

UBS House View

Monthly Letter

2020年4月16日

Chief Investment Office GWM
Investment Research

正常化

市場は世界的感染拡大のピーク後の、経済機能が正常化する時期に目を向け始めた。我々は都市封鎖措置が今後1~2カ月で解除されるが、一部の規制は2020年を通して継続されると予想する。

回復

企業利益が危機前の水準に戻るスピードは、都市封鎖の長さ、そして政府と金融政策による支援によって決まるだろう。我々の基本シナリオが実現した場合、2021年のS&P500種株価指数構成企業の利益は、2019年を5%下回ると予想する。

危機後

危機後には、大きな負債を抱え、グローバル化が後退し、デジタル化が進んだ世界になるだろう。我々は、デジタル・トランスフォーメーション、eコマース、フィンテック、オートメーションとロボット、ヘルステック、遺伝子治療、オンコロジー(がん治療)といったテーマに機会を見出す。

クレジットを推奨

我々は現時点で、主要資産クラスの中では、クレジットのリスク調整後リターンが最も魅力的だと考える。グローバルな戦術的資産配分においては、米国投資適格債、米国ハイイールド債、米ドル建て新興国国債をオーバーウェイトする。



Mark Haefele
Chief Investment Officer
Global Wealth Management

コロナ感染ピーク後を見据える

わずか1カ月前の時点では、欧米民主主義国家による過去に例のない都市封鎖措置が、新型コロナウイルス感染拡大のスピードを減速させるのに十分かどうか我々にはわからなかった。そして現在、既に投資家は世界的な感染拡大のピークの先を見据えようとする中、市場は急激に上昇している。

先月のレターで紹介した基本シナリオ(新規感染者数が4月半ばまでにピークに達する)が予想通りに展開していることから、今月号では、我々のシナリオ分析を再確認し、投資家が今後のリスクと機会を評価できるように、コロナウイルス危機の次の3フェーズについて検討する。

第1段階の正常化フェーズでは、欧米の大半の国々が従業員の職場復帰を許可するが、生産は依然として危機前の水準を大きく下回る。第2段階の回復フェーズでは、景気は危機前の水準へ徐々に回復する。事業所の増加率(開業と廃業を加味した増加率)はプラスとなり、都市封鎖中に解雇された労働者は新たに職を得る。第3段階の危機後フェーズでは、世界はより大きな負債を抱え、グローバル化は後退するが、デジタル化は進む。

これら3つのフェーズは複雑であり、様々な結果が生じる可能性があるが、市場は一度に多くの重要テーマを扱えず、今後数カ月の市場は、主にa)経済活動がどの程度のスピードで正常化するか、b)2021年中にどの程度回復フェーズは進行するか、についての見通しによって動かされるだろう。

本レポートはUBS AGにより作成されました。本レポートの末尾に掲載されている「お客様へのお知らせ」は大変重要なものではございません。投資には一般に損失のリスクが伴い、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。本レポートには様々な資産クラスに関する記述がありますが、それらは情報提供のみを目的としたものであり、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。よって、お客様に適合しない投資商品が含まれている可能性があります。また、本レポートに記載されている資産クラスや商品群には、UBSが日本で取り扱っていないものも含まれます。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。

我々の基本シナリオが実現すれば、2020年を通して都市封鎖措置が断続的に実施され、2021年に広範な回復が持続的に見られるが、このことはすでに株価指数に幅広く織り込まれている。だが、現在の市場にも投資機会は存在する。我々は引き続き、クレジットは割安であると考え、グローバル戦術的資産配分において米国投資適格債、米国ハイイールド債、米ドル建て新興国国債をオーバーウェイトとする。ボラティリティ(変動率)は依然として高く、相場上昇時に利益が出やすく下落しても損失が抑えられるポジションの構築、または利回りを得る機会を投資家に提供する。そして株式に関しては、世界的感染拡大によって引き起こされる構造変化の規模、特にそれがデジタル・トランスフォーメーション、eコマース、フィンテック、オートメーションとロボット、ヘルステック、遺伝子治療、オンコロジー(がん治療)に与える影響を、市場が十分に認識していないと考える。

