

UBS House View

Monthly Letter | 2025年2月27日 | Chief Investment Office GWM, Investment Research

政策の不確実性の高まり

トランプ大統領が歴史的なスピードで署名した、多岐にわたる多数の大統領令が、異例ともいえる政策の不確実性の高まりを招いている。今後数週間、通商、外交、内政に関する政策発表が続くだろう。

短期のリスクを乗り切る

トランプ関税の脅威は、インフレ再燃のリスクとなる。一方、米連邦職員の解雇を含む政府支出削減は、経済成長への逆風となりうる。

ファンダメンタルズは堅調

これらのリスクはあるものの、米国経済は依然堅調で、失業率も低い。人工知能(AI)や電力と電源といった投資テーマの成長性も健在である。

資産配分

米国株式をAttractive(魅力度が高い)と評価し、特にAIや電力と電源関連の企業を勧める。国債、投資適格債、金(gold)および日本円も選好する。



Mark Haefele

Chief Investment Officer
Global Wealth Management

ディールの一環

米国の大統領は、就任当日に大胆な政策を打ち出し、前政権からの政策転換を際立たせるのが慣例となっている。しかし今回は、署名した大統領令の数、範囲、スピードに加え、一部にみられる型破りな政策も重なり、異例ともいえる政策の不確実性の高まりを招いている。

これらを背景に、トランプ大統領がこの先何を発言し、何をめくろみ、何を実現するのか想像がつかないことが、大きなリスクとなっている。想定される様々なシナリオを市場が織り込むに伴い、ボラティリティ(相場の変動性)は高まるとみられる。

トランプ大統領の交渉術と真つ当な政策との違いを見極めるのは、政治の舞台で注目されるようになって10年ほど経つ今でも難しい。トランプ大統領の支持派、不支持派を問わず誰しもが、容易にこのノイズ(混乱)に翻弄される。したがって、データに基づき、単なる発言と現実との違いを認識し、一時的な逸脱を本筋と区別することが重要になる。

本稿では、米国の通商、内政、外交の各政策をめぐる動きと、それらが中長期的に投資家に与える影響とそれを踏まえたポートフォリオの構築について、我々の見解を述べる。最後に、様々なシナリオが予想される中、投資家が不確実な状況を上手く切り抜けられるよう、最新の投資見解を示す。

米国経済は堅調さを維持しながらも、不確実性の高い局面に入りつつある。これまでのところ、発動された政策措置が、経済成長やインフレに直接与える影響は限定的とみている。また同様に、人工知能(AI)や電力と電源といった投資テーマの成長性への影響も限定的だと考える。

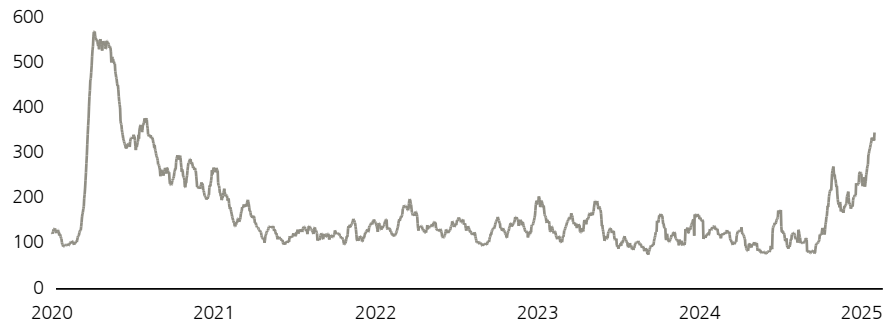
本稿はUBS AGが作成した“Monthly Letter: Part of the deal”(2025年2月27日付)を翻訳・編集した日本語版として2025年3月10日付でリリースしたものです。本レポートの末尾に掲載されている「免責事項と開示事項」は大変重要ですので是非ご覧ください。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている市場価格は、各主要取引所の終値に基づいています。これは本レポート中の全ての図表にも適用されます。



ボラティリティの高まりが予想される。

しかし、幅広い分野にわたる急激な政策決定により、経済成長に対する間接的なリスクは無視しがたいものになっている。また、政府機関の閉鎖リスクや、相互関税導入に向けた貿易状況等の報告が関係省庁から数週間以内に提出される予定であることなどから、今後、ボラティリティの高まりが予想される。

