

# UBS House View

Monthly Letter

2021年1月14日  
Chief Investment Office GWM  
Investment Research

## 株式相場は行き過ぎか？

我々のフレームワークに照らすと、足元の上昇相場の一部はバブルの様相を呈し始めている。だが、確かに投機は一部に見られるものの、株式市場全体はバブルではないとみている。

## 債券市場はバブルか？

見方によっては、債券市場はバブルと言えるかもしれない。ただし、各国の中央銀行は自らの金融政策を維持するためにほとんど無制限の能力を有している。

## 「根拠なき熱狂」か？

暗号資産(仮想通貨)に投機の行き過ぎの兆候が見られる。また新規株式公開(IPO)市場が20年ぶりの活況を呈し、特別買収目的会社(SPAC)は過熱した状況にある。しかし、いずれもシステミック・リスクを呈してはいない。

## 資産配分

リスクオンのスタンスを維持する。最近の好調なパフォーマンスを受けて英国株式への推奨を中立に戻し、新興国株式を推奨する。



Mark Haefele  
Chief Investment Officer  
Global Wealth Management

## スパークルとバブル

私の髪にはやや白髪が交じっているが、世の中には親しみを込めてこれをスパークル(銀髪)と呼んでくれる人もいるのは嬉しいものだ。もし読者の中にもスパークルがある方がいれば、恐らく市場バブルを何回か経験したことがあるだろう。スパークルになるような経験から私が学んだのは、安い資金調達コスト、投資のしやすさ、投機への意欲、そして技術的または政治的な「火花(スパーク)」といった市場環境が、バブルに結びつきやすいということだ。今日は、こうした条件が存在している。

債券価格があまりにも上昇し、グローバル債券全体のおよそ4分の1はマイナス利回りで見られる。某米電気自動車(EV)メーカーの時価総額は今や、欧州、日本、米国に上場している主要自動車メーカーの合計よりも大きい。米国の新規株式公開(IPO)市場は20年以上ぶりの活況を呈しており、公開初日のパフォーマンスは平均で40%に達するほどだ。特別買収目的会社(SPAC)は、新規上場企業への投資家の需要を利用し、2020年には700億米ドル以上を調達した。これは過去10年間の合計金額よりも大きい。また、ビットコインの価格はわずか3カ月で4倍近くに上昇した。

昨年、我々は超低金利と政府の景気刺激策により、投資家は「株式に代わる投資対象はない」という考え方を受け入れざるを得なくなるだろうと指摘した。この考えは今や広く受け入れられるようになり、個別銘柄では投機的なバブルが発生している。しかし、すでに金融政策が緩和的になっているところに新たな財政刺激策が加わると、株式市場全体は債券よりもなお魅力的に見える。したがって、我々はリスクオンのスタンスを維持する。

とはいえ、推奨銘柄については、2020年の勝ち組(とりわけ米国の超大型株)からバリュエーションの相対的に低い新興国株式へと重点を移す。さらに、ここまで高パフォーマンスを上げてきた英国株式への推奨を中立に戻す。債券では、低金利の継続を背景に米ドル建て新興国債を、また米国以外の投資家

本稿はUBS AGが作成した“UBS Monthly Letter: Sparkles and bubbles”(2021年1月14日付)を翻訳・編集した日本語版として2021年1月25日付でリリースしたものです。本レポートの末尾に掲載されている「免責事項と開示事項」は大変重要ですので是非ご覧ください。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。

向けには、アジアのハイイールド債をそれぞれ推奨する。長期グロース株(成長株)については、引き続き5G(第5世代通信)、フィンテック、グリーンテック、ヘルステックへの分散投資とプライベート市場への分散投資が、優れた投資機会を提供すると判断する。

相場が永久に上昇し続けることはないことから、数カ月後には金融政策の反転、株式のバリュエーションの上昇、パンデミック後の景気回復の遅れ、といったリスクに十分注意を払う必要が出てくる。

本レターのここからのセクションでは、現在の市場に見られるバブルの可能性について我々がこれまで受けてきた主な質問にお答えする。わずか1年前は、市場が暴落しようとする直前で、投資家は今日とは異なる課題に直面していたように思われる。だが投資家は感情をコントロールし、分散投資を行い、慎重に状況を監視する姿勢を維持すれば、資産を守り育てることができるだろう。