新型コロナウイルスは経済や社会に途方もない不確実性をもたらしている。政府による経済への大規模な介入は、政治的判断によって市場の行く末が大きく変わりうることを意味する。そして中央銀行による債券市場への介入によって、分散投資は以前ほど単純ではなくなった。しかし、先を見据えた資産計画に従い、柔軟に投資機会を捉え、十分に規律をもって分散投資することで、投資家は長期にわたって資産を守り育てることができる。

基本シナリオ

1)正常化

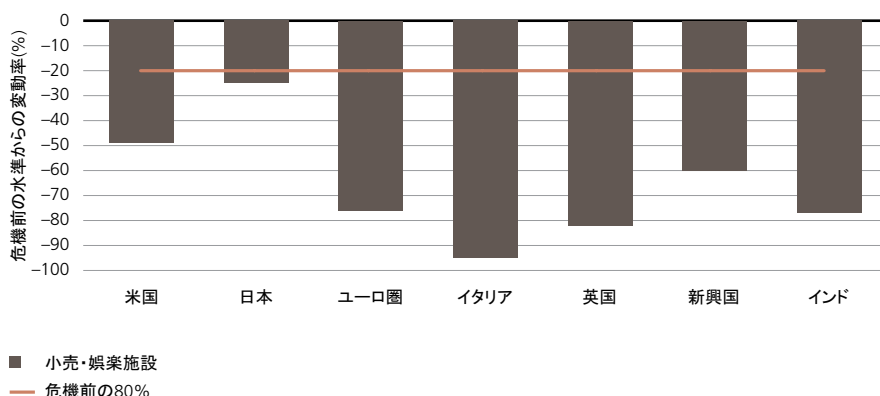
社会的距離の確保措置が、医療システムの崩壊を防ぐことが知られるようになった現在、各国政府は医療システムと経済との間の妥協点を探り始めた。欧州では、スペインは規制の大半を少なくとも4月25日まで延長し、フランスは都市封鎖を5月11日まで延長する決断を下した。しかし、オーストリアは4月半ばから規制解除を始めると発表し、ドイツ、スイス、ノルウェー、デンマーク、イタリアも規制緩和に動き始めている。このことは、少なくとも欧州の一部の国は、社会的距離の確保措置を導入した後、経済機能を早期に再開させている中国と同じ道筋を辿るかもしれないことを示唆する。

欧州の一部の国は、経済機能を即座に再開させる中国と同じ道筋を辿るかもしれない。

図表1

客数データは経済活動の大幅な落ち込みを示す

レストランやショッピングセンター、映画館などの場所での人々の動きが、危機前の水準(2020年1月3日~2月6日)と比較してどう変化したか(%)



出所: ガーグル・モビリティ・レポート、シティ、UBS、2020年4月5日現在

だが、一部のアジア諸国では、第2波の規制や移動と社会的接触の継続的な制限を実施していることから、欧米諸国も単純にスイッチを切り替えるよりも複雑なプロセスに対処しなければならないだろう。医療的な解決策がない中、ウイルス感染拡大は、検査と追跡、そして政府による柔軟な介入政策を組み合わせることで対処しなければならない。これは完全な都市封鎖よりも混乱が少ないが、企業の経済活動や自由な移動に対して再び制限が課せられることを意味する。我々の基本シナリオでは、欧州では5月半ばから封じ込め策の解除が徐々に始まるが、再び感染が拡大すれば、部分的な都市封鎖などの封じ込め策が断続的に実施されそうだ。この場合、経済機能が持続的に正常化するのには12月以降になるだろう。

我々が注目する数字

特に国、都市、地域が規制をそれぞれのペースで徐々に解除する可能性が高い中、投資家にとっての難題は、経済機能の正常化をリアルタイムで測ることだ。我々が通常、参考とする経済データの多くも、都市封鎖または雇用や企業を守るための政府の政策によって歪められる可能性がある。

従って、我々はビッグデータと雇用データを組み合わせて、第1段階の正常化フェーズの進み具合を監視する。具体的には、グーグルが測る小売りと娯楽への来客数のデータが危機前水準の80%を超え、公共交通機関や都市交通量、航空交通量などの移動が75%を超え、雇用指数が大幅な改善を示した場合に、フェーズ1が終了し、フェーズ2に入ったとの確信を持つと考える。通常、雇用データは景気状況から遅れて反応する遅行指数であるが、今回のサイクルでは、景気の現状を示す一致指数になりそうだ。そのため、我々は米国の失業率と、欧州では一時解雇された後にフルタイムの仕事に戻った労働者の数にも注目している。

