

# 経済再開に伴う懸念で株価反落

UBS House View - CIO Alert

Mark Haefele, Global Chief Investment Officer GWM, UBS AG

## 何が起きたか？

米国株式は12日(火)、引けにかけて急落し、S&P500種株価指数は2.1%安で取引を終えた。同日のユーロ・ストックス50指数は概ね横ばいで推移し、米国で売り圧力が高まる前に取引を終えた。一方、米国債は上昇し、米10年債利回りは0.67%まで低下した。株価は、今回の下落によって先週半ばの水準に戻った。

リスク回避の動きが強まった背景には次のような要因が挙げられる。

- 複数の米国地区連銀総裁が12日に、慎重なコメントを発表した。セントルイス地区連銀のブロード総裁は、経済活動の停止が90日ないし120日を超えて長期化する場合は、「恐慌レベルのリセッション」に陥る恐れがあると警戒感を示した。クオールズ米連邦準備理事会(FRB)副議長(銀行監督担当)も、FRBが年次ストレステスト(健全性審査)の一環として、銀行の継続的な配当支払い能力について精査していると述べた。
- 経済活動を再開した中国、韓国、ドイツなどで感染者が再び増加傾向にあると報じられ、景気回復と感染「第2波」への懸念が高まった。
- 米上院委員会が12日に開催した公聴会で、米国の感染症対策の責任者が、経済再開に必要なコロナ検査能力の拡充については楽観的なコメントを発したものの、時期尚早な再開は感染拡大のスピードを速めると警鐘を鳴らした。
- 4月の米消費者物価コア指数は予想を下回り、前月比0.4%減と過去最大の下落を示した。複数の品目で需要減による大幅な価格下落が確認されたが、「外食除く食料品」価格は前月比2.6%上昇するなど、価格が上昇した品目も見られた。全体としては、一部の物品やサービスでは供給サイドの問題から価格が上昇するものの、大きな需給ギャップによって価格には引き続き下押し圧力がかかると予想される。
- 米政府の4月の財政支出は7,380億米ドルの赤字となり、単月の赤字額としては過去最大となった。4月は税金の納付期限となっていることから通常は税収が最大となり、例年であれば財政収支は黒字になる。だが今年は、経済活動の急激な低下で税収が落ち込んだことに加え、政府が納税期限を通常の前月15日から延長したことも響いている。

ただし、政策面での好材料もある。FRBは警戒感を示しつつも、発表済みの社債購入プログラムの運用を開始して、景気を下支えするとの姿勢を改めて強調した。さらに、投資適格社債だけでなく、新型コロナの影響で投資適格級から投機的格付け(ジャンク級)に転落したいわゆる「フォールン・エンジェル(墮天使)」銘柄を一部組み入れた上場投資信託(ETF)も購入対象とする予定だ。一方、下院民主党は、上院共和党やホワイトハウスとの交渉のたたき台として、3兆米ドルの新型コロナウイルス追加対策法案を公表した。

## 何に注目しているか

株式市場は、新型コロナ感染拡大による影響の程度について、我々の基本シナリオと楽観シナリオのほぼ中間の水準を織り込んでいる。いずれのシナリオでも、今後数週間でロックダウン(都市封鎖)の緩和が相次ぐと想定している。ただし、基本シナリオでは、2020年中は移動制限が断続的に再導入される可能性を視野に入れているのに対し、楽観シナリオでは、新型コロナの深刻な「第2波」は発生せず、ロックダウンは6月末までに解除され、その後には再実施されることはない想定している。

楽観シナリオの実現可能性を見極めるため、我々はさまざまな要因に注視している。たとえば、治療薬の有効性に関するニュースはロックダウンの解除を早める可能性がある。ワクチンの臨床試験の進捗状況も重要である。さらに、各地の一定人口に対する感染者数に関するデータは、感染の第2波、第3波が起きた場合の深刻度の指針となり得る。また、経済活動を示す日次データにも注目しているが、一部では経済活動に回復の兆しが見え始めている。財政による経済支援策は消費者や企業に届き始めている。我々は大規模な追加経済対策パッケージが少なくともあと一度は実施されると予想するが、6月以前に法案が可決される見込みは低い。

## 投資家は何をすべきか

こうした環境下、投資家には次のような投資戦略が有効と考える。

1. **クレジットに注目**: 12日は、株式市場が急落する一方で、米国投資適格債が上昇し、米ハイイールド債は概ね横ばいだった。クレジット市場はFRBの政策対応により直接下支えされている。加えて、我々の2021年の利益予想に基づく米国株式の株価収益率(PER)が18.5倍であることを考えると、株式よりも割安水準にあるとみている。現在のスプレッド(米国債との利回り格差)を見ると、米国投資適格債は205ベースポイント(bp)、米国ハイイールド債は748bp、米ドル建て新興国債(JPモルガンEMBIG指数による)は571bpと、新型コロナ危機に起因するリスクを上回る水準まで織り込んでいる。
2. **下落リスクに備える**: 12日のような急落は今後も起こり得る。新型コロナをめぐる状況は各国で異なるため、地域的な分散投資を推奨するとともに、リスク回避型の投資家には下落リスクからポートフォリオを守る措置を講じることも勧める。具体的には、金(Gold)投資の追加、ダイナミック・アセットアロケーション(機動的な資産配分の変更)戦略、元本保全措置の検討、名目国債の代替として物価連動国債(TIPS)を加える等により、ポートフォリオの分散を図る戦略が有効だろう。
3. **株式では銘柄を厳選する**: 余剰資金を保有している、あるいは、株式の保有比率を高めたいと考えている投資家は、株式市場が3月の安値からかなり反発していることを踏まえ、銘柄をより慎重に選定することを勧める。株式市場ではディフェンシブ性の高い、安定した銘柄群を推奨する。たとえば、我々の基本シナリオで高パフォーマンスが期待できるクオリティ銘柄や高配当銘柄、選別した生活必需品やヘルスケア銘柄などが有望とみる。

## 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・アドバイザー株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号