

UBS House View

Monthly Letter

2020年8月20日

Chief Investment Office GWM
Investment Research

FRB

米10年国債利回りは、将来の経済成長への期待よりも米連邦準備理事会(FRB)の政策を反映している。FRBは今後も長期にわたり超緩和的なスタンスを維持するだろう。

上昇余地

FRBのストーリーはまだ十分に織り込まれていないことから、株式、一部のクレジット、金(Gold)はさらなる上昇余地があると考え。長期的にはさらなる米ドル安を予想する。

新型コロナ感染拡大は収束に向かっているのか？

最近の感染拡大ペースが落ち着き始めているため、感染拡大の第2波への不安は後退した。今のところ、欧州の感染者数の増加も、医療体制を脅かすほど深刻ではない。

資産配分

我々は、グローバル株式と一部クレジットの推奨を通じ、全体としてリスクオンスタンスを維持する。大幅に上昇した米国ハイイールド債、英ポンド、スイス・フランはニュートラルとしている。高利回りのアジア通貨を推奨する。



Mark Haefele
Chief Investment Officer
Global Wealth Management

吠えなかった犬

シャーロック・ホームズはかつて、「あの夜に犬が示した不思議な行動」から、殺人事件を解決している。殺人の起きた夜に番犬が吠えなかったのは、犬が容疑者を知っていたからに違いないと結論づけたのだ。予想された反応がないことにより、事実が解明されることがあるということだ。

投資家にしてみると、吠えていない犬は米10年国債利回り、容疑者は米連邦準備理事会(FRB)の金融政策だ。通常であれば、株価が高騰し、景気指標が経済成長を示唆し始めると、10年国債利回りは上昇する。だが、株価が急反発し、経済成長率が改善したにもかかわらず、利回りは横ばいを続けている。本レターでは、なぜこのアノマリー(変則的な事象)が現在の市場を理解する上での鍵になるかを掘り下げる。

ここ数カ月、私は新型コロナウイルスや他の要素よりも、FRBによる支援がリスク資産を動かす重要要因になるとの見解を示してきた。この、FRBのストーリーは終わったのだろうか？まだだ、と我々は考えている。株式市場、一部のクレジット市場、そして米ドルはFRBによる超金融緩和政策の長期的な影響を十分に織り込んでいない。そして、金価格についても、我々の目標値に近づいているとはいえ、年末までにはまだ値上がりする余地があるとみている。

米10年国債利回りは、FRBはインフレ率が上がっても低金利を長期に続けることを示しているというのが我々の見立てである。長期にわたって低金利が続く可能性が高いと、企業の収益力に対し投資家が支払っても良いと考える金額が上昇する。米国の低金利は米ドルの相対的な魅力度を低下させる。そして、機会費用を減らしながら長期期待インフレ率を高めることで、FRBはより多くの投資家を年初来27%上昇した金などの資産へと向かわせている。

本レポートはUBS AGI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是非ご覧ください。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。

株式市場、一部のクレジット市場、そして米ドルは、FRBによる超金融緩和政策の長期的な影響を十分に織り込んでいない。

FRBのストーリーは、もちろん主要な市場変動要因である新型コロナウイルス、米国の大統領選挙、米中対立のニュースとも相互に作用する。とは言え、先月示したように、米国における新型コロナ感染の第2波への不安は、入院率の低下とともに緩和してきた。人々が夏季休暇から戻ると欧州の感染者数が増えるかもしれないが、医療制度の逼迫度は今なお低い。

我々の基本シナリオでは、①主要国では新たな全国レベルでのロックダウン(都市閉鎖)の実施はない、②2021年4-6月期(第2四半期)までには幅広くワクチンが利用可能になる、③11月の米大統領選挙で民主党が圧勝する(この確率については、市場は現在50%を若干上回るとみている)、④米中間の「第1段階の合意」が維持される、という4つの要素が組み合わさって、経済生産は2022年初めにはパンデミック(世界的流行)前の水準に戻ると想定している。このシナリオでは、2021年6月末には、S&P500種株価指数は3,500ポイント、ユーロ/米ドルが1.21、金価格は1,900米ドル/オンスで取引されると想定している。

株式に対してはリスクオンのスタンスを維持する。一部の景気敏感株とバリュー株にも最近の市場反発に追い着く可能性が十分にあり、グリーン・リカバリーの関連銘柄など、パンデミックで加速化しているテーマも投資魅力が高い。超低金利を背景に、配当銘柄、アジアのハイイールド債、新興国国債など、利回り追求関連の資産も引き続き推奨する。一方、米国ハイイールド債、英ポンド、スイス・フランは大幅上昇したため、現在はニュートラルとしている。高利回りで景気変動の影響を受けやすいアジア通貨を推奨する。さらに、景気回復の流れに乗る一方法として、対象が幅広いコモディティ指数と、低金利環境でのポートフォリオのリスクヘッジとして金も推奨する。

