

投資家にとって何を意味するのか？

株式のリスク・リターン(リスクに見合ったリターン)は魅力的と考えるが、投資家は短期的な関税関連のボラティリティに備えるべきである。堅調な経済成長、人工知能(AI)の追い風、金利の緩やかな低下により、2025年末までに米国株式は約10%の上昇余地があるとみている。

高格付債と投資適格債の見通しもポジティブだ。基本シナリオでは、経済成長とインフレが徐々に減速し、FRBが政策金利を引き下げたため、2025年末までに米10年国債利回りが4.0%に低下すると予想する。

今後数週間は相場の変動が予想されるため、我々は分散投資の重要性を改めて強調する。今後の相場展開は不確実かもしれないが、十分なリスクへの備えができていない投資家には引き続き投資機会があると考えます。

トランプ大統領は関税について強硬なスタンスをとる意向を改めて示した。

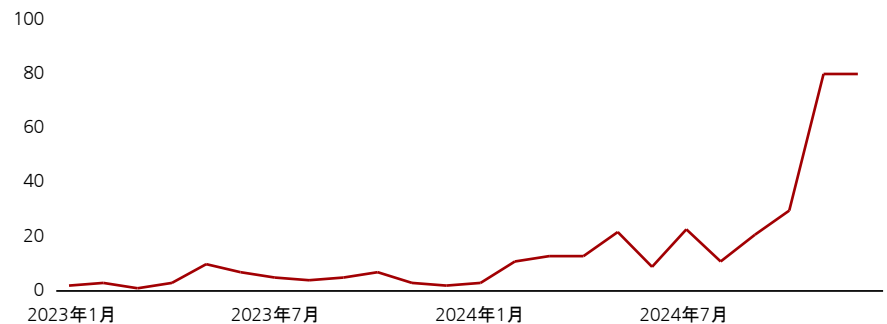
米国の貿易政策が焦点

就任初日のトランプ大統領は、関税について強硬なスタンスをとる意向を改めて示した。投資家には、この主張が現実となる可能性に備えることを勧める。

図表1

関税は投資家の最大の関心事

S&P500種構成企業の収支報告書において、関税が言及された数



出所:ブルームバーグ、UBS(2025年1月現在)

トランプ氏はすでに各政府機関に対して覚書を発令し、慢性的な貿易赤字に関する調査や、他国による不公正な貿易・通貨政策への対処を指示し、4月1日までの報告を求めている。2020年に発効した米中経済・貿易協定の履行状況やUSMCAが、検証の対象に指定された。トランプ氏は報道陣に対し、メキシコとカナダに25%の関税を課す意向を示しており、一律関税については「課す可能性はあるが、まだ準備ができていない」とした。

我々の基本シナリオでは、中国からの輸入品に対する米国の実行関税率は30%まで引き上げられると想定している。

基本シナリオでは、中国に対する実行関税率が現在の11%から30%に引き上げられるとみている。また、技術的利益を保護するための措置、積み替えを制限する措置、EUの自動車に対する関税の導入が予想される。中国による報復措置としては、関税の賦課、人民元安の容認、重要鉱物の輸出制限などが考えられる。

一方で、強硬な関税措置が米国経済全体に深刻な悪影響を与えるとは限らない。中国から米国への輸出の最大3分の1が、迂回輸出によって関税を回避している。その一方で、迂回していない直接輸出は、米国の輸入額の12%にすぎず、これは2015年の18%から低下している。中国による関税賦課以外の報復措置は、米国による重要鉱物の輸入や農産物の輸出など、一部の分野で問題を引き起こす可能性があるが、為替操作や米国債の売却は、かつてほどの影響を及ぼさないかもしれない。中国による米国債の公式保有額は、過去3年で1.1兆米ドルから7,680億米ドルへと減少している。なお、この事実は、米国が今年借り換えを必要としている金額が10兆米ドルに上るという背景と合わせて考える必要がある。

FRBは関税による一時的な物価上昇を看過する可能性が高い。

我々は、関税が必ずしもインフレ率の持続的上昇につながると考えていない。市場のインフレ予想を示す期待インフレ率からは、インフレが再燃する兆候は殆どみられない。FRBは、関税による一時的な物価上昇を看過する可能性が高い。2018~2019年に実施されたFRB独自の分析では、FRBの懸念材料となるのは物価への影響よりも経済成長への影響であると示唆されている。

