

# 原油価格マイナスで株価下落

## UBS House View - CIO Alert

Mark Haefele, Global Chief Investment Officer GWM, UBS AG

### 何が起きたか？

米国原油先物の初のマイナス価格に投資家が反応し、リスク資産にも影響が及んだ。21日(火)のS&P500種株価指数は3%下落し、ユーロ・ストックス50指数も4%値を下げた。4月21日に期限を迎えたWTI原油5月物は、一時マイナス40米ドル/バレル近くまで急落した後、10米ドル/バレルで21日の取引を終えた。貯蔵能力が限界に達する中、買い持ち高を抱えた売り手が対価を支払って買い手に原油を引き取ってもらう事態となった。6月物も大きく値下がりし、終値は約13米ドル/バレルとなった。原油価格の激しい値動きは、世界の金融市場で利益確定の売りを招き、ナスダック総合株価指数は3%超下落した。21日の取引では米国のハイテク・セクターが最も値を下げた。ハイテク・セクターの弱さは、20日に20年1-3月期決算を発表したIBMが、資金を温存したい顧客の動きが3月の売上に大きく響いたと指摘したことが、セクター全体にとってネガティブ・サインだと一部で受け止められたことも影響している。株価のインプライド・ボラティリティ(予想変動率)を示す米国のVIX指数は、先週末時点の38から45に上昇した。また米10年国債利回りは、3月以降で最低の水準にまで低下した。一方、取引終了後に起きたプラス材料として、米上院が4,840億米ドル規模の追加の経済対策法案を可決した。中小企業への追加支援、医療体制の整備、ウイルス検査拡充等に投じる。

我々は、原油市場の極端な歪みによって、株式、債券、外国為替相場の変動率が高まる可能性が高いと考える。米国ではエネルギー関連企業が発行する米国ハイイールド債や米国投資適格債が多く、石油セクターの一段の悪化は関連産業に波及的に影響しかねない。さらに、JPモルガンの新興国債指数(EMBIG)を構成する一部の国にとって、原油は主要輸出品である。しかし、最近の米原油市場の極端な価格下落は、年後半には解消されると我々はみている。よって、原油市場の変動が債券の中期的な見通しに影を落とすことはないと考え、米国ハイイールド債、米国投資適格債、米ドル建て新興国債を魅力的とみる。

### 原油価格は今後どうなるか？

我々は、米国と世界の原油価格が今後数週間は下押し圧力を受け続けると予想する。石油輸出国機構(OPEC)と非加盟主要産油国から成る「OPECプラス」は、世界の供給全体の約1割に相当する規模の協調減産に合意したが、減産が開始されるのは5月からであり、新型コロナによる経済活動制限に伴う約20%の需要急減の影響を相殺するには、減産規模が小さすぎるとみられる。また、原油は産油国から消費国までタンカーでゆっくり運ばれるため、OPECプラスによる減産の効果が市場に行き渡るのは6月以降になりそうだ。このため4-6月期は大幅な供給過剰が続く見通したが、7-9月期には需給が均衡に向かい初め、10-12月期には供給不足になると予想する。こうした原油価格の回復は、我々の基本シナリオ通りに移動制限が5月半ばから解除され始め、原油需要が年後半に上向くことを前提としている。また北米と南米で生産が停止することで、年末にかけて世界の原油供給は減少する可能性が高い。これらを踏まえ、我々は、北海ブレント原油価格が現在の約20米ドル/バレルから、年末には43米ドル/バレルまで上昇すると予想する。

### 今回の事態は、投資家全般にどのような意味があるのか？

クレジット市場と株式市場は原油価格への悲観的な見通しを、今週の急落の前からすでに織り込み始めていた。したがって、クレジット市場と株式市場への影響はさほど大きくないだろうと我々はみている。

**社債:** エネルギー関連企業は米国ハイイールド債の発行額の約15%、米国投資適格社債発行額の約10%をそれぞれ占めている。したがって原油価格の低迷は債務不履行(デフォルト)のリスクを高める。とはいえ、米国ハイイールド債を発行するエネルギー関連企業のスプレッド(米国債との利回り格差)は約1,600ベーシスポイント(bp)、同セクターの平均債券価格は60米ドル(額面100米ドル)で、デフォルト率はおよそ40~50%と示唆される。エネルギーを除く米国ハイイールド債のスプレッドは664bpと、新型コロナに起因するリスクを十分に織り込んでおり、株式よりもリスク調整後の期待リターンは高いと考える。米国エネルギーの投資適格債発行体は、時価総額が大きく財務体質が堅固な企業が多いため、現時点で我々はこのセクターのデフォルト率が著しく高まるとはみていない。よって、米国ハイイールド債と米国投資適格債が有望であるとの見方を継続する。