FRB

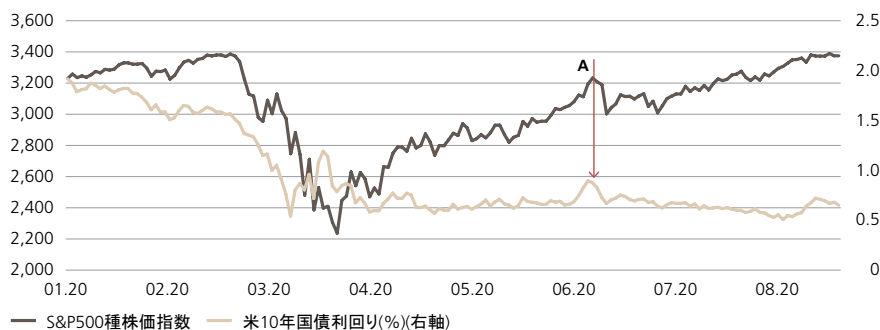
ゼロ金利政策、フォワードガイダンス、量的緩和によって、米10年国債利回りは記録的な低水準を維持している。

図表1は、FRBが今日の金融市場に及ぼしている影響を示している。株価は3月の安値から50%超上昇し、10年ブレイクイーブン・インフレ率(市場での期待インフレ率を示す)が0.55%の低水準から足元の1.64%まで上昇する中で、米国債の名目利回りは低水準を維持している。実際、経済成長率とインフレ期待が目覚ましく回復している一方で、米国債の名目利回りのインプライド・ボラティリティは過去最低水準をわずかに4ポイント上回る低い水準で推移している。

図表1

米10年国債利回りはFRBによる政策を反映

S&P500指数(左軸)と米10年国債利回り(%, 右軸)



出所: ブルームバーグ、UBS (2020年8月20日現在)

図表1のポイントAは、投資家の期待が実際に変わった瞬間をおそらく示している。米10年国債名目利回りは、6月初めについて過去と同じような動きをし始めた。投資家が景気回復を目にするのと歩調を合わせて上昇したのだ。ところが、6月の米連邦公開市場委員会(FOMC)で、パウエル議長がFRBは「利上げの検討すら考えていない」と述べ、国債利回りは株式から乖離して、株価上昇での利回り低下トレンドが再開した。

タカ派的な政策が取られるまではまだ時間がかかる。

現時点での大きな関心事は、FRBがいつ(もしそうなのであれば)政策変更をするかだ。我々は、タカ派的な政策が取られるまではまだ時間がかかるとみている。パウエル議長による6月の発言に加え、超金融緩和政策を長期的に継続するFRBの意思は他の指標にも見て取れる。

- 世界金融危機の後、FRBは10年間の景気拡大の後でもインフレ率を目標に到達させなかった。2018年、FRBは経済データを基に利上げを実施した。景気の過熱感を抑えるために徐々に金利を引き上げてもインフレ率が上昇し続けると判断したのだ。しかし、結局インフレ目標を持続的には達成できなかった。その結果、FRBは指標となる経済データに基づいて金融政策を行うというルールを変えるだろうと我々はみている。
- インフレ率が2%の目標を超えるまで利上げを控えたいと表明しているFRB高官もすでに複数いて、この方針が間もなくFRBの正式な結論になるのではないかと我々は考えている。
- 政策の見直しは、明らかな債券利回りのコントロールまでは行かないだろうが、FRBは、その政策目的が達成されるまでは、金融環境を超緩和状態に維持したいと望んでいるため、イールドカーブの全体で金利を低く抑えようとするだろう。
- コア(食品とエネルギーを除く)インフレ率は現在目標を下回っており、経済は完全稼働にはほど遠い状況である。FRBがインフレ目標を大幅に超過するまで利上げを控える意思を示せば、利上げまでには何年もかかると結論づけられる。

これは資産価格にどのような影響を及ぼすか？

投資家は現在、厳しい選択に直面している。経済学の教科書通りだと、債券利回りと経済成長との過去の関係から、(現在のように)債券利回りが低いのは経済成長の先行きがかなり悪いことを示唆しているので、株式市場は早晚調整を迎えることになる。あるいは、市場は現在、経済成長や期待インフレ率よりもFRBの政策の影響を大きく受けていると判断し、しかるべくポジションを取る、という選択肢もある。もし読者が、我々と同じく後者の方が実態をよく反映していると判断するのであれば、FRBの発言に耳を傾け、資産価格についての考え方もそれに沿って変えていくのが得策だろう。図表2は、実質金利と株式市場の相関性が最近はかなり強いことを示している。

