

Year Ahead 2021

UBS House View

日本版

チーフ・インベストメント・オフィスGWM

インベストメント・リサーチ



新しい出発

本稿は、UBS AGとUBS AG London Branchが作成した
“Year Ahead 2021-A Year of Renewal” (2020年11月17日
付)を翻訳・編集した日本語版として2020 年12月3日付で
リリースしたものです。本稿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。
本稿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。これは本稿中の全ての図表にも適用
されます。



読者の皆様へ

チーフ・インベストメント・オフィスは、来たる2021年を展望する「Year Ahead 2021 - 新しい出発」を刊行しました。

「新しい出発」となる2021年は、不確実性は残るものの、世界は正常化に向けて着実に進んでいくと見ています。一方で、未来に向けた構造的変革が加速していくでしょう。

2020年の投資が、外部環境の変化に耐性を示す「レジリエント銘柄」、「大型株」、「米国市場」に象徴されるとするならば、2021年は、「景気敏感株」、「小型株」、そして「グローバル市場」が中心となるでしょう。新型コロナウイルス対応のロックダウン(都市封鎖措置)の影響を大きく受けたセクターや市場が、今後回復に向かうと予想されるからです。

同時に、経済が未来像に向けて変化する中、長期的視点に立つ投資家には、グリーンテックやフィンテック、ヘルステックなど持続可能でデジタル化が進んだ世界の構築に必要な創造的破壊を起こす「ディスラプター」、そして5G技術の普及から恩恵を受ける企業を中心に投資拡大を検討していただきたいと思います。

「Year Ahead 2021」が、急速に変化する世界が投資環境に及ぼす影響を見極める一助となりますことを願っております。2021年も投資家の皆様の将来に向けたポートフォリオ構築のお手伝いをさせていただければ幸いです。



Iqbal Khan



Tom Naratil



09

2021年の見通し

- 10 新しい出発**
Mark Haefele



13

問題を読み解く鍵

- 14 世界の回復はこの先どう進むのか？**
コロナからの回復後の世界はどう変わるのか？
- 16 経済政策はどの方向に向かうのか？**
インフレにどう備えるべきか？
- 19 米国市場で次に来るのは？**
米国ハイテク株の次は？
自国の資産配分をどう考えるべきか？



22

投資の見通し

- 23 分散投資で次の上昇を捉える
買うタイミングを逸したか?
ダウンサイド・リスクに対してどう
プロテクトするか?
- 27 利回りを追求する
ポートフォリオ内での債券の役割は何
か?
- 30 米ドルからの通貨分散
ポートフォリオの通貨構成をどう最適化
するか?

33

変革の10年

- 37 今後10年の投資
- 39 資産クラス別予想
- 40 投資アイデア
- 41 「The Next Big Thing」
– 次の主要テーマに投資する
- 50 どのような未来が
待ち受けているだろうか?
- 51 サステナビリティに投資する
- 53 プライベート市場への分散投資
- 56 Appendix
- 57 2020年の振り返り
- 59 資産クラス別予想
- 60 経済予想

概要

我々の見解と投資アイデア

景気回復

我々の見解

2021年前半にはワクチンが世界各国に普及し、経済活動と企業業績は年末までに新型コロナ危機前の水準に戻ると予想する。

投資アイデア

- グローバル株式や出遅れ分の回復が期待できる景気敏感株、長期の勝ち組等、分散投資で次の上昇を捉える。
- 米国大型株やグローバル生活必需品セクターから資金を移動して、ポートフォリオの構成比率の修正・調整を行う。

米国

我々の見解

米国での新政権誕生で、追加経済対策の成立見通しや政策の予測可能性が高まり、それに伴って相場上昇のけん引役もシフトするだろう。

投資アイデア

- 米国中型株や資本財セクターの方が、米国大型株よりも利益成長余地が大きいと考えられる。
- 米ドルからG10通貨への通貨分散を図る。

金利

我々の見解

2021年はインフレ懸念が少なく、金利は当面低水準が続くものと予想する。

投資アイデア

- 選別したクロスオーバー債、米ドル建て新興国国債、アジア・ハイイールド債への投資で利回りを追求する。
- 低利回りのキャッシュと債券からの分散を図る。

長期投資

我々の見解

主要金融資産の将来リターンはここ数年のリターンに比べて低下するだろう。ただし、国債やキャッシュよりも株式およびその他実物資産の見通しの方が良好である。

投資アイデア

- 「The Next Big Thing (ザ・ネクスト・ビッグ・シング)」である次の主要テーマに投資するために、既存のテクノロジー株から5G (第5世代移動通信システム)、フィンテック、ヘルステック、グリーンテックへの資産の再配分を行う。
- 保有する上場株式の最大20%をプライベート・エクイティに入れ替えて資産クラスの分散を図る。

2021年の見通し



新しい出発

2020年は前例のない経済活動の封鎖、金融政策と財政政策の連携、そして米国の大統領選挙で揺れ動いた一年となった。2021年は新型コロナウイルス危機前への回帰が始まるとともに、コロナ後の未来に向かって加速していく一年になるだろう。



Mark Haefele
Chief Investment Officer
Global Wealth Management

新たな成長

ワクチンの承認と普及が2021年4–6月期（第2四半期）までに実現し、追加の財政刺激策が合意に至り、米選挙の結果「ねじれ政府」が誕生するとの見通しに基づき、主要国の企業業績は2021年末までに新型コロナ危機前の水準に回復すると考える。2020年は景気に敏感な市場やセクターの多くが低迷したが、2021年にはこれらが市場平均を上回るパフォーマンスを示すものと予想する。具体的には中小型株、選別した金融およびエネルギー関連株、資本財および一般消費財セクター等を推奨する。

詳しくは以下の頁を参照：

- 景気回復に関する我々の見解：14頁
- 次の上昇に向けた投資アイデア：23頁

新たな利回り追求

新型コロナ対策による経済悪化を緩和するため、低金利政策と財政出動は継続されるだろう。短期的には、インフレリスクが低いとみられるため、米ドル建て新興国国債やアジアのハイイールド債、投資適格等級 (BBB) と投機的等級(BB)の境界に位置する「クロスオーバー債」の一部からプラスの実質リターンが期待できると考える。長期的には、財政支出が過剰か不足かのいずれの状況にもなり得るため、投資家はインフレとディスインフレのリスクに備える必要があると考える。

詳しくは以下の頁を参照:

- 経済政策はどの方向に向かうのか?: 16頁
- 利回り追求に関する我々の見解: 27頁

米国の新政権

2021年には米国に新政権が誕生するため、市場のけん引役もそれに伴って変わるとみている。追加の景気刺激策が成立し、対外政策の予測可能性も高まるとみられるため、資本財セクターや中型株などの景気敏感株に追い風となるだろう。一方、財政赤字の拡大が米ドル安を招くと予想する。

詳しくは以下の頁を参照:

- 米国市場で次に来るのは?: 19頁
- 米ドルからの通貨分散: 30頁

再生可能な新しい未来

新型コロナウイルスの感染拡大は、すでに進行していた長期トレンドを止めることなく、むしろ加速化した。債務が拡大し、格差が広がり、グローバル化が変容したコロナ後の世界では、伝統的な資産クラスの長期リターンは過去平均を下回る結果になると予想する。しかし、投資家は5G、フィンテック、ヘルステックといったデジタル分野やグリーンテックをはじめとするサステナブル投資のポジションを増やすことで、リターン向上が期待できると考える。

詳しくは以下の頁を参照:

- 長期見通し: 34頁
- 「ザ・ネクスト・ビッグ・シング」- 次の主要テーマに投資する: 41頁

シナリオ分析

楽観シナリオ	基本シナリオ	悲観シナリオ
投資の見通し 分散投資で次の上昇を捉える(23頁) 米ドルからの通貨分散(30頁) 「ザ・ネクスト・ビッグ・シング」- 次の主要テーマに投資する(41頁)	利回りを追求する (27頁) サステナビリティへの投資(51頁) プライベート市場への分散投資(53頁)	金(Gold)、ダイナミック・アセットアロケーション (機動的な資産配分の変更)戦略、長期債などの 分散ヘッジ戦略(26頁)
新型コロナ危機からの回復 有効性の高いワクチンが2021年第1四半期までに先進国に広く行き渡る。 社会活動が2021年第2四半期までに正常化する。 先進国のGDPが2021年末までに新型コロナ危機前の水準に戻る。	有効なワクチンが2021年第2四半期までに先進国に広く行き渡る。 新型コロナ感染拡大の波が2021年前半に再び到来するものの、規制措置が短期間で、人々の不安も限定的なため、社会活動は、ワクチンの普及とともに2021年第3四半期までに正常化する。 先進国のGDPが2022年までに新型コロナ危機前の水準に戻る。	ワクチンの普及が遅れ、またはワクチンには当初想定されていたほどの有効性がないことが判明する。 新型コロナに対する人々の不安が高まり、ビジネス活動への規制措置が2021年年末まで続く結果、社会活動は2021年後半まで正常化しない。 先進国のGDPが2023年までに新型コロナ危機前の水準に戻る。
経済政策 各国中央銀行は緩和姿勢を継続するが、2021年後半には引き締めバイアスに向けて徐々に舵を切る。 低い実質金利および米ドル軟化で世界景気が押し上げられる。	各国中央銀行が緩和姿勢を維持する。 実質金利は低水準で横ばいに推移する。	経済成長低迷の影響を相殺するために量的緩和策が拡大するが、インフレ率が予想外に上昇した場合には縮小に向かう可能性がある。 実質金利は当初上昇するが、その後徐々に低下に向かう。
地政学 米国政府は、予想を上回る2兆米ドル近くの財政支援策で合意に至る。 バイデン政権が、中国輸入品に課している関税の一部を引き下げ始め、世界の経済成長は支えられる。	米国政府は5,000億～1兆米ドルの財政支援策で合意し、増税を実施しない。 米中関係は引き続き長期的な課題となるが、バイデン次期大統領の外交政策は前任者よりも予測しやすい。	米国大統領選挙結果に対する法廷闘争と党派間の政治的対立が続き、財政政策の先行きが読みにくくなる。 米中の地政学的な対立構造は新政権誕生でも緩和されず、両国間の貿易摩擦が再燃する。
2021年6月に向けた資産クラスの数値		
S&P500種 (現在: 3,532) 4,000	3,800	2,900
ユーロ・ストックス50 (現在: 3,443) 3,900	3,600	2,800
MSCI新興国 (現在: 1,192) 1,390	1,280	900
SMI (現在: 10,361) 11,500	11,000	8,800
米国投資適格債スプレッド (現在: 82bp) 60bps	80bps	200bps
米国ハイイールド債スプレッド (現在: 422bp) 350bps	400bps	700bps
EMBIGスプレッド (現在: 375bp) 280bps	340bps	550bps
ユーロ/米ドル (現在: 1.18) 1.25	1.22	1.12
金(Gold) (現在: 1,875米ドル/オンス) 1,600～1,500米ドル/オンス	1,950米ドル/オンス	2,200～2,300米ドル/オンス

注: 資産クラスの数値は、それぞれのマクロ・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。
 出所: UBS、2020年11月12日

問題を読み解く鍵



世界の回復はこの先どう進むのか？

我々は、世界の経済活動と企業業績が2021年末までに新型コロナウイルス危機前の水準に戻り、景気の動向に敏感な市場やセクターのパフォーマンスが市場全体を上回るようになると予想している。しかし、変化が加速する中、構造的な成長へのエクスポージャーを保有することが重要になる。

2020年は世界経済にとって過去約70年来で最悪の年の1つに数えられることは間違いなさそう。プラス成長を達成できる大国は中国だけで、米国経済はおおよそ4%のマイナス成長

となる見通しだ。先進国全体と、中国を除く新興国も共に5～6%のマイナス成長になるとみられる。

企業利益は概ね2021年には新型コロナウイルス危機前の水準に戻ると予想される

CIOによる利益予想(2019年=100で指数化)

企業の純利益 (指数化)	2019年	2020年	2021年	2022年	株価パフォーマンス (2019年12月～2020年10月)
米国	100	84.5	103.3	120.5	9.7%
アジア(除く日本)	100	98.7	118.4	137.3	9.9%
ユーロ圏	100	58.4	85.7	102.1	-6.8%
英国	100	55.0	75.9	89.9	-16.5%
スイス	100	91.0	101.9	112.5	-2.4%
新興国	100	93.4	114.5	132.7	5.9%
先進国	100	83.1	103.8	119.8	6.3%
グローバル	100	84.4	105.2	121.9	6.3%

注: 2022年分はコンセンサス予想

出所: Refinitiv, Datastream, UBS (2020年11月11日)

