

コロナショックで弱気相場突入

UBS House View - CIO Alert

Mark Haefele, Global Chief Investment Officer GWM, UBS AG

何が起こったか？

市場は12日(木)、さらに急落した。これは、新型コロナウイルス(COVID-19)による経済的影響の規模と期間が当初の想定を上回る模様だが、そもそもの程度になるか現時点では不明であることによる不安を反映したものだ。

トランプ米大統領は、欧州26カ国からの渡航を30日間禁止すると発表した。イタリア政府は、食料品店と薬局を除くすべての店舗に3月25日まで閉鎖するよう命じた。英国も感染の封じ込めから、感染拡大を遅らせる段階に移行した。俳優のトム・ハンクス氏が新型コロナウイルス検査で陽性だったと発表したこと、米プロバスケットボール(NBA)がシーズンを中断したことは、多くの米国人にとって注目に値することだ。経済的影響が広がる中、「十分な」政府の刺激策に対する投資家の期待は膨らんでいる。しかし、こうした期待を抱く人も、欧米の民主国家では消費者と企業に経済的支援を与えることが、中国よりもかなり難しいと認識し始めている。

この日の市場は、とりわけ欧州中央銀行(ECB)の記者会見後にパニック売りによる全面安が加速した。米ドルは急騰したが、これはファンダメンタルズ(経済の基礎的諸条件)というよりも、米ドルの調達市場が逼迫した結果とみられる。米30年国債利回りが上昇する中で株式市場が下落したのは、機関投資家が償還に備えて最も流動性の高い資産を売却しているからであろう。市場の流動性が逼迫する中で、クレジット・スプレッドは拡大した。こうした市場動向を受けて、ニューヨーク連邦準備銀行は12日、新型コロナウイルスの感染拡大に起因した短期金融市場の「異常な混乱」に対処するため、新たなレポ取引を発表した。購入対象を短期国債だけでなく長期まで拡大したことは、FRBによる事実上の量的緩和策(QE)再開とも捉えられる。量的緩和策により、債券利回りの急騰を伴うことなく、景気回復を図ることは重要になってくるが、それ以前に、財政による景気刺激策の規模や範囲が決定される必要があるだろう。

欧州では、ECBが発表した対応措置が市場の期待に応える内容でなかったことから、各国の国債のリスク・プレミアムは急騰を続けた。量的緩和拡大の焦点は民間セクターの資産であり、公的セクターの債券購入においてECBが定めている1発行体当たりの保有上限33%の引き上げまたは撤廃の可能性には言及しなかった。新型コロナウイルス感染拡大への経済的対応策としての財政措置への期待が高まっているなか、ECBによる国債の追加購入がないことは、同資産クラスへの悪材料となる。フランス国債(対ドイツ国債で62ベースポイント(bp))およびその他ユーロ圏諸国の国債のスプレッドは、大半が3年ぶりの最高水準に達した。一部の上場投資信託(ETF)からは資金が流出し、欧州ハイイールド債ファンドと新興国債券ファンドの価格の下落率は1日で10%を超えた。こうした動きはクレジットのファンダメンタルズとは無関係と考える一方、テクニカルな売り圧力の緩和を期待するには時期尚早かもしれない。

今後、事態は改善せず、悪化するのか？

中国、シンガポール、香港、韓国からは、さまざまな対応措置と時間の経過により、集団感染の封じ込めが可能と考えられる明るい兆候が見え始めている。イタリアでは、集団感染拡大を食い止めるために、全土にわたる移動・行動制限が課されている。しかしウイルスの潜伏期間と診断との時間的ギャップにより、このような措置の効果を評価するのに2週間はかかりそうだ。このように、新型コロナウイルスが欧州および米国に拡大していることから、人々の不安と経済的混乱は3月末にかけてさらに高まると我々はみている。

一方、米国および他の欧州諸国でこれまでに発表されている措置はイタリアほど厳格ではない。ウイルス感染拡大を抑えるためにどの程度の厳しい措置が有効かは現時点では分からない。新型コロナウイルスの感染者数が短期的に確実に増える状況下において、まずは感染者数が減少に転じることが何よりも望まれる。今回のコロナ危機による経済的ダメージと景気刺激策による効果を測ることができるのはそれからだ。