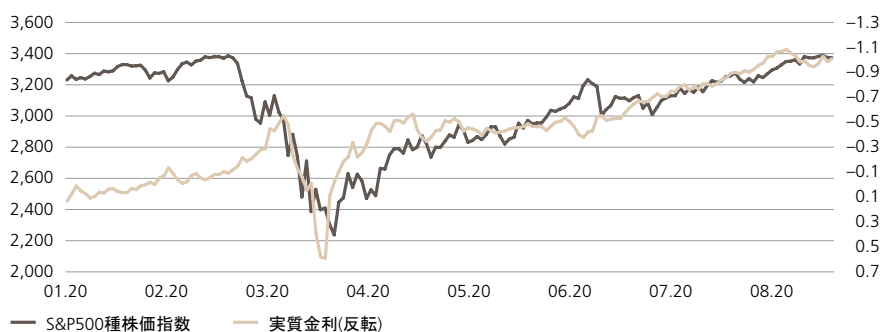
株式

S&P500種株価指数は3月の底値から51%反発し、8月には2月に付けた過去最高値を更新した。企業利益は減益が予想されることから、この株価上昇の結果、12カ月予想ベースの株価収益率(PER)は、2月の18.5倍から、現在では22.4倍へと跳ね上がったことになる。MSCIオール・カントリー・ワールド指数のバリュエーションも、15.5倍からおおよそ20倍に上昇した。

図表2

S&P500種株価指数と実質金利は相関性が高い

S&P500種(左軸)と米国実質金利(TIPS10年物、%)(右軸、反転)



出所:ブルームバーグ、UBS (2020年8月20日現在)

しかし、このPERの上昇は、実質金利の低下を考えれば妥当だと言える。図表3は、株式リスクプレミアムと金利の組み合わせによって、S&P500種の予想PERの水準が変わることを示している。例えば、一定水準の株式リスクプレミアムで見ると、年初来で10年債利回りがおよそ100ベーシスポイント(bp)下がったことで、適正水準のPERは3~7倍上昇することが分かる。低金利が続く間に企業利益が回復し始めると、株式の上昇余地は拡大するだろう。

株式リスクプレミアムが5年平均の380bpまで縮小し、FRBが米10年国債利回りを現状水準付近で維持すると、S&P500種は3,700ポイントに到達する可能性がある。

2021年6月に3,500ポイントという我々の目標水準は、株式リスクプレミアムが400bpで(コロナ危機以前よりもやや高い水準)、米10年国債利回りが現在より若干高めめの0.85%であることを前提としている。そうすると、我々の一株当たり利益予想に基づくS&P500種のPERはおよそ20.5倍になる。株式リスクプレミアムがコロナ前5年平均の380bpまで縮小し、米10年国債利回りは0.85%が維持されると、予想PERはおよそ22倍でS&P500種は3,700ポイントが想定できる。これは我々の楽観シナリオの目標水準に一致する。

図表3

低金利と正常な株式リスクプレミアムがPERを押し上げる

		株式リスクプレミアム				
		300	350	400	450	500
米10年国債利回り	0.50%	29倍	25倍	22倍	20倍	18倍
	0.75%	27倍	24倍	21倍	19倍	17倍
	1.00%	25倍	22倍	20倍	18倍	17倍
	1.25%	24倍	21倍	19倍	17倍	16倍
	1.50%	22倍	20倍	18倍	17倍	15倍

出所:ブルームバーグ、UBS(2020年8月10日現在)

クレジット・スプレッドはパンデミック前の「タイトな」水準まで縮小していない。

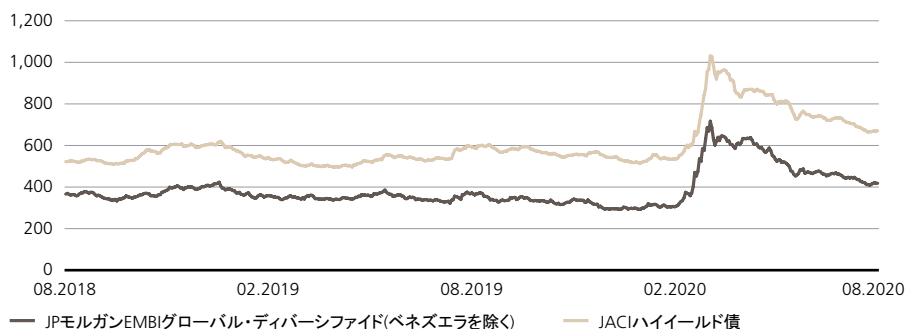
クレジット

FRBの政策でリスクフリー金利が大幅低下したことは、投資家がクレジット・リスクを積極的に取る要因にもなっている。過去3カ月のクレジット市場を振り返ると、米国ハイイールド債が10%、米国投資適格債が7%、アジアのハイイールド債が9%、新興国国債が13%と、好調なパフォーマンスを上げてきた。

図表4

アジアのハイイールド債と新興国債券指数のスプレッドはまだ完全に正常化していない

JPモルガンEMBIグローバル・ディバースファイド指数(ベネズエラを除く)のスプレッドとJPモルガンJACIハイイールド債のスプレッド(bp)