市場と経済にとってリスク要因とは何か？

- **メキシコとカナダ**:メキシコとカナダは合計で米国の総貿易額の約30%を占めている。これは、中国との直接貿易が占める割合(12%)の倍以上である。これまでに米国がUSMCAに大規模な経済的および(トランプ前政権時を含め)政治的投資を行ってきたことや、国境警備や麻薬取引の取り締まりにメキシコがいずれ協力しそうな兆候が見られること、そして報復により悪影響を受ける可能性を考慮すると、メキシコとカナダに対して長期にわたり広範な関税が課される可能性は低いと考える。

25%の関税を課すというトランプ氏の脅しは、一時的に緊張を高めることで問題解決を図るという交渉テクニックの可能性もある。関税が発表されても、報道でそれが継続されることはないと思われれば、相場の変動は、我々がAttractive(魅力度が高い)と判断する米国株式への投資機会とも捉えられるだろう。

反対に、25%の関税が広範かつ持続的とみなされる場合、経済成長予測を引き下げ、インフレ予測を引き上げて、リスク資産への楽観的な見方を再考する必要が出てくるだろう。もし関税の課せられる期間が6カ月以上続き、その結果として物価上昇が予想される場合には、こうした事態が現実化する可能性が高い。

- **一律関税か否か？**: 特定の地域や品目に対する関税の影響は、供給網の調整(例: 調達先を異なる地域に変更)または消費者の対応(例: 異なる製品を購入する)によって、緩和できる場合が多い。しかし、トランプ氏が一律関税(米国の全輸入品に対する関税)を賦課した場合、そのような対応は不可能であり、長期的な経済成長見通しは下方修正する必要があるだろう。

一律関税は、法的な障壁に阻まれる可能性が高い。

一律関税は法的な障壁により、議会の承認が必要になるとみられるが、議会では、自由貿易に対する見解の相違が、法案通過の妨げになると予想される。しかし、トランプ氏の「国家非常事態宣言」は、そのような法的異議を退けるのに十分な影響力を持つ可能性がある。一律関税が議会で承認され成立することは、米国の経済政策の抜本的かつ長期的な転換を意味し、市場と経済成長の両方に悪影響を及ぼすだろう。

関税に関するシナリオ

我々は、関税の賦課を含む貿易政策が、トランプ政権の政策課題において重要な意味を持つとみている。我々は予想される貿易政策とその影響を次の4つのシナリオに整理する。

強硬(確率50%): 産業財や資本財を中心に、中国に対する米国の実行関税率が現行の11%から徐々に引き上げられ、最終的に30%に到達する。中国は報復措置をとるものの、米国から中国への輸出の比率が相対的に低いいため、米国経済への影響は限定的になると考えられる。中国による報復措置としては、米国企業への制裁、人民元安の容認、重要鉱物の輸出制限などが考えられる。米国は技術的利益を保護・促進するための取り組みを進める。また、「原産地規則」を重視し、ベトナムやメキシコなどを経由した製品の積み替えを制限する。

このシナリオは、我々の全般的な投資見解における基本シナリオ「関税に屈しない成長」(確率50%)に対応している。

非常に強硬(同25%): 米国は全ての輸入品に10~20%の一律関税を課し、中国からの輸入品にはそれよりも高い関税(例: 約60%)、カナダとメキシコからの輸入品には広い範囲にわたり高い関税(例: 25%)を課す。大統領の権限で一律関税を賦課することに対する法的な異議申し立ては退けられる。世界中で報復措置が取られる。

このシナリオは、2つの悲観シナリオ「関税ショック」(確率15%)と「ハードランディング」(同10%)に対応している。

限定的(同15%): 米国は対中国での行動を遅らせ、第1次トランプ政権下の2020年に発効した米中経済・貿易協定を再検証する。テクノロジー製品や、経済安全保障および国家安全保障に重要な品目に対して、部分的な輸出制限や品目ベースでの関税が課される。米国はカナダ、メキシコおよびその他の同盟国に対し、一時的に緊張を高めることで問題解決を図るという交渉戦術を用いて政策を展開し、大半の問題は持続的な関税を課すことなく解決される。USMCAは2026年に見直される。