	株式	国債	暗号資産(仮想通貨)	IPOとSPAC(特別買収目的会社)
伝統的指標で評価し、価格は高いと判断するか？	高い。株価収益率(PER)で見た株式のバリュエーションは高い。	高い。金融抑圧の影響で、債券価格が経済成長率とインフレ率の予測値から試算される適正水準以上に押し上げられている。	高い。従来の指標は適用できないが、3カ月で4倍は行き過ぎに見える。	高い。IPO初日の株価上昇率とSPACによって調達される金額から見ると高い。
現在価格は将来の価格上昇を織り込んでいるか？	織り込んでいない。バリュエーションは債券利回りと比較すると妥当な水準と考えられる。長期の期待リターンは低い。	織り込んでいない。中央銀行を含め、価格上昇を期待して国債を保有する投資家はほとんどいない。	織り込んでいる。投機が価格上昇をけん引しているようだ。	織り込んでいる。IPO初日のパフォーマンスは過去およそ20年で最も高い。
取引に高いレバレッジが使用されているか？	使用されていない。信用取引に伴う貸し出しは現在過去平均よりも低い。	使用されている。中央銀行のバランスシートは2020年に8兆米ドル増加した。	使用されていない。ボラティリティ(変動率)が高いので、レバレッジをかけにくい。	使用されていない。IPOは通常レバレッジによって資金調達されない。
投資家は「先取り買い」を行っているか？	行っている。コール・オプションの量は多い。	行っている。各国の中央銀行は、既に金融緩和と政策継続の方針を示している。	行っている。市場全体は事実上「先取り買い」市場である。	行っている。SPACは事実上、将来の投資機会に対する「先取り買い」に他ならない。
市場には新規参加者が増えているか？	増えている。デジタル・プラットフォーム上の新規口座開設と個人投資家からの資金流入の比率が高まっている。	増えている。各国の中央銀行は自国国債の持分を増やしている。FRBは米国債の24%を保有しているが、これは2009年の9%よりかはるかに高い。	増えている。新規ウォレット(シークレットキーを保管・管理するためのソフトウェア)の増加は市場参加者の増加を示唆している。	増えている。SPACへの資金提供者には、現在は政治家や有名人が含まれている。
市場センチメントは全体的に強気か？	強気である。全米個人投資家協会(AIIB)によると、投資家センチメントの強気/弱気センチメントは、平均の2倍以上(1990年からの平均8に対して19)。	強気ではない。金利上昇期待がコンセンサスである。	強気である。暗号資産の投資家は、ほぼ全員が価格上昇またはユーザー数の拡大を予想している。	強気である。SPACは2020年に記録的な金額を調達した。
金融引き締めでバブルがはじける可能性があるか？	ある。債券利回りの上昇または政策金利の引き上げにより、バリュエーションの魅力が低下すると思われる。	ない。各国の中央銀行自身がバブルの工程をコントロールできる。インフレ率の上昇は当分先と思われる。	ある。利上げは大きな脅威にはならなさそうだが、規制や税制はリスクとなる可能性がある。	ある。債券利回りの上昇はIPOやSPAC市場で大きな割合を占めているグロース株の魅力が減退させる可能性がある。

出所:UBS

## どこにバブルが見えるか？

十分な酸素と熱、そして燃料の「ファイヤー・トライアングル(燃焼の3要素)」に火花(スパーク)が加わると着火する。*Boom and Bust: A Global History of Financial Bubbles*(仮訳:相場急騰と暴落:金融バブルの世界史)で、著者のウィリアム・クインとジョン・D・ターナーは、金融市場にも同じような原則が当てはまると主張する。十分な市場性があり、資金調達環境が緩和的で、投機への意欲があり、そこに技術的または政治的な火花があれば、市場バブルが発生する前提条件が整うことになる。

今日、バブルが発生する前提条件はすべて整っている。

今日、バブルの前提条件はすべて整っている。資金調達コストは歴史的に低く、新たな市場参加者は増え続けており、貯蓄が積み上がる中で伝統的資産から見込めるリターンが低いいため、投機的な活動に取り組む手段と欲望が生まれているからだ。同時に、デジタル化が加速した結果、技術変革に関する魅力的なストーリーが語られ、債務水準が上昇して、資産市場を支えようとの政治的動機が生まれている。

以上のように、ある程度のバブルが発生する環境は整っている。バブルが発生している時にそれを見つけ出すのが実に難しいことは、わざわざ説明するまでもないだろう。だが我々は、経済歴史学者のチャールズ・キンドルバーガーとヘッジファンド運営会社ブリッジウォーター・アソシエーツのレイ・ダリオが、根拠なき熱狂について整理した枠組みを利用して、過去のバブルに関する多数の特徴を上表にまとめ、今日のさまざまな資産への適用を試みた。

要約すると、株式市場全体がバブル状態にあるとは考えられないが、暗号資産(仮想通貨)には根拠なき熱狂の兆候が見え、IPOとSPAC市場は過熱している点を指摘しておきたい。国債は多くの指標からバブルにあると考えられるが、これを支えているのは政策決定当局自身なので、「はじける」可能性は低い。

## 株式市場はバブルか？

懸念材料はいくつかあるものの、我々は株式市場全体をバブルとは考えない。

懸念材料はいくつかあるものの、我々は株式市場全体をバブルとは考えない。

2020年には米国株式のリターンが21%、グローバル株式が16%上昇し、株式市場は株価収益率(PER)で見ると割高に見えるようになった。S&P500種株価指数は、予想PERが22.5倍、ナスダック総合指数は同33.5倍で取引されている。1880年以来、米国株式市場の景気循環調整後PER(CAPE)は、1929年と1999~2000年の時にしか上がっていない。いずれも株価暴落の直前期である。

市場には新規参加者が増えている。

我々のフレームワークに照らすと、現在の上昇相場にバブルの特徴を示す要素も混在している。今回の上昇と同時に市場への新規参加者が増えている。株式取引や暗号資産(仮想通貨)取引用アプリを提供するプラットフォームは、2020年にユーザー数の増加が300万人を超え、株式購入層の拡大に貢献している。現在は、個人投資家が米国株式注文の20%と、2010年のわずか10%から拡大しており、銀行、ヘッジファンド、ロングオンリーのファンドを合わせた金額に相当する勢力にまで拡大した。

図表1

ナスダック予想PER  
(単位:倍)



出所:リフィニティブ・データストリーム(2021年1月6日現在)

