

# 市場の追い風となる「第 2 風」

UBS House View - CIO Alert

Mark Haefele, Global Chief Investment Officer GWM, UBS AG

最新のマンスリーレターで、我々はウイルス感染の「第 2 波」を引き起こすことなく、経済活動が再開すれば、株式は追い風となる「第 2 風」を捉える可能性がある」と指摘した。先週はその「第 2 風」が現実味を帯び始めた。欧州中央銀行 (ECB) による追加金融刺激策、人々の移動増加、行動規制が解除された国々の感染数の安定または下落、そして米国の 5 月の非農業部門雇用者数が前月比 250 万増とのニュースを受けて、投資家は危機が過ぎ去ったとの確信を強めている。経済の正常化が進み、主要経済国の政府が都市封鎖策を再実施する必要がなく、中央銀行が緩和政策を維持すれば、株価が一段と上昇する余地が生まれるだろう。しかし、今回の上昇局面では、市場内で銘柄を厳選する重要性が増している。

## 何が起きたか？

S&P500 種株価指数、ユーロ・ストックス 50 指数、MSCI 新興国株価指数は先週それぞれ 4.9%、9.5%、6.3% 上昇して取引を終えた。最も上昇が著しかったのはバリュー株と景気敏感株で、MSCI ワールド・バリュー指数は先週 7.9%、一部航空会社は 50% 超上昇した。ブレント原油価格は 10% 高の 42 米ドル/バレルとなった。一方、安全通貨への需要は弱まり、米ドルとスイス・フランはともに下落した。G10 通貨で我々が推奨する英ポンドは強さが際立ち、先週は対米ドルで 2.6% 上昇した。

主な要因は次の通りである。

- ・ **追加刺激策**: 今週、ドイツは 1,300 億ユーロ規模の新たな経済対策を発表し、ECB は債券購入プログラムを 6,000 億ユーロ増額した。これによって、ECB の今年の資産購入額は 1 兆 4,000 億ユーロになる。一方、米国の財政・金融刺激策は、合計すると、2021 年末までに同国の国内総生産 (GDP) の 50% を上回る。
- ・ **移動の増加**: 移動のパターンにも正常化に向かう明るい兆しが見られる。アメリカン航空は、7 月の国内線の便数を通常の 55% にする方針を発表した (5 月は僅か 20%)。イタリアなどの国々も、旅行者に向けて国境を開きつつある。
- ・ **少ない新規感染者数**: 人々の移動は回復しているが、最初に都市封鎖を解除したドイツなどの国々で感染率は上昇していない。今後数週間で、都市封鎖の解除が相次ぎ、持続的な回復が急速に進む可能性が高まるだろう。各国政府も、新たな感染拡大に向けた準備の強化をすすめており、これからは完全な都市封鎖をせずに第 2 波に対処できるようになると考えられる。
- ・ **経済安定化の兆し**: 最新の雇用統計は、現時点で米国経済が回復し始めたことを最も顕著に示している。今週発表された購買担当者景気指数 (PMI) なども底打ちしたようにみられる。

## 見通しはどうか？

我々の基本シナリオが実現した場合、一部の規制 (公共の場での集会や海外渡航等) は 2020 年末まで維持され、大規模なワクチン生産が行われるのは 2021 年になってからと予想する。しかし、感染の再燃は医療システム内で対応し、都市封鎖が再度実施されることはないだろう。これにより、持続的な景気回復は 2020 年第 3 四半期から始まり、社会活動は 2021 年前半に世界的感染拡大前の水準に戻るだろう。このシナリオが実現するには、検査と追跡を推進し、ICU 収容能力を拡大し、抗ウイルス薬を使って、医療システムを支える必要がある。主要経済国で医療従事者とリスクの高い集団を守るのに十分なワクチンが生産されることも、このシナリオの実現を後押しする。