穏健(同10%): 米国は中国との間で、購入割り当てに基づいた貿易協定を締結する。あるいは貿易収支を均衡させるために極めて限定的な関税を賦課する。

「限定的」および「穏健」の関税シナリオは、楽観シナリオ「力強い成長」(確率25%)に対応している。

我々は、広範囲にわたる選別的関税や一律関税が課されなかったとしても、企業が関税を理由に価格を引き上げるリスクを注視している。そのリスクが現実となれば、FRBはインフレへの懸念を強める可能性がある。

- **貿易以外の政策(移民関連)**: 投資家の関心は関税に集まっているものの、トランプ氏は南部国境の非常事態も宣言し、不法移民の送還手続きを直ちに開始すると述べた。現時点ではこのようなプログラムを実行する資金はないものの、この政策が大規模に実施されると、米国の労働供給が減少する可能性がある。これは、特にサービス関連セクターにおいてインフレ率の上昇を招きかねず、消費者需要、ひいては経済成長率の足かせとなる可能性がある。

投資見解の主要シナリオ

以上をまとめると、2025年については以下のシナリオを予想する。

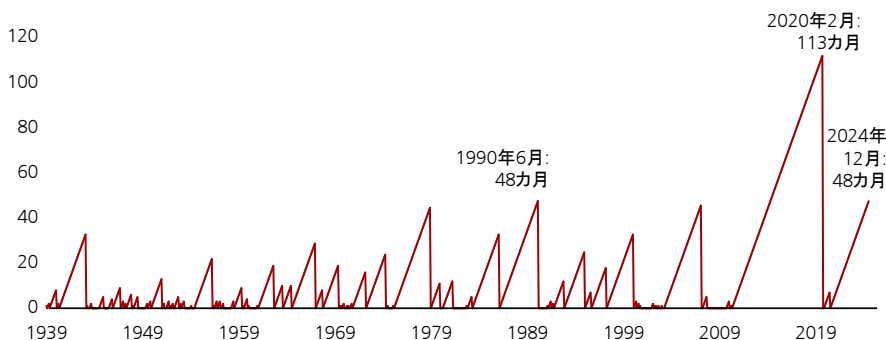
我々の基本シナリオでは、関税発動にもかかわらず、米国の経済成長は底堅い推移が続くと予想する。

基本シナリオ:関税に屈しない成長(50%)。上述通り、中国に対する実行関税率の30%への引き上げ、欧州への選別的関税、および迂回輸出への規制措置の発動は、堅調な米国経済に特段大きな影響を与えるとは考えていない。また、これらの関税措置により、インフレ低下の進行が妨げられるとも見込んでおらず、FRBは今年50bpの利下げが可能だと考える。この基本シナリオでは、米国10年債の利回りが4.0%に低下し、米国およびアジア(日本を除く)株式が10%程度上昇すると予想する。

図表2

米国では雇用者数の増加が記録的な期間続いている

米国における雇用者数増加の継続期間(継続月数、1939年以降)



出所:ブルームバーグ、UBS(2025年1月現在)

