

Bear market guidebook

弱気相場の手引きーリスク管理し、投資機会を捉える



はじめに

読者の皆様へ

「弱気相場」とは、S&P500種株価指数が直近の高値から20%超下落する状況を指します。「20%」という線引きは恣意的に響くかもしれませんが、この水準を超えることは、心理的に苦しいものの短命(月単位)に終わる相場の調整と、その後数年にわたる相場の回復期間(強気相場)を分ける重要な線とされてきました。

弱気相場は市場サイクルの一環をなすものであり、投資において避けられるものではありません。にもかかわらず、弱気相場やリセッション(景気後退)について議論することは、ある種タブー視されています。まるで弱気相場やリセッションの存在を認めることによって、発生の可能性が増大するかのようです。

タブー視することは、投資パフォーマンスには逆効果です。弱気相場を詳しく理解すれば、それが見た目ほど恐れるべきものではないことがわかるでしょう。

本レポートでは、次の3つの質問にお答えします。

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. 弱気相場に突入したら、どのような手段を講じるべきか？

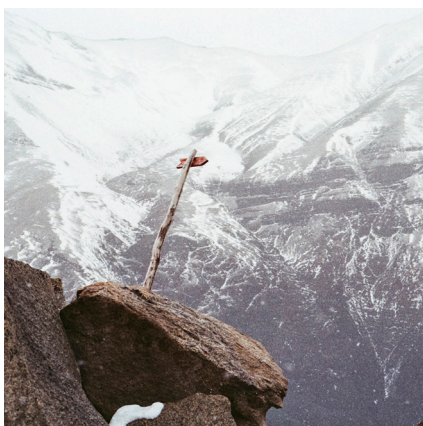
弱気相場に万能薬は存在しません。投資家であればほぼ誰もが、現役時代または退職後にも、弱気相場に何度かは遭遇し、苦い思いを経験するでしょう。

しかし、そうした感情と、実際の損失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ていれば、長期リターンを改善させる機会にもなり得るのです。

本レポートをご一読頂き、お客様担当と共に、弱気相場への準備を整えてください。弱気相場に備えた投資計画を立てるのに早過ぎることはなく、遅すぎることもありません。

本稿は、UBS Financial Services Inc.が作成した“Bear market guidebook”(2022年5月24日付)を翻訳・編集した日本語版として2022年6月14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。



04

パート1

弱気相場の 特徴



08

パート2

弱気相場に 備える



16

パート3

弱気相場中に 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。

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、これはあくまでも説明を分かりやすくするためであって、S&P500種株価指数のような株式市場全体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。

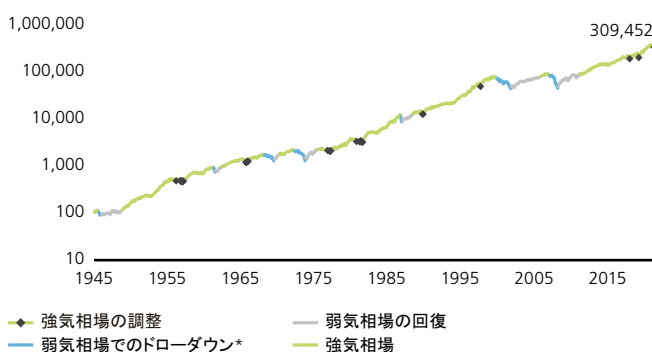
この定義を踏まえ、我々のフレームワークを用いて、市場サイクルがどう見えるかを評価するために、過去のリターンを振り返ることにしよう。



