

Bear market guidebook

弱気相場の手引き - 弱気相場に備える



はじめに

読者の皆様へ



Michael W. Crook

Michael Crook
Head Americas
Investment Strategy

我々は、現在の景気拡大と株式の強気相場は今後数年にわたって続くと予想しています。だからと言って、次の下落局面が差し迫ってから準備するのは得策ではありません。

弱気相場は、投資に必然的に伴う相場のサイクルの一環であるにもかかわらず、これについて考えることは一種のタブーとなっています。弱気相場に頭をめぐらすだけで、実際に起こる確率が高まるように思われるからです。

投資では、こうしたタブーは非生産的です。結局、投資家は、弱気相場を詳しく研究すれば、それが見た目ほどに危険ではないことを学び、また多くの誤解を分析することで、弱気相場からポートフォリオを守るための基礎を築くことができます。

本レポートでは、次の3つの疑問についてお答えします。

1. 弱気相場の**特徴は何か？**
2. いつかは訪れる弱気相場に対して、**どのようなポートフォリオと投資計画を策定すればよいのか？**
3. 弱気相場の最中には**どういう手段を講じるべきか？**



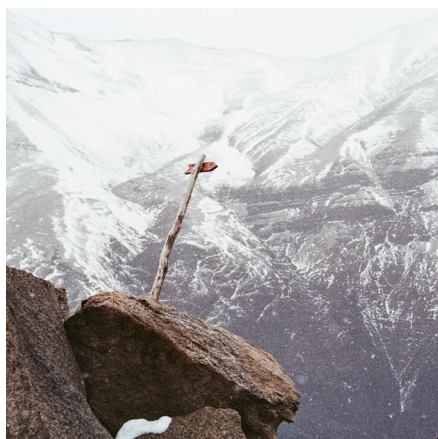
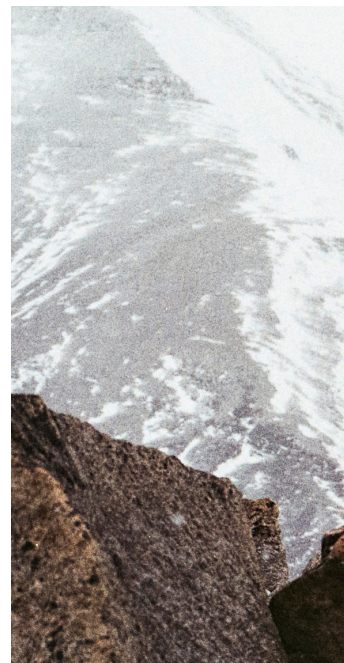
Justin Waring

Justin Waring
Investment
Strategist Americas

弱気相場には万能薬は存在しません。投資家であればほぼ誰もが、現役時代または退職後にも、弱気相場に何度かは遭遇し、心理的な苦しみを経験するでしょう。

しかし、苦しいという感情と、実際の損害は同じではありません。我々の調査によると、弱気相場に対する防衛策には、必ずしも高いコストはかかりません。とりわけ、投資家の側から積極的に行動すれば低コストで乗り切ることが可能です。

本レポートで紹介する通り、弱気相場は、必ずしも投資の成功を脅かすわけではありません。実のところ、しっかりと準備をした人にとっては、長期リターンを改善させる機会にもなり得るのです。



05

パート1

弱気相場の特徴



08

パート2

弱気相場が始まる前に



15

パート3

弱気相場の期間中にすべきこと



パート1

弱気相場の特徴

まず、「弱気相場とは何か」を定義することから始めよう。

異論があることは承知しているが、本レポートでは、弱気相場を「米国の大型株がピークから底まで少なくとも20%下落する現象」と定義する。ただし、我々は、この期間（ドローダウン期間）だけに注目するのではなく、株価が次の史上最高値に達するまでの期間についても考える（これを「回復」期間と呼ぶことにする）。

「20%」は、恣意的に響くかもしれないが適切な基準だ。心理的に苦しいが短命に終わる相場下落の多くが対象外になるからだ。10%以上20%未満の下落を、通常は「強気相場での調整」と呼ぶ。10%に満たない下落については、一般に合意された定義はない。この程度の下落はごく普通に発生し、期間も短く、「一時的下げ」、「急落」、「反落」、「押し目」、「下げ」などいろいろな言い方がある。