我々の基本シナリオでは、2020年を通して断続的な都市封鎖が行われた結果、持続的な回復フェーズに入るのは2021年初めになってからとなる。

2)回復

我々の基本シナリオでは、2020年を通して断続的な都市封鎖が行われた結果、持続的な回復フェーズに入るのは2021年以降である。経済と企業利益がどの程度迅速に危機前の水準に戻るかは、政府が倒産件数と失業者数の抑制にどの程度成功したかによって決まるだろう。我々は2020年末時点の失業率が、米国では危機前よりも100~150%高い水準、欧州では25~50%高い水準になると予想する。そして、S&P500種株価指数構成企業は2020年に26%減益が見込まれる。

政府支援の性質が、2021年の回復の鍵を握るかもしれない。経済対策により一時解雇された労働者に失業前の給与水準に近い賃金が補償される場合、失業した労働者の多くは都市封鎖中に節約をするので、都市封鎖解除後に消費支出を押し上げる効果が期待される。労働者が自分の雇用に十分な安心感を持つことができれば、節約した分を消費に回し、一時解雇労働者向けの政策は景気刺激策に変わる。米国でも大半の成人の米国民には1,200米ドルが支給されたことで、都市封鎖中に職を維持できた人々に対して支出を促す効果があるだろう。

我々は2021年の回復を見込んでいるが、企業利益が2019年の水準に回復するのは2022年になってからだと考える。S&P500種株価指数構成企業の2021年の利益は、2019年の水準を約5%下回るだろう。このシナリオが実現すると仮定すれば、2020年末までに、S&P500種株価指数は2,750前後をつけると予想する。

楽観シナリオ

我々の楽観シナリオでは、都市封鎖の期間が短く、政府の政策が効果的であったため、比較的良好な状態で回復フェーズに入ることができる。

1)正常化

我々の楽観シナリオでは、欧米の大半の国が5月初旬から封じ込め策の解除を開始し、経済機能の多くが6月末までに持続的に正常化する。これを可能にする戦略として、携帯電話を用いて感染状況を追跡しつつ、広範な検査を実施して、新規感染者に対処できるように医療システムのキャパシティ内に感染を抑えるといった戦略が挙げられる。もう1つ可能性としては、有効な治療法の発見だ。これにより病院の負担を大きく軽減し、社会に新型コロナウイルスのリスクが季節性インフルエンザのリスクと同様だと考えさせることができる。この場合、リスクの高い集団の行動を制限しながら、労働年齢人口の大半に通常の活動を再開させることができるだろう。

医療の飛躍的進歩

現時点で、新型コロナウイルスに有効だと認められている治療法はない。実効性のある治療法が開発されれば、患者の入院期間を短縮したり、軽症患者の重症化を防いだりすることで、病院や集中治療室(ICU)への患者の過度な集中を軽減することができるだろう。また、感染の第2波以降の対応にも役立つ。有望視されている薬の種類1つにヌクレオチド類似体がある。これはウイルスの複製プロセスを阻止し、体内での広がりを減速させる。

こうした薬の一種であるレムデシビル最初の臨床試験の結果が、数週間中に発表されそうだと。今日までに発表された極めて限られたデータに基づくと、有効性の兆候が示される可能性は十分にある。結果が良好であれば、レムデシビルの製造会社は、今後1年で約100万人を治療するのに十分な量を生産することが可能だ。その他少なくとも2種類のヌクレオチド類似体について、新型コロナウイルスに対する治療薬としての試験が行われている。

2)回復

我々の楽観シナリオでは、都市封鎖の期間が短く、政府の政策が効果的であるため、比較的良好な状態で回復フェーズに入ることができる。経済機能が6月末までに正常化すれば、年末の失業率は、米国では危機前を75~100%、欧州では0~25%それぞれ上回る水準になると見込まれる。ここ数カ月で実施された大規模な金融・財政刺激策の効果などによって、経済活動は2021年までに危機前の水準に戻るだろう。2021年通年では、S&P500種株価指数構成企業の利益が2019年の水準を約6%上回ると予想する。このシナリオが実現すれば、2020年末までに、S&P500種株価指数は3,150をつけると推計する。