図表2

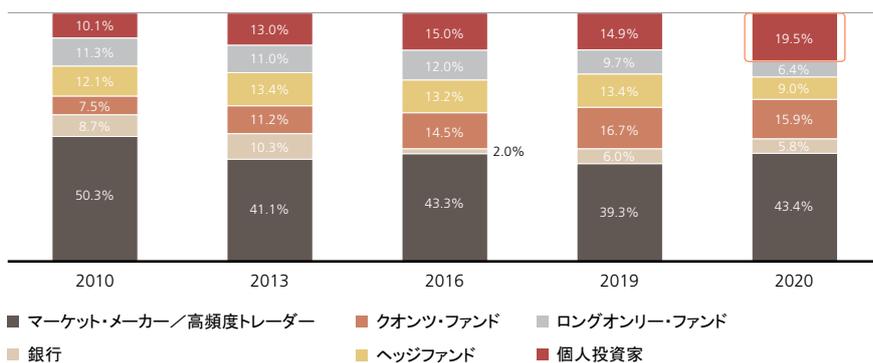
S&P500種株価指数予想PER  
(単位:倍)



出所:リフィニティブ・データストリーム(2021年1月6日現在)

図表3

米国: 株式市場への資金流入  
(投資家タイプ別)



出所:ブルームバーグ、UBS(2021年1月現在)

オプション取引とSPAC市場の成長も「先取り買い」の意欲を示している。

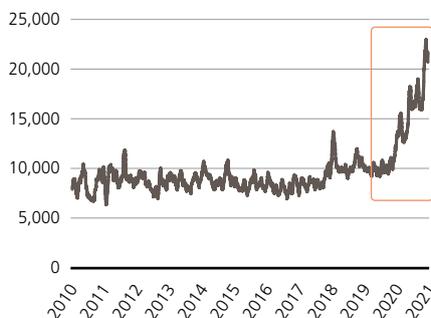
オプション取引とSPAC(特別買収目的会社)市場の成長も「先取り買い」の意欲を示している。コール・オプションの取引量は2020年を通じて倍以上に膨れ上がり、プットコール・レシオは強気の市場センチメントの広がりを示唆している。これは、株式市場への資金流入によっても裏付けられている。グローバル株式への資金流入の動向を見ると、12月16日に終了した1週間では464億米ドルと、11月11日につけたばかりの450億米ドルを上回った。過去3カ月の株式市場への資金純流入額は、1月11日現在で2,130億米ドルに達していた。

しかし、こうしたシグナルは監視していく必要があるが、我々は以下の理由から株式市場全体をバブルとは考えていない。

第1に、レバレッジ(借り入れを利用し、自己資金を上回る規模の投資を行うこと)は、急速に高まっても不思議ではないにもかかわらず、現在のところ抑制されている。2020年は、1年を通じて株式市場が大きく変動し続けたため、ヘッジファンドやリスク・パリティ戦略ファンドが相場上昇の間にレバレッジを追加しにくかった。しかしここに来て、レバレッジ上昇の兆候が見えている。一方、S&P500種株価指数の時価総額に対するマージン・デット(証拠金債務)の割合は、過去10年平均よりも低い。

図表4

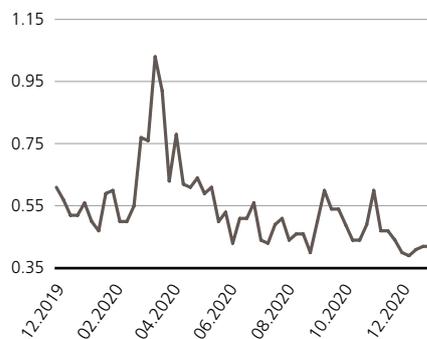
コール・オプションの取引量  
(単位:1,000枚、20日移動平均)



出所:ブルームバーグ、UBS(2021年1月11日現在)

図表5

CBOEプットコール・オプション取引  
量比率  
(週次)



出所:ブルームバーグ、UBS(2021年1月11日現在)  
CBOE=シカゴ・オプション取引所

図表6

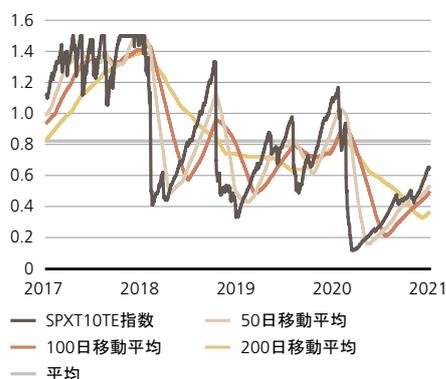
S&P500種の時価総額に対する  
マージン・デット  
(証拠金債務、%)



出所:ブルームバーグ、UBS(2021年1月11日現在)

図表7

リスクパリティ・ファンドのインプラ  
イド・エクイティ・レバレッジ



出所:ブルームバーグ、UBS(2021年1月11日現在)

巨大ハイテク銘柄の急騰を除くと、2020年のS&P500種株価指数は6%しか上昇しなかった。

第2の理由は、過去の実績に照らすと、市場の大部分のバリュエーションは高くない。例えば、S&P500種株価指数は、FAAMNGといった巨大ハイテク銘柄を除くと、昨年は6%しか上昇しなかった。

ITとIT関連の一般消費財を除くと、グローバル株式の予想PERは20.2倍から17.7倍に低下する。景気循環調整後PERは、米国を除く主要市場で軒並み長期平均に近いか下回っている。米国はバリュエーションが巨大ハイテク銘柄の影響で高めになっている。

