

# 市場は感染拡大リスクを織り込みに

## UBS House View - CIO Alert

Mark Haefele, Global Chief Investment Officer GWM, UBS AG

### 何が起きたか？

世界の株式市場は2月28日も急落し、週間ベースの下げ幅は2008年9月以降で最大となった。S&P500種株価指数は0.82%下落した後、引けにかけて値を戻したが、一週間の下落率は11.5%となった。ユーロ・ストックス600指数は3.5%下落して、一週間で12.25%値を下げた。新興国株式市場は6.4%の下落で収まった。グローバル株式は直近の高値から11.6%下落した。米10年国債は引き続き安全資産に逃避する動きから値上がりし、過去最低の1.166%にまで低下した。金価格は3.6%下落した。これは、投資家が資金調達のために流動性の高い資産クラスを売却しているためだろう。

市場のパフォーマンスは、新型コロナウイルス(COVID-19)の感染者の世界的な増加、そしてそれによる経済成長への影響を反映している。1日の間に複数の国で感染者数が増加した。イタリアで28日に確認された新規感染者数は、本レポート執筆時点で233人となり、前日より26%増加した。韓国では571人の新規感染者が確認され、1日で24%の増加となった。感染拡大は広範囲に渡り、59の国と地域が感染確認事例を報告している。世界保健機関(WHO)は28日、世界的な危険性評価を「高い」から「非常に高い」に引き上げている。

### 次に何が起きるか？

一週間の間に、株価と債券利回りは、世界的なリセッション(景気後退)のリスクを織り込みに行った。S&P500種株価指数は過去最高値から約13%下落したが、これは一般的な弱気相場の局面で見られる平均的な下落幅の半分ほどである。つまり、投資家が今年世界的にリセッション入りする確率を約50%として織り込んでいることを示唆している。現時点で、リセッション入りは依然としてリスクシナリオであり、我々の基本シナリオではない。我々は株式相場と金利は主に次の4つの要因に左右されると予想する。

1つ目は、最も重要な要因で、世界的な新規感染者数の増加率だ。特に、増加率が大幅に減少している中国以外での数字が意味を持つ。少なくとも2~3週間、新規感染者数は増えるだろうが、増加率が低下すれば、世界的な感染拡大が3月下旬か4月上旬までに落ち着くと考えられる。各国は感染拡大を抑制するための施策を講じている。日本は1,300万人余りの小中高生および特別支援学校の生徒を対象に、少なくとも4月初めの春休み期間まで休校を要請すると発表した。ドイツは1,000人超の強制隔離を発表。米カリフォルニア州のニューサム知事は27日、8,400人の健康状態を経過観察していると発表した。ウイルスの潜伏期間が2週間であることから、イタリアと韓国で感染者数が急増してからの2週間で、新規感染者数の伸びが減速することが重要な指針になる。

2つ目は、世界経済への影響がより明白になってきているが、感染者数が4月初旬までに減少し始めれば、世界的にリセッション入りする可能性は依然として低いということだ。中国の経済活動は緩やかに回復しており、1日当たりの石炭消費や不動産取引などの指数は、2019年の水準のおよそ60%程度である。サプライチェーンの混乱は依然として続いており、これは他国のサプライチェーンの川下に影響を及ぼすだろう。米国の経済活動はこれまでのところ底堅いが、コロナウイルス感染拡大による世界経済成長への影響は2週間前に出した当初の予想よりも長く、第2四半期にかけても残る可能性が高い。

3つ目は、経済的な混乱に対処するための積極的な政策対応がリセッションリスクを減らし、2020年後半の力強い成長を確実にするという点だ。影響を受けたアジア諸国の政策当局は、経済・金融への影響が手に負えない状態にならないように、金融、財政、規制の側面から具体的な政策措置を講じている。中国、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイなどの中央銀行は、利下げもしくは金融システムへの流動性注入を行った。財政支援の規模も大きく、中国、韓国、香港の2020年の財政赤字(対GDP比)は、2019年の水準よりもそれぞれ0.7%、1.3%、3.5%拡大する見通しだ。米連邦準備理事会(FRB)のパウエル議長は28日の声明で「FRBは状況を注視している。(中略)経済を支えるために、必要に応じて政策ツールを使い、適切に行動する」と述べた。市場が年内に約4回の利下げを織り込む中、この声明は、FRBが早ければ3月に利下げを実施する可能性が高まっていることを示している。

4 つ目は、リスク資産のバリュエーションが修正局面を経て改善され、魅力的なリスク調整後リターンが期待できる水準になってきている点だ。このことは、システマティックなリスク資産の売却や投資家の資金調達のためのリスク資産の売却によって急落していた相場を落ち着かせることにつながるだろう。

### 現在、どこに価値を見出すことができるか？

短期・長期のどちらの投資家も、現在の市場の修正局面をポートフォリオ見直しの機会と捉えることができる。これまでのレポートでも説明しているように、5 つの投資機会を以下で確認する。