48%

の投資家は今後12カ月のグローバル経済に対して、「非常に」または「ある程度」楽観的な見通しを持っているが、今後5年間ではこの数値は66%に上昇する。

出所：2020年第3四半期UBS投資家センチメント調査

しかし、2021年は「新しい出発」の1年になると予想している。中国の経済活動はすでに概ね正常に戻った。ワクチンの有効性を示す初期データも発表されていることから、我々は、2021年4-6月期(第2四半期)までにはワクチンが幅広く行き渡るとの見方を維持する。ワクチンが普及すれば、欧州と米国は持続的回復への軌道に乗ることができるだろう。

我々の見方が正しければ、企業業績は急速に改善すると予想される。2021年の先進国の企業業績は概ね2019年の水準まで戻ると考える。一方、新興国の2021年の企業業績は、アジアの力強い企業業績の回復にけん引されて、2019年を約15%上回る水準にまで上昇すると予想する。

経済成長と企業業績の伸びが回復すれば、2020年に市場平均を下回った景気敏感銘柄や市場がアウトパフォームすると見込まれる。具体的には、中小型株、資本財と一般消費財を中心とする一部の景気敏感株、

および米国以外の市場が出遅れた分を取り戻してくるだろう。詳しくは、23頁を参照いただきたい。

コロナからの回復後の世界はどう変わるのか？

新型コロナ危機によって、我々の世界はデジタル化と現地化が進んだ。しかし、すべての企業と個人がこうした動きに今後適応していけるとは限らない。したがって、短期的には、景気回復の波に乗る企業に投資することで利益が得られるだろうが、それと同時に、5G、フィンテック、ヘルステック、グリーンテックなど、今後10年にわたりテクノロジー変革を引き起こす「ディスラプター」企業にも投資する必要があると考える。新型コロナウイルス危機が我々の世界をどう変えたのかについては34頁を、今後10年を見据えた投資アイデアについては41頁をそれぞれ参照いただきたい。

関連する投資アイデア	頁
分散投資で次の上昇を捉える：出遅れた分の株価上昇余地が期待できる景気敏感株を中心とするグローバル株式	23
「ザ・ネクスト・ビッグ・シング」- 次の主要テーマに投資する：5G、フィンテック、ヘルステック、グリーンテックなど	41

経済政策はどの方向に向かうのか？

2021年も低金利は続き、財政支出は高水準を維持するものと予想する。低金利と財政支出の連携が株式市場とクレジット市場を支え、米ドル安を誘引すると考える。

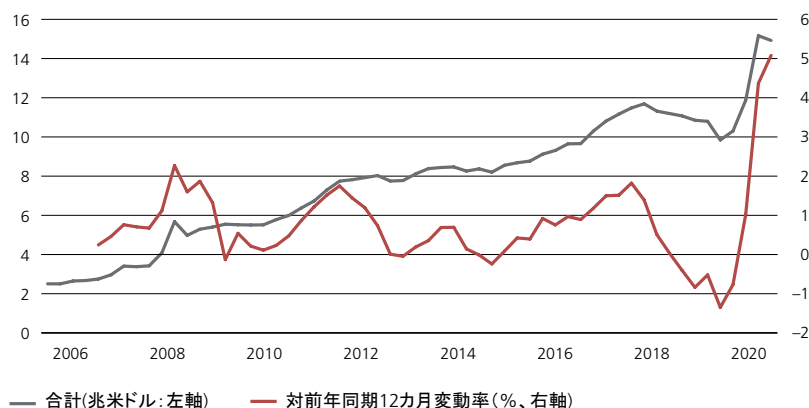
2020年は未曾有の規模で財政政策と金融政策が連携した。各国政府は景気刺激策を賄うため、総額で世界の国内総生産(GDP)の11%超に相当する財政赤字を計上し、世界の中央銀行上位5行は総額で5兆米ドル相当の紙幣を発行した。

2021年も各国政府は、ワクチンが普及して経済が正常な機能を取り戻すまで、政策支援を続けるだろう。一方、中央銀行は、経済成長率とインフレ率を支えるため、低金利を維持すると予想する。

2.1

2020年、主要中央銀行は計5兆米ドル相当の紙幣を発行

主要国中央銀行のバランスシート合計:FRB、日銀、BoE、ECB、SNB



出所:FRB、日銀、BoE、ECB、SNB、UBS、2020年10月20日

38%

の投資家が、資産目標の達成にインフレ率の影響を懸念している。

出所：2020年第3四半期UBS投資家センチメント調査

しかし、政策の長期的な道筋は現段階では不透明である。

可能性の1つとして考えられることは、政府が債務規模とインフレ率の上昇リスクを警戒し、行き過ぎた規模で、あるいは早すぎるタイミングで財政支出を縮小することだ。景気回復を下支えするには金融政策だけでは不十分と思われるため、こうした展開が現実となった場合は、ディスインフレーションと低成長局面が長期化する公算が大きい。

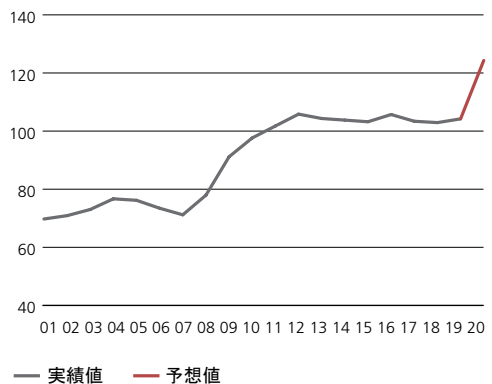
それよりも可能性が高いのは、政府はこれまで高インフレと借り入れコストの上昇を招くことなく赤字財政を大きく膨らませてきたため、緊縮財政政策に消極的な姿勢を示すことだ。このシナリオでは、インフレ率が緩やかに上昇しても、政府は巨額な赤字財政を続け、金融緩和政策も長引くことになる。

どちらのシナリオも2021年に現実化する見込みは低いが、長期投資家の見通し、ひいては資産価格に影響を及ぼし始める可能性はある。インフレ率の上昇と実質マイナス金利のシナリオに備えるには、投資家は上場市場(41頁)とプライベート市場(53頁)双方で長期安定成長が期待できるセクターや銘柄を物色することを勧める。ディスインフレと低金利またはマイナス金利に備えるには、投資家は入手可能な資産の中で高利回りを追求することが望ましいと考える(27頁)。

2.2

公的債務の対GDP比は2020年に20%ポイント上昇

先進国の公的債務対GDP比の中間値(%)



出所：IMF、UBS、2020年10月21日

インフレにどう備えるべきか？

資産計画を作成する際には、モノとサービスのコストは年々上昇する傾向があることを考慮に入れる必要がある。インフレ率は、投資家が将来の目標達成に向けて貯蓄すべき金額に大きな影響を及ぼしうる。例えば、毎年わずかに2%のインフレ率でも、30年たてば価格は80%上昇する。投資家がインフレに備えるには、ポートフォリオに株式や不動産などの成長資産や「実物」資産を十分に保有しておく必要があり、また、預金からの引き出し率にも留意しなければならない。下の表は、期待インフレ率が上昇すると、投資家は支出を減らすか、ポートフォリオのリターン

を引き上げる努力をする必要があることを示している。

たとえば、現在100万米ドルを保有し、30年後に資産が50万米ドル未満になる確率を20%未満にしたいと考える安全志向の投資家が、毎年2%の投資リターンと4.7%のボラティリティ（変動率）を想定している場合、初年度には19,000米ドルを引き出し、その後は毎年2%ずつ引き出し額を増やしていくことができるだろう。

「安全性を重視した」場合の年間可能支出額(当初の資本を100万米ドルとする)*

		期待リターン:1% ボラティリティ:3.3%	期待リターン:2% ボラティリティ:4.7%	期待リターン:4% ボラティリティ:7.7%	期待リターン:6% ボラティリティ:12.1%
名目支出額の 年間伸び率	2%	15,000米ドル	19,000米ドル	27,000米ドル	32,000米ドル
	3%	12,000米ドル	16,000米ドル	23,000米ドル	28,000米ドル
	4%	11,000米ドル	14,000米ドル	20,000米ドル	24,000米ドル

出所:UBS

* ここで「安全」とは、投資家の資産が30年後に当初投資額の50%未満になる確率を20%未満と定義する。30年後の資産を増やす確率を高めたい、あるいはその欲求が強い場合には、必要支出水準を下げることにすると考えてよいだろう。ボラティリティ(相場変動率)は、所与の期待リターンから試算したマルチアセット・ポートフォリオの年率ボラティリティ水準に基づいている。30年間の年率リターンが正規分布することを前提に、1,000回試行するモンテカルロ・モデルを利用し、100米ドルの単位を四捨五入して1,000米ドル単位の数値を計算する。この例では、配当金や売却益に対する税金は想定されていない。税金を考慮すると、どのシナリオでも「安全」な支出額は減少する。

関連する投資アイデア	頁
利回りを追求する:米ドル建て新興国国債、アジアのハイイールド債、クロスオーバー債。	27
プライベート市場に分散するか「ザ・ネクスト・ビッグ・シング」次の主要テーマに投資することで、ポートフォリオの長期成長の可能性を改善する。	53 41

米国市場で次に来るのは?

景気刺激策が成立し、ワクチンが普及することで、景気回復が加速して中型株や一部の景気敏感株のパフォーマンスが大型株を上回ると予想する。米ドルは下落するとみている。

50%超

の投資家が、米国大統領選挙の結果を受けてポートフォリオの変更を計画している。

出所: UBS Investor Watch Pulse、2020年10月29日

本稿執筆時点で、民主党が大統領選と下院選を制し、共和党が上院を掌握する「ねじれ政府」が誕生する見通しである。これにより、予想よりも規模は縮小するとはいえ、依然として大型の景気刺激策は実現する可能性が高い。ねじれ政府は他にも好影響をもたらさう。共和党が上院を支配すれば、今後数年での法人税や個人所得税の大幅な引き上げは実現しにくいだろう。また、ヘルスケアや化石燃料メーカーに対する積極的な規制導入の確率も低下するだろう。さらに広い視点では、ねじれ政府の下では大幅な政策変更の可能性が低くなるため、政策を引き金とする市場の変動の余地も小さくなる。

新政権誕生による影響としては主に次の3つが挙げられる。

- **景気刺激策が中小型株を押し上げる。**
新政権は、5,000億～1兆米ドル規模(GDP比で約2.5～5%)の新型コロナ追加経済対策の成立にこぎつけると我々は考える。これは消費支出と企業の景況感を後押しする好材料となり、市場のけん引役が大型株から中型株へと移る引き金となるだろう。中型株の企業業績は景気回復の影響を受けやすく、2021年の利益成長率は大型株のおよそ2倍になると予想する。
- **財政赤字の拡大が米ドル安を招く。**財政支出の増額は、増税ではなく赤字の拡大によって賄われると予想する。当面は、こうした大規模な財政出動は、主に民間の国内貯蓄で賄いきれるかもしれないが、2021年に景気が回復し始めると民間セクターが支出を増やすと予想され、経常収支の赤字が拡大する。国内の資金不足を対外資金で補うため、米ドルは低下すると考えている。

– 中国との対立構造が予測可能な形で展開する。バイデン政権は外交アプローチを見直し、とりわけ欧州との関係改善を図るだろう。米中間の戦略地政学上の基本的対立は変わらないものの、新政権は外交政策の手段としてトランプ政権ほど関税を使わなくなると我々はみている。貿易をめぐる緊張関係が緩和すれば景気回復の下支えになり、資本財など我々の景気敏感株への推奨を後押しするだろう。

米国ハイテク株の次は？

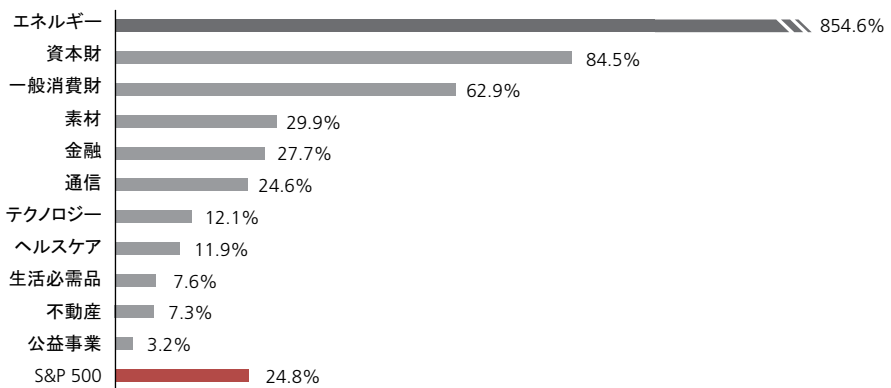
米国の5大ハイテク株は2020年に50%以上上昇し、今やこの5社だけでMSCIオール・カントリー・ワールド指数の時価総額のおよそ8分の1を占め、中国、英国、スイスの合計額を上回っている。我々は、ハイテクセクターがデジタル広告、eコマース、クラウド・コンピューティング、5Gの普及といった力強い長期成長の恩恵を今後も受けると予想する。