図表1
投資家は不確実性に直面している
米国経済の政策不確実性指数、20日移動平均



出所:ブルームバーグ、UBS(2025年2月現在)

この先数カ月を乗り切るためには、米国株式、AI、電力と電源に注目した株式投資を勧めるが、同時に、それらの株式エクスポージャーをヘッジすることで短期的なリスクを管理することも推奨する。また、ポートフォリオを、高クオリティ債、金(gold)、オルタナティブ資産などへ十分に分散させることを勧める。

ウクライナ戦争の停戦に向けて交渉が続いている。

ウクライナ情勢

今年1月、トランプ大統領は自身のソーシャルメディアへの投稿で、ロシアに対し、ウクライナ侵攻を停止しなければ制裁措置を取ると警告した。昨年の選挙期間中には、就任初日に戦争を終結させると公約していた。

だが、即時停戦の実現は不可能だと分かると、トランプ大統領はロシアとの直接交渉を開始し、戦争を始めたのはウクライナだと非難した。

トランプ大統領は、ウクライナ国内の鉱物資源を共同開発する協定などを通じ、米国による支援と引き換えにウクライナ(あるいは欧州)から経済的譲歩を引き出すことで、米国はもはや「利用されて」いないと主張できる合意を目指していると考えられる。ウクライナと欧州の安全保障に対する支援を完全に撤回するよりも、この方がトランプ大統領にとっては好ましい結果が得られるのだろう。

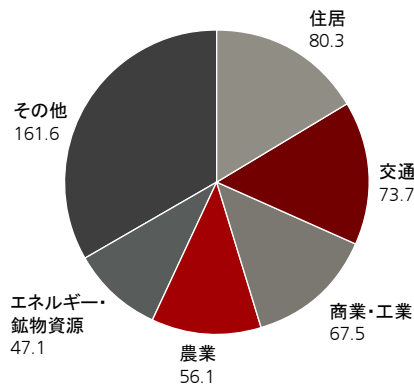
我々の基本シナリオでは、今年中に停戦が実現するとみている。

我々の基本シナリオでは、年内に停戦が実現するとみている。停戦により、ウクライナは領土の一部を失う可能性が高いが、代わりに西側諸国(米国とは限らない)による安全保障上の確約と再建支援へのコミットメントが得られるだろう。一方、ロシアは、制裁措置の緩和と、欧州への天然ガス供給の(戦争前の水準まで回復することは難しいにせよ)一部再開を交渉すると見込まれる。

こうしたディール(取引)は、エネルギー価格の低下や、消費者および企業のセンチメント改善につながり、欧州経済に一定の恩恵をもたらす可能性がある。しかし、財政コストも発生するだろう。例えば国防費は、北大西洋条約機構(NATO)がこれまで掲げてきたGDP比2%の支出目標を超えて引き上げられる可能性がある。我々の試算では、欧州21カ国の国防費をGDP比3%の水準に引き上げるには、政府歳入を合計で2,300億ユーロ増やす必要がある(同2%の水準に達するには750億ユーロの歳入増が必要)。

投資家にとっては、永続的な停戦合意は欧州株式へのプラス要因となるだろう。特に、建設資材や資本財関連企業等は、復興需要の恩恵を大きく受けるとみられる。債券では、ロシアとの緊張激化の影響を最も受けやすい国のソプリンスプレッド(ドイツとの国債利回り格差)が、停戦合意を受けてやや縮小する可能性がある。また、停戦はユーロに対する投資家センチメントの下支えにもなるだろう。最後に、一部の防衛関連銘柄は、安全保障支出の増加による恩恵を受けると予想される。

図表2
ウクライナの復興は欧州株式に追い風とみられる
2024~2033年のウクライナ復興関連費用予想、単位:10億米ドル
総費用は4,860億米ドルと推定



出所:世界銀行、UBS(2025年2月現在)

もちろん、停戦の前提条件であるウクライナ、欧州、ロシアの合意を得ることは、容易ではない。したがって、戦争が直ちに終結するとは考えにくい。一方、近い将来に停戦実現の可能性があるとの楽観的な見方などを背景に、欧州の一部資産が最近好調なパフォーマンスを見せている。投資家は、これらの欧州におけるポジティブな展開の可能性を想定したポジションを検討することもできる。

国内政策

トランプ大統領の公約には規制緩和、減税、政府支出の削減などがある。

トランプ大統領が選挙で掲げていた公約には、「史上最大の規制緩和」、「労働者および小規模事業者向けの大幅な減税」、「国家予算の無駄の一扫」、さらには不法移民対策などがある。