出所: ブルームバーグ、UBS (2020年8月20日現在)

しかし、これだけのリターンを上げてもスプレッドは歴史的に「タイトな」水準に戻っていないのは、ベンチマーク利回りに対するFRBの政策の影響である。反発の大きさを見る限り、クレジットにおけるトータルリターンの主なけん引役はキャリー(金利収入)であると考えてよいだろう。ただし、新興国国債とアジアのハイイールド債には依然魅力的な投資機会が見いだせる。新興国国債のスプレッドは、現在の410bpから、基本シナリオでは375bp、楽観シナリオでは280bpまでの縮小を予想する。

米ドル

米ドル指数(DXY)は、新型コロナによる危機が始まった当初、安全資産への資金流入と流動性の不足でおよそ8%上昇した。しかし、3月に天井をつけて以降は、米国と他通貨との実質金利の差が一気に縮小して米ドルの魅力度が低下し、指数はおよそ9.5%低下した。

米ドルの下落は、現在の水準でいったん止まると我々はみている。米国での新型コロナウイルス感染者数の増加ペースは鈍化した模様で、投機的なショート・ポジションがすでに積み上がったからだ。しかし長期的には、米国の債務残高に対する懸念も相まって、米国の超金融緩和政策は長期的な米ドル保有のさらなる解消につながるだろう。実質金利だけが米ドルの価値の決定要因ではないとはいえ、米ドルの実質金利が今回ほどに低かった2013年12月(-0.9%)には、ユーロ/米ドルは1.32で取引されていた。2021年9月までに、ユーロ/米ドルは1.22(1.20~1.25の中間値)までの上昇を予想する。

長期的な米ドル安トレンドに変わりはない。

米国の記録的に低いマイナス実質金利は、今後も金価格を支えるだろう。

金(Gold)

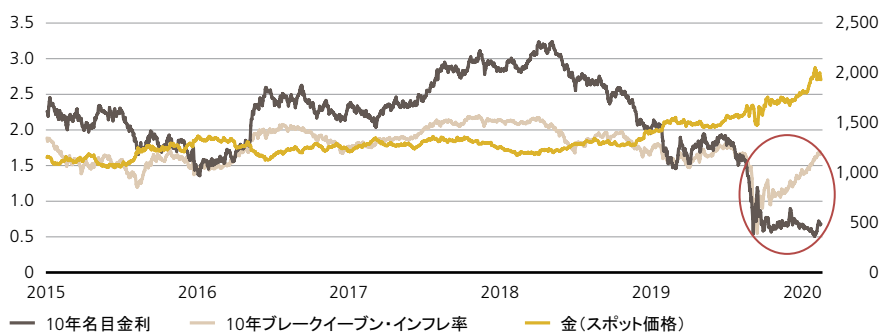
米ドルがパンデミックの初期段階で上昇したのとは反対に、投資家が債務を返済しようと流動資産を処分したために金価格は軟化した。しかし、実質金利が低下して金利がない資産を保有することによる機会費用が下がったことから、その後金価格は年初来で27%上昇し、8月は一時、過去最高値となる1オンス当たり2,051米ドルをつけるなど、2020年で最も高いパフォーマンスを上げた主要資産クラスの一つになった。

金価格は大幅に上昇したものの、FRBが名目金利を抑え続け、インフレ期待が上昇しているため、短期的には2,300米ドルまでの上昇もあり得ると我々はみている。特に、地政学的緊張が高まればその可能性は高まるだろう。

図表5

ブレイクイーブン・インフレ率のさらなる上昇は金価格の上昇をけん引する可能性が高い

米10年国債の名目金利とブレイクイーブン・インフレ率(%、左軸)、金のスポット価格(米ドル/オンス、右軸)



出所: ブルームバーグ、UBS (2020年8月20日現在)

新型コロナ、米大統領選挙、地政学

FRBストーリーは、リスク資産に対する我々のポジティブな見通しを裏付ける。だが短期的には、新型コロナに関するニュース、米大統領選挙の展開、米中摩擦といった市場の主要な変動要因とも相互に影響しあうだろう。