一般的に、リスクとリターンの大きさ、つまり変化率は資産クラスごとに異なり、他の資産クラスやポートフォリオに直接あてはめようとしても意味がない。実は、ある資産クラスにとっての「大きな」変化率(%)は、他の資産クラスや投資戦略にとっては比較的小さな動きかもしれないからだ。したがって、米国大型株の動きを弱気相場の基本とするものの、これはあくまでも明確化のためにそうするのであって、S&P500種株価指数のような株式のベンチマークに対するポートフォリオのパフォーマンス測定を我々が投資家に提案しているからではない。

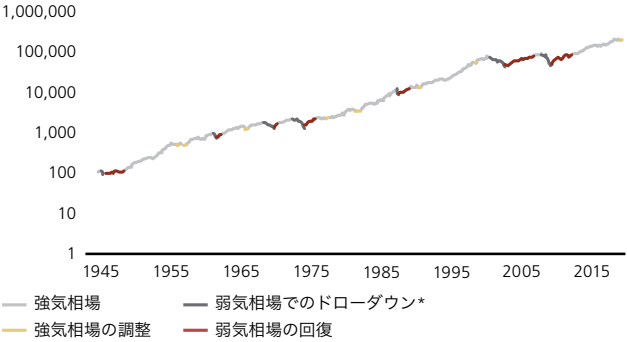
この定義を踏まえ、我々のフレームワークを用いて、市場サイクルがどう見えるかを評価するために、過去のリターンを振り返ることにしよう。



図表1

弱気相場の頻度は少なく、
しかも比較的短命に終わる

米国大型株の1945年以来的月次リターン（対数表示）

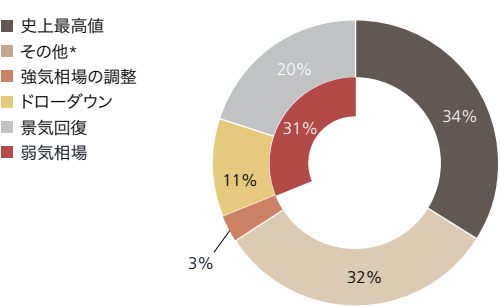


*米国の大型株がピークから底まで少なくとも20%下落する現象
注記：米国大型株が、史上最高値から-10%以内の水準の期間を「強気相場」と示している。
出所：モーニングスター・ダイレクト、R: PerformanceAnalytics、UBS (2019年1月4日現在)

図表2

株価は、史上最高値から-10%以内にある期間
がおおよそ3分の2を占めている

米国大型株の、相場環境別の期間（1945年以来的月次リターン）



* 前回の史上最高値から-10%以内の水準
出所：モーニングスター・ダイレクト、R: PerformanceAnalytics、UBS (2019年1月4日現在)

図表3

分散投資が弱気相場における下落率を軽減する

第二次世界大戦後の株式の弱気相場に関する比較データ（期間は月数）

ピーク年	1946年	1961年	1968年	1972年	1987年	2000年	2007年	平均
米国大型株								
強気相場の期間*	169	184	78	31	157	155	62	119
市場サイクルの期間**	204	190	84	50	179	158	87	136
相場のピーク	1946年5月	1961年12月	1968年11月	1972年12月	1987年8月	2000年8月	2007年10月	
相場の底	1946年11月	1962年6月	1970年6月	1974年9月	1987年11月	2002年9月	2009年2月	
相場回復確認	1949年10月	1963年4月	1971年3月	1976年6月	1989年5月	2006年10月	2012年3月	
最大下落率	-21.8%	-22.3%	-29.4%	-42.6%	-29.6%	-44.7%	-51.0%	-34.5%
完全回復までの期間 (最高値更新時までの期間)	41	16	28	42	21	74	53	39
下落局面の期間	6	6	19	21	3	25	16	14
回復局面の期間	35	10	9	21	18	49	37	26
上昇分が「消失する」 までの期間	15	36	66	118	18	64	141	65
株式/債券: 60/40 のポートフォリオ								
相場のピーク	1946年5月	1961年12月	1968年11月	1972年12月	1987年8月	2000年8月	2007年10月	
相場の底	1946年11月	1962年6月	1970年6月	1974年9月	1987年11月	2002年9月	2009年2月	
相場回復確認	1948年10月	1963年3月	1970年12月	1976年1月	1989年1月	2004年10月	2010年12月	
最大下落率	-13.4%	-13.0%	-17.6%	-26.4%	-17.4%	-21.7%	-29.9%	-19.9%
完全回復までの期間 (最高値更新時までの期間)	29	15	25	37	17	50	38	30
下落局面の期間	6	6	19	21	3	25	16	14
回復局面の期間	23	9	6	16	14	25	22	16
上昇分が「消失する」 までの期間	14	17	19	25	5	35	21	20