	楽観シナリオ: 力強い成長	基本シナリオ: 関税に屈しない成長	悲観シナリオ: 関税ショック	悲観シナリオ: ハードランディング (米国経済の硬着陸)
確率	25%	50%	15%	10%
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、消費の加速、人工知能(AI)導入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。債券利回りは小幅な上昇傾向となる。	債券価格はやや上昇、 株価は上昇 国内総生産(GDP)成長率や企業業績の安定的でポジティブな見通しを受け、株価は上昇する。債券利回りは2025年を通してやや下落する。	債券価格はやや下落、 株価は下落 株式と債券は、経済停滞、米国の財政赤字の拡大、そして引き締め的な金融政策の長期化への懸念を受け調整する。	債券価格は上昇、 株価は大幅下落 グローバル株式は2桁台の下落を記録し、クレジットスプレッドは拡大する。AI関連銘柄のバリュエーションは大幅に低下する。高クオリティ債、金(gold)、米ドル、スイス・フラン、日本円などの安全資産は上昇する。
経済成長	米国経済は、規制緩和と減税に支えられ、引き続き予想を上回る堅調さを見せる。中国経済は、景気刺激策が予想以上に効果を発揮し、米中間の貿易協定が早期に成立して、回復の兆しを見せる。欧州の経済成長率は、世界的な需要の改善によって押し上げられる。	今後12カ月間、米国経済は約2.0%の安定したペースで成長が続く。その他先進国の成長率は、市場の予想通り、米国より弱いながらもプラス成長となる。中国の景気刺激策は経済活動の安定化を支える。	世界的な貿易の混乱は、米国内の需要の低下と、世界経済成長の大幅な減速をもたらすが、米国や世界全体の景気後退には至らない。	世界の経済成長は消費支出と雇用の鈍化、またAI関連投資の減少により今後12カ月で減速する。米国とユーロ圏のGDP成長率は1四半期以上の間マイナスとなる。中国の経済刺激策は景気の下支えにつながらない。
インフレ率	欧州は低下基調が続くが、米国では財政刺激策が消費を押し上げ、中央銀行の目標値を上回る水準で安定的に推移する。	先進国では再び低下基調となる。米国の食品とエネルギーを除く個人消費支出(コアPCE)のさらなる鈍化を受け、米連邦準備理事会(FRB)は2025年半ばまでに追加利下げの環境が整う。	米国では、関税引き上げ措置が行われるたびに価格上昇圧力が高まり、インフレ率は高止まりする。関税対象国は関税の影響を相殺するために自国通貨を下落させ、インフレ正常化が後ずれする。	財やサービスの需要が崩壊すると低下する。
中央銀行	FRBはインフレ正常化の停滞に伴い、利下げを一時停止する。他の各中央銀行は、経済活動が予想以上に活発なものの、インフレの正常化継続に伴い、市場の予想通り利下げを行う。	日銀以外のすべての主要中央銀行が2025年半ばまでに政策金利を引き下げる。FRBは2025年を通して50ベースポイント(bp)利下げを実施する。欧州中央銀行(ECB)は2025年半ばまでの各会合で25bpずつ利下げを行う。	中央銀行は、インフレ率が長期にわたって目標値を上回り、インフレ期待が再燃することを懸念し、金融緩和に対して慎重になる。	主要中央銀行は景気後退の初期段階の兆候を受けて迅速に利下げを行い、政策金利を緩和的な水準に戻す。FRBは今後12カ月で政策金利を少なくとも200bp引き下げる。
米国の政策/ 地政学	米国の法人税率は20%以下に引き下げられる。米国と主要貿易相手国の貿易協定が速やかに締結される。	トランプ大統領は減税措置の延長を決定するものの、法人税の引き下げは断念する。主に中国を対象に、米国の輸入品の一部に関税が課され、米国は他国による報復関税も課される。ロシア・ウクライナ紛争の停戦協定が締結される可能性が高まる。	トランプ政権は、複数の国からの輸入品に対して大規模な一律関税を課し、対象となった貿易相手国がそれに対応した報復措置をとる。	

注:各シナリオでは、相場がシナリオ別の予想値に向かって動く要因となるイベントを示していますが、すべてを網羅しているわけではありません。確率は、単一または一連のイベントが起こる確率ではなく、相場が各シナリオでの予想値に達する可能性についてのCIOの見解を示しています。

出所:UBS(2025年1月現在)

関税以外のトランプ政策が成長を促す可能性がある。

楽観シナリオ:力強い成長(25%)。トランプ政策の中では特に関税が注目を集めているが、他の政策が経済成長を促す可能性も忘れてはならない。実際、この1カ月間に発表された経済指標(予想を上回る非農業部門雇用者数の伸びや、予想を下回るコア・インフレ率の伸びなど)は、楽観シナリオを後押ししている。このシナリオでは、インフレ率は2~3%の範囲にとどまる一方、米国経済は2.5%前後の成長を維持する。さらに、AIに対する楽観的な見方の継続が市場の追加的なサポート要因となる。

この場合、FRBは政策金利を4.5%に維持し、米国10年債利回りは5.25%に上昇し、グローバル株式は15~20%上昇すると予想する。

関税ショックのシナリオでは、株式、債券ともに下落を予想する。

悲観シナリオ:関税ショック(確率15%)。トランプ政権の通商政策がきわめて強硬的な場合、株式と債券がともに下落する可能性がある。成長見通しが下方修正され、インフレ見通しは押し上げられ、AIや成長重視政策による経済効果だけではこれらのマイナス要因を相殺できないと考えられるからだ。