新型コロナウイルス

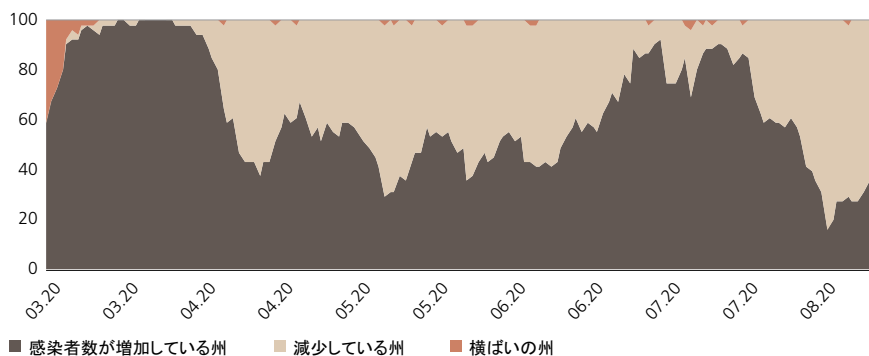
米国の感染拡大ペースは落ち着いてきている。

株式市場にとってのリスクの1つは、感染拡大の第2波によって全国規模の都市封鎖が再実施されるかどうかだ。しかし、先月述べたように、感染拡大のペースは3月よりも落ち着いてきているため、現状の医療体制で対応が可能だと考える。先月は、米国の感染拡大のホットスポットとなっていたアリゾナ州やテキサス州などで新型コロナの新規入院者数が過去最高を更新したことが話題となったが、このときすでに入院者数の増加率は減速傾向にあった。このトレンドは継続しており、図表7で示すように、入院者数の増加ペースは急速に低下している。政策対応には予測不能な部分もあるが、新型コロナの入院者数が減少している現状に鑑みると、全国的な都市封鎖が再実施されるリスクは低下していると考えられる。

図表6

米国の感染拡大は抑制されつつある

感染者数が増加、減少、横ばいの州の全体に占める比率(前週比、7日間の平均、%)

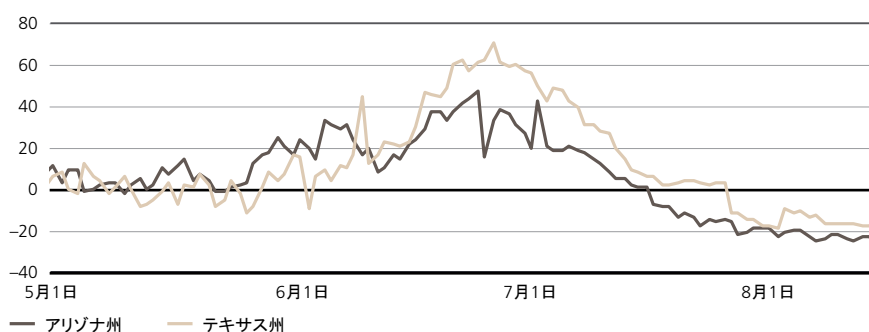


出所: マクロポンド、UBS (2020年8月17日現在)

図表7

医療体制の危機は後退している

新型コロナウイルス感染症入院患者数の変化率(前週比、%)



出所: The COVID Tracking Project、UBS(2020年8月17日現在)

もちろん、米国では感染再拡大が沈静化に向かう様相を呈している一方で、欧州では感染者数が増加に転じていることは確かだ。だが米国と同様に、欧州の感染も、医療システムの収容能力を超えるほどの規模とスピードで広がっていないと見られる。したがって、経済的な打撃が大きい措置を導入せずとも、地域的な都市封鎖等の感染抑制措置で感染拡大に対処することができるだろう。

景気刺激策で合意に至れば、米中対立や米大統領選が株価の重石となる可能性は低いだろう。

選挙と地政学

新型コロナ以外では、米議会で経済対策をめぐる「協議決裂」、米国大統領選挙、米中対立が短期的なリスクになる。

米国議会は9月まで夏季休会中であり、追加経済対策の議論は先送りされた。トランプ大統領は経済対策に関連する大統領令に署名したが、それだけではワクチンが入手可能になるまで経済回復を継続させることは難しい。とは言え、新型コロナウイルス支援・救済・経済安全保障法(CARES法)に基づく景気刺激策の効力が薄れる中、今後、政治的圧力が高まる見通しであり、我々は9月末までに追加経済対策法案が可決されるとの見方を維持する。

楽観シナリオへの道筋

開発中のワクチン候補は増え続けている。現在世界全体で臨床試験に入ったものは26種類で、このうち少なくとも5種類が有効性を検証する大規模な第3相臨床試験に到達している。直近で公表されたデータは概ね有効性を裏付けている。少なくとも5種類のワクチンで安全性が示され、初期(第1相)の対人臨床試験で有望な免疫反応が確認され、4種類が動物実験で疾病に対する予防効果を示した。今後数カ月で後期臨床試験段階に入るワクチンはさらに増える見通しで、ワクチンの開発パイプラインは一層拡充するだろう。

有効性を確認する最初のデータは早ければ今年の10-12月期に発表される可能性がある。良好な結果を示すデータが発表されれば、先頭集団の3種類のワクチンのうち少なくとも1つが条件付きで年内に米国市場で承認され、必要不可欠な労働に従事する人や非常に高リスクの人向けに緊急使用許可(EUA)が付与される見通しである。こうした展開になれば、政策当局や消費者に対しても、社会が早期に正常化に向かう可能性が示唆される。