しかし、これら巨大ハイテク銘柄のバリュエーションはすでに上昇しているため、2021年は他セクターが、落ち込んだ業績を回復する形で利益を伸ばしてくるとみている。反トラスト法に基づく政府の調査にも注視する必要がある。ただし、ねじれ政府の下では新たな規制の可能性が低下することに加え、司法手続きに入ったとしても決着するまでには数年単位の時間を要するものと見込まれる。

2.3

景気敏感株はディフェンシブ株やハイテク株よりも高い利益の伸び率が予想される

2021年の1株当たり利益(EPS)伸び率のコンセンサス予想(%)



出所: FactSet、UBS、2020年10月12日

自国の資産配分をどう考えるべきか？

米国株式市場は現在、MSCIオール・カン
トリー・ワールド指数の58%を占めてお
り、5年前の51%からさらに上昇している。
米国市場のパフォーマンスは、グローバ
ル株式市場を過去11年のうち10年で上回
っているが、こうした状況が永遠に続くわ
けではない。

米国の投資家にとっては、ホームバイアス
(自国市場偏重)に伴うリスクも、考慮すべ
き重要な要素だ。米国株式市場が低迷す
るときには、失業率の上昇、賃金上昇率
の低下、あるいは住宅価格値上がり率の
減速といった他の経済要因も悪化してい
ることが多いからだ。株式への資金配分

に当たっては、こうした将来の負の要因を
考慮に入れた方がよい。グローバルに投
資すれば、ポートフォリオの分散化に役立
ち、国内要因間に内在しているこのような
相関リスクからのプロテクション効果も
期待できる。

米国株は2021年のいずれかの時点で米
国以外の市場をアンダーパフォームし始
め(24頁参照)、その期間は長引く可能性
がある(37頁参照)。全般的な方針として、
我々は投資家が株式資産の58%以上を
米国の上場企業に投資しないこと、そして
プライベート・エクイティ市場で米国以外の
地域への配分を増やすことを勧める。

関連する投資アイデア	頁
米ドルからの通貨分散: 双子の赤字と金利差の低下が米ドル安を招くと予想する。	30
分散投資で次の上昇を捉える: 景気回復で市場のけん引役が米国の中型株と景気敏感株に交代する。	23

投資の見通し



分散投資で次の 上昇を捉える

2021年は株式市場が上昇すると予想する。「新しい出発」となる2021年は、2020年に出遅れた銘柄群の一部も遅れを取り戻すと考え。投資家は、グローバルに投資を考え、遅れを取り戻すことが期待される領域を求め、長期の勝者を探そうと考える。

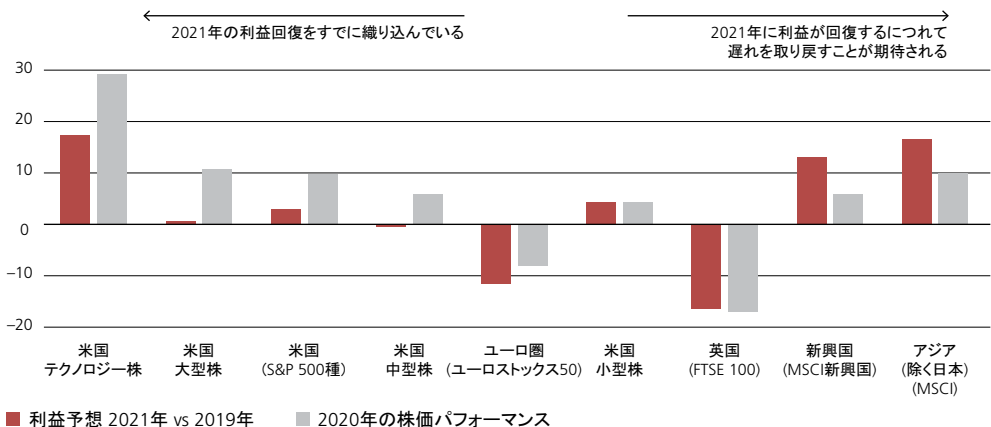
パンデミックの間、主要株価指数を構成する企業の利益は、経済全体の動きに比べて予想以上に高い耐性を示した。これは、上場企業がデジタル関連やグローバル市場、製品(サービスよりも)に対するエクスポージャーが高いことが理由だと考える。今後は、金融緩

和政策および財政刺激策が引き続き株式市場の上昇を後押しし、また世界経済の回復に伴い企業利益が大きく成長すると予想する。低金利を背景に、債券およびキャッシュに比べて株式のバリュエーション上の魅力度は高い状況が続くだろう。

3.1

米国大型株以外で遅れを取り戻すことが期待される

EPS(1株利益)成長率 2019年 vs 2021年(コンセンサス予想)、および年初来パフォーマンス(%)



出所: Refinitiv Datastream, UBS, 2020年11月11日

37%

の投資家が2021年に株式への投資を高めることを計画している。
投資を減らすことを計画している投資家は11%にとどまる。

出所: 2020年第3四半期UBS投資家センチメント調査

2021年は、株式市場の次の上昇局面に向けて、グローバルに投資を考え、遅れを取り戻すことが期待される領域を求め、長期の勝者を探すことにより分散を図ることが必要になると考える。

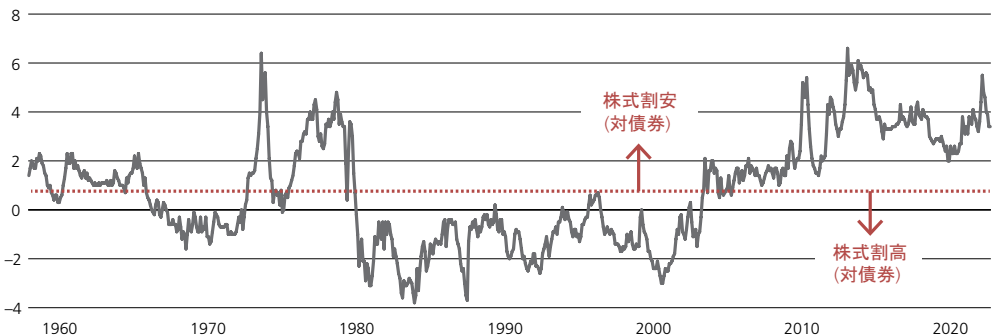
– **グローバルに投資を考える。**本稿執筆時点では、堅調な企業業績と長期トレンドへのエクスポージャーが引き続き米国株式市場の上昇を後押ししている。しかし、米国株式市場はバリュエーションが相対的に高く、過去11年の内、10年でグローバル株式市場をアウトパフォームしたこと

から、2021年はいずれかの時点で他市場をアンダーパフォームし始めると考える。景気感応度が高いユーロ圏市場と英国市場は、パンデミック後の企業利益の回復の勢いが強まると予想する。一方、新興国市場のバリュエーションは魅力度が高く、またアジア市場は適正なバリュエーション、堅調な企業利益、長期成長性などのプラス材料を維持している。投資家は、米国株式に過剰なエクスポージャーを取っているのであれば、当該エクスポージャーを減らして、2021年に備えることが必要と考える。米国株式のエクスポージャーに

3.2

株式のリスクプレミアムは依然として魅力度が高い

S&P 500種株価指数の益利回り - 米10年国債利回り(%ポイント、1960年以降の中央値)



出所: UBS、2020年10月20日

ヘッジをかけ、これまでの遅れを取り戻すことが期待される市場およびセクターへの分散を図ることを勧める。投資家は、主要な長期トレンドに乗った米国外の企業、特にアジア企業を発掘することにより、長期成長へのエクスポージャーを維持することができると考える(34頁参照)。

- **2021年に遅れを取り戻す領域。**経済が正常化し始めると、2020年にアンダーパフォームした領域の一部が2021年にアウトパフォームすると予想する。遅れを取り戻す可能性が最も高い領域は、米国の中型株、ユーロ圏の中小型株、一部の金融、エネルギー、資本財、一般消費財セクターと考える。一方、2021年はグローバル生活必需品企業の利益成長とパフォーマンスが劣後すると予想する。また、経済が正常化に向かうと、「ステイ・ホーム」

」の恩恵を大きく受けた領域の一部もアンダーパフォームし始めるとみている。

- **長期の勝者を探す。**2020年からの「変革の10年」にみられる大規模な構造変化を考慮すると、長期成長性が高い景気敏感株へのエクスポージャーを積み増すことが重要と考える。一方、10年の間、市場をけん引したセクターが次の10年でも引き続き主導することはめったにないことを指摘したい。「変革の10年」は、テクノロジーセクター自体というよりも、テクノロジーによって大きく変わるセクターに関するストーリーといえよう。「The Next Big Thing (ザ・ネクスト・ビッグ・シング)」となる次の主要テーマとして、5G(第5世代移動通信システム)、フィンテック、ヘルステック、グリーンテックなどに注目したい。

買うタイミングを逸したか？

2021年は世界経済と企業利益がパンデミック前の水準に戻ると我々は予想する。しかし、多くの主要株価指数がすでにパンデミック前の高値を超えてきており、買うには遅すぎるかと思案している投資家も多い。

短期的には、これまでの遅れを取り戻す領域と高値を更新し続けることが期待される長期の勝者の双方に、投資機会が数多く存在すると考える。しかし、長期的には、投資家はマーケット・タイミングにこ

だわらず、長期見通しに着目することが重要である。そのため、不確実性が高い局面で投資をする際にはボラティリティを活かすことを勧める。

利益成長率が年率6%とすると、30年の投資期間に企業利益は5.7倍に拡大することが見込まれる。すぐに投資をするのか、株価が下落するまで待つのか選択肢がある場合、通常は資金を長く働かせる方がより良い選択といえる。

ダウンサイド・リスクに対してどうプロテクトするか？

株式市場の下落に対するヘッジ手段として債券のみに頼ることは、利回りが低いことから、過去に比べてコスト負担が大きく、効果的ではないと考える。プロテクションを必要とする投資家は、分散ヘッジ・アプローチを検討することを勧める。

第1に、投資家は債券全体の配分を削減し、高い金利感応度を活かすため長期債への配分を高めることを検討することができる。

第2に、市場環境によりリスク資産のエクスポージャーを機動的に変更するダイナミック・アセットアロケーション戦略の組み入れを検討することを勧める。

最後に、金(Gold)は、特に実質金利が低い環境下においては、引き続き、ポートフォリオ内で魅力的なヘッジ資産と位置付けられると考える。

利回りを追求する

当面の間、キャッシュの金利および債券利回りは非常に低い水準で推移すると予想する。引き続き利回りを追求するためには、ポートフォリオ内のキャッシュおよび債券の役割を見直し、アクティブ運用を重視し、新興国市場およびアジア市場のエクスポージャーを増やす、またはインカム獲得の代替手段を見つけることを勧める。

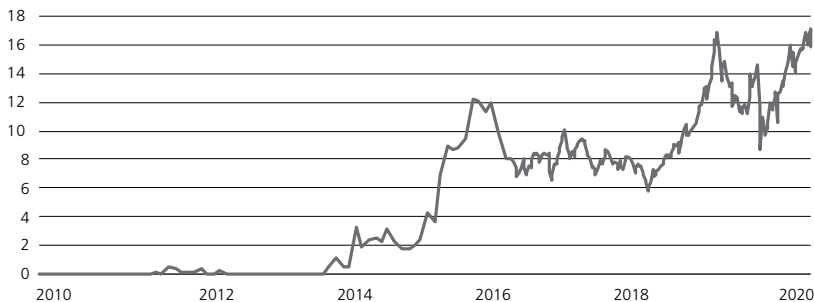
過剰生産能力および中央銀行による金融緩和政策により、金利も国債利回りも2021年に大きく上昇するとは予想し難い。このため、投資家はキャッシュおよび高格付債券への配分により利回りを獲得することが困難となる。一方、景気が着実に回復し、財政政策と金融政策がデフォルトの抑制に寄与することが期待されることから、クレジットの投資環境は良好と考える。ポートフォリオのインカム向上を図る投資家は、以下の選択肢を検討することができる。

