

UBS House View

Weekly Global

コロナ危機収束後の世界におけるポートフォリオの選択 (FAQ)

今週の要点

下落への防御策

世界各国での経済再開の動きやコロナ治療薬・ワクチンの開発進展など、明るい材料が確認される一方で、投資家は下振れリスクにも引き続き注意が必要である。新型コロナの感染拡大に伴い中国による米国製品の輸入額が減少する中、貿易をめぐる米中の対立が再燃の様相をみせた。トランプ米大統領は6日、中国による米国製品の購入が米中貿易協定の「第1段階」合意で想定した水準に達しているか否かについて「今後1~2週間で報告できる」と述べ、中国をけん制した。ただし、先週末には通商合意の履行に向けて双方が協力することで両国が一致するなど、状況はやや好転した。ドイツでは、ロックダウン緩和後わずか1週間たらずで新型コロナの1日当たりの新規感染者数が再び1,000人を超えた。韓国では新規感染の再拡大を受けてバーやクラブの営業が再び禁止された。しかし、市場が我々の基本シナリオまたは悲観シナリオの方向に傾いた場合、リスク回避型の投資家には、市場から退場するよりもポートフォリオを守る対策を取ることを勧める。具体的には、相場の変動に合わせて機動的に資産配分を変更するダイナミック・アセットアロケーション戦略、インフレに強い金と米国物価連動国債(TIPS)、元本保全型戦略などを追加して、分散的に投資する戦略が有効と考える。また、いち早く経済再開に踏み出し、回復を先導するとみられる中国を含めた、地域分散も有望とみる。

要点: リスク回避型の投資家は悲観シナリオに備えた防御策を取ることを勧める。

新型コロナの影響による中長期的な有望銘柄を探る

我々は、新型コロナ感染拡大収束後の世界を見据え、感染拡大の影響で明暗が分かれる中長期的な勝者と敗者にも注目している。シェアリングエコノミーが苦境にたたされるとの我々の見方を裏付けるように、シェアリングエコノミー大手では大規模な人員削減が相次いでいる。先週は配車サービスの米Uberが14%、民泊大手の米Airbnbが25%の人員削減を発表した。一方で、感染拡大防止策をきっかけにビジネスの成長性が高まっている企業もある。世界の各都市では、ソーシャルディスタンス(対人距離の確保)措置に沿って、宅配のみに移行したレストランが多いが、感染拡大の懸念が弱まっても人との物理的距離を取る傾向は当面続くだろう。フードデリバリーは年間平均成長率約16%で伸び、2030年には市場規模が3,650億米ドルに達すると予想している。また、今般のコロナ危機で遠隔医療の導入が進み、患者はウイルスの感染リスクに晒されたり医療システムに一層の負担をかけることなく、診察を受けられるようになった。新型コロナの感染拡大以降、ある大手メディカルプラットフォーム企業は月間ユーザー数が10倍に増加した。一方、新型コロナのパンデミック(世界的な大流行)で世界のサプライチェーンは脆弱性を露呈した。危機収束後には企業や各国政府がサプライチェーンを分散させたり、自国付近に移す動きが広まる可能性が高い。オートメーションやロボット関連企業、特に倉庫オートメーションがその恩恵を受け、オンライン小売の拡大とともに構造的な変化による経済成長が見込まれる。

要点: 投資家には、この構造的変化から生まれる勝ち組と負け組に注目し、新型コロナ危機後の世界を見据えてポートフォリオを準備することを勧める。

深読み

コロナ危機収束後の世界における ポートフォリオの選択 (FAQ)

Mark Haefele

グローバル・チーフ・インベストメント・オフィサー

世界の株式は先週も回復が続いた。S&P500 種株価指数は 3 月の安値から 29%、ユーロ
ストックス 50 は 21% 上昇している。株式のボラティリティ(相場の変動)は低下し、VIX 指数
は先週 9 ポイント低下して 28 となり、株価暴落前の 2 月後半以降で初めて 30 を下回っ
た。

市場の安定に伴い、最良のポートフォリオ構成に関する質問が多く聞かれる。以下では、
関心度の高い質問にお答えする。

1. ゼロ金利やマイナス金利環境下で伝統的資産配分は有効か？

個別のリスクを減らすために分散投資し、リスク調整後リターンを最大化するために様々
な資産に配分するといった原則に変わりはない。しかし、ポートフォリオ内の資産選択にお
いては低金利環境を考慮する方向にシフトするとよいだろう。膨らんだ政府債務を処理す
るには金融抑圧、増税、そして緩やかなインフレが必要になるだろう。この場合、資金を貯
蓄しておくことは実質的な課税を意味するため、投資家はポートフォリオ内の債券とキャ
ッシュのポジションを再検討することが必要になる。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)、プライベート市場といった代替分散投資の役割が大きくなるほ
か、インフレ上昇のリスクへのプロテクションとして金や米国物価連動国債(TIPS)も有望で
ある。税率引き上げの可能性と金融市場のボラティリティの上昇からも、資産計画の重要
性が高まっている。