こうした政策が市場にとって望ましい効果をもたらすか否かは、規制緩和と減税に対する期待が、移民政策の厳格化、高関税政策、そして政府支出の削減による悪影響への懸念を相殺できるかどうかにかかっている。

現段階では、以下の2点を指摘しておく。(1)これまでに発表された施策が経済成長、インフレ、財政赤字(あるいは政策目標)に及ぼす直接的影響は、さほど大きくない。(2)しかし、こうした政策の性急な実施による二次的影響は、経済成長の下振れリスクやインフレの上昇リスクをもたらす。

トランプ政権は連邦政府の人員規模を削減する措置を講じている。

例えば、政府支出の削減を取り上げてみよう。さまざまな施策を講じれば、政府職員数を数%削減できる可能性はある。しかし、これは米国全体の雇用者数のわずか0.1%程度にすぎず、結果として雇用、GDP、あるいは政府支出全体への影響は限定的と考えられる。

一方、政府の拙速な動きにより、悪影響が出ていると指摘する声もある。例えば、鳥インフルエンザの対策に携わる職員や、米国の核抑止に携わる職員が、誤って解雇されたと報道されている。

国境警備の強化や移民に対する敵対的な発言は、移民の流入を鈍化させ、労働供給の伸びを停滞させる可能性がある。米国経済が完全雇用に近い状態にあるため、労働供給の減少は賃金の上昇を招き、インフレを加速させることが懸念される。

減税措置も、期待されるほどの景気押し上げ効果につながらない可能性がある。減税雇用法(TCJA)が延長されれば、国民の税負担の増加は避けられるものの、直接的な景気刺激効果は期待できない。そして、フリーダム・コーカス(財政強硬派の共和党下院議員が結成した連盟)が離反すると、TCJAの延長そのものが危くなるリスクがある。我々は、個人所得税または法人税に関する新たな大幅減税案も、議会を通過する可能性は低いとみている。本稿執筆時点で、米下院は予算決議案を可決しているが、これは減税や政府支出に関する難しい判断を先延ばしにしたにすぎない。

政府閉鎖のリスクは依然として存在する。

極めて党派色の強い政治環境も、予算と債務上限に関する政治リスクを高めている。短期的には、つなぎ予算案の成立に向け超党派で合意に達しなければ、3月中旬の政府閉鎖が現実味を帯びてくる(実際にそうなる可能性が高い)。今年の夏には、債務上限をめぐり、再び長期にわたって混乱が生じる可能性もある。

総じて、予算が確保されれば経済は速やかに回復すると考えられる。政府職員の大半に対して、遅れていた給与の支払いが再開するとみられるためだ。政府閉鎖の過去最長期間は第1次トランプ政権時の35日間で、2019年1-3月期(第1四半期)の経済成長率に対する影響は、米議会予算局(CBO)の試算では-0.2%だった。

我々は、こうした状況を踏まえ、投資家には投資の継続を勧める。ただし、政府閉鎖が予想される時期が近付いていること、そして今後の貿易政策等に関する連邦政府機関の報告期限である4月1日が迫っていることを考慮し、米国のリスク資産に対するヘッジを検討した方がよいだろう。

トランプ政権は、さまざまな国や産業に対して関税の発動を警告している。

関税

トランプ政権は、発足初日から、さまざまな製品や国に対する関税賦課を次々と示唆してきた。関税賦課について個別で言及された国は、カナダ、メキシコ、中国だが、本稿執筆時点で実際に関税が発動されているのは中国のみで、同国に対してはさらに10%の追加関税賦課が発表された。またトランプ大統領は、カナダおよびメキシコの輸入品に対し、3月4日から25%の関税を課す方針を表明している(訳注:3月4日に発動されたが、6日には米国・メキシコ・カナダの自由貿易協定(USMCA)に適合する品目に対し25%関税適用の免除を決めている。ただし4月2日までの一時的な措置)。一方、すべての国を対象とした鉄鋼やアルミニウムに対する輸入関税は、3月中旬から25%に引き上げられる見通しだ。