– **アクティブ運用を重視する。**2021年は企業利益が回復することにより、クレジットのファンダメンタルズと信用格付けが改善し始めると考える。しかし、パンデミックによる混乱は様々な影響をもたらし、アクティブ運用のリターンを高める可能性がある。例えば、リスク許容度の高い投資家は、主要格付け機関の動きを予想し、格付けが投資適格級と非投資適格級の境目であるクロスオーバーゾーン(そのため「クロスオーバー債」と呼ばれる)にある一部のユーロ

3.3

マイナス利回り債の残高が過去最高の水準に達した

マイナス利回り債残高 (米ドル兆)



出所: Bloomberg、UBS、2020年11月6日

49%

の投資家は、「利回り追求」が今後6カ月の「ポートフォリオの優先事項」と回答している。同目標を達成する手段として挙げられたのは、株式(50%)、ストラクチャード・ソリューション(38%)、債券(35%)などが多かった。

出所: 2020年第3四半期UBS投資家センチメント調査

建て債券、または米ドル建て債券に投資することにより、高リターンを獲得することが期待できる。

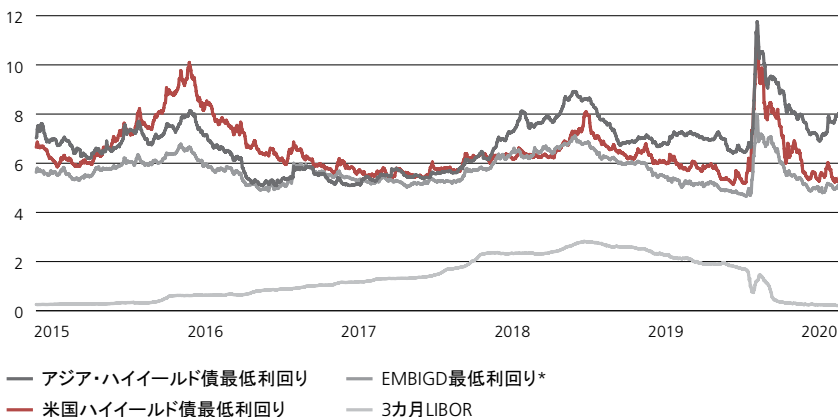
- **新興国市場およびアジア市場に着目。**米ドル建て新興国国債の利回りは5%(米国債に対するスプレッドは400ベースポイント(bp))に近く、リスクに十分見合うリター

ンが期待できると考える。世界の需要が戻り、原油価格が回復すると、スプレッドは340bpまで縮小するとみている。一方、アジアのハイイールド債の利回りは8%に近い水準にあり、クレジットの中では利回りの魅力度が高いと考える。同資産クラスの中では、国内の緩和的な流動性環境の恩恵を受ける中国の不動産債の良好な見通しがプラス材料となっている。

3.4

一部クレジットの利回りは短期金利に比べて高い

一部の債券利回りおよびLIBOR(%)



*JPモルガンEMBIグローバル・ダイバーシファイド指数

出所: Bloomberg、UBS、2020年11月6日

- 代替インカムを見つける。米ハイイールド債の利回りと短期金利の差が数年ぶりの高水準にあること、また米連邦準備理事会(FRB)が2023年まで借り入れコストが上昇しないと予想していることから、投資家はレバレッジを利用することにより、リターン

達成の可能性を高めることができるかを検討するとよいだろう。ダイレクト・レンディング戦略およびコア実物資産戦略も、長期にわたり魅力度の高いインカムを生む戦略と考える。

米ドル建て債券に投資する投資家は、我々の見通しでは米ドルが2021年に下落すると予想している点にも留意していただきたい。投資家の基準通貨にもよるが、米ドル・エクスポージャーのヘッジは有効と考える。

通貨	12カ月予想 対米ドル	フォワード・レート	上昇率予想 対米ドル・フォワード・ レート	米ドル・ エクスポージャーの ヘッジは有効か?
ユーロ	1.23	1.19	3.4%	Yes
スイス・フラン	0.89	0.91	2.2%	実行コストが 2.2%未満 という条件で有効
英ポンド	1.37	1.33	3.0%	Yes
人民元	6.30	6.80	7.4%	Yes
シンガポール・ドル	1.30	1.35	3.7%	Yes

出所: UBS、2020年11月11日

ポートフォリオ内での債券の役割は何か?

これまでは、株式と債券を組み合わせるポートフォリオを保有することにより、危機の局面では、大きく下落した株価で株式を売ることなく、ポートフォリオを解消することができた。しかし、債券利回りがゼロに近づいたことから、ポートフォリオ内で

債券を保有する負担が大きくなりつつある。そのため、投資家はリターン目標の達成に向けて、過度な高格付債への配分をクレジット、ヘッジファンド、プライベート・デットヘシフトする必要があると考える。

米ドルからの 通貨分散

2021年は、世界経済の回復と金利差の縮小により、米ドルが下落すると予想する。投資家はこれに備えるため、米ドルからG10通貨または一部の新興国通貨、そして金(Gold)への分散を図ることを勧める。

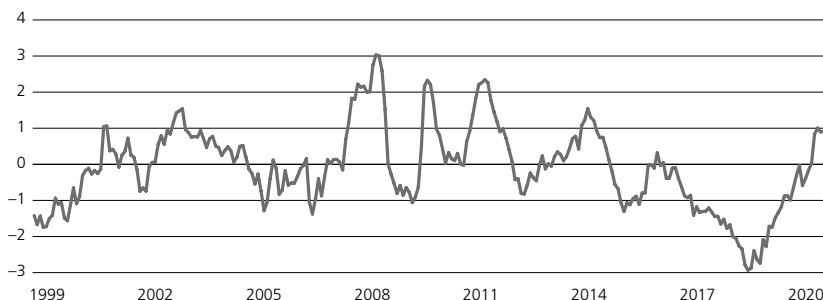
米ドル指数は、2020年3月の高値から10%近く下落したが、2021年も再び弱まると予想する。米国では、民間部門の貯蓄超過額が減少し始めても、巨額の財政赤字が維持されると予想されることから、海外からの資金調達のニーズが強まると見込む。また、世界

経済の回復と米国の債務拡大への懸念の高まりにより、安全通貨としての米ドルへの需要は縮小すると考える。さらに、過去数年にわたり米ドルが他通貨に対して有していた高金利の優位性が、足元で後退している。

3.5

欧州の実質利回りは高い

2年ユーロドル・インフレ調整後スワップレート



出所: Macrobond、UBS、2020年11月1日

米ドルから通貨を分散する 3つの方法：

G10通貨による分散バスケット

ユーロ、英ポンド、スイス・フラン、豪ドルは、米ドルに対して中長期的に上昇するとみている。パンデミックが弱まり、米国の景気対策が経済成長を押し上げるようになると、世界の輸出需要は回復し、ユーロを押し上げると考える。ユーロ／米ドルは2021年末までに1.20–1.25のレンジに上昇すると予想する。

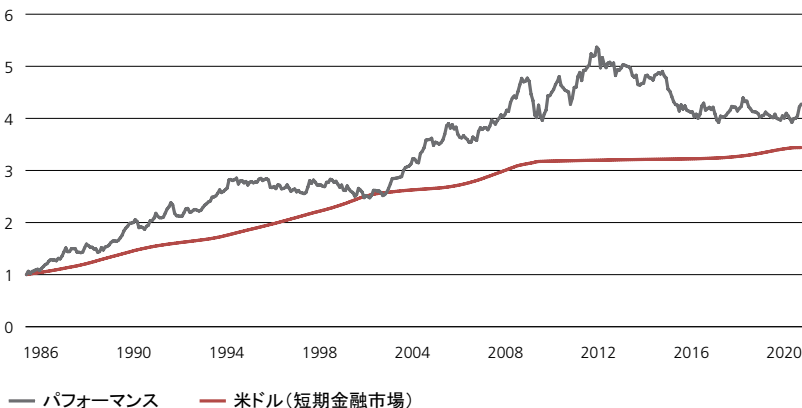
スイス国立銀行(中央銀行)が介入を緩め、アジアの景気が上向く一方で、米国の債務に対する投資家の懸念が強まる可能性があるため、スイス・フランと日本円の方が米ドルよりも安全通貨としての存在感が強まるとみている。

為替予想の一覧は59頁を参照されたい。

3.6

等ウェイト通貨バスケットは歴史的に米ドルをアウトパフォームしてきた

1カ月物米ドル預金の継続投資 vs 5通貨バスケット (ユーロ、日本円、英ポンド、豪ドル、スイスフラン)



出所: Macrobond, UBS、2020年10月7日

過去の数値およびパフォーマンスは将来のパフォーマンス／運用成果の信頼できる指標とはならない。

新興国通貨とアジア太平洋通貨

アジアでは、インド・ルピー、インドネシア・ルピアなど高利回り通貨、ならびにシンガポール・ドル、人民元など景気感応度の高い通貨を勧める。中国資本市場へのアクセスが一段と拡大されており、人民元は資金流入の恩恵をさらに受けるとみている。利回りが低い台湾ドルは、魅力度が最も低いアジア通貨と考える。他では、ロシア・ルーブルが世界経済の回復の恩恵を受けるとみている。特に、我々が予想するように原油価格が上昇するとプラス材料となろう。

金(Gold)

金(Gold)は2020年に25%超上昇し、非常に高いパフォーマンスを示した。2021年は高い経済成長が見込まれることから、同様に高いリターンが得られるとは予想していない。しかし、金は地政学リスクに対して引き続きヘッジの役割を担うことが期待される。低金利により金保有の機会コストも低く維持されると考える。

ポートフォリオの通貨構成をどう最適化するのか?

原則として、投資家は債務上または支出計画上の通貨を保有する必要があると考える。例えば、家族が欧州を中心に生活をし、支出を行っている、ユーロ圏を拠点とする投資家は、一般に、ユーロ建て、またはユーロへのヘッジを行った上で財産の大半を保有しているだろう。

しかし、別の投資家にとっては、幅広い通貨の組み合わせの方がより適切な場合もある。例えば、投資家の中には、将来の債務または必要な支出額を超える資産を保有している投資家もいるだろう。その場合、リターンの最大化が主たる目標となるかもしれない。過去の分析によると、長期的には等ウェイト通貨バスケットが米ドルよりも高いリターンを生んできた。

変革の10年



変革の10年

変革の10年が始まる前から既に表れていたトレンドの多くは、パンデミックにより拍車がかかった。コロナ危機後の世界は、債務膨張、格差拡大、現地化が進行し、またデジタル化の進展とサステナビリティ重視の動きが見られるだろう。

債務膨張

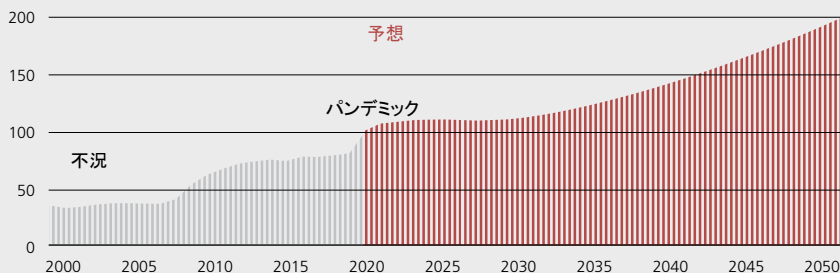
先進国の2021年末の対GDP債務比率は、2019年末の水準から20%ポイント超上昇すると我々は予想する。人口高齢化、緊縮財政に対する社会的抵抗、低水準の債務返済費用を考慮すると、政府支出は過去平均に比べて高い水準にとどまると予想する。

短期的には、貯蓄余剰によりデットファイナンスは比較的容易になると考える。しかし、中期的には、増税、機関投資家による国債への投資拡大を促す規制の導入、緩やかな物価上昇など(16頁参照)が予想され、株式や不動産などの成長資産や実物資産を保有することが重要になるだろう。

4.1

コロナ後の債務水準は拡大すると予想されている

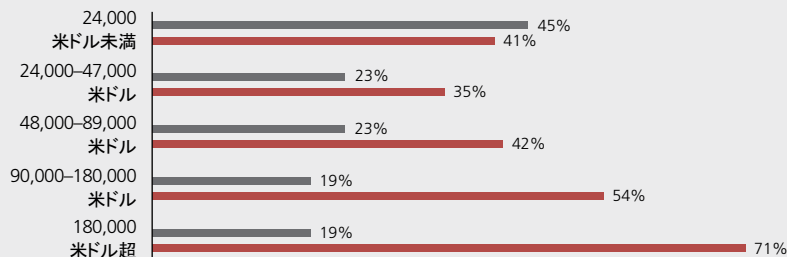
米国連邦債務(政府保有分を除く純債務)2000年~2050年(対GDP比率%)



出所: 米議会予算局 (CBO)、UBS、2020年9月30日

高所得者層は概ね在宅勤務が可能

在宅勤務を行った、または自宅待機をした／勤務が不可能であった米回答者の比率(%)



