

# 「セル・イン・メイ」よりも投資継続

## Weekly Global

Mark Haefele, Chief Investment Officer Global Wealth Management, UBS AG

### 今週の要点

#### 景気回復で株式に一般の上振れ余地

S&P 500 種株価指数は先週、一時反落し、5月4日の日中の下落率が最大1.5%に達した。イエレン財務長官が金利上昇もやむを得ないと発言したことが売り要因となった。一方、前日3日に発表されたISM製造業購買担当者景気指数は、2つの面で市場の失望要因となった。成長モメンタムの失速と、インフレ圧力の上昇だ。こうしたことから今後市場のボラティリティが高まることが予想されるが、その一方で、経済および政策の見通しは引き続きリスク資産を下支えしている。金融政策については、イエレン財務長官がその後、先日の発言について、利上げを予想したわけでも推奨したわけでもないとの説明し、金融政策の決定を下すのは米連邦準備理事会(FRB)であると述べた。またFRB高官は、金融緩和を後退させる議論が出ていないことをあらためて強調した。4月の非農業部門雇用者数は前月比266,000人増と、市場予想(100万人程度)を大きく下回ったため、テーパリング(量的緩和の縮小)への圧力が緩和した。この雇用者数の数字は、好調な経済の中で労働力が不足していることを示唆しているとみている。こうした状況から、経済成長が加速する中においても景気刺激策は今後も継続されるものと我々は予想しており、シクリカル(景気敏感)セクターを中心にリスク資産の追い風となるだろう。S&P500と世界株式は、週の半ばに一時反落したものの、共に史上最高値で週を終えた。

*要点: 世界経済の回復が広がる中、金融やエネルギーなど、バリュー株及びシクリカルセクターの上振れ余地が最も大きいとみる。低金利が続いていることから、利回りを追求する動きが強まるだろう。*

#### パンデミックは一部悪化するも、経済は徐々に再開

先週はパンデミック関連で2つの懸念材料が生じた。ひとつはインドで新型コロナウイルスの新規感染者数が過去最多を記録したこと、もうひとつは2回のワクチン接種を終えた人がウイルスに感染したという報道だ。ワクチン接種後に罹患する「ブレイクスルー感染」が確認されたことで、変異株に対するワクチンの有効性への不安が浮上しているが、我々はそうした懸念は行き過ぎであると考えている。第1に、どのようなワクチンでも予防効果は100%ではないため、ワクチンが効かない症例は予想されることである。インドの感染状況は深刻ではあるが、インド医療研究協議会によると、2回のワクチン接種を終了した人の陽性率は0.05%未満であると報告されている。第2に、ワクチン開発企業のデータによると、ワクチンは変異株に対しても有効であり、微調整することで有効性を高めることも可能であるという。最後に、ジョンズホプキンス大学のデータによると、前週比の感染者数は減少に向かっており、世界の感染拡大の波がピークを迎えつつある兆しが表れている。ブラジル、トルコ、イタリアなどの国々では、新規感染者の増加曲線が緩やかになりつつある。このため、新型コロナウイルスをめぐる国別の状況は、ボラティリティ(相場の変動)を増大させる要因とはなるものの、株式の強気相場の幕切れにはつながらないと予想している。

*要点: コロナ感染状況の悪化がリスク資産のボラティリティを高める状況はしばらく続く可能性がある。こうした一時的に不透明感が高い局面においては、中長期的な観点からエクスポージャーを構築することを勧める。*

### 今週の動き

1. **ワクチン接種の進展は欧米のセンチメントを押し上げるか?** 米国の小売売上高は、経済の再稼働とワクチン接種のペースが加速する中で、個人消費の強さを占う指標となる。一方、ドイツとユーロ圏を対象にしたZEW景況感指数は、ロックダウンが徐々に解除される中で投資家の思惑を測る材料になる(訳注:11日に発表された5月独ZEW景況感期待指数は84.4と、2000年1月以来の高水準)。繰延需要と金融緩和策が両指数を下支えすると考えている。
2. **インフレ上昇はFRBの頭痛の種になるか?** 米国の4月の消費者物価指数はコンセンサス予想で前月比100ベースポイントの上昇が予想されている。インフレが上昇する中でFRBが金融緩和スタンスを維持するかどうか注目が集まっている。
3. **地政学的緊張はリスク資産の足かせとなるか?** オーストラリアと中国との関係悪化を機に、中国と貿易相手国との対立構造が再浮上している。関係悪化がリスク資産へのセンチメントを損なうかどうか注目が集まるだろう。

### 「セル・イン・メイ(5月に売り逃げ)」は勧めず

世界株式は年初来 9.9%上昇し、史上最高値をつけている。こうした状況下、市場の格言に従い、「5月に売り逃げ」したくなる投資家もいるだろう。歴史を振り返ると、この格言を裏付ける例が散見される。例えば欧州では、6月の株式市場リターンがマイナスとなった年の割合は過去15年間で80%に上る。しかし我々は、分散して投資を続ける方が得策であると考えます。まず、5月の売り戦略はすべての市場や期間に当てはまるものではない。米国市場では近年、投資を継続する手法が5月に売る戦略をアウトパフォームしてきた。また、中国株は2017年と2020年の両年において5月から10月にかけて20%以上上昇したのに対し、ユーロ圏株式は2013年の同期間に10%上昇した。景気回復と企業収益の伸びが急激に加速していることから、今年は特に「セル・イン・メイ」戦略の効果が薄れる可能性がある。最後に、市場への参入のタイミングを見極めるのは困難である。5月に売って、その後買い戻すということは精神的に難しく、特にその間に市場が上昇した場合はなおさらだ。しかも、足元の環境下では、長期の現金保有は高くない。