相場はどこまで下落するか？ 反発を引き起こす要因は何か？

新型コロナウイルス感染拡大が、中国では引き続き抑制され、第 2 四半期には先進国市場でも抑制されるとの我々の基本シナリオが実現した場合、年末の市場の水準は現在の水準をはるかに上回るだろう。しかし持続的な上昇には、1) 先進国市場でウイルス感染拡大の封じ込めが成功している証拠、2) 最終的な経済への影響の明確化、3) 世界全体での協調的な政策対応が必要になる。

こうした要因が存在せず、ボラティリティ(相場変動)の水準が高い状況では、今後数日から数週間は、市場は現在の水準よりも下落する可能性が高い。

下落シナリオが実現した場合に、相場がどの程度下落するのかを推測する 1 つの方法として、過去のデータとの比較がある。1945 年以降の弱気相場での平均下落率は 34.5%だ。これを現在の市況に当てはめると、S&P500 種株価指数は 2,200 前後で底を打つことになる。もう 1 つの方法は、バリュエーションからのアプローチだ。業績の落ち込みにより 10%の減益となれば、2020 年の S&P500 種株価指数の 1 株当たり利益(EPS)は 149 米ドルになるだろう。極めて低水準の金利とインフレ率を考慮し、景気の谷の PER(株価収益率)として妥当な 16 倍を適用した場合、同指数の水準は 2,375 となる。

とは言うものの、我々はこうした水準に達するまで株式投資を待つことを勧めているのではない。短期的な急反発を招く可能性がある要因として、米財政刺激策の発表、金融刺激策の拡大、ウイルス感染治療の臨床試験の成果、感染拡大が季節的要因によって制限されることの裏付けなどが考えられる。

また、現在の危機が収束した後であっても、ポートフォリオの長期的な収益成長を求める投資家にとっては、世界的な人口高齢化やヘルステック、遺伝子治療の飛躍的進歩などが長期投資の機会を提供する。さらに、この危機を契機にオンラインビジネスやサプライチェーンの現地化といった長期的トレンドが加速し、第 4 次産業革命やデジタル・トランスフォーメーションに関連した企業が恩恵を受けるだろう。

長期的な投資機会が存在しつつも、ボラティリティが高く、短期的な相場下落・上昇の両シナリオが考えられる状況を上手く乗り越える方法として、定期的に分割して株式を購入することで短期的な相場変動の影響を緩和させることや、間接的に株式のエクスポージャーを保有することで相場上昇時に利益が出やすく下落しても損失が抑えられるポジションを構築する戦略が検討できる。

ポートフォリオのリスクが高すぎると感じる場合、どのようにポートフォリオを守るべきか？

最良の方法は、各自のポートフォリオの資産配分戦略を維持しつつ、定期的にリバランスすることである。しかしながら、より慎重な資産配分を望む場合は、以下の戦略が検討できる。

- ・ここ数週間、ポートフォリオのヘッジ効果を発揮した高格付債への十分なエクスポージャーや、相場環境の変化に応じて機動的に資産配分を変更する戦略も検討できる。
- ・金へのエクスポージャーを検討する。金は、S&P500 種株価指数の下落局面でわずか 2.4%しか下がっておらず、ヘッジとして効果を発揮している。
- ・短期的なキャッシュフローのニーズを満たすために、信用枠を含めて十分な流動性を確保する。危機的状況が続く場合、これによって、価格変動が激しく、流動性が不十分な市場で資産の売却に迫られるリスクを緩和することができる。
- ・地域分散投資も、潜在リスクを緩和する鍵となる。ウイルス感染に対して各国政府が異なる対応を取っているため、国によって政策による効果や経済・相場への影響にも大きな差が表れる可能性が高い。ここ 6 週間、新興国株式のパフォーマンスが先進国株式を 4.8%上回っているが、新興国市場への配分が極めて少ない投資家は、今回の下落局面を利用し同資産クラスへのエクスポージャーを増やすことも検討できる。中国の感染封じ込めが比較的成功していることから、同国の景気回復が他の地域よりも早くなると考えられる。

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)が作成したりサッ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もありません。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)(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ます。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・アドバイザーズ株式会社 関東財務局長（金仲）第 898 号