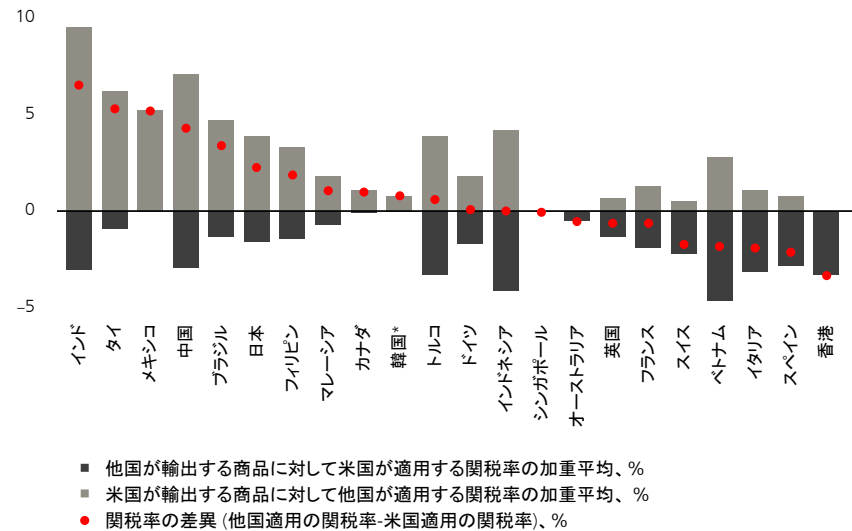
また、トランプ大統領は、米国製品に貿易障壁を設けている国からの製品に対し、同等の水準まで米国の税率を引き上げる「相互関税」の導入を検討するよう関係政府機関に指示した。特筆すべきは、トランプ政権が各国の付加価値税(通常全ての国からの輸入品に対し課される税で、日本の消費税も対象)を非関税障壁とみなしている点である。その結果、相互関税の規模や、対象となる製品の範囲が拡大するだろう。連邦政府機関は4月1日までに報告書を提出するよう求められている。

つまり、4月1日以降、多くの国が関税の対象として名指しされる可能性が高い。しかし、各国間の交渉を通じて、関税の全体的な適用範囲や規模は抑えられると予想している。

図表3

インド、タイ、メキシコおよび中国が「相互関税」の影響を最も受けるだろう

他国が米国に適用する関税と米国が他国に適用する関税の加重平均税率とその差異、2022年時点、単位：%



*韓国の関税率は2024年の韓国関税庁のデータに基づく。
出所: World Integrated Trade Solution(WITS)、韓国関税庁

複数の国が、米国の関税を回避するために譲歩を申し出た。

米国の関税を回避するために譲歩の意志を示している国もある。例えば、欧州連合(EU)は先手を打ち、米国からの液化天然ガス(LNG)や防衛装備品の購入を増やすとともに、米国製自動車の関税率を引き下げる用意があることも示唆している。さらにトランプ大統領は、インドのモディ首相との会談の後、米国製品に対するインドの「非常に高い」関税が引き下げられるよう、インドが米国の石油、天然ガス、戦闘機を購入する方向で協議に入ると述べた。カナダとメキシコも、1月の関税措置発表を受けて、交渉する意志を示している。我々は最終的に、長期的かつ広範な関税導入を回避するため、カナダおよびメキシコとの間で合意に至ると予想している。

我々は、合意に至らないことで米国経済がリスクに直面する場合や、貿易相手国が譲歩する意向を示している場合には特に、トランプ大統領は合意形成を模索すると考えている。関税をめぐる一連の動きは、脅しがエスカレートしていることを見せつけるものではあるが、結局のところ沈静化するだろう。

基本シナリオでは、カナダやメキシコに対して、高い関税が広範囲にわたり、長期的に賦課されることは想定していない。

我々の基本シナリオでは、中国製品への実効関税率は2025年後半までに平均30%へ引き上げられると想定している。また、一部の欧州製品への関税や、第三国を経由した積み替えを制限する措置も見込んでいる。しかし、カナダやメキシコに対して、高い関税が広範囲にわたり、長期的に賦課されることは想定していない。また、関税が米国の経済成長率やインフレ率に直接与える影響は限定的と考える。

関税の間接的な影響が拡大するおそれがある。

基本シナリオでは、関税が発動される中でも経済成長が続くと予想する。

「関税ショック」シナリオでは、株価と債券価格の両方が下落すると予想する。

しかし、国内政策と同様、関税の直接的な影響は限られるとみられるが、投資家は、間接的な影響が拡大するリスクを注視する必要がある。例えば、主要貿易相手国に対して関税引き上げの意思表示が繰り返され、政策の不透明感が増した場合は、結果として関税が全く課されなかったとしても、企業の設備投資や雇用に悪影響を及ぼす可能性がある。また、貿易相手国で自国製品の購入や米国製品の買い控えの動きが過熱すれば、結果として米国企業も影響を受ける可能性がある。