我々の悲観シナリオでは、経済機能の持続的な正常化は2021年6月まで見られない。

悲観シナリオ

1)正常化

我々の悲観シナリオでは、封じ込め策は今後数カ月で解除されるが、ウイルス感染の大規模な第2波によって医療システムが崩壊して新たに都市封鎖が実施され、回復フェーズ入りが必要1年遅れ、都市封鎖策の再解除について政治家の警戒感が高まる。人道的危機に発展するほか、より効果的な政府の支援・介入が実施されなければ、倒産件数と解雇者数が大幅に増える。

2)回復

このシナリオでは、経済機能の持続的な正常化は2021年6月まで見られず、それまでの間に雇用や企業がダメージを受けるため、高い失業率や、職業スキルの欠如により一部の労働者が職に就けなくなるなど、極めて悪い状態で回復フェーズに入ることになる。

このシナリオが実現すれば、S&P500種株価指数構成企業の2021年の利益は、2019年の水準を20%ほど下回るだろう。そして利益が以前の高い水準にまで戻るには、2022年か2023年までかかりそうだ。S&P500種株価指数は、2020年末までに2,100前後をつけると予想する。

各シナリオの市場への影響

以上を総合し、我々は3つのシナリオごとに、a)経済機能がどの程度のスピードで正常化するか、およびb)2021年に経済活動と企業利益はどの程度回復するか整理した。

	経済活動が正常化する時期	回復フェーズへと移行するなか、経済はどの程度脆弱化しているか？	2021年頃のS&P500種企業利益	引き金となり得る要因
楽観シナリオ	2020年6月末	2020年末における失業率は、危機前に比べてどの程度上昇しているか(%)： 米国：75~100% 欧州：0~25%	S&P500種の企業利益は、対2009年で6%増	<ul style="list-style-type: none"> - 高度な検査と追跡モデル - 医学上の画期的な発見または進歩（コロナ治療薬やワクチン開発） - 生産人口年齢が活動を再開できる施策
基本シナリオ	2020年12月末	2020年末における失業率は、危機前に比べてどの程度上昇しているか(%)： 米国：100~150% 欧州：25~50%	S&P500種の企業利益は、対2009年で5%減	<ul style="list-style-type: none"> - 各種規制は徐々に解除 - 感染の第2波で規制を再導入
悲観シナリオ	2021年6月末	2020年末における失業率は、危機前に比べてどの程度上昇しているか(%)： 米国：200%以上 欧州：75%以上	S&P500種の企業の利益は、対2009年で20%減	<ul style="list-style-type: none"> - ウイルス感染の大きな第2波

* グーグルが測る小売りと娯楽への来客数のデータが危機前水準の80%を超え、公共交通機関や都市交通量、航空交通量などの移動が75%を超え、一時解雇された労働者の大半が仕事に復帰した証拠が示された場合。

	S&P500種構成企業の1株当たり利益 (2021年)	S&P 500種株価指数 の株価収益率(PER)	S&P 500種株価指数
楽観シナリオ	174米ドル(対2019年で6%増益)	18.1倍	3,150
基本シナリオ	156米ドル(対2019年で5%減益)	17.6倍	2,750
悲観シナリオ	132米ドル(対2019年で20%減益)	15.9倍	2,100

	現在	楽観シナリオ	基本シナリオ	悲観シナリオ
S&P500種株価指数	2,783	3,150	2,750	2,100
ユーロ・ストックス50指数	2,808	3,300	2,600	1,800
MSCI新興国指数	888	1,050	900	600
SMI指数(スイス)	9,320	10,000	9,000	7,000
米国投資適格債スプレッド	209bp	100bp	150bp	300~400bp
米国ハイイールド債スプレッド	764bp	350bp	550bp	1,000~1,500bp
EMBIグローバルスプレッド (新興国債券)	608bp	280bp	450bp	700~800bp
ユーロ/米ドル	1.0875	1.19	1.13	1.05
英ポンド/米ドル	1.2475	1.38	1.33	1.1
ドル円	107.80	100	104	110
米10年国債利回り	0.64%	1.40%	0.95%	0.50%

出所:UBS (2020年4月15日現在)