■ 在宅勤務を行った
■ 自宅待機をした／勤務が不可能であった

出所: 8,572サンプル(成人、GALLUP)、2020年3月16日～22日電話インタビュー実施

格差拡大

パンデミックは未熟練労働者の雇用に悪影響を及ぼした。一方、知的労働は一般に在宅勤務が可能であり、また金融市場のパフォーマンスも良好であったため、高所得者・富裕層には好影響が及んだ。将来的に、貧富格差は技術のディスラプション(創造的破壊)により一段と拡大すると考える。これからは富の再配分の要素を含む政策要綱を掲げる政治指導者が増えるものと予想するが、今後数年の間に貧富格差が政治的な限界に達するか否かはまだ不透明である。地域毎に経済政策にばらつきが生じることから、グローバル分散が特に重要になると考える。

68%

の企業経営者は、デジタル化が事業にプラスの影響をもたらすと予想していると回答した。61%は、サステナビリティ(持続可能性)がプラスの影響をもたらすと予想していると回答した。

出所: 2020年第3四半期UBS投資家センチメント調査

現地化進行

多極化が進む世界における政治的な要因、パンデミックの観点からの安全保障の懸念、サステナビリティへの消費者の選好、現地生産化を可能にする新技術は、いずれも現地化の進展を後押ししている。景気および物価に対する全体的な影響はまだ不透明であるが、こうした要因は、オートメーションやロボティクスにかかわる企業、すでにサステナビリティをサプライチェーンに取り込んでいる企業、中国からのサプライチェーンの分散化の恩恵を受けると期待される東南アジア諸国連合(ASEAN)やインドを拠点とした企業等に追い風になると考える。

デジタル化の進展

パンデミックにより、デジタル技術の定着化が一段と進み、既存の枠組みが根本から変わることとなった。これに伴い様々な産業が一変し(41頁参照)、第4次産業革命の影響とも相まって、中期的に生産性が高まると考える。また、株主資本のより効率的な活用と有形資産から無形資産への移行により投資資金への需要が低下しており、コロナ危機は実質金利を抑制する効果をもたらす可能性もある。他方で、デジタル化が進む世界では敗者も相応に生まれるであろう。今後10年は、実店舗を構える伝統的な小売企業とエネルギー企業のリスクが特に大きいとみている。

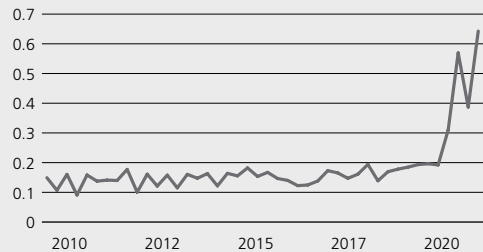
サステナビリティ(持続可能性)重視の動き

炭素を多く排出するモノ・サービスへの需要は依然旺盛であるが、今年、欧州連合(EU)と日本は2050年までに温室効果ガス排出を実質的にゼロにするカーボン・ニュートラルを目指すことを表明し、中国も2060年までに実現すると宣言した。厳格

4.3

パンデミックがきっかけとなり企業内で現地化について議論が高まった

トランスクリプト(筆記録)でサプライチェーンの分散に関連するキーワードが言及された回数

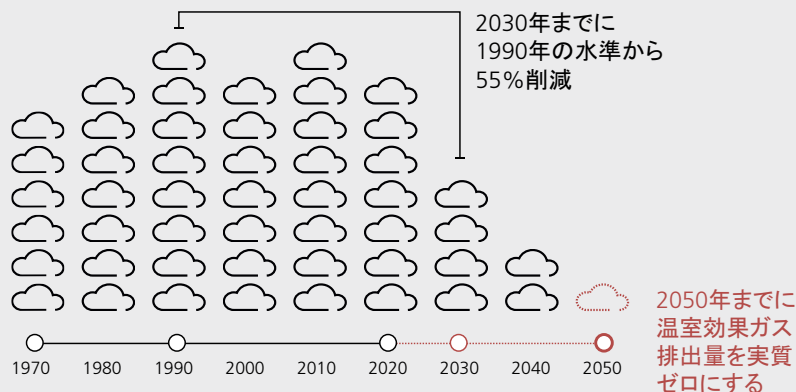


出所: UBS Evidence Lab, 2020年10月12日

な環境規制により、一部の企業ではコストが増加する可能性がある。しかし、グリーンテック・ソリューションを提供する企業など変革に向けて優位な立場にある企業は、持続可能な世界から恩恵を受けることができると思う。

4.4

欧州連合(EU)の目標は2050年までの気候ニュートラル



出所: BP Statistical Review of World Energy, UBS, 2020年10月

今後10年の投資

これからの10年においては、投資家は過去10年と同水準のリターンを達成するためには一段と高いリスクを取ることが必要となるであろう。キャッシュおよび安全性が最も高い債券は、当面の間、実質リターン（インフレ調整後リターン）がマイナスになると予想する。一方、クレジットおよび株式は引き続き魅力的なリスクプレミアムを提供すると考える。また、プライベート市場とサステナブル資産もポートフォリオにおいて重要な価値を提供するとみている。

各資産クラスの予測

キャッシュおよび債券

高水準の政府債務、財政出動拡大に対する社会的期待、デジタル化の世界における資本需要の縮小により、長期的に実質金利は極めて低い水準を推移すると予想する。また、平均物価目標への金融政策の枠組み変更は、中央銀行が目標をやや上回る物価の上昇を許容することを意味するものである。そのため、キャッシュおよび高格付債券は実質リターンが長期にわたりマイナスになると考える。平均すると、今後15年の米国高格付債券の名目リターンは年率2.2%、ユーロ債とスイス・フラン債のトータル・リターンは若干のプラス程度にとどまると予想する。高格付債は期待リターンが低く、株式市場の急落局面で高いプラス・リターンを生む余地が限られることから、投資家はクレジットおよびオルタナティブ資産に着目することを勧める。

クレジット

クレジットのトータル・リターンは、過去10年の水準から低下すると予想する。しかし、

クレジットは多くの中央銀行が資産購入対象に加えたこと、また国債利回りが極めて低いことから、ポートフォリオにおいて重要な役割を引き続き担うと考える。世界的に利回りが低下したことから、デフォルト率とスプレッドは共に過去平均を下回ると予想する。米国ハイイールド債と米ドル建て新興国国債のリターンを年率4.9%、米国投資適格社債のリターンを年率2.7%と予想する。

株式

コロナ危機による落ち込みから景気は回復が見込まれるが、人口高齢化と高水準の債務残高により、先進国の長期経済成長率は低く維持されると予想する。また、税金および最低賃金の上昇の可能性、政治・安全保障上の要因、厳格な環境規制等により、企業の純利益率は下押し圧力を受けるであろう。しかしながら、株価バリュエーションは低金利により十分支えられると考える。リスクプレミアムも過去平均を上回っている。パンデミックによりテクノロジーの活用が一段と進み、これまでの労働慣行が変わったことから、労働者の生産性も向上すると考える。

結論として、先進国株式の平均名目リターン(米ドル・ベース)は、過去15年が年率9%であるのに対して、年率5~8%と予想する。地域別では、新興国株式の長期期待リターンが最も高い。当初のバリュエーションが低く、人口動態の特性が望ましく、生産性向上の余地が大きいことから、平均リターンは年率9.4%(過去15年は年率4%)と予想する。また、高リターンを追求する投資家は、成長ポテンシャルが大きい特定のテーマならびにセクターを検討することもできる(41頁参照)。

オルタナティブ

先進国株式の期待リターンの低下と、ポートフォリオ安定化のため債券を組み入れることに伴う機会費用の上昇を考慮すると、投資家は代替的な収益源や分散手段をプライベート市場やヘッジファンドなどオルタナティブ(代替投資)の中から探すことが必要となるであろう。プライベート市場は長期の投資が必要であるが、プライベート・エクイティの期待リターンは年率10%を超え、上場株式の水準を約3%ポイント上回る。またプライベート・デットの期待リターンは年率8%と予想する(詳細は53頁参照)。一方、ファンド・オブ・ヘッジファンズ全体の長期期待リターンは年率約3.6%(米ドル・ベース)とした。パンデミックがきっかけとなった構造変化に基づくテーマ投資および株式銘柄選択を中心とした一部マネジャーは高リターンを生む可能性があると考えられる。

コモディティ

足元のコモディティ価格は景気悪化で落ち込んでいるが、特にエネルギー価格はパンデミック後に回復する余地が大きいとみている。全体としては、コモディティ総合指数は、予想リターンが高いエネルギーをけん引役として、今後15年では年率約5%のリターンをあげると予想する。金(Gold)のリターンは年率2~3%と予想する。

為替

米ドルは2021年に下落すると予想する。そのため、米ドル・エクスポージャーを見直し、必要に応じてヘッジを組み入れることが重要と考える(29頁参照)。一方、新興国通貨全体、ならびに日本円と英ポンドは長期的に上昇ポテンシャルが最も大きいとみている。これらの市場で資産を保有する海外投資家は、上昇が予想される通貨へのエクスポージャーを維持することを勧める。

不動産

低金利の環境下、不動産はインカムを獲得する上で魅力的な投資と考える。特にキャッシュまたは国債と比較した場合、魅力度が高いとみている。債務が過大な世界では、不動産のインフレ・プロテクション特性は有益と考える。都市部の住宅市場またはオフィス市場がパンデミックにより永続的に毀損されるとはみていないが、アクティブ・プライベート不動産戦略は、低利回りのバイ・アンド・ホールド戦略に比べると、堅調なリターンが期待される。プライベート不動産の平均名目リターン(米ドル・ベース)は、過去20年の平均リターン8.5%に対して年率6~7%を予想する。

資産クラス別予想

現地通貨ベース(除く新興国株式)の予想(年率)

	今後15年の予想	
	リターン(年率)	ボラティリティ(年率)
流動性資産		
キャッシュ 米ドル / ユーロ / スイス・フラン / 英ポンド	1.6% / 0.5% / 0.1% / 1.0%	0.0%
債券		
米ドル / 英ポンド高格付債 5~10年	2.2% / 1.3%	5.1% / 4.6%
ユーロ / スイス・フラン高格付債 5~10年	0.6% / 0.7%	4.1% / 4.3%
米ドル物価連動債	1.5%	4.7%
米ドル投資適格社債(中期債)	2.7%	4.8%
米ドル / ユーロ ハイイールド債	4.9% / 3.6%	10% / 9.1%
米ドル / ユーロ シニア・ローン	5.2% / 4.2%	7.5% / 7.4%
新興国国債(米ドル)	4.9%	9.5%
株式		
米国	7%	15.9%
新興国(米ドル)	9.4%	20.7%
ユーロ圏	7.2%	17.8%
英国	8.1%	16.1%
日本	5.1%	19.2%
スイス	6.4%	13.7%
コモディティ	5.4%	17.5%
オルタナティブ – ヘッジファンド (ファンド・オブ・ヘッジファンズ:米ドル)	3.6%	5.6%
オルタナティブ – その他 / リスク・パリティ戦略(米ドル)	6.0%	10.1%
オルタナティブ – プライベート市場 – プライベート不動産 (米ドル)*	6.3%	9.1%
オルタナティブ – プライベート市場 – プライベート・エクイティ (米ドル)*	10.5%	14.0%
オルタナティブ – プライベート市場 – プライベート・デット (米ドル)*	8.0%	4.7%

* 均衡リターン

出所: UBS CIO GWM、2020年10月12日

投資アイデア



「The Next Big Thing」 – 次の主要テーマに投資する

次の10年は、テクノロジーを活用して他のセクターに創造的破壊をもたらす企業への投資が実を結ぶと考えている。「The Next Big Thing (ザ・ネクスト・ビッグ・シング)」はフィンテックやヘルステック、グリーンテック分野から生まれ、また5Gの世界的な展開によって実現・加速されると予想される。

66% 62% 56%
ヘルスケア 5G グリーンリカバリー

今後6カ月で各々のテーマ投資戦略を本格的に検討すると回答した投資家の割合

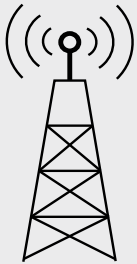
出所: 2020年第3四半期UBS投資家センチメント調査

1973年以降の米国株式を振り返ると、あるセクターの過去10年間のパフォーマンスが上位2位までに入っていた場合、次の10年もその地位にとどまる確率はたった8%で、下位2位以下に転落する可能性は25%である。この傾向は、過去10年を主導してきたテクノロジーと一般消費財の上位2セクターから「The Next Big Thing(ザ・ネクスト・ビッグ・シング)」 - 次の主要テーマが出現する可能性が低いことを示唆している。