図表1

弱気相場の頻度は低く、しかも比較的短命に終わる

1945年に100米ドルを米国大型株に投資した場合の資産の成長状況
市場環境の分類は月次リターンに基づく



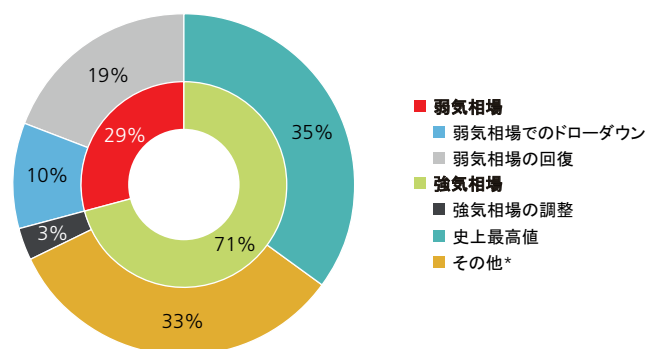
*米国の大型株がピークから底まで少なくとも20%下落する現象

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、2022年4月30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年以降の月次リターンに基づく)

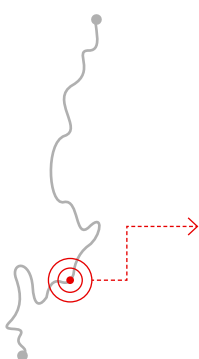


*前回の史上最高値から-10%以内の水準

出所: モーニングスター・ダイレクト、R: PerformanceAnalytics、UBS、2022年4月30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必要がある。

この観点に立って、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ことが重要だ。



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26年、史上最高値から-10%以内の水準にあったのが25年、弱気相場は22年、強気相場での調整が2年であった。

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

ピーク年	1947	1962	1969	1973	1988	2001	2008	2020年 を除く平均	2020	2020年 を含む平均
市場サイクルの概要										
前回強気相場の期間*	14.1年	15.3年	6.5年	2.5年	13.1年	12.9年	5.2年	10.0年	11.0年	10.1年
市場サイクルの期間**	17.0年	15.8年	7.0年	4.1年	14.9年	13.2年	7.3年	11.3年	12.3年	11.5年
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		2019年12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		2020年3月	
米国大型株										
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		2020年7月	
最大下落率	-21.8%	-22.3%	-29.4%	-42.6%	-29.6%	-44.7%	-51.0%	-34.5%	-19.6%	-32.6%
完全回復までの期間 (最高値更新時までの期間)	3.4年	1.3年	2.3年	3.5年	1.8年	6.2年	4.4年	3.3年	0.6年	2.9年
下落局面の期間	0.5年	0.5年	1.6年	1.8年	0.3年	2.1年	1.3年	1.1年	0.3年	1.0年
回復局面の期間	2.9年	0.8年	0.8年	1.8年	1.5年	4.1年	3.1年	2.1年	0.3年	1.9年
上昇分「消失」までの期間***	1.3年	3.0年	5.5年	9.8年	1.5年	5.3年	11.8年	5.4年	2.2年	5.0年
株式60%/債券40%のポートフォリオ										
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		2020年6月	
最大下落率	-13.4%	-13.0%	-17.6%	-26.4%	-17.4%	-21.7%	-29.9%	-19.9%	-9.6%	-18.6%
完全回復までの期間 (最高値更新時までの期間)	2.4年	1.3年	2.1年	3.1年	1.4年	4.2年	3.2年	2.5年	0.5年	2.3年
下落局面の期間	0.5年	0.5年	1.6年	1.8年	0.3年	2.1年	1.3年	1.1年	0.3年	1.0年
回復局面の期間	1.9年	0.8年	0.5年	1.3年	1.2年	2.1年	1.8年	1.4年	0.3年	1.2年
上昇分「消失」までの期間***	1.2年	1.4年	3.4年	6.2年	1.3年	4.3年	9.4年	3.9年	0.9年	3.5年