2. 楽観シナリオに近い株式市場と、悲観シナリオに近い債券市場の乖離をどのように 説明するか？

相違は 2 つの資産クラスのバリュエーションの要因から生じる。クレジットスプレッドは流
動性プレミアム、デフォルト確率、予想される損失等を反映している。対して、株価は予想
される将来の配当の正味現在価値(NPV)を反映したものである。市場が暴落し異なる資産
クラスの価格の動きの相関が強かった 3 月には、株式と債券の両方が大幅に下落した。
市場はデフォルト確率の上昇を織り込んでいたため、相場下落は予想されていたことであ
り、企業が実際に債務不履行に陥れば、将来の配当が見込めない。さらに、相場の急落
時には流動性プレミアムが大幅に上昇し、均一性が低く最低取引単位が大きい債券への
影響の方が株式よりも大きい。

各国政府と中央銀行による大規模かつ迅速な政策対応により、恐慌のようなシナリオの可
能性が後退したことから、株式は債券よりも急速な回復を織り込んだ。これは、株式が短期
のコロナ危機の状況よりも、長期的な経済正常化による将来のキャッシュフローを織り込み
始めているためである。一方、債券は短期のデフォルトリスクが高止まりしている事実を織
り込んでいる。

3. 株式市場は底入れしたか？

世界の株式は 3 月の安値から大きく反発し、今や我々の基本シナリオと楽観シナリオの中間の水準を織り込んでいる。かつてないスピードと規模で実行に移された財政・金融刺激策が株価反発を後押しし、政策当局がコロナ危機による景気後退からの回復を支援し続けることが予想される。一方、都市封鎖は徐々に緩和され、ワクチンや治療薬の開発も進んでいる。過去の市場のデータからは、現在の相場下落の最悪期は過ぎたことが推測される。第二次世界大戦後の 7 回の弱気相場では、S&P500 種など米国の大型株の平均下落率は 34.5% だった。3 月の下落局面での下落率は最大 33.9% だった。だからといって、年末までに S&P500 種が 2,100 に下落する悲観シナリオを排除することはできない。経済再開に伴うウイルス感染の大規模な第 2 波をきっかけに相場が下落する可能性があり、仮にそうなった場合、2021 年 6 月頃まで経済活動の持続的な再開は見込めないだろう。このシナリオへの備えとして、適切なレベルの高クオリティー債券の保有、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)の検討、金、米国物価連動債(TIPS)、ヘッジファンドなど代替の分散投資商品を組み入れることを勧める。

4. 見通しが不確実な中では現金(キャッシュ)保有を増やした方がよいか？

多くの投資家はコロナ危機の状況下、安全資産とされるキャッシュに向かった。Investment Company Institute のデータによると、米国のマネーマーケット・ファンドの規模は 8 週間で 1 兆米ドル以上増えて 4.7 兆米ドル前後に達した。一方、世界金融危機中の 2008 年において、マネーマーケット・ファンドの増加額は 5,000 億米ドル足らずに留まった。今回の危機は十分な流動性を維持し過剰なレバレッジを回避する重要性を浮き彫りにした。そうすることで投資家は下落する市場での売りを迫られずに債務返済や支払いを行うことができる。

しかし、急いで資産を売却し現金化することが安全策のように感じられるだろうが、現金の実質的な価値はインフレが進むと減少する。よって、流動性のニーズ以上に余剰現金を保有するよりも優れた代替策があると考え。我々は、現時点で悲観シナリオをかなり織り込んだ債券に収益機会があると見ています。一方、株式の場合は、規則的な分割購入で長期ポジションを構築することを推奨する。さらに、銘柄を選別した株式投資もある程度リスク回避に有効と考えられる。具体的には、一部の景気循環株、安定したディフェンシブ株、コロナ危機で加速が見込まれる長期投資テーマに特に機会があると考え。

5. 大規模な量的緩和と低金利環境において、金をどう見るか？

現在の環境で金には 2 つの役割があると考え。第一に、ポートフォリオを分散する役割だ。量的緩和プログラムの拡大を含め、各国中央銀行は金融緩和姿勢を続けているため、低金利の長期化が予想される。長期の国債は利回りが低く、下落リスクから守るにはこれらの名目債は割高であることから、代替として金や米国物価連動国債(TIPS)などへの分散投資を検討することができる。第二の役割は将来のインフレから資産を守ることである。過去 10 年間の経験から、インフレ創出は一筋縄ではいかないことが明らかになった。一方、中央銀行による財政ファイナンス(財政赤字の補てん)が行われればインフレ率上昇につながるリスクがあるものの、金と TIPS はインフレへのプロテクションになる。実質金利がさらにマイナスになり、経済が回復するにつれて米ドルが下落し、株式市場のボラティリティが長引くことが予想されることから、今後 12 カ月は金について強気に見ている。

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)が作成したリ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。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。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、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