我々は、今後10年間で3倍以上の利益拡大が期待できる企業が属する市場セグメントを特定した。これらの企業は大きな潜在市場(2,000億米ドル以上)と10年先の成長をけん

引する破壊的なカタリスト(起爆剤)、そして2021年に急回復を後押しする景気敏感な要素を持ち合わせている。

我々の結論: 過去10年がテクノロジー・セクターそのものへの投資だったとすれば、次の10年はデジタルトランスフォーメーション(デジタル技術による変革)が進行しているセクターにおけるディスラプターに注目した投資が実を結ぶと考えている。「The Next Big Thing」はフィンテックやヘルステック、グリーンテック分野で生まれ、5G (第5世代移動通信システム)の世界的展開によって実現・加速されると予想される。



5G+

なぜ今なのか？

2020年にアップルが初の5G対応機種iPhone12を発売したことを受けて、5Gテクノロジーとその利用分野への関心が高まっており、このトレンドは少なくとも今後10年は続くものとみている。

なぜ5Gが「The Next Big Thing」になるのだろうか？

5Gは数多くのビジネスモデルを可能にし、この技術を活用できる次世代プラットフォーム・リーダーの成長を後押しするだろう。IHSマークイットが実施した調査によると、2035年までに5Gの利用により最大約13兆2,000億米ドル相当の経済価値が生み出される可能性がある。

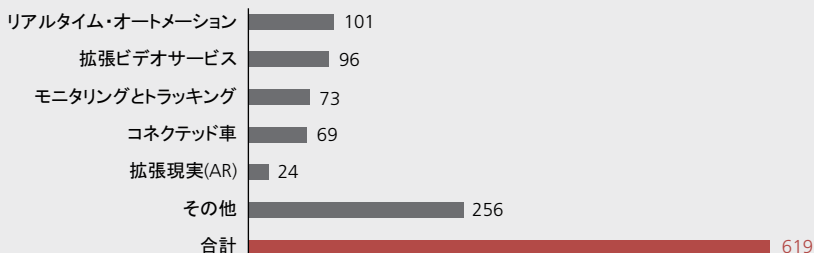
高画質ビデオのストリーミングやビデオ通話、途切れのない閲覧、リアルタイムでのモバイルゲームといったものは、4Gが登場して初めて可能になった。この技術はスマートフォン業界、ソーシャルメディア・プラットフォーム、ストリーミング・サービスの成長促進に大きな役割を担ってきた。

5G接続の通信速度は20Gbps、レイテンシー(遅延性)はわずか1-4ミリ秒(4Gはそれぞれ1Gbps、40-60ミリ秒)と、4Gを上回る変革をもたらす可能性を秘めており、これからの10年を一変させる新しい利用分野が広がるだろう。

5.1

5Gはさまざまな業界で好機をもたらす

年間予想売上高(10億米ドル)

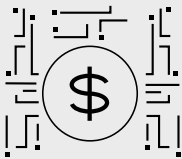


出所: Ericsson、UBS、2020年10月20日

5Gから最初に恩恵を受けるのは、以下のイネーブラー企業群になると予想する。

1. 5G関連機器の製造、設置および保守に携わる企業。5G関連の年間設備投資額は、2019年の75億米ドルから2025年には1,500億米ドルへと20倍に拡大すると予想されている。
2. スマートフォンメーカー。今後3年間で5G回線数は10億回線以上増加すると予想されている。

だが、クラウド技術がハードウェア企業よりもプラットフォーム企業の成長を促すのと同様に、「The Next Big Thing」は5Gの優れた活用事例を構築できるプラットフォーム・リーダー企業の中から誕生すると我々は予測する。5Gの超高速・低遅延の特徴を活かした応用例としては固定無線アクセス、自律走行車、没入型拡張現実(AR)／仮想現実(VR)技術、遠隔手術、インダストリアルIoT(IIoT)、分散「エッジ」コンピューティング、人工知能(AI)、データ主導のアグリテック、コネクティビティの高いスマートシティなどが挙げられる。



フィンテック

なぜ今なのか？

新型コロナウイルスの感染拡大により、非接触・モバイル決済とeコマースへのシフトが加速した。顧客基盤が拡大したフィンテック企業は、さまざまな商品やサービスのクロスセル(他の商品やサービスもセットで購入を提案する手法)を推し進めている。

なぜフィンテックが「The Next Big Thing」になるのだろうか？

技術革新は銀行・金融サービスの効率化を促し、フィンテック企業の成長を加速している。非接触・モバイル決済システムの

利用拡大やeコマースにおけるオンライン決済の利用増を背景に、デジタル決済には今後も成長余地があるとみている。また、AIのようなイネーブリング技術がインシュアテック(保険×テクノロジー)、プロップテック(不動産×テクノロジー)、その他にも融資、投資といった分野へのフィンテック拡大を後押ししている。フィンテック企業の利益は今後10年で10%台半ばから後半の成長率が期待できると予想しており、フィンテック業界は世界的に最も成長が早い業種の1つに数えられるだろう。売上高では2018年の1,500億米ドルから2030年までに5,000億米ドルへと拡大する可能性があると考ええる。

－ **デジタル決済**: 非接触・モバイル決済とeコマースにはまだ大きな拡大余地があるとみている。マスターカードによると、全世界の個人および商用の決済額225兆米ドルのうち、今年年初の時点では現金と小切手が

依然39%を占めていた。その後、新型コロナの感染拡大を契機にeコマースが急速に普及し現金の利用が低下しているため、2020年はフィンテック決済企業の決済取扱額と顧客数が急速に伸びている。利用者が主たる決済手段としてデジタル決済を利用することに抵抗を感じなくなれば、伝統的な決済手段に戻る人は少なくなるだろう。今後10年間でデジタル決済市場は10%台前半の伸びを示すと予想する。

- **追加サービス:** フィンテック企業の次の成長局面は、インシュアテックやオンライン融資、投資サービス、プロップテックといった他のフィンテックサービスのクロスセルが重要な柱になるとみている。これらの業種はいずれも、成長率のみならず利益率も上昇しており、それぞれの分野でAIやブロックチェーン技術を活用して、低コストで規模拡大が容易な新たなビジネスモデルを実現している。

- **中央銀行のデジタル通貨:** また、中央銀行デジタル通貨(CBDC)の立ち上げもフィンテックの成長に寄与するだろう。中国人民銀行はデジタル通貨発行に向けた準備を進めており、欧州中央銀行(ECB)も取り組みを検討している。政府がデジタル通貨発行に着手すれば、特にフィンテック後発国の間で利用が拡大するとみられる。また生成されるデータを通じてフィンテック分野でのAIの利用が一段と拡大するだろう。

フィンテック潜在市場の中期的な成長率
(年平均成長率、2020–25年)

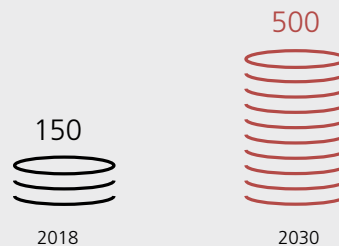
決済サービス	12%
インシュアテック	25%
オンライン融資	16%
プロップテック	30%
その他	12%
フィンテック市場全体	15%

出所: UBS

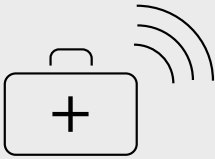
5.2

フィンテックの売上高は、2018–2030年の間に年平均成長率10.5%で伸びる見通し

10億米ドル



出所: UBS試算、2019年9月



ヘルステック

なぜ今なのか？

新型コロナウイルスの感染拡大によってアウトカム(治療結果)に対する患者の関心が高まったが、同時に人々は感染リスクから通院による診療が受けにくくなり、政府が負担する医療費は増大した。ヘルステクノロジー(ヘルステック)は今後10年にわたりヘルスケアの効率性と質の改善に重要な役割を果たすと考える。一方、米大統領選の結果はヘルスケアセクター全体に追い風になるだろう。

なぜヘルステックが「The Next Big Thing」になるのだろうか？

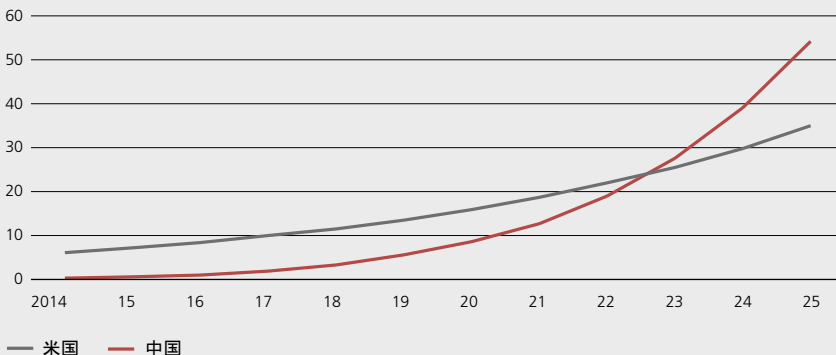
世界保健機関(WHO)によると、2017年の世界の医療費は7.8兆米ドル(対GDP比10%)に達した。だが、2019年はそのうちのかなりの部分が、調整不足や価格設定のミス、不要なサービスの提供、あるいは過度に複雑な処置や治療により浪費されており、JAMA Networkによれば米国ではその割合が25%に上った。

こうした事実に加えて、2030年までに65歳以上の人口が全世界で60%増加し10億人に達すると予測されていることから、先進テクノロジーの活用により、医療提供者がより効率的で総合的な医療システムを実現できるならば、大きな成長の可能性が見込まれる。

5.3

米国と中国の遠隔医療市場が拡大

市場規模の予想(10億米ドル)



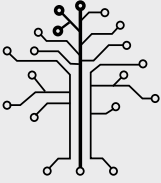
出所: Frost & Sullivan, Statista, Bloomberg Intelligence, UBS, 2020年2月

我々は成長見込みの高い次の3つの分野に特に注目している。

- **遠隔医療:** 新型コロナウイルスの感染拡大当初から、遠隔医療の利用が爆発的に増えており、経済再開に伴い一時的に減速する可能性はあるものの、こうした遠隔医療の高い利用度は今後も続くものと予想する。長期的には、医療サービスは、一時的に利用するものから健康維持や管理という一生涯のプロセスへと変革するものとする。ある予測によれば、米国の遠隔医療市場全体は、2019年から年率約17%で拡大し、2024年には市場規模が最大350億米ドルに達する可能性がある。一方、現時点では米国市場を下回る中国市場は年率約50%で拡大し、2023年までに米国を上回る規模に成長すると予想される。
- **革新的治療:** また、革新的な治療技術も目覚ましい進展を遂げるものと予想する。例えば、がん治療薬は目下、医薬品市場における急成長分野であり、売上高は

1,500億米ドルを超えている。新薬の開発と新たな治療法により、この数字は2025年までに2,500億米ドルへと飛躍的に伸びると想定している。がん治療の他にも、有望な遺伝子編集、一般的疾患向け遺伝子治療、再生医療、3Dバイオプリンティング等が患者の治療結果を改善するとともに、これらの技術開発に携わる企業の成長を後押しするだろう。5Gテクノロジーにより、ロボット手術さえも「遠隔」で操作が可能になり、専門性の高い医師の治療を遠く離れた場所からでも幅広く利用できるようになると期待される。

- **最先端の診断技術:** テクノロジーにより最先端の診断も可能になり、医療の効率性と患者の治療結果が改善するだろう。開発中のリキッド・バイオプシーはがんの早期発見を可能にすると期待される。一方、治療地点のデータを収集するコネクティッド・センサーと人工知能(AI)をつなげれば、より早く、正確な診断ができるようになるだろう。



グリーンテック

なぜ今なのか？

2020年は世界の気候変動政策にとって重要な節目となった。EUと日本が2050年までに二酸化炭素排出量を実質ゼロにする「カーボンニュートラル」を目標に掲げ、中国も2060年までに達成を目指すとして表明した。これらは長期的な目標ではあるが、各国政府は2021年にも気候変動対策を軸にした雇用創出と経済活動を刺激する施策を始動し、新型コロナ禍からの復興を支援するものと予想する。

なぜグリーンテックが「The Next Big Thing」になるのだろうか？

世界の主要産業で、グリーン・トランスフォーメーションがまさに始まろうとしている。カーボンニュートラルを達成するため、政府は規制

やインフラ投資、補助金などを動員して、大きく次の4つの取り組みを奨励するものとみられる。

1. 二酸化炭素排出量の37%を占める化石燃料による発電とビルの冷暖房を、再生可能エネルギーに代える
2. 二酸化炭素排出量の22%を占める化石燃料輸送から、(バッテリー式)電気自動車に置き換える
3. 二酸化炭素排出量の19%を占める工業用途の天然ガス利用を、環境に優しい水素発電に切り替える
4. エネルギー効率を改善するためにデジタルソリューションを活用する