* 前回の底から当サイクルのピークまでの年数

** 前回のピークから当サイクルのピークまでの年数

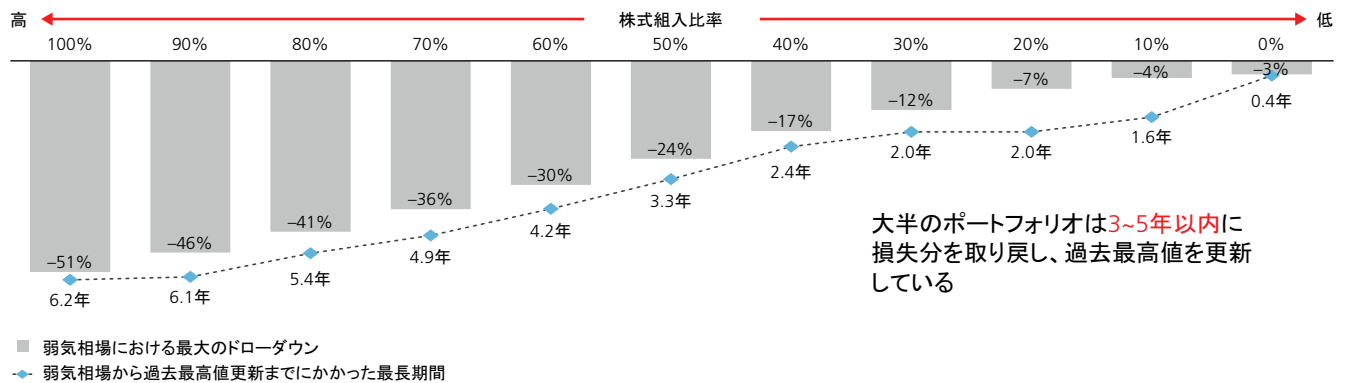
***何年ぶりに底値と同じ価格水準に戻ったかを示す

出所: モーニングスター・ダイレクト、R: PerformanceAnalytics、UBS、2022年4月30日現在

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弱気相場パフォーマンス(米国大型株と米国中期国債)



出所: モーニングスター・ダイレクト、R: PerformanceAnalytics、UBS、2022年4月30日現在



パート2

弱気相場に備える

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、それは無理だということが分かる。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、相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態を確保すること。Liquidity. Longevity. Legacy.*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(図表6参照)。

3. ヘッジ手段を検討する

株式への配分を一部削減して代わりに組み入れることで、ポートフォリオの下落リスクを緩和するヘッジ戦略は多くある。

4. 負債を慎重に管理する

注意深く利用すれば、借り入れは弱気相場におけるリターンの改善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リターンを高めることができるかもしれない。ポートフォリオのレバレッジは安全な水準を維持することで、相場下落により証拠金請求が生じるリスクを抑えることが重要だ。

*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

ポートフォリオを3つの戦略に分けることで短期・長期両方の投資目標の達成を支援

Liquidity. Longevity. Legacy.戦略(流動性戦略、老後戦略、資産承継戦略)の考え方



出所: UBS. 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。この考え方は、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

Liquidity. Longevity. Legacy.戦略(流動性戦略、老後戦略、資産承継戦略)は、投資家の個別の中長期目標を達成することを目指す投資戦略を策定するための考え方だ。この考え方は、投資家の現状に適した、低すぎず、高すぎない水準の投資リスクの判断の指針になるだろう。

Liquidity.戦略は、弱気相場リスクに対する主たる防衛策となる。強気相場でLiquidity.戦略に資金を投入し、弱気相場ではその資金を支出に回すことで、市場のボラティリティ(価格変動)と投資家個人の短期投資目標の達成能力との間にバッファを築くことができる。これにより、残りの資産は市場の回復局面に備えて投資を継続することが可能となる。

豆知識

Liquidity. Longevity. Legacy.戦略を利用すれば、生涯を通じた個人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。

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。

現役世代にとっては、**Liquidity(流動性)**戦略は、失業した場合などに利用できる臨時資金とすることが考えられる。退職後は、今後3~5年間に必要となる支出(総支出額から年金などの確定収入額を差し引いた額)のための資金に充てることを勧める。