シナリオ

我々の基本シナリオは「関税に屈しない成長」である。米国の経済成長は昨年より鈍化するとみられるが、それでも2025年のGDP成長率は2%程度になると予想する。また、インフレが徐々に落ち着く中で、FRBが年内に6月と9月の2回、25ベースポイント(bp)ずつ利下げを行うとの見方を維持する。このシナリオでは、米国10年債利回りは年末までに4.0%に低下し、米国株式は約10%上昇すると予想する。

楽観シナリオでは、米国経済が2.5%程度の成長を続け、インフレ率が約2~3%で推移すると見込む。予想を超える政策効果とAIをめぐる楽観論の継続も、株式市場の押し上げ要因となるだろう。この場合、米国10年債利回りは5.25%に上昇し、米国株式は約18%上昇すると予想する。

悲観シナリオは下記の2つを想定している。

「関税ショック」シナリオは、米国の貿易政策が非常に強硬なものとなり、カナダとメキシコからの幅広い輸入品に対して関税が継続的に賦課されることを想定したものだ。この場合には、経済成長の見通しが下方修正され、インフレ率予想が上方修正される中で、株価と債券価格の両方が下落すると予想する。FRBをはじめとする世界の中央銀行は、インフレ期待を抑えるために、追加利下げの先延ばしを検討すると考えられ、リスクプレミアムは上昇するだろう。米国10年債利回りは5.0%に上昇し、米国株式は約15%下落すると予想する。

「ハードランディング」シナリオは、個人消費の急激な減速により、米国経済が低迷することを想定したものだ。この場合には、経済成長率とインフレ率の両方が低下し、各中央銀行は需要を支えるために金利を速やかに引き下げるとみている。米国10年債利回りは2.5%に低下し、グローバル株式は約25%下落すると予想する。

	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、そして引き締めの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2~2.5%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)の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(中国の平均実効関税率が30%に到達するなど)、米国は他国による報復関税も課される。中東危機は局地的な対立にとどまる。年内にロシア・ウクライナ紛争の停戦協定が締結される。	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関税を課し、関税対象となった貿易相手国がそれに応じた報復措置を取る(例:10~20%相当の一律関税)。中東地域の緊張の高まりが地域全体の紛争に発展し、原油供給の大きな混乱が見込まれる。ロシアとウクライナの停戦交渉が決裂し、紛争が再燃、あるいは拡大する。	

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2月現在)

投資アイデア

米国経済は依然として堅調だ。

米国経済は依然として堅調だ。アトランタ連銀のGDP予測「GDPナウ」は、本稿執筆時点で2025年1-3月期(第1四半期)の成長率を2.3%と見積もっており(訳注: 3月時点ではマイナス圏)、失業率も低いままだ。これまでに発表された政策措置の直接的影響は限定的である可能性が高い。しかし、間接的影響や、より定量化が難しいイベントリスクの高まりが蓄積し始める可能性がある。

政策の順序にもリスクがある。これまでのところ、米政府は関税、移民、政府支出の削減など、経済成長に悪影響を及ぼし、インフレを助長する政策に焦点を当てており、減税や規制緩和による相殺はまだ行われていない。

今後数カ月は、米国、AI、電力と電源に注目した株式投資に妙味がある。高まる不確実性を考慮し、投資家には株式エクスポージャーをヘッジしてネガティブなイベントリスクを管理し、高クオリティ債、金、オルタナティブ資産などを含むポートフォリオで十分な分散投資を行うことを勧める。