この場合、FRBをはじめ世界の中央銀行は、インフレ期待の再燃を抑えるために追加利下げの後ろ倒しを検討する可能性があり、リスク・プレミアムは上昇するだろう。米国10年債の利回りは5.0%に上昇し、米国株式は15%程度下落し、欧州および新興国の株式は20%程度下落すると予想する。

悲観シナリオ:ハードランディング(確率10%)。失業率が大幅に上昇すれば、米国の個人消費にも陰りが見え始めるという懸念も無視できない。

この場合、需要を支えるべく各中央銀行が急激な利下げに動き、米国10年債利回りは2.5%に低下し、グローバル株式は25%程度下落すると予想する。

投資へのインプリケーション

さまざまな結果が想定されるなかで、投資へのインプリケーションを以下にまとめる。

株式

投資家には、**株価の更なる上昇機会を捉える**ために準備することを勧める。関税リスク、米国の財政政策への懸念、インフレとFRBの政策をめぐる期待の変化により、株式市場は短期的にボラティリティが高まる可能性がある。しかし、米国経済の底堅さ、企業の堅調な利益成長、借入コストの低下、資本市場の取引拡大の可能性が相まって、株価は2025年を通じて上昇するだろう。

基本シナリオでは、S&P500種株価指数が年末までに6,600に達するとみており、楽観シナリオでは7,000に達する可能性もあると考える。アジア(日本を除く)への分散投資を継続するのも有効だろう。欧州では、ユーロ圏の中小型株とスイスの高クオリティ配当株を選好する。

底堅い米国経済と企業の堅調な利益成長が、株価を下支えするだろう。

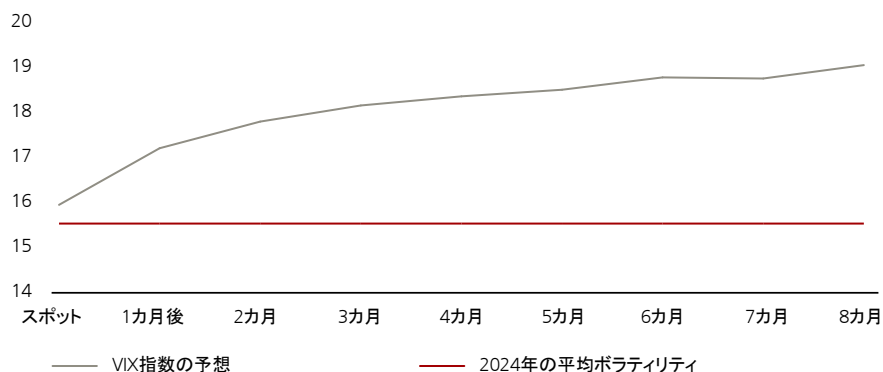
電力と電源のバリューチェーン全体で生まれる投資機会を捉えることを勧める。

投資家は引き続き、AIへの投資機会を捉えることを重視するとよいだろう。2025年には、5,000億米ドル規模の「スターゲート」計画など、AIへの投資が加速し、アプリケーション分野の成長に繋がると予想される。投資家には、その恩恵を受けるために、上場している超大型株と革新的なプライベート(非上場)企業の両方に注目することを勧める。

電力と電源に関連した企業にも妙味がある。AIの進化や脱炭素化、経済成長により、電力需要が高まっている。こうした電力需要が電力と電源のバリューチェーン全体にもたらす投資機会を、市場は過小評価していると考え。具体的には、公益事業、インフラ、電気設備、エネルギー貯蔵といった分野に注目する。

図表3
市場は今年ボラティリティが高まると予想

VIX指数*先物に基づいたVIX指数の予想推移と2024年の平均ボラティリティ



*米国株の予想変動率を表す指数
出所:ブルームバーグ、UBS (2025年1月現在)

高クオリティ債への投資は、魅力的な利回りを確保する機会を提供する。

債券

米国の堅調な経済指標、FRBに対する利下げ期待の修正、そして財政に関する懸念により、米国の選挙以降に長期金利は上昇した。債券利回りはピークから下落したが、依然として魅力的だと考える。我々は高クオリティ債、特に国債と投資適格債を選好する。

インフレが鎮静化し、FRBが政策金利を徐々に引き下げるのに伴い、我々は2025年を通じて債券利回りが低下すると予想する。長短金利差が最近拡大しているため、投資家には、より高い利回りを確保できるよう、キャッシュを中期債への投資に回すことを勧める。