Liquidity戦略は、株式市場のボラティリティが高い局面においても元本保全の効果を持つ戦略を投資対象とする。例えばキャッシュ、預金、高格付債券などだ。

借入枠の一部を確保しておくことで、Liquidity戦略に必要な安全(ただし低リターン)の資産のニーズを満たすことができる。ただし、借入れについては慎重に管理することが重要だ(15頁の「4.負債を慎重に管理する」を参照)。

Longevity(老後)戦略は、老後の支出に必要なすべての資金を確保するよう設計されている。Longevity戦略の主な目的は、インフレを考慮した購買力の長期的な向上を目的に、安定した資産の成長と収入を確保することである。

Liquidity戦略では弱気相場によるリスクを抑える一方、Longevity戦略では、短期的な資金ニーズにより一時的にでも損失の確定を余儀なくされるリスクを心配することなく、成長を重視したポートフォリオ投資を行うことが可能だ。

よって、Longevity戦略については、多くの場合、株式以外に債券を少なくとも20~30%組み入れることを勧める。Liquidity戦略を構築するにあたっては、今後3~5年間に必要となる支出を十分に賄える金額とすることを勧める。3~5年とする根拠としては、Longevity戦略が弱気相場から完全に回復するまでに要すると考えられる年数を勘案した。

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わたり)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、かなりリスクの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。

図表6

戦略的資産配分は投資家の弱気相場リスクに大きく影響する

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

配分割合 (株式／債券)	平均下落率	上昇分が消失 するまでの平均年数*	マイナスリターン となった平均年数	最大下落率	マイナスリターン となった最長年数
100% / 0%	-34%	● 5.4	● 3.3	-51%	● 6.2
90% / 10%	-31%	● 5.0	● 3.2	-46%	● 6.1
80% / 20%	-28%	● 4.6	● 2.9	-41%	● 5.4
70% / 30%	-24%	● 4.4	● 2.8	-36%	● 4.9
60% / 40%	-20%	● 3.9	● 2.5	-30%	● 4.2
50% / 50%	-16%	● 2.8	● 2.1	-24%	● 3.3
40% / 60%	-11%	● 2.5	● 1.2	-17%	● 2.4
30% / 70%	-7%	● 1.9	● 0.8	-12%	● 2.0
20% / 80%	-4%	● 1.3	● 0.8	-7%	● 2.0
10% / 90%	-2%	○ 0.9	○ 0.5	-4%	● 1.6
0% / 100%	-1%	○ 0.1	○ 0.2	-3%	○ 0.4

○ 短期間 ● 長期間

出所: モーニングスター・ダイレクト、R: PerformanceAnalytics、UBS、2022年4月30日現在
*何年ぶりに底値と同じ価格水準に戻ったかを示す

2. 戦略的に計画を立てる

投資で成果を上げるには、ポートフォリオを家族の中長期的な資産目標に一致させるよう、資産の配分内容を調整することが必要だ。ポートフォリオの資産配分の大きな変更は殆ど行わないが、変更するのであれば積極的に取り組むことが重要だ。

対照的に、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理性よりも感情が先行しやすくなるからだ。

株式組入比率の高い集中ポートフォリオは、強気相場では優れたリターンを上げることが可能だ。だが分散が不十分なポートフォリオは脆弱で、弱気相場では株価の天井から底までの下落幅が大きくなり、回復に長い時間がかかることがある。