株式

我々は米国株式に強気の見通しを維持する。

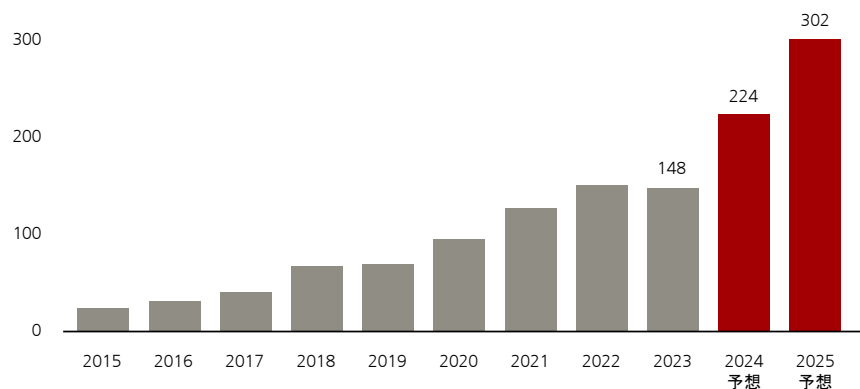
現在、米国株式、AI、電力と電源関連セクター、ドイツ株式において、良好なリスク・リターン(リスクに見合ったリターン)を見込んでいる。いずれの場合も、3月の米国政府機関閉鎖の可能性、ロシアとウクライナの停戦交渉の決裂、関税政策に関するリスクの一部をヘッジするなどして、短期的な市場のボラティリティを乗り切る対策を検討することができる。

米国市場は、S&P500種構成企業の今年の利益成長率が8%と予想され、AIへの高いエクスポージャーを背景に、Attractive(魅力度が高い)と評価している。基本シナリオでは、同指数は12月までに6,600まで上昇すると予想する。

図表4

ビッグテックの設備投資計画は依然として堅調

ビッグテック4社の設備投資合計額、単位:10億米ドル



出所:企業発表、UBS予想(2025年2月現在)

Message In Focus – トップ投資アイデア

持続的なインカムを確保する

欧州では金利が低下しており、米国では経済成長に対する下振れリスクがあることから、キャッシュを超過保有している投資家には、ポートフォリオの収益源を分散させ、持続的なインカムを追求することを勧める。高格付債と投資適格債は魅力的なリスク・リターンを提供するとみており、米ドル建て中期債は今後12カ月で1桁半ば~後半のリターンをあげると予想する。具体的には、分散型債券投資戦略やシニアローン、プライベート・クレジット、株式インカム戦略などを選好する。日常的な支出を賄う分以外のキャッシュについては、部分的に市場リスクや信用リスクを取るか、流動性の低さを許容して投資に回すことで、リターンを向上させることができる。

株価の更なる上昇機会を捉える

米国株式には上昇余地があるとみており、S&P500種株価指数は2025年末までに6,600に到達して、現在よりも約10%高い水準になると予想する。米国の政策の不透明感により、短期的にはボラティリティが上昇する可能性があるが、堅調な米国の経済成長とAIの追い風の継続が株価を全体的に下支えするだろう。ドイツが経済成長重視路線へシフトし、ロシアとウクライナの和平協定が締結されれば、欧州に対する投資家心理にプラスの影響を与える可能性がある。

AIへの投資機会を捉える

2025年はボラティリティの高いスタートを切ったが、2024年10-12月期の決算内容は、AI業界のファンダメンタルズ(基礎的条件)が依然として強固であることを示した。2025年1月末に中国のAI新興企業がリリースしたような低コストのAIモデルは、結果的にAIのさらなる普及を牽引すると考える。我々は引き続き、AIバリューチェーンを構成する企業全体に幅広い投資機会があるとみており、特に価格決定力の強いAIインフラ関連企業や、超大型のプラットフォーム企業およびアプリケーション関連企業に投資妙味があるとみている。また、革新的なプライベート(非上場)企業もこのトレンドの恩恵を受けると考える。季節的な弱含みや地政学的緊張の高まりによる短期的なボラティリティ上昇を活用して、AI分野への長期的なエクスポージャーを構築することを勧める。

電力と電源に投資する

経済成長や脱炭素化、AIの発展などが電力需要を押し上げている。これにより公益事業、インフラストラクチャー、電気設備、エネルギー貯蔵など、電力と電源のバリューチェーン全体に投資機会がもたらされるだろう。AI関連の動向

や政策への懸念を受け、ここ数週間ボラティリティが上昇しているが、データセンターへの需要拡大が電力と電源分野の追い風になると考えている。加えて、米国の陸上風力発電と太陽光発電の開発に対する税額控除も維持されると予想する。これにより、銅など一部の金属に対する長期的な投資機会もあると見込む。