図表4
米国債の逆イールド*は解消した
 米10年国債－2年国債の利回り差(単位: bp)



*10年債の利回りが2年債の利回りを下回ること
 出所:ブルームバーグ、UBS (2025年1月現在)

基本シナリオでは、米10年国債利回りが2025年末時点で4.0%に低下すると予想する。

基本シナリオでは、米10年国債利回りが2025年末時点で4.0%に低下すると予想する。悲観シナリオ(関税ショック)や楽観シナリオ(力強い成長)では、利回りは上昇(価格は下落)するとみられるが、現時点の利回りがすでに高水準のため、トータルリターンを引き続き支えたと考える。悲観シナリオ(ハードランディング)では、高くオリティ債の価格が急上昇し、株価の下落を相殺するだろう。

ポートフォリオの収益源分散や収益向上のため、分散型債券投資戦略、シニアローンとプライベート・クレジット、株式インカム戦略なども検討できる。

2025年12月見通し	現在*	楽観シナリオ 力強い成長	基本シナリオ 関税に屈しない成長	悲観シナリオ 関税ショック	悲観シナリオ ハードランディング
MSCI ACワールド指数	1,061	1,240 (+17%)	1,140 (+7%)	890 (-16%)	800 (-25%)
S&P 500種株価指数	6,086	7,000 (+15%)	6,600 (+8%)	5,100 (-16%)	4,500 (-26%)
ユーロストック50指数	5,206	5,900 (+13%)	4,900 (-6%)	4,000 (-23%)	3,800 (-27%)
スイス株価指数	12,208	14,200 (+16%)	12,200 (-0%)	10,500 (-14%)	10,200 (-16%)
MSCI新興国指数	1,082	1,250 (+15%)	1,160 (+7%)	870 (-20%)	850 (-21%)
米国政策金利(レンジの上限、%)	4.50	4.50	4.00	4.00	1.00
米国10年債国債利回り(%)	4.61	5.25	4.00	5.00	2.50
米国ハイイールド債スプレッド**	259bps	250bps	300bps	450bps	700bps
欧州ハイイールド債スプレッド**	301bps	300bps	340bps	500bps	700bps
米国投資適格債スプレッド**	70bps	55bps	70bps	120bps	180bps
欧州投資適格債スプレッド**	96bps	90bps	105bps	160bps	200bps
ユーロ/米ドル	1.04	1.10 (+6%)	1.06 (+2%)	0.98 (-6%)	1.05 (+1%)
コモディティ(CMCIコンポジット)	1,853	2,000 (+8%)	1,935 (+4%)	1,725 (-7%)	1,600 (-14%)
金(Gold)***	2,771米ドル/ オンス	2,550米ドル/ オンス(-8%)	2,850米ドル/ オンス(+3%)	3,050米ドル/ オンス(+10%)	3,150米ドル/ オンス(+14%)

* スポット価格は2025年1月22日の終値。MSCI ACワールド指数の構成国のうち先進国は現地通貨建てです。MSCI新興国指数は米ドル建てです。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、クレジットのビッド/オファー・スプレッドは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:資産クラスの予想水準は、各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。

通貨のボラティリティを利用することは、ポートフォリオのインカムを高める手段となる。

金は引き続き、ポートフォリオのヘッジ手段として魅力的だと考える。

通貨

米国の経済指標が堅調であること、関税政策をめぐる不確実性が続いていることから、短期的には米ドル高が続くと予想する。しかし、投機的な米ドル買いポジションが高水準にあり、米ドルは高値圏にあるため、年前半の米ドル上昇分は年後半には剥落していくと考える。基本シナリオでは、ユーロ/米ドルの予想値を6月末時点で1.02、12月末時点で1.06とする。

スイス・フランは、スイスの金利が他の地域よりも大幅に低い水準にとどまるとみられることから、投資判断をNeutral(中立)に引き下げる。英ポンドも、米ドル高が当面続くとみられることから、Neutralに引き下げる。通貨市場のボラティリティの高まりを利用して、ポートフォリオのインカムを高める戦略も検討できる。

コモディティ

我々は引き続き、**金を選好する**。中央銀行による購入と実質金利の低下が、金の強い需要を支えると予想する。インフレが続く、財政および地政学的懸念が続く中で、金はポートフォリオのヘッジとして引き続き魅力的だと考える。基本シナリオでは、金価格が年末時点で1オンス当たり2,850米ドルまで上昇すると予想する。また、2025年には銀価格も上昇するとみている。