Longevity.戦略ポートフォリオの分散度が低い場合は、流動性戦略の投資対象を広げ、市場の回復への助走を長めに確保しておくことを検討されたい。

図表7

ディフェンシブ株式戦略の概要

戦略	長所	短所	目的
低ボラティリティ・高クオリティ	株式相場の上昇局面では他のディフェンシブ寄りの戦略よりも上昇余地が高い ディフェンシブ・セクターのみに集中投資する場合よりも高い分散が図れる	株式市場リスクが残り、大幅なドローダウンが生じうる シングルファクター戦略の場合、長期に亘りアンダーパフォームする可能性がある	株式のロングポジションを100%に維持しつつ、ポートフォリオのディフェンシブ性を高める
ダイナミック・アロケーション (マーケットタイミング)	キャッシュおよびキャッシュ同等物やVIX先物にシフトして株式リスクを低減することで、大幅なドローダウンが生じるのを回避できる VIX先物に資金を配分することで、株価の下落による影響を相殺する以上の効果を得られる	マーケットタイミング・リスク: 売りまたは買戻しのタイミングが遅すぎるリスクがある VIX先物を利用する場合、通常、ロールオーバーに伴うコストがリターンを圧迫する	長期に亘る大幅な下落局面でアウトパフォームを目指す
転換社債	債券に似た特性を持つことから株式市場の軟化局面で効果を発揮し、また、株式に転換できることから株価の上昇局面でも効果を発揮する	株式市場リスクが残り、大幅なドローダウンが生じうる。デフォルト発生時は、普通の債券と同様に、債券価格は予想回収率がベースとなるだろう。	株式ポジションのディフェンシブ性を高める

出所: UBS

3. ヘッジ手段を検討する

強気相場は弱気相場より頻度が高く、また長く続く傾向がある。このため、ポートフォリオのヘッジを選択するにあたっては、直接、間接を問わず、必要以上にコストがかからず、且つ弱気相場において下落リスクに対して有効な保護機能を発揮する戦略を勧める。

図表7に示した戦略について補足すると、投資家には特に長期債とダイナミック・アセットアロケーションを勧める。

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、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。つまり、金利低下時に、債券の金利感応度が大きくなるということだ(債券価格の上昇幅が金利上昇時の価格下落幅よりも大きい)。

図表8に示す通り、米長期国債は景気後退リスクの懸念に対する感応度が高いため、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ふ、効果的な「ヘッジ」を提供している。

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「ダイナミック・アセットアロケーション戦略」だ。株式市場のモメンタムが後退した局面、例えばS&P500種株価指数が200日移動平均を割り込んだときなどに、株式へ配分していた資金の一部を債券にシフトするものだ(図表9参照)。

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クエンス・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)を軽減するのに有益になり得る。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。この戦略に伴いキャピタルゲイン課税額が上がったり、市場の急激な回復局面で出遅れたりすることになったとしてもだ。

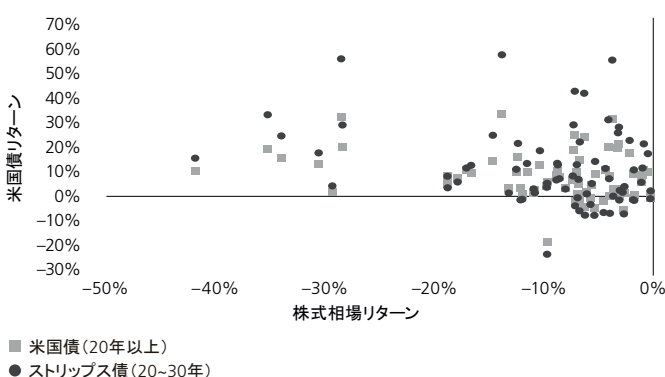
留意点

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。

図表8

長期債は株式相場の急落の影響を緩和できる リターンは平均8~12%

S&P500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(%)