政治リスクを管理する

米国の政策の不確実性により、今後数カ月間はボラティリティが高まる可能性がある。株式では、下落リスクに備えた戦略を検討できる。我々は欧州株式のうち、ドイツの選挙結果や安全保障関連支出の増加、ウクライナ再建の恩恵が期待できる銘柄や、関税リスクが限定的な銘柄などを選好している。債券では、米国の政策不透明感を踏まえ、長期債への投資配分を慎重に行うことを勧める。米国が産油国への制裁を強化すれば、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。

金(gold)を選好する

地政学的リスクや米国の債務問題、インフレへの懸念が高まる中、金価格は最近最高値を更新した。投資家による積極的な購入が背景にあり、中央銀行による高い需要が2025年も継続すると予想される。我々の基本シナリオでは、金価格は年末時点で1オンス当たり3,000米ドルを予想しているが、不透明感が続けば、リスクシナリオで想定している3,100~3,200米ドルの水準まで上昇する可能性もある。金以外では、銀の上昇余地が大きく、今後12カ月間で金をアウトパフォームすると予想する。

通貨のボラティリティを利用する

2025年前半は通貨市場でボラティリティが高止まりするとみられるため、投資家は、ポートフォリオのインカムを高める戦略を検討することができる。米ドルの上昇が継続するには、マクロ経済や金融政策が、米国とその他の地域の間で乖離した状態が続く必要があるが、米国の政策の不透明感が高まっていることを考慮すると、実現は難しい可能性がある。

不動産の投資機会を捉える

金利低下を受けて、世界の住宅用および一部商業用不動産への投資見通しは明るいとみている。不動産の需要が拡大する一方で、供給は不足傾向にあることから、物流、データセンター、集合住宅などのセクターに投資妙味がある。投資家には、こうした市場の好機を活用して、高クオリティの資産を中心とした戦略的な分散投資を勧める。

ユーロ圏株式全体については、同地域の利益成長見通しが比較的控えめであること、AIへのエクスポージャーが低いこと、関税リスクが続いていることから、Neutral(中立)の見方を維持する。同時に、ドイツが選挙結果を受けて成長重視路線へシフトし、ロシアとウクライナの和平合意によって天然ガスの価格が低下すれば、投資家心理にプラスの影響を与える可能性があることも指摘しておきたい。投資家は、これらの欧州におけるポジティブな展開の可能性を想定したポジションをとることも検討できる。

AI需要の拡大は続くだろう。

また、世界全体として、AIをテーマとした投資への強気スタンスを維持する。ビッグテック(巨大IT企業)の設備投資計画は堅調であり、中国の新興AI企業が開発したような低コストモデルは、最終的にはAIの普及を促進すると考える。AIバリューチェーン全体に投資機会があるとみており、特に超大型のプラットフォーム企業やアプリケーション関連企業、価格決定力のあるAIインフラ関連企業に投資妙味があると考ええる。

電力と電源に関連する企業も、AIの発展や、脱炭素化、経済成長が電力需要を押し上げ続ける中、グローバルにおける電力と電源のバリューチェーン全体(公益事業、インフラ、電気設備、エネルギー貯蔵など)において、長期的な投資機会があると考ええる。

高クオリティ債はポートフォリオの持続的なインカム収入源となるだろう。

債券

高クオリティ債の利回りは魅力的であり、足元の比較的高い利回りは、資産クラスへのトータルリターン見通しを下支えするだろう。基本シナリオでは、経済成長が緩やかになり、インフレが落ち着き、FRBが政策金利を徐々に引き下げの中で、2025年末までに米国10年債利回りは4.0%に低下すると予想する。

ポートフォリオの観点からは、高クオリティ債は、米国の政策変更の累積効果などによって経済成長率の鈍化が早まるリスクの管理に役立つだろう。

また、分散型債券投資戦略、シニアローン、プライベート・クレジット、株式インカム戦略などを通じて、ポートフォリオの収益源を分散させ、持続的なインカムを追求することもできる。

通貨市場のボラティリティを利用することを勧める。

通貨市場

2025年前半はボラティリティが高まると予想されるなか、投資家はボラティリティを利用し、ポートフォリオのインカムを高める戦略を検討することができる。

米国経済が堅調なか、FRBは関税政策がより明確になるのを待ちながら、金融政策緩和には慎重な姿勢を維持している。米ドル高は短期的に続くが、ユーロ/米ドルは年後半には徐々に上昇し、年末の水準は1.06と予想する。