#### 1. ユーロ圏株式よりも新興国株式を推奨する

中国での感染拡大封じ込め策が成功している事実がより明らかになっているが(過去 1 週間で湖北省以外の中国で確認された新たな感染者数はわずか 391 件と報道)、ウイルス感染が欧州と米国で拡大しているとの不安が高まった結果、新興国株式のパフォーマンスはここ数日、先進国株式を上回り始めた。例えば、過去 1 週間で、新興国株式のパフォーマンスは S&P500 種株価指数を 5.75% 上回っている。我々はこのトレンドが続くと予想する。新興国株式をオーバーウェイトし、その中でも特に中国市場を勧める。米国よりも、ウイルス感染による影響が懸念されるユーロ圏への警戒を強める。

#### 2. 売られ過ぎのセクターまたは銘柄を買う

現時点で売られ過ぎとみられるセクターには、住宅関連指標が堅調であるにもかかわらず、この 5 営業日で 11% 下落した米国の一般消費財セクターなどがある。また、景気変動の影響を受けにくいディフェンシブ性を発揮し、自宅での時間が増える中でむしろ恩恵を受ける可能性のあるデジタルコンテンツ企業など、米国の通信サービスセクターも推奨する。さらに、堅調なファンダメンタルズと比較して、ここ数日売られ過ぎたと考える米国銘柄も複数特定した。

加えて、中国情勢が安定し、全体的な状況が鎮静化するにともない恩恵を受ける可能性のある欧州銘柄にも注目している。中国が感染拡大の抑制に比較的成功的なことを踏まえ、キャッシュフローが堅調かつファンダメンタルズが良好で、新興国市場へのエクスポージャーを持つ優良銘柄を推奨する。

#### 3. 長期投資の有望銘柄を買う

この株価下落局面から、長期投資テーマに割安水準で投資する機会を捉えることもできる。新型コロナウイルスの感染拡大を機に、来る「変革の 10 年」で市場をけん引する主な長期トレンドが加速する可能性がある。例えば、デジタルトランスフォーメーションに注力する銘柄には大きな上昇余地があると見ている。新型コロナウイルスの感染拡大によって、リモート勤務(遠隔地勤務)への切り替えに弾みがつき、中国では感染拡大の期間中にオンライン・ビジネスが急拡大している。遺伝子技術は、ウイルスがいかに拡散するかを科学的に特定するのに有益なツールだが、新型コロナウイルスによって、この分野が格段の進歩を遂げていることが明らかになった。また、消費者の好みの変化に伴い、持続可能性への取り組みが足りない企業に対する目が厳しくなる可能性が高い。従って、投資家は優れた環境、社会、ガバナンス(ESG)基準を採用している新興国の企業を検討することもできるだろう。

#### 4. 利回りを向上させ、高いボラティリティを生かす

ここ数日の株式市場の下落に加え、米 10 年国債利回りの低下は、世界の市場で起きている最も注目に値する動きの 1 つだ。同利回りは、28 日金曜日に記録した過去最低水準の 1.2% をわずかに上回る水準にあり、市場は FRB が 3 月の会合で利下げを実施する確率を 65% と織り込んでいる。このような低利回り環境においては、配当銘柄や、投資適格債とハイイールド債の中間に位置するクロスオーバーの欧州債券など、ポートフォリオ内の利回りを向上させる戦略を検討すると良い。こうしたボラティリティ(相場変動)の上昇時は、投資家がボラティリティを利用して利益を得る機会でもある。

#### 5. ウイルスに対峙できるポートフォリオにする

資産クラス・地域分散ができていないポートフォリオは今後数週間、十分に分散されているポートフォリオよりも大きな変動に直面しそうだ。危機的状況では、株式、債券、代替資産で構成されたポートフォリオの有効性が明らかになっている。債券の強いパフォーマンスが、株価下落による影響を和らげるからだ。我々は、状況が一段と悪化した場合のヘッジとして、金を引き続き推奨する。

ここ一週間の相場の急落に懸念を抱くのは当然の反応だ。パンデミック(世界的感染拡大)抑制を目的とした積極的な施策の結果、ウイルス感染の拡大が今後 1 カ月か 2 カ月がピークになると見るのが妥当だろう。コロナウイルス感染拡大による経済への悪影響を緩和するための政策対応により、世界経済への影響は大きいながらも景気後退に陥るほどにはならないだろう。よって、最終的にリスク資産にはポジティブとなるだろうが、回復への道筋がよりはっきりするまで、短期的に相場変動は大きな状況が続くだろう。

上記の投資戦略を実行するための詳細については、担当クライアント・アドバイザーと検討することを勧める。

Mark Haefele

Global Chief Investment Officer Wealth Management

## 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。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