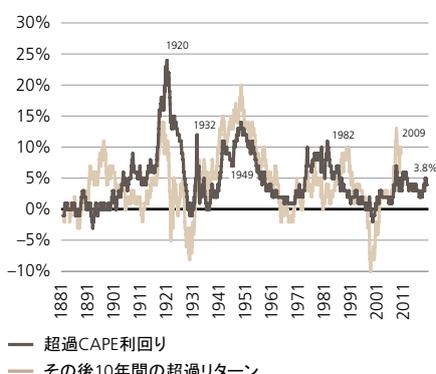
低金利という背景を考慮すると、株価指数のバリュエーションは、さらに妥当に見える。

第3に、低金利という背景を考慮すると、株価指数のバリュエーションは、さらに妥当に見える。ノーベル賞受賞者であるロバート・シラーの「超過CAPE利回り」は、予想ベースの債券に対する株式の超過リターンをおよそ3.8%と、長期平均並みを示している。株式リスクプレミアム(ERP)アプローチ、すなわち株式益利回りとベンチマーク利回りとの比較を行っても、株式は債券よりも割安に見える。

もちろん、正常な経済環境の下では、株式以外の市場でバブルが崩壊すると経済状況全般が悪化し、株式市場にも(仮に株式市場がバブルではなかったとしても)悪影響を及ぼすだろう。しかし、今日バブルを経験しているかもしれない市場(暗号資産など)は、金融システムとそれほど密接な関係があるようには見えず、とりわけ資本集約的でも労働集約的でもない。したがって、このような市場でバブルが崩壊したとしても、経済全般が低迷する事態や、企業利益が幅広く影響を受ける事態は回避されるだろう。

図表8

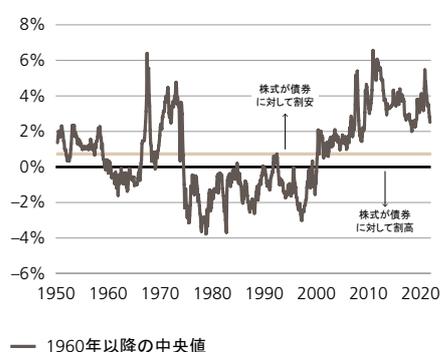
超過CAPE利回りとその後10年間の年率トータル超過リターン



CAPE＝景気変動調整後のPER  
 超過CAPE利回りは、S&P500種株価指数の景気循環調整後の利益を株価で除して、米10年国債利回りを差し引いて求める。  
 出所：R・シラー、UBS(2021年1月11日現在)

図表9

株式リスクプレミアム  
 (1960年以降の中央値)



出所：ファクトセット、UBS(2021年1月11日現在)

国債市場はバブルに陥っているのか？

債券バブルの議論は新しいものではない。米10年国債利回りは1980年代前半以降、長期低下傾向にある。しかし、2020年には、景気回復を支えるために世界中の中央銀行が発行した紙幣が8兆米ドルを超えたため、ここに来て債券市場バブルの懸念が高まっている。

我々の想定する中期的な投資期間において、各国中央銀行に超低金利政策を変えさせる環境が整うとは思えない。

見方によっては、現状はバブルと言えるかもしれない。新たな市場参加者(中央銀行)が増えており、中央銀行のバランスシートは拡大し、投機の要素(金融緩和が今後も続くという意味で)が増え、中央銀行は超低金利政策継続の方針を示し、価格は記録の水準に達しているからだ。他のバブルは、市場センチメントの急激な変化、新規資金の欠乏、あるいは規制の変更などによって崩れやすいのに対し、中央銀行は、自らが適正だと見ている限り、政策をほとんど無制限に維持する能力を持っている。

したがって、問題はこうなる。中央銀行は、他ならぬ米連邦準備理事会(FRB)は、いつ利上げに踏み切るのだろうか。我々の想定する中期的な投資期間中には、彼らに超低金利政策を変えさせる環境が整うとは思えない。

- インフレは脅威ではない。世界金融危機の後、FRBは10年かけてバランスシートを拡大したもののインフレ目標を持続的に達成できず、今や新型コロナウイルスのパンデミック(世界的流行)によって深刻なデフレショックという

追い討ちがかけられている。失業率の高止まりと豊富な余剰生産力を前提とすると、インフレ率の長期的な上昇が実現するにはまだ何年もかかりそうだ。

- FRBはこれまでと違い、インフレ率が上昇しても、目標水準を超過するまで利上げをしない方針をとる。インフレ率には勢いがあるので、インフレ率の行き過ぎを防ぐために、インフレ率が目標水準に達する前に先手を打って利上げをする必要がある-これが以前のFRBの方針だった。だが今やFRBは平均インフレ率目標アプローチに舵を切ってしまった。つまり利上げをする前に、インフレ率が2%を超えるまで慎重に待つことにしたのである。財政政策の決定者たちも、景気回復を支えるために、経済がやや過熱気味になるよう政策運営を行っている。
- イールドカーブはここからさほどスティープ化しそうにない。イールドカーブがスティープ(傾斜)化すると主張を支える主な根拠は、政府の赤字を補填するために債券発行を増やす必要があるからだ、というものだ。しかし、過去数十年の歴史を振り返っても、米国で債券供給が増えて利回りが上昇した証拠は存在しない。イエレンFRB前議長の米財務長官への指名も、今後は金融緩和政策と財政刺激策を組み合わせしていくとの政府の意思が強まっているとも捉えられる。