* 底から当サイクルのピークまでの月数。
** 前回のピークから当サイクルのピークまでの月数。

出所：Morningstar Direct、R: PerformanceAnalytics、UBS、2018年10月18日

図表4

債券を加えると弱気相場での下落リスク(期間と率)が低下する

資産配分別の第二次世界大戦後の市場パフォーマンス(米国大型株と米国中期国債)

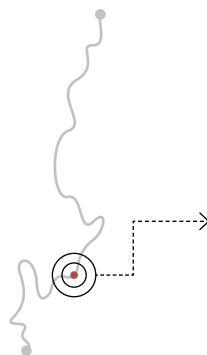
第二次世界大戦後の弱気相場でのパフォーマンス					
配分割合(株式/債券)	平均下落率	上昇分が消失するまでの平均月数	月次でマイナスリターンとなった平均月数	最大の下落率	月次でマイナスリターンとなった最長月数
100% / 0%	-34%	● 65	● 39	-51%	● 74
90% / 10%	-31%	● 60	● 38	-46%	● 73
80% / 20%	-28%	● 55	● 35	-41%	● 65
70% / 30%	-24%	● 53	● 33	-36%	● 59
60% / 40%	-20%	● 47	● 30	-30%	● 50
50% / 50%	-16%	● 34	● 25	-24%	● 40
40% / 60%	-11%	● 30	● 14	-17%	● 29
30% / 70%	-7%	● 23	● 10	-12%	● 24
20% / 80%	-4%	● 16	● 9	-7%	● 24
10% / 90%	-2%	● 10	○ 6	-4%	● 19
0% / 100%	-1%	○ 2	○ 2	-3%	○ 5

○ → ●
短期間 長期間

出所: モーニングスター・ダイレクト、R: PerformanceAnalytics、UBS (2019年1月4日現在)

このデータを見る際は、市場を長期的に見る場合に、市場を「サイクル」あるいは「時計」というよりも、制御不能で走行する列車のようにとらえると良い。投資家としての我々の仕事は、めったに止まらず、決して後退することのないこの列車に取り残されないようにすることだ。

苦しいが、あまり頻繁に起こることのない「一時停止」期間をできる限り快適に過ごすために、長期的な上昇をどれだけあきらめられるのかを考える際に、この考え方は重要だ。



豆知識

1945年以降、米国大型株が最高値圏内にあったのがおよそ25年、史上最高値から-10%以内の水準にあったのが24年、強気相場での調整が2年、弱気相場は22年あった。



パート2

弱気相場が始まる前に

歴史を紐解くと、残念なことに「完璧なヘッジ手段」を追求しても、それは無理なことかもしれないと思わせる。株式の下落リスクからポートフォリオを最もよく守れる戦略は、それがどんなにうまく工夫された素晴らしい方法であったとしても、最もコストが高くつきやすい。長期の上昇可能性を犠牲にすることになるからだ。

ヘッジの目的が、もし弱気相場の特徴である長期で大幅な下落だけに備えるのではなく、あらゆる下落リスクから守ることにあるとすれば、この点がまさに当てはまる。なぜなら、あらゆる下落期間中に、下げに対して強い逆相関の要素を整えておくためには、市場が上昇する場合にも逆相関、つまりマイナスのリターンになるリスクを負うからだ。長期的には株価が上昇すると想定されている世界では、「ショート(空売り)」、あるいは株式を直接ヘッジする戦略は、初めから失敗する可能性が高いように見える。このコストは、ショートすべき機会が訪れたときに、それを「最大限に利用する」ためにレバレッジを効かす(借入金を使って行う)戦略をとる場合に特に高い。



こうした問題点があるために、我々は通常、戦略的あるいは戦術的な資産配分に直接的なヘッジ手段を推奨していない。以下に指摘するように、コスト効果の高い防衛策を最優先に考え、順次、次善の策あるいはコストの高い戦略に移っていくことが重要だ。以下に、「ダメージ緩和」戦略のいくつかを紹介する(効果の高い順)。