原油価格は短期的に上昇する可能性が高いと考える。トランプ氏は「ドリル・ベイビー・ドリル(掘って掘って掘りまくれ)」と呼び掛けているが、現在の価格は米国の原油生産者が増産に踏み切る十分な動機とはならないだろう。石油輸出国機構(OPEC)加盟国と非加盟の産油国から成る「OPECプラス」も増産に動くとは考えにくく、原油供給の混乱が表面化した場合にのみ方針を変更するとみられる。我々は、今年のブレント原油が1バレル当たり80米ドル前後で推移するとの予想を維持する。

リスク管理

トランプ政権の政策課題が具体化するなか、投資家には、市場のボラティリティに備えてポートフォリオ内での投資対象を分散し、リスクをヘッジする手段を検討することを勧める。株式では株価下落のリスクに備えた戦略、債券では米国の財政リスクを踏まえた長期債への慎重な投資配分が挙げられる。イランに対する制裁が強化されれば、原油価格は上昇する可能性がある。金は、地政学的リスクおよびインフレリスクに対する効果的なヘッジ手段と考える。



Mark Haefele
最高投資責任者
Global Wealth Management

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	2.9	2.8	2.1
カナダ	1.1	1.2	2.0
日本	1.5	-0.2	1.1
ユーロ圏	0.5	0.7	0.9
英国	0.4	0.8	1.1
スイス	0.7	1.4	1.3
オーストラリア	2.1	1.0	1.9
中国	5.2	4.8	4.0
インド	8.2	6.3	6.3
新興国	4.7	4.3	4.0
世界	3.4	3.2	3.0

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	2.6
カナダ	3.9	2.4	2.2
日本	3.3	2.6	2.2
ユーロ圏	5.5	2.4	2.2
英国	7.4	2.5	2.4
スイス	2.1	1.1	0.5
オーストラリア	5.6	3.2	2.5
中国	0.2	0.4	0.1
インド	5.4	4.8	4.2
新興国	7.3	8.1	3.9
世界	6.1	5.7	3.2

出所:ブルームバーグ、UBS、2025年1月23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	2025年6月	2025年12月
株価指数			
S&P500種株価指数	6,086	6,300	6,600
ユーロ・ストックス50指数	5,206	4,850	4,900
FTSE100種総合株価指数	8,545	8,100	8,200
スイス株価指数	12,208	12,000	12,200
MSCIアジア指数(除く日本)	702	748	780
MSCI中国指数	64	62	68
東証株価指数	2,737	2,870	2,910
MSCI新興国指数	1,082	1,120	1,160
MSCI ACワールド指数	1,061	1,090	1,140
通貨			
ユーロ/米ドル	1.04	1.02	1.06
英ポンド/米ドル	1.23	1.23	1.29
米ドル/スイス・フラン	0.91	0.91	0.88
米ドル/カナダ・ドル	1.44	1.44	1.40
豪ドル/米ドル	0.63	0.63	0.66
ユーロ/スイス・フラン	0.94	0.93	0.93
ニュージーランド・ドル/米ドル	0.57	0.54	0.56
米ドル/円	156	156	149
米ドル/人民元	7.28	7.50	7.50

出所:ブルームバーグ、UBS、2025年1月23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。

	現在	2025年6月	2025年12月
2年国債利回り(%)			
米国2年国債利回り	4.30	3.75	3.75
ユーロ建てドイツ2年国債利回り	2.24	2.00	1.75
英国2年国債利回り	4.35	3.75	3.50
スイス2年国債利回り	0.13	0.10	0.10
日本2年国債利回り	0.70	0.80	1.00
10年国債利回り(%)			
米国10年国債利回り	4.61	4.00	4.00
ユーロ建てドイツ10年国債利回り	2.53	2.25	2.25
英国10年国債利回り	4.63	4.00	4.00
スイス10年国債利回り	0.40	0.30	0.30
日本10年国債利回り	1.20	1.20	1.20
コモディティ			
ブレント原油(米ドル/バレル)	79	80	80
金(米ドル/オンス)	2,771	2,800	2,850

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、価格見直し、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。

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0.5%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。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。

「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ウェルズ・マネジメント株式会社2025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ウェルズ・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