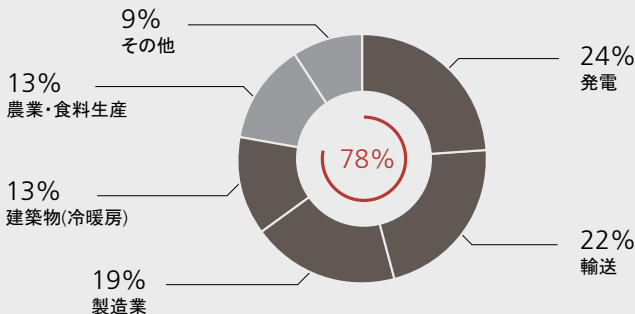
これは投資機会の点で何を意味するのだろうか？

－ 再生可能エネルギー：現在、世界の発電量に占める太陽光と風力発電の割合は8%程度にすぎない。国際エネルギー機関(IEA)によれば、持続可能な開発目標を達成するためには、この数字を2030年まで

5.4





温室効果ガス排出量は、主に4つのセクターに集中

EU28カ国の温室効果ガス排出量のセクター別内訳(%)



出所: Eurostat, European Environmental Agency, UBS

グリーンテックは短期的・長期的な投資機会をもたらす

	短期 1年以内	中期 1～5年程度	長期 5年以上
再生可能技術 	再生可能な発電 送電網	蓄電	
バッテリー技術 	自動車 半導体、化学、その他サプライヤー	再生可能電池	家庭用
水素利用技術 		産業用ガス 燃料電池トラック 電解槽製造業者	燃料電池自動車
デジタル化 	スマートビルディング・ビルディング・オートメーション スマート製造業(例: インダストリアルIoT(IIoT)、デジタルツイン)		

出所: UBS

に約30%、2040年までに40–45%に引き上げなければならない。経済成長と電気自動車の普及により電力消費量が増加することを考慮すると、年間の風力発電容量と太陽光発電容量はそれぞれ10%と16% (年平均成長率)のペースで伸びる必要があるだろう。この動きは再生可能エネルギーのバリューチェーン全体で開発業者と製造事業者の追い風になるとみられる。

- **バッテリー**: 現在、全世界の軽量自動車の新車販売において、電気自動車(プラグイン・ハイブリッド車およびバッテリー式電気自動車)が占める割合はわずか4%だ。2030年までに、乗用車と軽トラックの台数は2019年の水準までしか回復しないと予想されるが、この間に電気自動車の割合は40%近くまで増加するとみている。従って、純粋なバッテリー式電気自動車の販売台数の伸びは年率30%(年平均成長率)に達し、現在の600億米ドルから2030年までに年間8,000億-1兆米ドルに増加すると

予想する。これは一部の自動車メーカーとそのサプライヤー(バッテリー／半導体／化学メーカー)、および充電ステーション(内、欧州だけで100万基以上必要)などの補助的な関連技術を提供する企業に追い風となるだろう。

- **水素エネルギー**: 工業用途には高いエネルギー密度が必要なことから、天然ガスを簡単に電気に置き換えることはできない。水素エネルギーは解決策の1つと考えられるが、水素の生産には大量の電気が必要とされ、現在、世界全体で生成されている水素の95%は生産過程で化石燃料を利用する。EUの水素戦略では、2050年までに500GWの電解能力を追加設置することを目指す。そのためには、風力・太陽光発電容量を1,000GW以上引き上げる必要がある。これは、現在のEU域内の発電容量の4倍超に相当し、欧州だけで再生可能エネルギー容量の規模拡大に1兆ユーロ以上の巨額の投資が必要となる。

IEAの持続可能な成長シナリオでは再生可能エネルギー容量の大幅拡大が必要
予想発電容量(電源別)

	発電容量(GW)			年平均成長率(%)	
	2019	2030	2040	2019–2030	2019–2040
総発電容量	7,484	11,650	16,550	4.1	3.9
石炭	2,124	1,603	1,053	–2.5	–3.3
石油	440	276	229	–4.1	–3.1
天然ガス	1,788	2,022	2,121	1.1	0.8
原子力	415	488	599	1.5	1.8
水力	1,306	1,606	2,029	2.4	2.1
再生可能エネルギー (水力を除く)	1,401	5,431	9,735	13.1	9.7

出所: IEA(2020) World Energy Outlook 2020のデータに基づき、UBS AGが作成



どのような未来が 待ち受けているだろうか？

我々のフラグシップ・レポート “Future of...” シリーズでは、「変革の10年」に社会、経済および金融市場をけん引すると思われる重要なテーマを掘り下げている。

廃棄物の未来

食料廃棄やエネルギー浪費から、プラスチック包装の拡散に至るまで、消費者や企業、環境にとって廃棄物の削減は重要な問題である。このレポートでは、投資家が廃棄物削減、廃棄物管理、リサイクル事業に投資することで、どのようにして長期的なリターンを上げることができるかについて述べている。

人類の未来

テクノロジーの利用はヘルスケアと教育の未来を変革し、特に高齢化や人口増加が進む中で消費者の価値観や嗜好の変化をサポートするだろう。

テックエコノミーの未来

テクノロジーと経済力を融合した第4次産業革命はまだ始まったばかりだが、既に産業界全体を劇的に変えている。一方、新型コロナウイルスの感染拡大により、eコマースやデジタルデータの普及といった重要なトレンドが加速し、5Gなどのイネープリング技術やフィンテックなどの破壊的技術に波及効果をもたらしている。

地球の未来

2021年にリリースされるこのレポートでは、限られた資源や自然環境の変化が経済や個人の生活、あるいは社会コミュニティに与える影響に対処しながら、地球の持続可能性と経済発展、企業の収益性および人間の要求との適切なバランスを図るために必要な投資に注目する。

サステナビリティに投資する

サステナブル投資では、リスクを効果的に軽減し投資機会を特定するために、関連するあらゆる社会的・環境的なファクターを考慮に入れる。政府や企業、消費者のサステナビリティに対する意識が高まりを見せ、投資可能な機会も拡大しているいま、我々はサステナブル投資をグローバルに推奨する投資アプローチと位置付けている。

社会や環境問題は経済と投資パフォーマンスに影響を与える可能性がある。これは、近年、山火事や新型コロナウイルスの感染拡大といった危機が多発していることを見れば明らかである。次の10年、そしてその先においても、政府と企業はともにサステナビリティを重視する姿勢を強めるだろう。EUと日本は2050年までに、また中国は2060年までに二酸化炭素排出量を実質ゼロにする気候中立の達成を表明した。一方、多くの企業が社会や環境問題のみならず、急速に変わりつつある消費者の価値観や好みに対応すべくビジネスモデルの変革に取り組んでいる。

これらはすべて、我々が投資アプローチとしてグローバルにサステナブル投資を推奨すると決定した理由である。関連するあらゆる社会的・環境的なファクターを体系的に考慮することで、投資家は不確実性を乗り切り、長期の時間軸に備えることができる。サステナブル戦略は今年、既にすべての資産クラスで従来の投資戦略をアウトパフォームしているが、「変革の10年」ではその役割が一段と大きくなるものと考えている。

－ **成長の源**: 世界がサステナビリティへと向かう中、向こう10年で急成長が見込める分野の多くはサステナビリティ関連になるだろう。例えばThe Next Big Thing (41頁) で取り上げたように、バッテリー式電気自動車から再生可能エネルギーに至るまで、グリーンテック分野の企業は、高炭素経済から低炭素経済への移行、また、少ない資源で高い効果が得られる経済への転換を目指す政府の環境規制や経済復興関連支出、インフラ投資等から大きな恩恵を受けるだろう。

－ **時代を先取り**: 新型コロナウイルスの感染拡大で、現地化と耐性のある社会へのシフトが加速している。この流れは、環境フットプリントの削減やサプライチェーンとの緊密な関係構築を進めている環境・社会・ガバナンス(ESG)のリーダー企業に追い風となるだろう。多様性や在宅勤務を明確に容認する企業は、コロナ後の世界でも従業員のリテンション(維持)や人材の確保が期待できる。ESGデータの質も向上しているため、投資家は自身の関心の高いサステナビリティ課題に合致したテーマやトピックにエクスポージャーの対象を絞ることで、今後さらにポートフォリオのカスタマイズが可能になるだろう。

- **将来性のある債券**: 債券投資家は通常、複数年にわたり債券を保有し続けるため、サステナビリティは極めて重要な検討事項である。グリーンボンドの発行体には景気感応度の高い業種が少ないため、総じて投資適格社債よりもディフェンシブ性が高く、平均格付けも高い。また、国際開発金融機関(MDB)債は、社会的・物理的インフラの整備や社会・環境基準の改善において発展途上国を支援する。MDB債は格付けが米国債と同程度で、同じような長期リターン動向を示すが、足元の利回りは米国債を15ベースポイント(bp)上回っている。
- **インパクト投資**: インパクト投資戦略は、市場と同程度の金融リターンを享受しつつ、目に見えるプラスの社会的・環境的インパクトを与えることを目指す。投資家はさまざまな手段を通じてポートフォリオにインパクトを与えることができる。例えば、環境、ヘルスケアまたは再生可能エネルギーなど明確な持続可能な開発を目標としたプライベート・エクイティ・ファンドや、利益を上げながらも重要なサステナブル成果を達成できるよう上場企業を支援するエンゲージメント・ファンドへの投資が挙げられる。

プライベート市場への分散投資

伝統的資産クラスの期待リターンが低下する中、プライベート・エクイティおよびプライベート・デットのポートフォリオへの組み入れは、リターン向上と分散強化につながると期待される。プライベート市場は、これまで市場の混乱の後に平均を上回るリターンを生んできた。また同市場は投資家に対して成長産業への独自のアクセスを提供する。

変革の10年において、伝統的な資産クラスのリターンは低下すると予想される。そうした状況下、プライベート市場はポートフォリオのリターン向上と分散強化につながる効果的な方法を提供すると考える。同資産クラスは、長期の投資期間にわたりコミットメント(出資約束金)が必要となるが、一方で上場市場を上回るリターンをこれまで創出してきた。プライベート市場のリターンの一部は、年率1-3%ポイントと推定される非流動性プレミアムによるものである。

プライベート・エクイティ全体のバリュエーションは、絶対ベースでも相対ベースでも割高ではないと我々はみている。成長率が高く、景気後退時に高い耐性を見せたセクター内の企業は、プレミアムで取引されているが、これは正当化されると考える。一方、S&P LCDのディール・データに基づく、ラッセル2000小型株指数のEV/EBITDA倍率(企業価値÷(利払い前・税引き前・償却前利益))が13.3倍であるのに対して、米国のプライベート・エクイティの投資先企業の同倍率は10.9倍である。

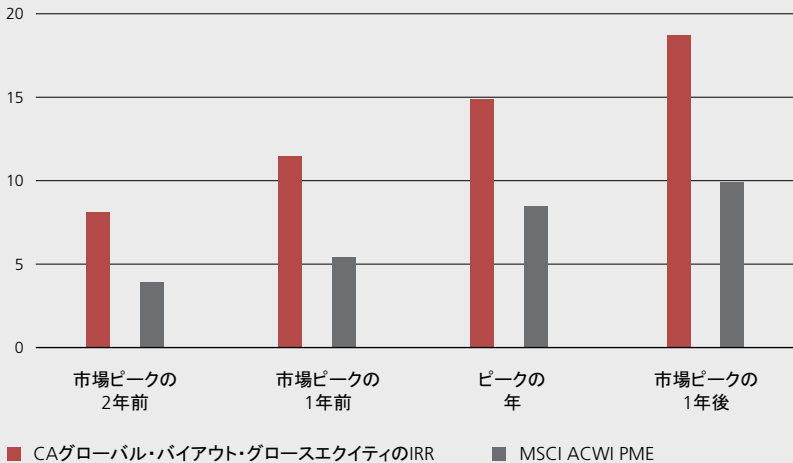
パンデミックにより打撃を受けた足元の経済環境、低金利、そして急速な技術革新により、プライベート市場のマネジャーには様々な投資機会が提供されている。例として以下が挙げられる。