1. 構造的に考える

自分のポートフォリオが、短期、長期の投資目的を達成する上で適度なリスクを負える状況を確認すること。複数の目的間に矛盾が見られた場合にはLiquidity, Longevity, Legacy.* という戦略を用いれば、ポートフォリオは複数の目標を達成することが可能だ。

2. 戦略的に計画を立てる

株式のリスクを最も直接的に抑制する方法は、株式への配分を削減し、国債や地方債といったコア債券の配分を高めることだ。

3. ヘッジ手段を検討する

株式への配分を一部削減すれば、ポートフォリオの下落リスクを緩和する戦略は豊富に存在する。*Exchange-traded funds: Managing equity downside* (上場投資信託: 株式の下落リスクを抑制する) のレポートでも、様々な投資先候補を検討している。それに加えて投資家は、下落リスクを削減する見返りに上昇可能性の制約も受け入れるシステムティックな資産配分戦略、ヘッジファンド、あるいは証券化商品への投資も検討できる。

4. 負債を慎重に管理する

注意深く利用すれば、負債は弱気相場におけるリターンの改善に大いに役立つ可能性がある。弱気相場の期間中で、金利コストが記録的な低水準にあり、投資機会が最も魅力的な時に借り入れを通じて確実に資金調達できれば、投資家は相場の下げ局面で売らずに済み、強気相場の最初の回復局面で莫大なリターンを得られるかもしれない。その一方で、負債を無分別に使うと、大きな損害となりかねない。

*Liquidity, Longevity, Legacy.の意味は、流動性を確保し(Liquidity)、老後に備え(Longevity)、資産承継を準備する(Legacy)。

*時間軸は様々です。戦略はお客様の長期目標、中期目標、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。

1. 構造的に考える

投資家は、Liquidity. Longevity. Legacy. * の戦略を用いて、個人的な目標と目的を達成するための投資戦略の全体像を策定する。その結果、現在の状況において適切な投資リスクをとることができる。

Liquidity. Longevity. Legacy. の戦略は、流動性戦略の構築から始まる。流動性戦略は、今後2～5年間で必要なキャッシュの提供を目的としている。期間を2～5年とするのは、株式などのリスク資産を、相場が下落する中で処分せざるを得ない事態は極力避けたいからだ。

現役世代にとっての**Liquidity (流動性)**戦略としては、失業したときに利用できる臨時支出を用意が考えられる。退職者の流動性用資産としては、(公的、私的)年金資産、キャッシュ、ラダー型の3年債(短期債から3年債までを均等保有する)などを保有し、全体として退職者の支出計画に合わせるといったことが考えられる。キャッシュフローのニーズを満たすもう1つの要素は与信枠だが、これも慎重に管理する必要がある(4.負債を慎重に管理する、14頁を参照)。

次に、**Longevity (老後)**戦略を策定する。老後戦略は、投資家が人生の残された時間で利用する予定の全資産を対象に運用計画をし、将来の支出目的を果たすには概ねどの程度のコストがかかるかを明確にする。この戦略にも適切な管理が必要で、インフレを意識しつつ、下落リスクにも対処できるよう十分な分散投資のポートフォリオを構築する。老後に備えた資産には、退職資産、成長ポートフォリオ、長期介護保険、住居その他の資産が含まれる。時間の経過とともに、こうした資産はLiquidity(流動性)戦略に再び充当することもできる。

Legacy (資産承継)戦略は、人生の目標達成に必要な額を超える資産をどう運用するかという戦略で、投資家の家族やその他の人の生活を(現在あるいは将来に)改善するために、何ができるかを明確にする。投資ポートフォリオは、リスクのかなり高い資産に投じられるのが一般的だ。ポートフォリオで想定される時間軸が数十年におよぶことが多く、収集品、慈善基金、別荘、不動産が含まれる場合もある。



豆知識

Liquidity. Longevity. Legacy. * の戦略を利用すれば、生涯を通じた自分の目標と目的に基づいて投資戦略を組み立てることができる。詳しくは、*Liquidity. Longevity. Legacy.: A purpose-driven approach to wealth management*レポートを参照のこと。