経済活動の早期の正常化を実現するもう一つの道筋は、有効な「集団免疫閾値(HIT)」に関する一般的な認識が変わることである。私がここ数カ月にわたり指摘してきたように、データは、集団免疫閾値が当初推定されていた60-70%の水準よりも低いかもしれないことを示唆している。

- 第1に、ウイルス感染はウイルス自身と、それが活動する環境との相関関係にある。人々がソーシャルディスタンスやマスク着用、その他の安全措置を通して生活様式を変えるにつれ、実効感染率は低下し、HITも下がる。
- 第2に、多くのモデルが、人口は均質で人々は均一に交流するとの仮定に基づいているが、これは実状に当てはまらない。今月サイエンス誌に掲載された

ブリトン氏、ポール氏、トラップマン氏の論文は、年齢と活動レベルの違いを考慮に入れると、約40%の感染率で集団免疫が獲得できることを示している。人口の中での人々の差異を説明した、英ストラスクライド大学の別の研究では、ベルギー、イングランド、ポルトガル、スペインの集団免疫閾値が10-20%である可能性が示唆されている。

- 第3に、交差免疫(ある病原体に対して起きる免疫反応が、類似性の高い抗原に対しても起こりうる反応)を考慮すべきである。ロレンソ氏、ピノッティ氏、グプタ氏によるオックスフォード大学の研究では、他のコロナウイルスへの暴露(通常風邪など)から集団が獲得した交差免疫のレベルによって、集団免疫閾値が20%程度になる可能性が示唆された。
- 第4に、スウェーデンのカロリンスカ研究所の研究で、無症候または軽症の新型コロナ感染者の体内で活発なT細胞免疫が形成されていることが明らかになった。このことは、新型コロナ感染症に対する長期的な免疫獲得にとって重要な要素になりうる。

スウェーデンの一部、ロンドン、ニューヨーク、ムンバイではすでに感染率が20%以上に達している。これらの地域では、都市封鎖措置がほとんど継続されていないにもかかわらず新規感染者数が少なく、この事実が仮説の裏付けとなっている。とは言え、第1波の感染率が高かったマドリッドでは新規感染者数が最近増加している。このことは社会集団によってHITが異なる可能性を示唆している。

これらの科学的根拠が最終的な結論を導くわけではないが、以前の予想よりも集団免疫の獲得に近づいているならば、ウイルス感染拡大封じ込めに向けてワクチン投与が必要な人の数は想定よりも少なくなる可能性がある。地域的な封じ込め措置に加え、集団免疫の形成も、正常化の時期を早め、大規模な都市封鎖の再導入リスクを低下させる上で重要な要素になりうる。

これまでのところ、米中対立の再燃は、騒がれているほど実質経済に大きな影響を与えていない。米中は互いに政府高官に対して制裁を課し、トランプ大統領は米国居住者に対して、動画配信アプリの「TikTok(ティックトック)」および対話アプリ「微信(ウィーチャット)」を運営する中国企業との取引を禁じる措置を発表したが、両国とも1月に署名した貿易協定の第1段階合意は維持する姿勢を崩していない。トランプ大統領は先日、協定の現状に「非常に満足している」と述べている。

また、11月の米大統領選挙の結果が株式市場全体にマイナスの影響を及ぼすとは予想していない。民主党が大統領選に勝利し、上下両院の過半数を獲得した場合(Blue Wave)、増税が行われる可能性が高いが、この影響は財政支出拡大によって相殺されるだろう。トランプ大統領も支出拡大に前向きだ。現時点で、いずれかの党の圧勝を予想することは難しいため、ITセクターの中でも、規制対象外のセグメントなど、選挙戦からの影響を比較的受けにくい銘柄を推奨する。

投資アイデア

我々は、グローバル株式と一部のクレジット・セグメントの推奨を通じて、全体としてリスクオンの資産配分を維持する。

我々は、グローバル株式と選別したクレジット・セグメントを推奨することで、全体としてリスクオンのスタンスを維持する。未曾有の規模の流動性供給と景気刺激策が、今後も景気回復と資産価格を支えるだろう。景気回復につれて、対象の幅広いコモディティ指数も上昇すると予想される。

楽観シナリオ

楽観シナリオでは、ワクチンが予想よりも早期に実用化され、財政刺激策が拡大し、米中関係が現状を維持し、米大統領選挙の結果、大型増税や本格的な規制強化が回避される等の条件が重なり、株式のリスクプレミアムがパンデミック前の水準を下回ると想定している。この判断を踏まえ、2021年6月末のS&P500種株価指数の目標値を3,700ポイントと予想する。我々の推奨する投資方針は次の通りである。

株式の上昇に備えたポジション。

株式の上昇に備えたポジション: 世界経済が徐々に回復してくると、景気敏感株やバリュー株といった、反発局面で出遅れた割安のセクターがアウトパフォームするだろう。これまで長期的に他セクターを上回るパフォーマンスを上げてきた米国の中型株を推奨する。1999年12月から2019年12月までのS&P500種株価指数の年平均リターンは6.1%であったのに対し、ラッセル中型株指数は9.1%だった。またバリュー株の比率が高い英国株式、欧州の出遅れた銘柄、米国、欧州、アジアでの経済活動再開に伴う投資機会も推奨する。