政策当局は意図的に、安全資産は割高に、リスク資産は相対的に割安にする政策運営を行ってきた。この政策環境は今後数年にわたり続くことが予想される。

政策当局は意図的に、安全資産は割高に、リスク資産は相対的に割安にする政策運営を行ってきた。その結果、過去平均に比べてバリュエーションが高くなる可能性があるが、この政策環境は、複数の理由から、今後数年にわたり続くと思込まれる。

### 暗号資産(仮想通貨)はバブルか？

最近、英国の金融行動監視機構(金融当局)が、暗号資産の投資家は投資金額の全額を失う覚悟をするよう警告を発した。ビットコインの1週間の変動率が株式の年間の変動率を上回っている現状を踏まえると、投資家が資産を長期にわたり守るためには、暗号資産の投機には投資規律を守り、慎重を期す必要があるだろう。

投資家が資産を長期にわたり守るためには、暗号資産の投機には投資規律を守り、慎重を期す必要があるだろう。

暗号資産についてはキャッシュフローや幅広い利用事例が欠如していることから、これらの資産を従来の方法で評価することは非常に難しい。暗号資産は、実質的には、将来の利用事例の「先取り買い」(バブルの特徴の1つ)と見ることもできる。しかし、どのような利用法があるにせよ、わずか3カ月で価格が4倍になるほど暗号資産が劇的に変化できたはずはない。

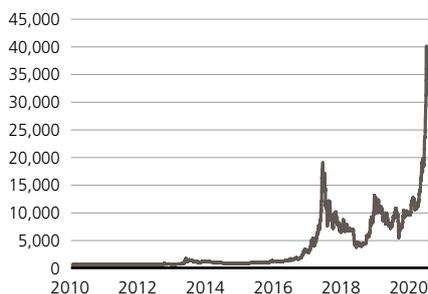
ビットコインのウォレット・プロバイダー大手、ブロックチェーン・ドットコムが公開したデータによると、過去3カ月で100万のウォレットが新たに作成された。これはそれ以前の1年間で作られたウォレット数に匹敵する。つまり、価格上昇に惹きつけられて、多くのユーザが新たに市場参入したと考えられる。使用されるアドレス数も(概ねデイリー・ユーザー数に匹敵するほどに)急増していることから、投機的取引活動が増加している可能性も高い。ビットコイン先物は建玉も10月以降で3倍以上になっている。以上に加え、コインの95%がアドレスのわずか2.5%によって保有されていることから(1人のユーザーが複数のアドレスを所有できる)、価格の上昇圧力が働いた可能性も十分に考えられる。

もちろん、投機の兆候を見つけることと暴落のタイミングに合わせて取引をすることは同じではない。過去には、規制強化への不安から暗号資産の価格が下落したことがある。価格は明白なきっかけ(例えば、2017年12月のバブルがはじけた後には69%下落した)がなくても急落したことがある。だが、バブルの歴史を振り返れば分かるように、バブルは妥当と思われる水準よりも膨れ上がり、かつ長期化する可能性がある。資産に対する認識が変われば、バブルが完全にははじけないという状況もあり得る。例えば、金(gold)は世界最古のバブルと表現されてきたことを思い出してほしい。同じことが暗号資産にも言えるかもしれないのだ。

とはいえ、価格は現在、ファンダメンタルズ(基礎的諸条件)よりも思惑によって動く可能性が高いため、投資家が資産を守り育てたければ、暗号資産への投資には慎重を期して望むべきである。

図表10

**ビットコイン価格**  
(単位:米ドル)



出所:ブルームバーグ、UBS(2021年1月11日現在)

図表11

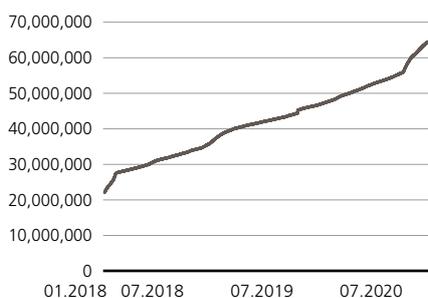
**CMEビットコイン先物の建玉**  
(単位:百万米ドル)



出所:CME(シカゴ・マーカント取引所)、JPモルガン、UBS(2020年12月31日現在)

図表12

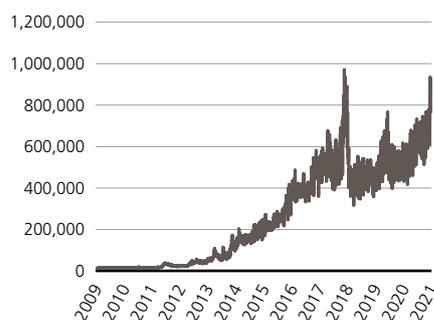
**ブロックチェーン・ドットコムで作成されたユニーク・ウォレットの総数**



出所:ブロックチェーン・ドットコム、UBS(2021年1月11日現在)

図表13

**利用されているユニーク・アドレスの総数**



出所:ブロックチェーン・ドットコム、UBS(2021年1月11日現在)