* Liquidity. Longevity. Legacy. の意味は、流動性を確保し(Liquidity)、老後に備え(Longevity)、資産承継を準備する(Legacy)。

* 時間軸は様々です。戦略はお客様の長期目標、中期目標、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。

図表5

Liquidity. Longevity. Legacy. *の戦略



* Liquidity. Longevity. Legacyの意味は、流動性を確保し(Liquidity)、老後に備え(Longevity)、資産承継を準備する(Legacy)。

出所:UBS

2. 戦略的に計画を立てる

投資家が取れる最も重要な行動は、ポートフォリオが自分の家族の目標と目的に一致し続けられるように資産の配分内容を調整することだ。ポートフォリオの資産配分の大きな変更は殆ど行わず、変更するのであれば積極的に取り組むことが重要だ。

それに対し、短期的な予測に基づく市場への出入りは推奨しない。いったん相場変動が大きくなると感情が理性をしのぎやすくなるからだ。

市場サイクルの後半には、十分に分散された投資ポートフォリオを保有することがとりわけ重要だ。強気相場ときには、ある程度集中したポートフォリオが成果を上げる場合もあるが(たとえば、現在の景気拡大期間中は、米国株を中心とする株式の比重が高いポートフォリオを保有する)、ポートフォリオの分散度が低いと株価の天井から底までの下落率が大きく、回復に時間がかかる。

* 時間軸は様々です。戦略はお客様の長期目標、中期目標、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。

3. ヘッジ手段を検討する

投資家は、市場サイクルの後半には、主にヘッジ的な性格を持つとみられるポジションをポートフォリオに加えることを検討できる。一般に、我々は投資家にとって、直接的にも間接的にもそれほど高いコストはかからないが、弱気相場の期間中には、相場下落から十分に守ってくれるヘッジ・ポジションを推奨する。こうしたポジションには、(1)長期債、(2)株式の資産配分引き下げを含むシステムティックな資産配分の変更戦略、(3)下落率を抑えることを狙った証券化商品の保有などが含まれる。

長期債

弱気相場の時には、金利は低下するのが通例だ。景気後退期には、米連邦準備理事会(FRB)は政策金利を引き下げて、インフレ圧力も後退しているからだ。その結果、債券のパフォーマンスが改善し、「安全資産への逃避」による債券価格の上昇という恩恵を受ける。このリターンの改善はデュレーション(満期までの残存期間)が長いほど大きい。

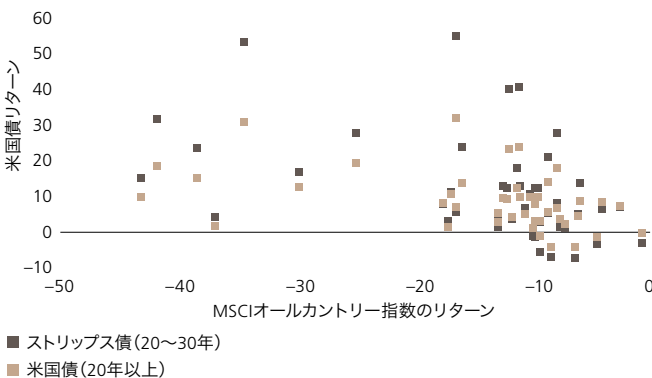
投資家は、米長期国債に加え、ゼロクーポン債またはストリップス債(元本利子分離債)への投資を検討できる。いずれも債券保有者に金利を支払わないため、利付債に比べると、金利変動に対する感応度(デュレーション・リスクなど)が高い。こうした資産には、「ポジティブ・コンベクシティ」として知られる特徴がある。金利が低下するほど、債券の金利感応度が大きくなる(金利低下時に有利)ことだ。

図表6に示してある通り、景気後退リスクの懸念に対する米長期国債の感応度が高いため、特に力強い市場環境の時にはリターンは減るものの、景気後退に陥らない限り、平均的にプラスのリターンを提供できるという、効果的な「ヘッジ」を提供している。

図表6

長期債は、株式市場の急落を緩和できる

グローバル株式の下落期間中の、残存期間20年以上の米国債、残存期間20～30年のストリップス債の6カ月トータルリターン(%)

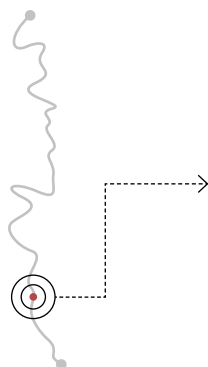


出所: ブルームバーグ、UBS (2019年1月4日現在)