正しい株価倍率を探る

株価バリュエーションは、割引率と成長見通しの関数である。景気支援により国債残高が大幅に増加し、長期の成長見通しへの不透明感が生まれている。しかし、それと同時に、超低金利は株価バリュエーションを押し上げるため、投資家がもし2021年から2022年にかけて企業利益の回復が続くと予想すれば、過去平均よりも高い株価収益率(PER)でも喜んで株を購入するだろう。よって、我々の基本シナリオのPERは、平均よりも若干高めが妥当と判断する。S&P500種株価指数の過去5年平均の予想PERは16.7倍である。我々の基本シナリオでは、2021年の1株当たり利益(EPS)予想を156米ドルとし、PERは17.6倍と予想する。

フェーズ3: コロナ危機後

企業利益と経済活動がコロナ危機前の水準に戻った後でも、我々は構造的な変革を予想する。債務負担が増し、グローバル化が後退し、デジタル化の進んだ世界だ。

拡大した政府債務の返済には、金融抑圧、課税、そして緩やかなインフレーションの組み合わせが必要になるだろう。

拡大した政府債務の軽減には、金融抑圧、課税、そして緩やかなインフレーションの組み合わせが必要になるだろう。金融抑圧と緩やかなインフレ率上昇の組み合わせは、保守的な預金者には事実上の課税に相当するため、投資家はポートフォリオ内での債券とキャッシュの位置づけを再考する必要があるだろう。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)戦略やプ

世界ではグローバル化が後退するだろう。パンデミックは、外国人への排外感情を助長した歴史があるため、今後はポピュリズムや保護主義が蔓延するだろう。

都市封鎖は、デジタル・トランスフォーメーションのトレンドを加速させている。

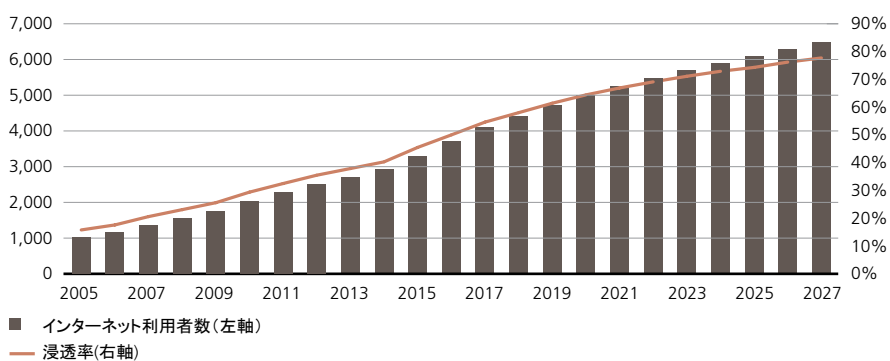
プライベート市場（非上場の株式、債券、不動産など非流動的な投資機会全般）などの代替的な分散投資手法がこれまで以上に大きな役割を果たすだけでなく、金（Gold）や米物価連動国債（TIPS）もインフレ率上昇リスクへの追加の防衛策になるだろう。増税の可能性が高まり、相場の変動も大きいことから、資産運用計画や戦略の重要性が増すだろう。

世界ではグローバル化も後退するだろう。パンデミックは、外国人への排外感情を助長した歴史があるため、今後はポピュリズム（大衆迎合政治）や保護主義が蔓延するだろう。投資家に対しては、各国間の関係性が低下すると、国による差が大きくなるため、グローバル分散投資の重要性が増す。しかし、同時にこのトレンドは投資機会を生み出すと思われる。第4次産業革命によって各地での現地生産が可能になっているものの、インフラ投資費用がネックになって導入が遅れている。しかし、ウイルス感染の拡大で強固なサプライチェーンが必要となり、しかも米中貿易紛争沈静化後にパンデミックが発生したことで、多くの企業にとっては、グローバルな生産よりも現地生産の方が有利になるのかもしれない。我々は、オートメーションとロボット関連の企業への需要が高まると予想する。

最後に、世界ではデジタル化も進展するだろう。都市封鎖によって、多くの消費者や企業が財とサービスの売買方法を根本的に変えざるを得なくなり、デジタル採用率が加速化している。今回の危機が終わると、これまで実店舗を利用していた消費者の全てが完全に実店舗に戻ってくるという訳ではないことも、eコマースやフィンテックを手がける企業の業績押し上げ要因になるだろう。