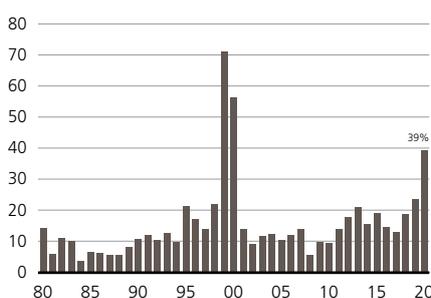
市場センチメントが変わってIPOとSPAC市場が冷え込んでも、金融システムを脅かす程の市場規模ではないと考える。

### IPOとSPACの活況はリスクか？

新規のIPOとSPAC(特別買収目的会社)に投資する投資家は非常に少ないため、IPOとSPAC市場のバリュエーションについて語ることは難しい。しかし市場センチメントが変わってIPOとSPAC市場が冷え込んでも、金融システムを脅かす程の市場規模ではないと考える。2020年に米国のIPO市場で調達された資金は650億米ドルを超えて(さらにSPACでは700億米ドル以上となり)記録を更新した。公開初日の平均リターンは約40%だった。中国のIPO市場はさらに活況で、資金調達総額は約1,000億米ドル、中国企業の公開初日の平均リターンは80%に迫った。明らかに、かつてのドットコム時代を彷彿させる活況だ。

図表14

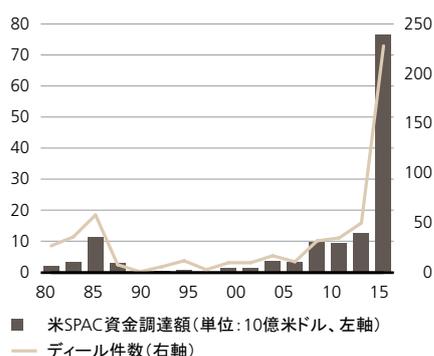
米国市場でのIPO初日の平均リターン (%)



出所: ジェイ・リッター、ブルームバーグ、IPOscoop、UBS(2020年12月1日現在)

図表15

米SPAC資金調達額とディール件数



出所: SPACインサイダー、UBS(2021年1月現在)

ただし、IPO市場に投じられた資金の総額は、株式市場全体から見れば非常に小さい。IPO市場が崩壊しても、失われる資金は総額で数千億米ドル程度であり、米国株式の時価総額34兆米ドルに比べるとはるかに小さい。投資に使われているレバレッジも限定的なので、システミック・リスクは低い。

第2に、金融バブルは、非生産的な投資に莫大な資金が不適切に配分されると経済に大きな負担となる。だが、最近のIPO企業は非資本集約型のビジネスが多く、2020年に調達されたおよそ650億米ドルは米国内総生産(GDP)の0.25%を若干上回る程度である。このため、資本が不適切に配分されたとしても、規模的には特段大きくはないと思われる。

最後に、バブルとも言えるほどのIPOの高パフォーマンスは、もしこれが株式市場全体の過熱を示唆しているのであれば、かなり懸念すべき事態と思われる。だがここまで述べてきたように、株式市場全体がバブルとは考えていない。

主要シナリオと資産クラスへの影響

		楽観シナリオ	基本シナリオ	悲観シナリオ	
投資アイデア	投資アイデア上位	1. 米ドルからの分散投資 2. 「The Next Big Thing」J-次の主要テーマに投資する(5G、フィンテック、ヘルステック、グリーンテック)	1. 景気敏感株への投資(新興国株式等) 2. 利回りを追求する(配当とクレジットを含む) 3. サステナビリティへの投資 4. プライベート市場への分散投資	1. ダウンサイドに対するプロテクション(金(Gold)、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、長期債などを用いる) 2. 段階的に投資する	
シナリオ	概要	先進国のGDPが2021年末までに新型コロナ危機前の水準に戻る。 各国中央銀行は金融緩和策を継続するが、2021年後半または2022年初めに引き締めを検討し始める。 裁量的財政刺激策が引き続き経済を下支えする。 今後12カ月は、低い実質金利および米ドル軟化により世界の経済成長が押し上げられる。 ワクチン普及が加速する。高リスク者の大半が第1四半期にワクチン接種を受ける。 既存の関税が部分的に撤回されて、世界経済の成長を後押しする。	先進国のGDPは2022年中に新型コロナ危機前の水準に戻る。 各国中央銀行は金融緩和策を維持する。 今後12カ月の実質金利は低水準で横ばいに推移する。 各国政府が景気回復に順応する中、財政刺激策が緩やかかつ段階的に終了する。 新型コロナの感染再拡大はあり得るが、人々の不安は限定的となる。2021年半ばまでにワクチンが十分に行き渡るため、規制は段階的に解除される。 世界貿易は依然より複雑になり、米国はターゲットを絞った行動を取る。	先進国のGDPは2023年以降に新型コロナ危機前の水準に戻る。 財政刺激策が先細りし、景気悪化を防ぎきれなくなる。 金融緩和策は、当初景気を下支えするが、インフレ率が上昇するにつれて縮小に向かう(悪いテーパリング)。 ワクチンの普及が遅れ、またはワクチンには当初想定されていたほどの有効性がないことが判明する。 2021年を通して、新型コロナに対する人々の不安が何度も高まり、ビジネス活動への規制措置が繰り返し導入される。 世界貿易摩擦が再燃し、経済成長が阻害される。 資産価格がバブル状態にまで高騰した後、バブル崩壊が起こる。	
資産クラスへの影響	現在値*				
(2021年12月の予想)	S&P500種株価指数	3,794	4,300	4,000	3,200
	ユーロ・ストックス50指数	3,612	4,100	3,800	3,000
	MSCI新興国指数	1,350	1,600	1,450	1,050
	SMI指数	10,875	12,000	11,300	9,500
	米国投資適格債スプレッド**	67	50bps / +1.5%	80bps / +1%	200bps / -3%
	米国ハイイールド債スプレッド**	382	320bps / +6%	400bps / +4.5%	700bps / -10.5%
	EMBIグローバル・スプレッド**	349	280bps / +9.5%	340bps / +6.5%	550bps / -7%
	ユーロ/米ドル	1.22	1.32	1.27	1.22
	金(Gold)	1,843	1,500-1,600米ドル/オンス	1,800米ドル/オンス	2,000-2,100米ドル/オンス