一方、日本円は現在、Attractiveと評価している。日本のインフレ率は依然として高く、さらなる政策の正常化が必要である。日本銀行は今年、G10の中央銀行の中で唯一利上げを行っており、さらなる利上げ余地があるだけでなく、市場予想を上回る利上げ幅となる可能性もある。

金はポートフォリオの有効なヘッジ手段であり、分散効果も発揮する。

コモディティ

金価格は2月中旬、ウクライナ停戦協議に伴う利益確定売りで小幅に下落する前に、1オンス当たり2,950米ドル超の最高値を付けた。関税と地政学に関する不確実性は続くと予想しており、ポートフォリオの観点から金の分散効果に引き続き注目している。中央銀行の需要は、金に対する我々の強気姿勢の主な要因であり、2024年には3年連続で1,000トンを超える買い越しとなり、広範な投資需要も4年ぶりの高水準に達する。

金価格が今年1オンス当たり3,000米ドルに達するという予測は変わらないが、リスクシナリオ(すなわちマクロ経済の下振れ)では、金価格が1オンス当たり3,100~3,200米ドルに達する可能性がある。金価格の上昇が落ち着き、世界の鉱工業生産が緩やかな回復を示す中、銀が大きく上昇する余地があると考え。銀は長期的なポートフォリオのヘッジ手段とは見なされないが、12カ月後の価格は1オンス当たり38米ドルと予想する。

一方、原油価格は現在の水準から上昇すると予想する。OPECプラスによる協調減産と関税や制裁のリスクが続く中で、不透明感が高まっているためである。



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、%)

	2024年(予)	2025年(予)	2026年(予)
米国	2.8	2.1	1.8
カナダ	1.2	2.0	2.0
日本	0.1	1.2	0.7
ユーロ圏	0.7	0.9	1.1
英国	0.9	1.1	1.3
スイス	1.4	1.2	2.0
オーストラリア	1.0	1.9	2.2
中国	5.0	4.0	3.0
インド	6.3	6.3	6.6
新興国	4.4	4.0	3.6
世界	3.2	3.0	2.7

インフレ率(平均CPI、前年比、%)

	2024年(予)	2025年(予)	2026年(予)
米国	3.0	2.7	2.4
カナダ	2.4	2.2	2.1
日本	2.7	2.3	2.0
ユーロ圏	2.4	2.3	2.0
英国	2.5	3.0	2.1
スイス	1.1	0.5	0.7
オーストラリア	3.2	2.4	2.6
中国	0.2	0.1	-0.2
インド	4.8	4.2	4.3
新興国	8.0	4.1	3.1
世界	5.7	3.4	2.7

出所:ブルームバーグ、UBS、2025年2月27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	5,956	6,300	6,600
ユーロ・ストックス50指数	5,528	5,500	5,700
FTSE100種総合株価指数	8,731	8,700	9,000
スイス株価指数	13,043	13,000	13,200
MSCIアジア指数(除く日本)	740	759	786
MSCI中国指数	77	78	80
東証株価指数	2,716	2,869	2,906
MSCI新興国指数	1,135	1,150	1,190
MSCI ACワールド指数	1,057	1,090	1,140

通貨

	現在	2025年6月	2025年12月
ユーロ/米ドル	1.05	1.02	1.06
英ポンド/米ドル	1.27	1.23	1.29
米ドル/スイス・フラン	0.89	0.91	0.88
米ドル/カナダ・ドル	1.43	1.44	1.40
豪ドル/米ドル	0.63	0.65	0.67
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	0.56	0.58
米ドル/円	150	148	145
米ドル/人民元	7.25	7.40	7.30

	現在	2025年6月	2025年12月
国債利回り(%)			
米国2年国債利回り	4.07	4.00	3.75
米国10年国債利回り	4.26	4.25	4.00
スイス2年国債利回り	0.17	0.10	0.10
スイス10年国債利回り	0.48	0.30	0.30
ユーロ建てドイツ2年国債利回り	2.07	2.00	1.75
ユーロ建てドイツ10年国債利回り	2.43	2.25	2.25
英国2年国債利回り	4.18	3.75	3.50
英国10年国債利回り	4.50	4.00	4.00
日本2年国債利回り	0.80	0.80	1.00
日本10年国債利回り	1.37	1.20	1.20

コモディティ

	現在	2025年6月	2025年12月
ブレント原油(米ドル/バレル)	72.5	80	80
金(米ドル/オンス)	2,917	3,000	3,000

出所:ブルームバーグ、UBS、2025年2月27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