我々の楽観シナリオが実現した場合、2020 年後半にすべての主要地域で、持続的な景気回復が始まり、社会活動が世界的感染拡大前の水準に戻る。これが可能になるのは、検査と追跡のアプローチが成功するか、ワクチンの量産が予想よりも早まるか、あるいは「集団免疫」の閾値が現在考えられているよりも低いと証明される場合だ。我々の悲観シナリオが実現した場合には、主要経済国の政府が、医療システムの崩壊を防ぐために、都市封鎖措置を断続的に再導入するだろう。これによって、持続的な景気回復は 2021 年まで始まらず、社会活動が世界的感染拡大前の水準に戻るのは 2021 年後半になってからになる。

## 投資家はいま何をすべきか？

株価指数は下値より約 40% 高い水準にまで回復している。S&P500 種株価指数は、基本シナリオの 2021 年 6 月までの目標である 3,300 に近づきつつある（楽観シナリオの目標値は 3,500）。

株価がこれらの水準になるには、経済活動の再開と、金融・財政刺激策の継続が必要となり、上昇余地のある銘柄・セクターの選別が重要になってくる。また、今回の上昇局面を受けて、大きなキャピタルゲインを得る機会がより限られ、低金利が長期に渡って続く可能性が高いことから、投資家は債券などの分野で利益を得ることに再び注目するかもしれない。そして、下振れリスクの管理や、エクスポージャーの積み増しには、ディフェンシブなエントリー戦略を検討することができる。

具体的には、以下が重要だと考える。

- ・ **上昇が見込まれるバリュー株を厳選する：** 5 月半ばに、ラッセル 1000 バリュー指数は、同グロース指数と比較して、過去 20 年超で最低の水準にまで下落した。ここから、バリュー株のパフォーマンスが大幅に改善する余地があることが示唆される。また、相場の牽引役が代わりつつある兆しもある。5 月 24 日から 6 月 4 日にかけて、MSCI バリュー株指数は 9.8% 上昇したのに対し、同グロース株指数の上昇率は 5.2% だった。特に、バリュー銘柄の比重が高い英国市場（指数の 40% は素材、エネルギー、金融で構成）を推奨する。米国のバリュー銘柄では、エネルギー銘柄の株価には、我々の長期的な原油価格の見通しを下回る水準が織り込まれているようだ。アジアでもバリュー銘柄、具体的には保険・銀行セクターや持ち株会社またはコングロメリット（複合企業）の一部銘柄に出遅れが見られる。
- ・ **一部の景気敏感株と中型株のアウトパフォームを期待する：** 経済活動が再開される中、投資家は、危機の間はパフォーマンスが劣っていた、景気敏感株を探すだろう。我々は、米国の中型株のパフォーマンスが大型株のパフォーマンスを上回り始めると考える。中型株は米連邦準備理事会（FRB）の資産購入プログラムの恩恵を受け、デジタルよりもフィジカルなビジネスの比重の方が多いためだ。ユーロ圏では、資本財セクターとドイツ株式を推奨する。アジアでは、消費拡大の恩恵を受ける銘柄を推奨する。
- ・ **リスク調整後リターンが魅力的なクレジット：** 我々は引き続きクレジット、具体的には、米ハイイールド債と米ドル建て新興国国債を推奨する。米ハイイールド債のスプレッドは 1 週間で、77 ベーシスポイント（bp）縮小して 583bp になった。だが、中央銀行が資産購入を行い、政策金利が長期に渡って低く維持される中、投資家がインカムゲイン獲得のために同資産クラスの購入を続ければ、スプレッドは一段と縮小しそうだ。
- ・ **下振れリスク管理とディフェンシブなエントリー戦略：** 急上昇する市場への投資に不安を抱く投資家は、様々な資産クラスと地域への分散投資、金や物価連動国債（TIPS）などの代替的な投資で、下振れリスクを管理することができる。キャッシュを保有し、投資機会をうかがいつつも、タイミングリスクを管理するには、規則的な分割株式購入などを検討することができる。

## 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)が作成したりサッ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・アドバイザーズ株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号