\* 2021年1月12日のスポット価格。

\*\* 市場が混乱している期間中は、クレジットのビッド/オファー・スプレッドは拡大してレンジが大きくなる傾向がある。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の予想されるトータルリターンを示す。

注：資産クラスの影響は、それぞれのマクロ経済シナリオを前提としています。個別の資産価格は、マクロ・シナリオで言及されていない要因の影響を受けることがあります。

出所:UBS(2021年1月現在)

一部資産の急騰を目撃すると、自分もその波に乗ってみたいという衝動に駆られる。しかし、資金を増やすことと、その資産を守り続けることとは、不安と欲望に対して取るべき態度が異なってくる。

バブル発生時の1つのリスクは、相場崩壊への不安から投資家が投資機会を見送ってしまう点だ。構造変革は、初期にはバブルに見えることが多い。

## 投機的な環境の中での投資をどう考えるべきか？

**1)取り残される不安に向き合う。**本レターでは、バブル崩壊を恐れて投資家が株式投資を控えることがないよう、バブルに関する疑問を正面から取り上げることにしたが、参考までに、投資に関する心理的な側面についても触れておきたい。何かの資産が急騰するのを目撃すると、自分もその波に乗ってみたいという衝動に駆られる。しかし、資金を増やすことと、その資産を守り続けることとは、不安と欲望に対して取るべき態度が異なってくる。投機的な環境の中で長期にわたって資産を守り育てるためには、投資規律を守る必要がある。資産運用に対する我々の「流動性を確保し(Liquidity)、老後に備え(Longevity)、資産承継を準備する(Legacy)\*」アプローチは、投資家がリスク資産への投資を適正規模に抑え、ポートフォリオと投資目標を一致させる上での指針となるだろう。

**2)バブルの先を見据える。**バブルが一見合理的な現象のように見える理由の1つは、相場上昇の根拠とされる「ストーリー」の中に、ひとかけらの真実が潜んでいることが多いからだ。例えば、「ドットコム・バブル」は、インターネットの影響を正確に予測していた。今日のバブルにつながるストーリーの多くも、後になって正しいことが判明するかもしれない。投資家は、バブルのストーリーを確認しつつ、分散投資を心掛ければ、バブルによる相場上昇にある程度乗りながら、それに伴うリスクを減らすことができるだろう。現在、フィンテックや創造的破壊を起こす企業、そしてグリーン・テクノロジーに投資家が高い関心を寄せ、個別資産でバブルが起きている。しかし、分散投資で臨めば、いずれの投資テーマも今後10年を見据えた魅力的な投資機会を提供してくれるのではないだろうか。

**3)バブルの周辺に投資する。**資産の中には割高に見え、「バブル」に入っているものもあるかもしれない。しかし、これがすべての個別銘柄に当てはまるわけではないことは明らかだ。パンデミック後の景気回復が地歩を固めるにつれ、景気変動への感応度が高い企業、セクター、市場に魅力的な投資機会が広がっている。我々は、グローバルの小型株、中型株への推奨は維持するが、今月はグローバル株式から新興国株式へと重点を移す。新興国株式は相対的に割安な水準にあり、世界の景気回復からの恩恵を受けやすいと判断した。これは、「Year Ahead 2021」で取り上げた投資アイデア「分散投資で次の上昇を捉える」に一致している。

**4)波乗りにも備える。**バブル発生時の1つのリスクは、相場崩壊への不安から投資家が投資機会を見送るという点だ。構造変革は、米ハイテク株にも見られるように、初期にはバブルに見えることが多い。例えば、某米ハイテク株は、2012年に「同社株はバブルだ」と指摘した記事が出てから価格が6倍になり、別の某米ハイテク株も同様に2013年に同社株のバブルを懸念する記事が公表されてから10倍に上昇した。そしてS&P500種株価指数は、2013年に米国株のバブルを警告する声が上がって以来、2倍以上上昇した。投資家が投資先を十分に分散し、長期的な視点を持ち続ける限り、株式の分散ポートフォリオに投資を続けていても十分に成果が上がると我々は考える。金利が長期間にわたって低水準を維持しているため、バブル崩壊を恐れてキャッシュを持ち続けることは、長期的には投資を続けるよりもコストがかかる可能性が高い。

\*時間軸は様々です。戦略はお客様の投資目標・目的、適合性によって変わります。このアプローチは、資産構築あるいは何らかの投資利益の達成を約束または保証するものではありません。