システマティックな資産配分の変更戦略

これは、市場サイクルの全体を通じてリスクを管理し投資機会をとらえるために、リスクをダイナミックに増減させる市場タイミング戦略だ。その一例が「システマティック・アロケーション・ポートフォリオ(SAP)戦略」だ。SAP戦略は、定量モデルを用いて、株式保有比率を「高」、「中」、「低」の3段階の間で変動させる。SAPの最終目標は、相場が下落基調にあるときには株式保有比率を大幅に引き下げ、上昇基調にあるときには株式保有比率を高水準に保つことだ。

SAPのような資産配分変更モデルは、投資家がポートフォリオから資金を引き出すことで陥るシーケンズ・リスク(定年退職直後に保有資産が大幅なマイナス・リターンに見舞われることで退職後の計画が頓挫し、資金不足に陥るリスク)の軽減には有益になり得る。そうした場合に、下落リスクを一定範囲に抑えられれば、長期リターンの改善につながるだろう。



証券化商品

この商品は、時に「仕組債」と呼ばれ、裏付けとなる指数の一定期間での単位リスク当たりリターンを調整する。資産クラスのリスクとリターンの特性を微調整するのに有効なため、投資家が利用できる一連の弱気相場対策ツールの中で重要な選択肢となる。たとえば、新興国株式の保有比率を追加したいものの、下落リスクを気にしている投資家は、仕組み債を使えば、非流動性(非換金性)と同資産クラスの上昇余地のある程度犠牲にして、一定の下方リスクから資産を守ることによって、安心感を得られるだろう。たとえば、MSCI新興国株式指数に連動した5年物の仕組み債を満期まで保有すると、投資家は指数の上昇分の20%を諦める見返りとして、指数が下落した場合には、当初10%分を負担しなくて済む。

留意点

一般的な経験則として、ヘッジが「完璧」であるほどコストは高くなる。もし、この指針の例外と思えるような商品を見つけた場合には、注意を払う必要があるだろう。長期目標を達成するという点からは、株式の下落リスクを回避することは、恐らくそれほど重要ではない。直接ヘッジをすることによる機会コストが、下落リスクを緩和することの価値に見合うかどうかを判断する場合には、常にこの点に留意されたい。

豆知識

借入金は、手堅く使えば「弱気相場の価格」でリスク資産を処分しないで済むための「次善の策」になり得る。とはいえ、油断してはならない。レバレッジが高すぎると、強制売りせざるを得ないリスクが高まるからだ。



4. 負債を慎重に管理する

負債はおおむね2種類に区分できる。戦略的負債と戦術的負債だ。投資家は市場サイクルの終盤には、どちらも検討するとよい。

戦略的負債は、バランスシートに大きな割合を占める資産の取得を目指して長期間借り入れる資金で、バランスシート上で分散投資と柔軟性を維持するのに使われる。たとえば、不動産購入のための住宅ローンや、人的資本を強化するための学生ローンなどだ。様々な金利の戦略的負債が入手できるので、投資家は、今後数年間の金利見通しを踏まえて、現時点で借り換えする機会があるかどうかを判断することを勧める。短期金利が上昇しているにもかかわらず、長期金利は上昇していない。つまり、長期負債の借り入れコストが短期負債と大きく変わらないのだ。

我々は、戦術的負債を、パフォーマンスを高めるためにタイミングを計って短期で借りる負債と定義している。たとえば、ポートフォリオのポジションを清算して課税所得を計上する代わりに、

投資家やその家族は、投資ポートフォリオを担保にして資金を借り入れて多額の出費の支払いに充てる場合が考えられる。こうした機会に容易に対処するために、投資家は一定の与信枠を確保するのが得策だ。

負債に関しては一点注意を喚起しておきたい。借り入れコストは、金利上昇とともに上がってきた。この10年間、借り入れコストからのスプレッドを獲得しようと、低コストで資金を調達してポートフォリオをうまく運用してきた投資家もいる。市場サイクルが成熟化して金利が正常化するとともに、このスプレッドは縮小してきた。弱気相場になると、借り入れは「キャリー取引」（低金利で借り入れて高金利で運用する取引）の原資から「証拠金請求」の元本へいつ転換しても不思議ではなくなる。投資家は、市場が健全なうちに負債を返済するよう計画するべきだ。そうすれば、資産を縮小して借り入れ枠を増やし、借り入れ条件を改善するなど、弱気相場に入ったときの借り入れ能力を確保できるだろう。