**米ドル建て新興国債:**

新興国債(EMBIG)発行額の約3分の1をエネルギー輸出依存度の高い国が占めている。しかし、シェアは比較的高いものの、これまで原油価格が新興国債のリターンの牽引役となることは少なかった。エネルギーの主要輸出国は財政基盤が堅固で、資金調達も容易にできる。たとえば、湾岸協力会議(GCC)の加盟国は、ここ数週間で240億米ドル調達した。特に湾岸諸国とロシアは、足元のエネルギー価格の急落にも耐えられるとみている。一方、イラク、ナイジェリア、アンゴラといった財政基盤の脆弱な輸出国の国債は、指数に占める比率が小さく、今週の原油価格急落の前にすでにディストレスト水準で取引されていた。

したがって、米ドル建て新興国債は、エネルギー輸出国のリスク上昇を織り込み済みであるため、原油価格の大幅下落にもかかわらず、今後も好パフォーマンスが期待できるとみる。エネルギー依存度の高い国のスプレッドは、過去3カ月で平均370bp拡大した。これに対し、EMBIG全体のスプレッドの拡大幅は330bpだった。足元で600bpを超えるEMBIG全体のスプレッドは、新型コロナをめぐる我々の悲観シナリオに近く、魅力的な水準にみえる。2000年以降、EMBIGのスプレッドが500bpを超えたのは52カ月あるが、その後の12カ月のトータルリターンはすべての事例でプラスを示し、リターンの中央値は13%となっている。

**株式:**

ここ数年間の原油価格の下落を反映して、主要株価指数におけるエネルギー・セクターの比率は低下している。たとえば、S&P500種株価指数とMSCI新興国株価指数に占めるエネルギー株の比率は、10年前には10%と14%だったが、現在はわずか2.7%と5.8%になっている。したがって、原油価格の下落が株式市場に及ぼす影響は比較的小さいと言えるだろう。エネルギー関連株のバリュエーションも、悲観的な見通しに沿って動いている。たとえばS&P500種のエネルギー・セクターは、株価純資産倍率で見た場合、指数全体よりも70%割安な水準にある。さらに、原油価格低下が株式に及ぼす全体的な影響は限られている。原油安は、資本財や化学など、エネルギー開発関連への依存度が高いセクターや、英国(13%)やカナダ(約18%)など、エネルギー・セクターの比率が高い国には悪影響を及ぼすだろうが、エネルギー消費量が(生産量よりも)高いセクター・国にとっては支払い額が減り、追い風となる。したがって、原油価格が株式市場全般に及ぼす影響は比較的小さく、新型コロナの感染抑制の効果の方が上回る可能性が高い。

エネルギー・セクター内では、銘柄の選別が重要である。我々は、財務状況が堅固で、平均以上のリターンとキャッシュフローを生み出せる企業に注目する。地域別では、アジアがエネルギー価格の下落の恩恵を受けるとみる。しかし、当面は、消費関連企業の保有比率を上げることでリターンが狙えると考ええる。

4-6月期の世界の原油価格は引き続き下押し圧力を受けると予想するが、7-9月期には原油市場の需給が均衡に向かうとみている。今後、減産や設備投資の縮小に加え、渡航・移動規制も徐々に解除されるに伴い、年後半には原油価格は回復に向かうと我々は予想する。今後数カ月は原油価格の変動がクレジットや株式のボラティリティ(相場変動率)に影響を及ぼしうるが、大きな変動要因にはならないと予想する。

投資家は株式相場のボラティリティが高い状況を活用し、相場上昇時に利益が出やすく、下落しても損出が抑えられるポジションを構築する戦術を検討することができる。また、株式市場は、パンデミック(世界的な流行拡大)の状況については我々の基本シナリオと楽観シナリオの中間の結果をすでに織り込んでいるため、銘柄を厳選して投資することを勧める。経済活動の早期正常化に向けた進展が確認できるまでは、一部の景気循環株、ディフェンシブ銘柄、そして長期投資の勝ち組への投資が有効と考える。全体としては株式よりもクレジット、特に、米国ハイイールド債、米国投資適格債、および米ドル建て新興国債に魅力的な機会があると考ええる。

## 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場合があります。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