図表2
「自宅待機」でデジタル化が加速

インターネット利用者数（左軸、百万人）、浸透率（右軸）



出所：世界銀行、UBS試算（2020年4月現在）

政策担当者は、医療提供システムの質と効率を改善させる必要があるため、ヘルステック(医療とテクノロジーの融合)に関心を向ける可能性が高い。その結果、ヘルスケアITから遠隔治療や公衆衛生用ソフトウェアのような最先端のイノベーションまで、幅広い分野への需要が高まるだろう。その他に大きな投資機会と考える関連テーマは、遺伝子治療とオンコロジー(癌治療)だ。遺伝子治療は、医療提供の効率性を著しく改善させる可能性がある。癌の新たな症例数は、2040年まで人口増加率の倍のペースで伸びる可能性が高いため、癌治療薬市場は毎年2桁台前半の伸び率での成長を予想する。

投資推奨

株式よりもクレジットを推奨する。

我々は、独自のシナリオ分析に基づき、現在グローバル株式指数よりもクレジットの方がリスク調整後リターンが高いとみている。株式市場全般がここからさらに上昇するには、追加的な財政または金融刺激策、制限措置解除に向けた「出口戦略」の明確化、あるいは医学上の画期的な発見または進歩が必要だろう。

政策対応と企業行動はクレジットに有利。

クレジット

現在、クレジット市場は魅力的な価格水準にあるとみている。金融政策と財政政策は、新型コロナウイルス危機の前に好調だった企業が潰れることのないよう慎重に実施されている。企業行動も、自社株買いや配当、設備投資の中止など、債券保有者にかなり有利な動きが目立ってきた。過去を振り返ると、クレジット・スプレッド(米国債からの利回り格差)が現在と同程度に拡大していた時には、クレジット投資家はその後魅力的なリターンを享受した。

米ドル建て新興国国債をオーバーウェイトとする。

米ドル建て新興国国債(EMBIGD)のオーバーウェイトを維持する。我々は、600ベースポイント(bp)を超えた現在のスプレッド水準を魅力的とみる。2000年以降、EMBIGDのスプレッドが500bpを超えたのは52カ月あるが、その後12カ月のトータルリターンはすべてプラスで、リターンの中央値は13%となっている。

新興国国債は、全体では対外的脆弱性が低下している。これは、以前の危機時に比べ経常収支が改善しているからだ。国際通貨基金(IMF)や米連邦準備理事会(FRB)による米ドルスワップライン(中央銀行間の通貨融通の仕組み)の設置など、多国間協力による政策も実施されてきた。600bpという現在のスプレッド水準は、市場が我々の悲観シナリオ(700~800bp)に近づいていることを示す。我々の基本シナリオでは、年末までにおよそ450bpまで縮小すると想定している。

米国ハイイールド債のオーバーウェイトを維持する。

米国ハイイールド債のオーバーウェイトを維持する。現在の764bpという水準では、米国ハイイールド債のスプレッドには、なお魅力的なリターンの可能性がある。とりわけFRBが、社債購入プログラムを拡充し、信用格付けが最近投資適格水準から引き下げられた債券も購入対象になると決定したことも追い風になるだろう。1987年以降、スプレッドが700bpを超えたことは89カ月あるが、その後12カ月でのトータルリターンは87%がプラスで、リターンの中央値は17.5%となっている。米国ハイイールド債のスプレッドは、我々の基本シナリオでは約550bp、楽観シナリオでは350bpまでの縮小を予想する。

図表3

米国ハイイールド債の спреッドは、デフォルト数の大幅増加をすでに織り込み済み

米国ハイイールド債の спреッド(右軸, bp)、実績ベースのデフォルト率(左軸, %)



出所:ムーディーズ、ブルームバーグ、UBS(2020年4月3日現在)

米国投資適格債をオーバーウェイトとする(訳注:4月20日にオーバーウェイトを拡大)。

米国投資適格債をオーバーウェイトとする。最近の急落で投資適格債の спреッドは381bpと、世界金融危機以来で最大(最安値)水準に拡大した。現在は209bpまで縮小したが、我々の基本・楽観シナリオでは年末までにさらに縮小し、基本シナリオでは150bp、楽観シナリオでは100bpになると予想している(訳注:4月20日付CIO Alertで米国投資適格債のオーバーウェイトを拡大)。