## 2021年と次の10年の投資アイデア上位

### 景気敏感株への投資

株式、特に景気回復の恩恵が見込まれる景気敏感株がさらに上昇すると予想。

我々は株式、特に景気回復の恩恵が見込まれる景気敏感株がさらに上昇すると予想する。現時点で我々はグローバル市場の小型株を推奨しているが、株価が割安で堅調な企業業績が予想されることから、ユーロ圏の金融株も新たに推奨する。地域別では、米国以外のパフォーマンスが比較的良好になるとの見方を維持する。しかしながら、英国市場で株価が大幅に上昇した結果、グローバル市場の株式と比較して割安感が薄れたため、英国株の推奨を終了した。

我々は推奨対象を新興国市場に移した。新興国市場のバリュエーションは、グローバル市場の株式よりも魅力的だと考えている。アジアでは、1株当たり利益(EPS)の強いトレンド、国内外の政策の先行き不透明感の後退、金融緩和策等を考慮して、中国株式を推奨する。中国のハイテク分野に関しては、米中間の技術競争が続く一方で、米国の新政権の下では中国企業の米国市場への上場廃止など、一方的な措置が取られる可能性は低いように思われる。上場廃止という極端なシナリオが実現した場合、当該銘柄の株価は反射的に大きく変動(15~20%)するかもしれない。だが最終的に、焦点は中長期のファンダメンタルズに戻るはずだ。我々は、最近の株価調整局面には、中国のインターネット企業への規制強化に対する懸念が概ね織り込まれたと見ている。

### 米ドルからの分散投資

2021年に米ドル安が進むとの見方を維持し、景気の影響を受けやすい通貨を推奨。

我々は2021年に米ドル安が一段と進むとの見方を維持する。ワクチン普及に牽引される形で景気回復が加速する中、景気の影響を受けやすい通貨(ユーロ、英ポンド、一部の原油関連通貨)には上昇余地があると考え。その動きに呼応する形で、米ドルなどの安全資産の需要は低下するだろう。

### 「The Next Big Thing(ザ・ネクスト・ビッグ・シング)」に投資する

今後10年は、テクノロジーによる創造的破壊を引き起こす企業への投資が奏功しそうだ。我々はこうした「The Next Big Thing」に該当する企業が、5G技術、フィンテック、ヘルステック、あるいはグリーンテックの分野から現れると予想する。潜在市場規模は2,000億米ドル超で、今後10年で企業利益が3倍になる可能性がある。

### 利回りを追求する

経済の正常化によって長期金利に上昇圧力がかかるが、その上昇ペースは緩やかであると予想。

米連邦準備理事会(FRB)は短期金利をゼロ近辺に据え置いている。我々の基本シナリオでは、インフレ期待の上昇ペースが緩やかなために、政策金利が数年間据え置かれると見込んでいる。経済の正常化によって長期金利に上昇圧力がかかるが、その上昇ペースは緩やかとみている。債券では、米ドル建て新興国国債、米国外を拠点とする投資家の場合はアジアのハイイールド債など、リスクの高い債券に投資機会があるとの見方を維持する。我々はスプレッドには限定的ながらもなお一段の縮小余地があると見ており、それぞれ4.8%と7.2%の利回りは今もなお魅力的だ。また、レバレッジの利用を含め、リターンを上げる代替的な戦略を検討することもできる。

今後10年の高成長機会の多くは、グリーンテック等サステナビリティに関連したものになる見通し。

プライベート市場は、一定のリスクはあるが、今後10年においてポートフォリオのリターン向上と分散投資の強化を図る有効な手段となりうる。

### サステナビリティに投資する

グローバルに投資先を物色する投資家に対しては、引き続きサステナブル投資を推奨する。各国の政府、企業、個人はサステナブル投資への転換を促しており、今後10年の高成長機会の多くは、グリーンテック等サステナビリティに関連したものになる見通しだ。新型コロナ危機後の世界では、環境フットプリント(環境に与える負荷)を削減し、サプライチェーン関係を強化し、多様性を受け入れる企業が恩恵を受ける可能性が高いと考える。

### プライベート市場に分散投資する

今後10年は伝統資産のリターンが低下すると予想する。こうした意味で、機会とリスクが伝統資産とは大きく異なるプライベート市場は、ポートフォリオのリターン向上と分散投資の強化を図る有効な手段となりうる。この資産クラスはこれまで、上場銘柄を上回るリターンを生み出してきた。だがそのリターンを得るには、長期に亘って投資を継続する必要がある。新型コロナの世界的感染拡大による経済的な打撃、低金利、急速な技術変革によって形作られる現在の経済環境は、市場の歪みを捉える投資、利回り向上、長期成長への投資など、プライベート投資運用会社に幅広い機会を提供する。



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、各国政府が新型コロナの世界的感染拡大に対応した経済対策を続ける中、財政・金融政策の見通しが議論された。

- 各国中央銀行には、今後1年以内に政策支援の縮小を開始する動機がほとんどないという見方で、参加者の意見が一致した。先進国の中央銀行の中では、FRBが最初にテーパリング(量的緩和の縮小)に踏み切るだろう。だが、その時期は早くても2022年だろう。
- 米国で民主党が大統領職と上下両院を支配する中、同国で大規模な追加財政支援策が実施されるとの見方で参加者の意見が一致した。だが、バイデン次期大統領が環境対策の大規模支出に十分な支持を取り付けるのは難しいとの見方もあった。
- 全体としては、政策支援の継続と企業利益の回復を背景に、参加者は概ねリスクオンのスタンスを維持している。

## 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、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)(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)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0.5%または0.5 円のどちらから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。

© 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・アドバイザーズ株式会社関東財務局長(金仲)第898号