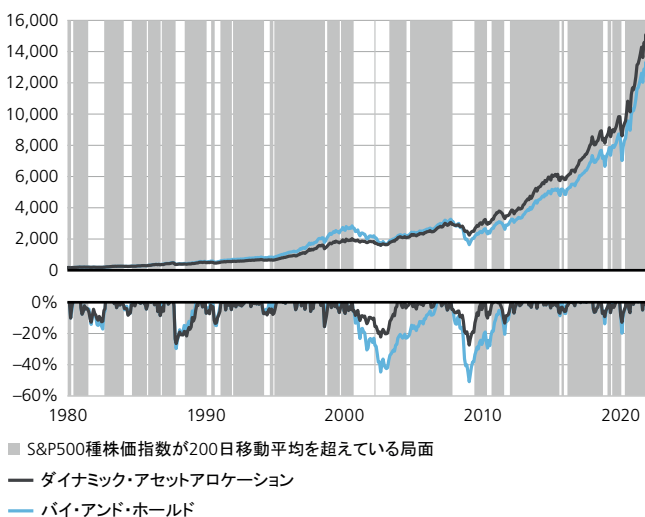


出所:ブルームバーグ、UBS、2022年4月30日現在

図表9

市場のモメンタムに基づくダイナミック・アセットアロケーションはリスクの抑制に寄与

1979年12月31日に100米ドルを2つの戦略に投資した場合の成長率(上図)と、過去最高値からの最大下落率(下図)



ダイナミック・アセットアロケーション・ポートフォリオは通常100%をS&P500種株価指数に投資するが、S&P500の月末終値が200日移動平均を割り込んだ場合には、50%をS&P500、50%を米国国債に配分変更する。このシミュレーションはキャピタルゲインの実現に係る課税を考慮していない。

出所:モーニングスター・ダイレクト、UBS、2022年4月30日現在

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。

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、自身の人的資本を高めるための教育ローンなどだ。

一方で戦術的負債は、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される。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。

負債に関しては一点注意を喚起しておきたい。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。さらに、ポートフォリオを強化することで借入枠を増やし、借入条件を改善するなど、弱気相場に入ったときの借入能力を確保できるだろう。



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。



パート3(緊急時の心得)

弱気相場中にすべきこと

弱気相場局面で投資家がとれる戦術はいくつかある。

うろたえない

弱気相場は心理的にはつらいが長続きはしない。重要なのは自分の投資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。

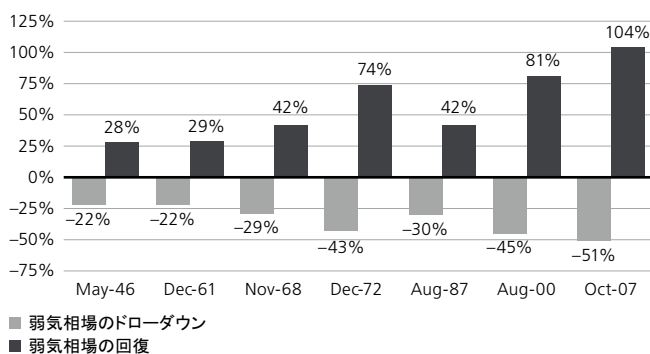
時間を稼ぐ

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。市場が下落分を取り戻すのを待つ間、Liquidity戦略のキャッシュと高格付債券を取り崩して支出に回すことができる。また、借り入れを利用することで、含み損を抱えた長期投資資産を売却して損失を確定させる状況を回避できる。またLiquidity戦略で目先の資金ニーズに対処することで、Longevity戦略の資産を「弱気相場の回復」局面(図表10参照)で力強い上昇を捉えられるよう待機させておくことも可能となる。

図表10

株式は「弱気相場の回復」局面においても堅調なリターンを創出している

米国大型株のリターン



出所: モーニングスター・ダイレクト、R: PerformanceAnalytics、UBS、2022年4月30日現在

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。



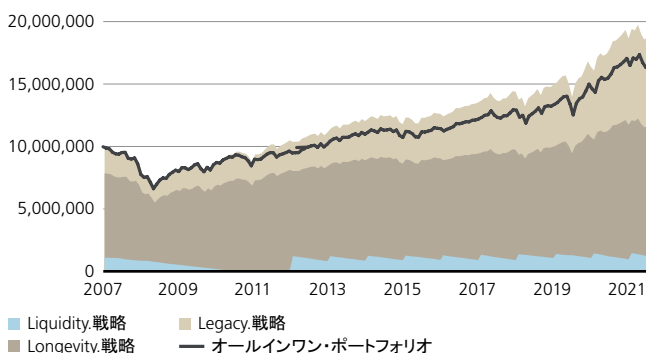
図表11は、弱気相場局面でLiquidity.戦略の資金を取り崩すことで、結果的にポートフォリオの運用成果がどの程度向上するかを例示したものだ。この例では、2007年10月の市場のピーク時に1,000万米ドルで投資を開始した場合の2つのポートフォリオを比較している。