株式では銘柄の厳選を推奨する。

株式

株式市場は、全体としては我々の基本シナリオでの想定に近づいている。現時点では、相場上昇時に利益が出やすく、下落しても損出が抑えられるポジションを構築する戦略が検討できる。また、売られすぎの銘柄、底堅い業績を示す銘柄・セクター、そして今回の危機により需要が高まっているセクター(オートメーションとロボット、デジタル・トランスフォーメーション、eコマース、フィンテック、オンコロジー(がん治療)、遺伝子治療に関連している企業)などの厳選された銘柄群を物色することもできる。

米ドルに対して英ポンドをオーバーウェイトとする。

外国為替

米ドルに対して英ポンドをオーバーウェイトとする。米ドルの流動性を確保するためのFRBの措置や、英国経済を支えるための英国政府およびイングランド銀行(中銀)の協調措置などにより、すでに英ポンド/米ドルはここ数週間で反発したが、我々は今後もこの傾向が続くとみている。英ポンド/米ドルは2020年末までに1.40への到達を予想する。英国は欧州や米国と同様の経済状況にあるが、英ポンドは相当割安な水準にある。購買力平価に基づいて我々が試算した適正水準は1.57だ。

高利回り新興国通貨バスケットのオーバーウェイトを終了する。

高利回り新興国通貨バスケットのオーバーウェイトを終了する。我々は、豪ドルと台湾ドル、スウェーデン・クローナに対するインドネシア・ルピアとインド・ルピー、ブラジル・レアルのオーバーウェイトを終了する。このポジションは、景気変動の影響を受けやすい通貨をアンダーウェイトにしていたため、下値抵抗力がある程度あったのだが、新型コロナウイルス感染が新興国に広がり、上昇余地がほとんどなくなると判断する。

原油価格は2020年後半に回復し、我々の米ハイイールド債のオーバーウェイト・ポジションを下支えするだろう。

金はポートフォリオのヘッジ手段としての価値が改めて認識された。上昇余地があると判断する。

コモディティ

原油

石油輸出国機構(OPEC)と非加盟産油国で構成する「OPECプラス」は、4月12日に日量970万バレルの減産で合意したが、これは短期的な需要の落ち込みをほとんど相殺できないと我々はみている。価格が大幅に下がることで、南米・北米での生産停止が進み、在庫が上限に達することを防ぐことができるだろう。しかし、中期的に見ると、減産には市場を再調整する役割があり、2020年後半に需要が回復すれば、価格をサポートするだろう。4-6月期のブレント原油価格は1バレル当たり20米ドルを下回ることがあるものの、9月末には30米ドル、年末には43米ドルまで上昇するとみる。

金(Gold)

最も重要な金価格の決定要因は、米国の実質金利と米ドルの購買力の見通しだ。FRBの金融緩和にけん引されて、米国の実質金利はマイナス圏に落ち、世界金融危機後の最低水準を試す展開になるかもしれない。また、米ドル安要因も強まっている。我々は金価格の予想を1バレル当たり1,800米ドルへと引き上げた。



Mark Haefele
Chief Investment Officer
Global Wealth Management

UBS投資家フォーラムの見方

今月の投資家フォーラムでは、新型コロナウイルスのパンデミックが経済と市場に及ぼす影響が議論された。

- 国内総生産(GDP)が急落し、債務残高が増大し、低金利がさらに長引くとの見方で参加者の意見は一致した。財政政策、金融政策、保健医療政策が一致して効果を発揮すれば、2020年後半からの段階的な回復が期待できるとの意見があった。しかし、専門家はV字型の回復には総じて慎重で、U字型の回復とみている者が多かった。
- 経済成長への逆風はまだ続き、個人消費と企業支出への悪影響が長引くと考える参加者も複数いた。消費者は予備的な貯蓄を増やし、企業はサプライチェーンに代替調達(供給)ルートを増やしておく必要があるかもしれない。
- 不透明感が続くことを考慮し、新興国より先進国、小型株より大型株、信用度の高いクレジットなど、厳しい環境下での耐久力のある資産を推奨する参加者もいた。金融サービス・セクターは、2008年の金融危機後の数年間で実施されたストレス・テスト(健全性審査)によって、困難な状況を乗り越えられる体力ができたとの見方では、参加者の見解は一致した。

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、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