パート3 (緊急時の心得)

弱気相場の期間中にすべきこと

相場が弱気相場にある時に投資家がとれる手段はいくつかある。

うろたえない

弱気相場は心理的につらいが長続きしない。重要なのは自分の計画を堅持することだ。ポートフォリオのリスク特性の変更や、株式からキャッシュへと大幅に資金入れ替えをしたくなる衝動を抑えよう。

ポートフォリオ運用

投資家は、市場の急落を利用して投資による損失を確定し、利益との相殺で課税収益を減らすことで課税額を減らし、より魅力的な投資先に乗り換えることも可能だ。これにより、我々の試算によると、ポートフォリオの税引き後年率リターンをおよそ0.5%引き上げられる。ポートフォリオを、目標とする資産配分からあまりに大きく乖離しないようにリバランスすれば、パフォーマンスが改善する可能性も高まる。その結果、アルファ(超過リターン)を得る確率が高まる。なぜなら、損失を確定させ課税額を減らすことは、市場回復のスピード

にかかわらず、税引き後リターンの改善に役立つと考えられるからだ。

時間を稼ぐ

投資家は貯蓄率を増やすか出費を切り詰める方法を模索すべきだ。これはまた、損失を確定させないためのつなぎとして、与信枠の利用を検討する機会にもなる。しかし、市場がすぐには回復しないときに追加証拠金を請求されるほどレバレッジを掛けるべきではない。

戦術的機會

どの弱気相場もそれぞれ異なるが、一貫している性質がある。リターンの改善を狙えるような市場の混乱が必ずあるということだ。一般に、市場価格がファンダメンタルズ(基礎的諸条件)から外れているときには、リスク資産を増やすことを勧める。準備万端整えて(市場リスクからキャッシュ・ニーズを切り離して)弱気相場に参入しようという投資家の場合は、一時的に高いリターンを狙ってポートフォリオのヘッジ・ポジションを解消し、ポートフォリオのリスクを高めることを検討することができる。

Publication details

Publisher

UBS Financial Services Inc.
CIO Americas, Wealth Management
1285 Avenue of the Americas, 20th Floor
New York, NY 10019

This report was originally published on
30 January 2019.

Editor in chief

Michael Crook

Primary authors

Michael Crook
Justin Waring

Project management

John Collura
Paul Leeming
Matt Siegel

Report design

Cheryl Seligman

Graphics support

Cognizant Group – Basavaraj Gudihal,
Srinivas Addugula, Pavan Mekala
and Virender Negi

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS CIOウェルスマネジメントリサーチが作成したリサーチレポートをもとに、UBS証券株式会社が作成したものです。なお、本レポートは、UBS証券株式会社（以下、「当社」）のほか、その業務委託先である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。UBS AG（以下、「UBS」）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。当社は、お客様固有の投資目的、財務状況、ニーズを考慮に入れることはできません。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

UBS証券株式会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1.00%（税抜）、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.25%（税抜）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、直接的にご負担いただく手数料として申込手数料があり、申込代金に対して上限3.00%（税抜）です。間接的にご負担いただく手数料として運用報酬（信託報酬）があり、各ファンドの平均純資産額の年率2.34%（上限）（ファンドごとに異なりますので、各ファンドの目論見書または販売用資料をご覧ください。）およびその他費用がある場合があります。その他の費用は、保有期間等によりご負担が異なりますので、表示することができません。投資信託は組み入れた有価証券の価格や為替相場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。

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。

本レポートは、資産クラスや市場に関する参考情報の提供を目的としており、特定の商品の取引を想定したものではありません。本レポートに記載されている資産クラスや商品群には、当社または業務委託先であるUBS銀行東京支店で取り扱っていないものも含まれています。

金融商品仲介等業務を行う登録金融機関

商号等：ユービーエス・エイ・ジー（銀行）東京支店 登録金融機関 関東財務局長（登金）第605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

© 2019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。

Liquidity. Longevity. Legacy. ディスクレーマー

時間軸は様々です。戦略はお客様の長期目標、中期目標、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。