- ・「オールインワン」ポートフォリオは、資産配分を株式60%、債券40%とし、投資資産を換金して日々の支出を賄う。
- ・Liquidity. Longevity. Legacy.戦略ポートフォリオは、Liquidity.、Longevity.、Legacy.の各戦略に投資資金を割り当て、支出は全資金を債券に投資するLiquidity.戦略を取り崩すことで賄う。このポートフォリオでは、当初の資産配分は株式58%、債券42%とするが、弱気相場では株式の比率が上昇する(全資金を債券に投資するLiquidity.戦略は支出に充てられ消耗してゆくため)。

図表11

Liquidity.戦略は弱気相場で損失が確定するのを回避し、長期的な資産成長を促進することが可能

2007年10月31日に1,000万米ドルを投資した場合の資産成長状況



ポートフォリオはともに運用開始時の金額が1,000万米ドル、年間支出額は35万米ドル。支出額はインフレを考慮して年率2.4%ずつ増加。

オールインワン・ポートフォリオ: 1,000万米ドルを60%株式、40%債券に配分

Liquidity. Longevity. Legacy.戦略ポートフォリオ: 110万米ドルをLiquidity.戦略(ブルームバーグ米国総合債券インデックス)、680万米ドルをLongevity.戦略(株式60%、債券40%)、210万米ドルをLegacy.戦略(株式80%、債券20%)に配分。

Liquidity.戦略は3年分の支出を賄える規模とし、S&P500種株価指数が史上最高値から10%超下落しない限り年1回、資金を補充する。すべてのポートフォリオは月次でリバランスを行う。

例示のみを目的とする。課税と運用報酬は考慮していない。

出所: モーニングスター・ダイレクト、UBS、2022年4月30日現在

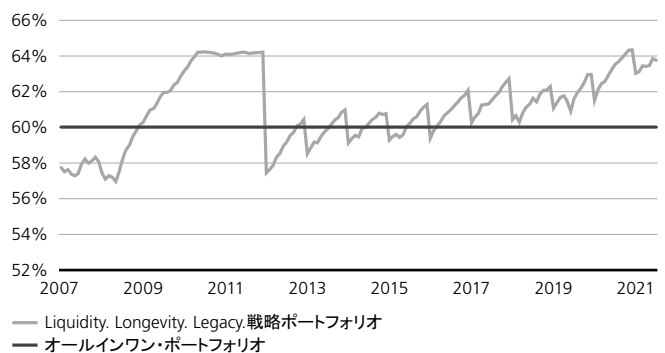
戦術的機会

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)から乖離しているときには、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)弱気相場に参入する投資家の場合は、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。

図表12

Liquidity. Longevity. Legacy.戦略はダイナミックな資産配分を行う

2つのポートフォリオの株式への配分



Liquidity.戦略は年1回、資金を補充すると仮定。ただしS&P500種株価指数が史上最高値から10%超下落した場合は補充しない。

出所: モーニングスター・ダイレクト、UBS、2022年4月30日現在

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 SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社(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はありません。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もありません。銘柄の選定はお客様ご自身で行って頂くようお願い致します。

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。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。また当社では税務、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 SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第3233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

当社における国内株式等の売買取引には、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。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2.20%（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 SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社 2022 すべての権利を留保します。事前の許可なく、本資料を転載・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 SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社は、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