- **混乱局面での投資:** パンデミックの経済的影響により、多くの企業が収益の急激な落ち込みや事業閉鎖のリスクに直面している。今後数四半期の間に、公開市場およびプライベート市場で、企業財務が危機に陥るディストレスやデフォルトの状況、あるいはコーポレート・カーブアウトの案件がかなり生まれると予想する。
- **利回りの向上:** 金利が過去最低の水準にあるため、利回りを追求する投資家はインカムを獲得するのが困難になると考える。プライベート市場は、非流動性およびクレジット・リスクを追加的に追求する投資家に対して、ダイレクト・レンディング戦略、コア不動産もしくはインフラストラクチャー戦略を通して利回り向上の機会を提供できると考える。

5.6

景気後退後のビンテージは景気後退前のビンテージを全般的にアウトパフォームした

ビンテージ・イヤー(組成年) 別内部収益率 (IRR)(%)



出所: Cambridge Associates、UBS(1,357の米国プライベートエクイティファンドをベースに算出、1986年~2016年組成)
上場市場同等(PME)はプライベート市場のリターンとの同一条件下の比較を目的とし試算。

実績についてのパフォーマンス数値および過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンス/運用成果の信頼できる指標とはならない。

ー **長期成長性:** プライベート・エクイティは、革新的企業の重要な資本の源泉の1つであり、投資家に5G(第5世代移動通信システム)、フィンテック、ヘルステック、グリーンテックなど多様な成長テーマへのアクセスを提供することが可能である。

アーリーステージ企業の純粋なエクスポージャーを公開市場で持つことは困難であり、プライベート・エクイティは、多くの場合、成長企業へのエクスポージャーを獲得する上で非常に有効な手段になると考える。

様々な投資家層(資産保有額の観点から)が投資可能なファンドが増えている。しかし、投資家は、長期にわたり投資資金の換金ができないロックアップ期間など、プライベート市場投資に伴う追加的なリスクを受け入れる必要がある。またプライベート・

エクイティ・ファンドは、事前に決まったスケジュールに基づき投資家のコミットメントが必要であり、キャッシュフロー計画が重要となる。またプライベート・エクイティ投資は通常、上場株式投資よりも高い手数料や取引コストが発生する。

プライベート市場はポートフォリオ内でどのように適合するのか？

投資家は、プライベート・エクイティやプライベート不動産など低流動性資産クラスへの投資により長期の成長ポテンシャルを高めることができると考える。プライベート市場への投資による潜在的なメリットを十分享受するには、戦略とファンド・ビンテージの分散を徹底することが重要である。

プライベート・エクイティは上場株式といくつか重要な点で異なるが、基本的に株式投資であることに変わりはない。そのため、プライベート・エクイティ・ファンドを購入する投資家は、ポートフォリオ全体のリスク特性を維持するため、上場株式の代替としてプライベート・エクイティへの投資を勧める。

投資家はキャピタルコール(資金拠出要請)に充てる十分な流動性資金が必要であり、今後10~15年にわたり投資資金ならびにコミットメント(出資約束)が他の目的のために利用されないことを確認する必要がある。プライベート・エクイティへの配分は、ポートフォリオ全体に占める比率でいうと、バランス型リスク特性を有する投資家の場合は10%まで、リスク許容度が最も高い投資家の場合は20%までが適切と考える。

Appendix



2020年の振り返り

2020年は、新型コロナのパンデミックにおいて、医療政策と経済政策が同時に発動され、財政当局と金融当局が一体となって動いた。ソーシャル・ディスタンス(社会的距離)政策により他人との距離が一層遠くなったが、一方で人間と機械の共存が進んだ。

景気

世界経済は、2009年以来初めてマイナス成長となる見込みで、GDP成長率は-3.8%と予想されている。政策当局者は、新型コロナウイルスの感染拡大を抑え込むためかつてない移動制限を課し、一方で家計および企業への打撃を和らげるため、12兆米ドルを超える財政支援策も導入した。

金利

金融政策も景気を支える役割を担った。30を超える主要中央銀行が利下げを行い、一部は量的金融緩和政策を再導入した。

債券

債券利回りは、金融緩和政策により過去最低の水準に達した。米国10年国債利回りは3月に過去最低の水準に達し、利回りがマイナスである債券の残高は足元17兆米ドルを超えた。米国のハイールド債と投資適格社債のスプレッドは、流動性懸念とデフォルト懸念によりそれぞれ1,087ベーシスポイント(bp)、373bpまで拡大したが、その後急速な景気回復を背景にして500bp、130bpを下回る水準まで縮小した。

株式

株式市場は歴史的な変動を示し、史上最短で弱気相場を脱出した。金融緩和政策と財政刺激策の組み合わせはパンデミックによる最初のショックを和らげることができ、市場は記録的な反発を見せた。本稿執筆時点で、年初以降のリターンはグローバル株式市場が+6.3%、S&P500種株価指数が+9.7%、ユーロ・ストックス50指数が-6.8%、スイス株価指数が-2.4%となった。グロース株(成長株)はバリュー株(割安株)を29%ポイントアウトパフォームし、大型株は中型株を5%ポイントアウトパフォームした。また、米国のディフェンシブ株はシクリカル株を約30%ポイントアウトパフォームした。

通貨

米ドルは、安全通貨として資金が流入し、3月中旬には対ユーロで数年ぶりの高値に達した。各国中央銀行がコロナ危機により金融緩和政策をとったが、米連邦準備理事会(FRB)は他の多くの中央銀行よりも包括的な緩和プログラムを導入した。米ドル指数は、3月のピークから10%低い水準を足元推移している。

コモディティ

WTI原油先物相場が4月に一時マイナス領域に下落し、-40米ドル／バレルの安値に達した。これは投資家が現物の受け渡しを嫌ったためであるが、年後半には反発の動きを見せた。一方、金(Gold)は今年最も高いパフォーマンスを示す資産の1つとなった。実質金利が低下し、米ドルが下落する中、一時2,000米ドル／オンスを上回りピークに達した。

ヘッジファンド

調査データによると、2020年はヘッジファンドが投資家の期待に応えたことから、同資産クラスに対する関心が再び高まった。マネジャーは3月と4月にダウサイド・リスクの抑制に成功し、その後、

リターン創出のため一時的な市場の混乱を活用した。しかし、パフォーマンスは戦略によってまちまちとなった。最も高いパフォーマンスを示した戦略として、テクノロジー／ヘルスケア特化の株式ロング・ショート戦略、ディスクレシヨナリー・マクロ戦略、マルチストラテジー戦略が挙げられる。一方、CTA戦略、ストラクチャード・クレジット戦略、イベントドリブン戦略は、他の戦略に対して劣後した。

財政政策と金融政策の効果により医療危機と経済危機が金融危機につながる事態は十分回避できるという見方に基づき、我々は2020年を通してリスク選好のスタンスを維持し、クレジットおよび株式の領域で投資機会を探ってきた。また、債務膨張、現地化進行、デジタル化進展の世界に移行する中、長期的に恩恵を受けるとみているテクノロジー、サステナビリティ、ヘルスケアなど長期テーマのエクスポージャーも追求した。

資産クラス別予想

コモディティ

	スポット	2021年6月	2021年12月
ブレント原油(米ドル/バレル)	44.4	52.0	60.0
WTI原油(米ドル/バレル)	42.2	50.0	57.0
金(米ドル/オンス)	1,875	1,950	1,850
銀(米ドル/オンス)	24.2	25.0	23.0
銅(米ドル/トン)	6,932	7,000	6,700

出所: UBS、2020年11月11日

通貨

先進国市場

	スポット	2021年6月	2021年12月	購買力平価 (PPP)
ユーロ/米ドル	1.18	1.21	1.23	1.29
米ドル/円	106	105	107	76
英ポンド/米ドル	1.32	1.34	1.37	1.54
米ドル/スイス・フラン	0.92	0.89	0.89	0.93
ユーロ/スイス・フラン	1.08	1.09	1.10	1.19
ユーロ/英ポンド	0.89	0.90	0.90	0.83
豪ドル/米ドル	0.73	0.75	0.77	0.66
米ドル/カナダ・ドル	1.31	1.26	1.24	1.21
ユーロ/スウェーデン・クローナ	10.18	10.20	10.10	9.66
ユーロ/ノルウェー・クローネ	10.68	10.40	10.30	10.83

出所: UBS、2020年11月11日

新興国市場

	スポット	2021年6月	2021年12月
米ドル/人民元	6.6	6.3	6.3
米ドル/インドネシア・ルピア	14,085	13,800	13,800
米ドル/インド・ルピー	74.4	71.0	70.0
米ドル/韓国ウォン	1,110	1,100	1,060
米ドル/ロシア・ルーブル	76	65	65
米ドル/トルコ・リラ	7.8	7.3	7.9
米ドル/ブラジル・レアル	5.4	5.0	5.0
米ドル/メキシコ・ペソ	20.6	21.0	21.5

出所: UBS、2020年11月11日

金利・債券

	政策金利			10年債利回り (%)		
	現在	2021年E	2022年E	スポット	2021年6月	2021年12月
米ドル	0.13	0.09	0.09	0.96	0.85	0.90
ユーロ	-0.50	-0.50	-0.50	-0.49	-0.40	-0.40
スイス・フラン	-0.75	-0.75	-0.75	-0.43	-0.50	-0.50
英ポンド	0.10	0.10	0.10	0.40	0.30	0.40
日本円	-0.03	-0.10	-0.10	0.05	0.00	0.00

出所: UBS、2020年11月11日

経済予想

	GDP成長率 (%)			インフレ率 (%)		
	2019年	2020年E	2021年E	2019年	2020年E	2021年E
米州						
米国	2.2	-3.6	3.6	1.8	1.2	1.1
ブラジル	1.1	-4.5	3.0	3.7	3.1	4.3
カナダ	1.6	-5.4	4.3	1.9	0.6	1.3
欧州						
ユーロ圏	1.3	-7.4	5.2	1.2	0.2	1.0
- ドイツ	0.6	-5.8	4.1	1.4	0.4	1.0
- フランス	1.5	-9.6	6.8	1.3	0.5	0.8
- イタリア	0.3	-8.8	5.8	0.6	-0.2	0.3
- スペイン	2.0	-11.4	6.0	0.8	-0.4	0.6
英国	1.3	-11.3	5.0	1.8	0.8	1.5
ロシア	1.3	-3.5	2.7	4.5	3.3	3.9
スイス	1.1	-4.5	3.2	0.4	-0.7	0.2
アジア						
中国	6.1	2.1	7.5	2.9	2.6	1.8
日本	0.7	-5.2	3.2	0.5	0.0	-0.1
インド	4.2	-10.5	10.0	4.8	5.9	4.0
韓国	2.0	-2.0	4.8	0.4	0.7	1.4
先進国市場	1.6	-5.4	4.2	1.4	0.7	1.0
新興国市場	4.0	-2.8	6.7	4.4	4.0	3.6
世界	3.0	-3.8	5.6	3.1	2.6	2.5

E= 予想

出所: UBS、2020年11月11日

Year Ahead 2021 – UBS House View

本書はUBS AG、UBS AG London Branch
によって作成されました。本書末尾に
掲載されているディスクレーマーは
大変重要ですので是非ご覧ください。

本書はグローバルに拠点を有するCIOチーム
全体の考察と見通しを反映しており、UBSの
知的リーダーシップを示しています。

Global Chief Investment Officer

Mark Haefele

Editor in Chief

Kiran Ganesh

Supervisory analyst

Aidan Fenten

Editorial deadline

13 November 2020

Publishing date

17 November 2020

Design

CIO Content Design
UBS Switzerland AG
Pavan Mekala *

Cover photo

Gettyimages

Printer

Xpress Print Pte Ltd, Singapore

Languages

English, German, French, Italian, Spanish,
Portuguese, Russian, Chinese (Simplified,
Traditional), Japanese

* An employee of Cognizant Group.
Cognizant staff provides support services
to UBS.

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS チーフ・インベストメント・オフィス・グローバル・ウェルス・マネジメント(UBS Switzerland AG またはその関連会社)が作成したりサーチレポートをもとに、UBS 証券株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。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。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ものでもありません。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のですが、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。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。

UBS各社(またはその従業員)は随時、本レポート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、本レポート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。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、また、過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。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。

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 証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 2633 号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

一般社団法人日本投資顧問業協会

当社における国内株式等の売買取引には、ウェルス・マネジメント本部のお客様の場合、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の手数料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。インベストメント・バンク部門のお客様については、

お客様ごとの個別契約に基づいて手数料をお支払いいただくため、手数料の上限額や計算方法は一律に定められておりません。国内株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されます。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、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)(最大2.34%(税込・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1.76%(税込)の運用報酬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1%または1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2%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ます、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。

© UBS 2020 無断転載を禁じます。UBS はすべての知的財産権を留保します。UBS による事前の許可なく、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

金融商品仲介業務を行う金融商品仲介業者

商号等：UBS SuMi TRUST ウェルス・アドバイザー株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号