*要点: ボラティリティの上昇に備えつつ、投資を継続し、投資先を分散し、資産計画を管理することを勧める。*

## 深読み

# 「セル・イン・メイ」よりも投資継続

Mark Haefele

グローバル・チーフ・インベストメント・オフィサー

株式市場は 2020 年 3 月の底値から大幅に回復した。S&P500 種株価指数は 24 営業日で 34% 下落し、過去最速で弱気相場入りした後、2020 年の最安値から 88% 上昇し、今や史上最高値水準の 4,200 台で取引されている。

5 月を迎えた今、過去の例から見て、1 年のうちで株価が上昇しにくいとされる時期に突入した。主要株価指数が続々と最高値を更新し、センチメントの指標に過熱感が見られ、新型コロナウイルスの変異株をめぐる懸念が広がる中、「5 月に売り逃げる」の格言に従いたくなる投資家もいるだろう。

5 月の売りは、5 月から 10 月にかけて株価が低迷しやすいことを前提としている。歴史を振り返ると、この相場格言を裏付ける例が見受けられる。例えば、欧州では過去 15 年間の 80% において、6 月のリターンがマイナスだった。このため、5 月の売り戦略(5 月初めに株式を売却し、現金を保有して秋に市場に改めて参加)が投資継続戦略をアウトパフォームしてきた。

しかし、今後数カ月はボラティリティが高まる局面が繰り返し見られると予想されるものの、我々は、次のような理由から投資対象を分散して投資を継続する方が 5 月の売り戦略より得策と考えている。

### 1. 5 月の売り戦略はすべての市場に当てはまるわけではない。

5 月の売り戦略は欧州では効果をあげたが、米国市場では近年、投資継続戦略の方がアウトパフォームしてきた。グロース銘柄の比重が高い米国市場の市場構成がアウトパフォーマンスの一因である。S&P500 に占めるテクノロジー・セクターのウェイトが 27% に上昇したのに対し、MSCI 欧州ではわずか 8% に留まっている。米国市場への参入時期を季節的な要因から見極めようとするれば、2008~09 年の世界金融危機以後の強気相場におけるグロース株のアウトパフォーマンスを逃していただろう。

5 月から 10 月にかけての株式リターンは市場によってかなりばらつきがあるが、1 つの市場でも年によってかなり変動がある。例えば、中国株は 2017 年と 2020 年の両年の 5 月から 10 月にかけてそれぞれ 20% 以上上昇したのに対し、ユーロ圏株式は 2013 年の同期間に 10% 上昇している。

### 2. 今年は例年と異なる可能性がある。

夏場のリターンは年によってかなりばらつきがある。現在の環境では、株価がまもなくピークを迎えるかと予想するのは時期尚早かもしれない。財政刺激策の効果に加え、アフターコロナを見据えた消費者と企業の需要反発は米国を中心に非常に高い成長につながっており、そうした状態が今後何カ月も続く可能性が高いと考える。このような経済環境は予想を上回る企業利益の回復につながり、米国の第 1 四半期の利益の伸び率は 45% を超えるとみられる。よって、株価には一段の上昇余地があると考えている。

昨年からの経験は、5 月に売っていたらパンデミックの安値からの重要な回復局面を逃していたことを示している。3 月の底の約 1 カ月後には、世界の株式(MSCI オールカントリー・ワールド指数)は既に 25% 回復していた。その後、2020 年 5 月から 10 月にかけて、さらに 12% 上昇した。

### 3. 市場に参加する時期を見極めることは困難であり、高くつくおそれがある。

昨年、米国の株式市場は過去最も短期間で弱気相場入りしたが、回復も史上最速だった。これは、市場に参加するタイミングを見極めようとすると、多大な機会コストが発生しうることを示す好例である。5 月に売った投資家が後で買い戻そうとしても、特にその間に相場が上昇してしまうと、秋になって市場に再参入するのは精神的に難しい。すると再投資の決断が遅れ、さらに状況が悪化するおそれがある。

しかも、現在の環境では、長期の現金保有は高くつく。名目金利がインフレ率を下回る中では実質金利はマイナスであり、現金はポートフォリオの足かせとなる。売却と再投資には取引コストがかかり、キャピタルゲイン税が課せられる場合もある。投資を継続すれば、税引き前のポートフォリオによる複利効果が期待できる。

5 月を迎え、投資家にはボラティリティの上昇に備えていただきたい。ただし、「5 月に売り逃げる」ではなく、投資の継続と次の 3 つの行動を勧める。第 1 に、資産面における長期計画の見直し、第 2 に、主要なテーマ、地域、オルタナティブ投資を含めた各種資産クラスへの分散投資である。リフレッシュとグロース銘柄を含めた戦略は市場のローテーションに逆行した場合のリスク軽減に寄与するだろう。第 3 に、ボラティリティを活用した投資、分散化、プロテクションの検討である。

## 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。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。

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、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。また UBS では税務、法務等の助言は行いません。

## 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。これらの株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されています。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、直接的にご負担いただく手数料として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)(国内投資信託の場合、最大 2.20%(税込、年率)。外国投資信託の場合、最大 2.75%(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)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 0.5%または 0.5 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 1%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。

#### **その他のご留意事項**

当社の関係法人である UBS AG および UBS グループ内の他の企業(またはその従業員)は随時、本資料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、本資料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。

© UBS 2021 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