新型コロナウイルスの感染拡大で加速した投資テーマの買い。

新型コロナウイルスの感染拡大で加速した投資テーマの買い: 今回のパンデミックによって、破壊的技術の採用が加速した。さらに、米中を中心に二極化されたテクノロジー・エコシステムの分断が進行している。このテクノロジーの分断は効率性の低下を招き、5G(第5世代通信)のような技術インフラのコストがさらに上昇し、インフラ関連企業は恩恵を得るだろう。しかし、時価総額が巨大なハイテク銘柄が大幅に上昇したため、こうした個別銘柄の保有比率が高かった投資家は、5Gのようなイネープリング・テクノロジー(実現技術)、中国のニューエコノミー、オートメーションとロボットなどへの分散投資を検討するとよいだろう。

さらなる米ドル安に備えるポジション。

さらなる米ドル安に備えるポジション: 5頁を参照。

表1:シナリオ別2021年6月の主要資産クラス目標水準および投資アイデア

		楽観シナリオ	基本シナリオ	悲観シナリオ
投資アイデア	トップ3の投資アイデア	1. 株式市場の上昇に備えたポジション(一部のバリュー株と景気敏感株) 2. 新型コロナウイルスの感染拡大で加速した投資テーマ(例:デジタル・トランスフォーメーション)の買い 3. さらなる米ドル安に備える	1. グリーン・リカバリー(持続可能性)関連銘柄の買い 2. 利回り物色(高配当銘柄とクレジット) 3. 非伝統的資産に投資機会を求める(コモディティ、プライベート市場)	1. 金(Gold) 2. 段階的な株式購入(相場変動を利用する) 3. 「選挙戦の戦士(campaign warriors)」銘柄で米大統領選挙を乗り切る
シナリオ	概要	先進国のGDPは2021年末までにパンデミック前の水準に戻る。 社会活動は2020年末までに完全に正常化する。 ワクチンが2020年末までに広く行き渡る。 米中貿易紛争の現状維持と米大統領選挙の結果は経済成長を損ねない。 各国中央銀行は金融緩和政策を維持する。 実質金利は今後12カ月間で低下する。	先進国のGDPは2022年にパンデミック前の水準に戻る。 社会活動は2021年半ばまでに完全に正常化する。 ワクチンが2021年第2四半期末までに広く行き渡る。 政治的非難の応酬が激化して米中間の貿易紛争は悪化するが、経済成長を腰折れさせるほどではない。 各国中央銀行は金融緩和政策を維持する。 実質金利は今後12カ月間で安定ないし若干低下する。	都市封鎖の再実施の影響で、先進国のGDPの完全回復は2023年にずれ込む。 社会活動は2021年後半までに正常化する。 ワクチンが広く行き渡るのは2021年半ば以降となる。 各国中央銀行は経済的打撃を抑えるために流動性を追加供給する。 米中間の関税合戦再燃、あるいは米国議会における財政的行き詰まりで経済成長が阻害される。 デフレ懸念により 実質金利は今後12カ月以内に若干上昇する。
資産クラスへの影響	現在値*			
(2021年6月末の目標)	S&P500種株価指数	3,395	3,700	3,500
	ユーロ・ストックス50指数	3,306	3,900	3,600
	MSCI新興国指数	1,105	1,250	1,180
	SMI指数	10,275	11,500	11,000
	米国投資適格債スプレッド**	98 bps	80bp (トータルリターン:+1%)	100bp (トータルリターン:+1%)
	米国ハイイールド債スプレッド**	526 bps	400bp (トータルリターン:+8%)	550bp (トータルリターン:+2%)
	EMBIグローバルスプレッド**	421 bps	280bp (トータルリターン:+12%)	375bp (トータルリターン:+6%)
	ユーロ/米ドル	1.19	1.25	1.21
	金(Gold)	1,994米ドル/オンス	1,600~1,700米ドル/オンス	1,900米ドル/オンス
				2,200~2,300米ドル/オンス

* 2020年8月19日現在のスポット価格

** 市場がストレス状態にある場合には、クレジットのビッド/オファー・スプレッドは拡大し、変動幅が広がる傾向がある。パーセント表示の変化率は、表示されているスプレッド水準におけるトータルリターンを示す。

注:上記資産クラスの目標水準は、それぞれのマクロ経済シナリオの前提条件を根拠とする。各資産クラス価格は、マクロ経済シナリオに反映されていない要因の影響を受けることがある。

出所:UBS(2020年8月現在)

基本シナリオ

ワクチンが2021年第2四半期以降、広く行き渡り、感染拡大は緩やかな活動制限で対処可能な水準に抑えられると想定している。さらに、金融緩和策と財政刺激策が若干拡大することで、経済活動は2022年までにパンデミック前の水準に戻るだろう。新型コロナウイルスをめぐるこうした動向に加え、金利が過去最低水準で推移することで、株式のリスクプレミアムはパンデミック前の水準に戻るだろう。以上を踏まえ、2021年6月末のS&P500種株価指数の目標値は3,500ポイントと予想する。このシナリオでの投資方針は次の通りである。

グリーン・リカバリーの買い。

グリーン・リカバリーの買い:環境、社会、ガバナンス(ESG)原則に従うファンドの運用資産残高は1兆米ドルを超え、サステナブル投資に向けた長期的な資金シフトが起きていることが分かる。この動きは新型コロナウイルス感染症のパンデミックによって加速化しており、世界各国の政府もグリーン・リカバリーを重視している。我々はグリーンボンド、国際開発金融機関(MDB)債、国連の「持続可能な開発目標(SDGs)」関連のテーマなどを推奨する。

利回りを追求する。

利回りを追求する:クレジット・スプレッドが縮小したため、我々は米国ハイイールド債への推奨方針をニュートラルへと切り替えたが、超低金利環境下でのインカム創出の一手段として、クレジットの一部にはまだ投資妙味があると見ている。具体的には、米国投資適格債、米ドル建て新興国国債、欧州クロスオーバー債、グリーンボンド、アジアのハイイールド債などを推奨する。通貨市場では、高利回りのアジア通貨(インド・ルピー、インドネシア・ルピア)と景気に敏感な通貨(シンガポール・ドル)を推奨する。利回り獲得の源泉として、魅力的かつ安定的な配当を続けている銘柄への選別投資を推奨する。

プライベート・エクイティへの分散投資。

プライベート・エクイティへの分散投資: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)への投資は、ポートフォリオ内で重要な役割を果たす。今後は、伝統的資産への投資からのリターンが過去10年に比べると低下すると予想されるため、プライベート・エクイティをはじめとするオルタナティブ資産を加えることで、ポートフォリオの分散を進めつつリターンを高められる可能性がある。過去の実績を振り返ると、プライベート・エクイティは市場が混乱した後には平均以上のリターンを実現してきた。現時点では、ディストレス証券への投資、すなわち苦境に陥っている会社の債券または株式を割安価格で購入する投資に特化しているマネジャーを有望とみている。さらに、プライベート市場を利用することで、投資家はヘルステクノロジー、バイオテクノロジー、オンライン教育、フードデリバリーなど、新型コロナのパンデミックで加速している分野への投資も可能となる。

悲観シナリオ

悲観シナリオでは、全国規模のロックダウン、米大統領選挙後の政治的行き詰まり、追加財政刺激策の限界、ワクチン開発の遅れ、新たな関税引き上げやハイテク企業の締め出し強化等の米中対立激化などが想定され、2021年6月末のS&P500種株価指数は2,800までの下落を予想する。我々の推奨する投資方針は次の通りである。

金には十分な下支え材料がある。

購入価格を平準化。

Campaign Warriors(選挙戦の戦士)銘柄。

金(Gold):6頁を参照されたい。

購入価格を平準化:投資タイミングを誤るリスクを懸念している投資家向けには、短期的な相場の落ち込みの影響を低減しながら長期のポジションを徐々に積み上げるドルコスト平均法を勧める。

Campaign Warriors(選挙戦の戦士)銘柄:米大統領選の結果に左右されない投資機会。ポートフォリオから政治の影響を排除しようとする投資家も多いだろう。我々の「共和党圧勝」、「民主党圧勝」の銘柄バスケットのいずれも望まない投資家は、米大統領選挙による影響を受けにくい「選挙戦の戦士」銘柄に目を向けることができる。通信サービス、生活必需品関連企業、規制対象として注目されていないITセクターの一部などがこれに該当する。



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、新型コロナからの回復の次の段階における経済と市場見通しが議論のテーマとなった。

- 経済が正常化し、その水準を維持できるかどうかは、主にワクチンの開発にかかっているという点で参加者は意見が一致した。
- ただし、ワクチンが幅広く入手可能になるまでに、各国の経済成長を支えられるだけの十分な支援が中央銀行と政府から得られるかが主な懸念として指摘された。今後数年はこうした支援が必要との見方で参加者は概ね一致した。同時に、債務残高が拡大し、あるいはインフレ率が上昇すると、政策決定者たちによる景気刺激策の縮小タイミングが早まるリスクがあるという見解も一致した。
- 実質金利の低下によってリスク資産の反発が支えられたこと、そして中央銀行による債券等の購入と金融抑圧策によって債券市場の暴落は食い止められるだろうという点では概ね同意見であった。

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)が作成したりサードレポートをもとに、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ありますが、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場合があります。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・アドバイザー株式会社 関東財務局長(金仲)第898号