

激動のコロナ相場 - 資産クラス分析

UBS House View - CIO Reaction

Mark Haefele, Global Chief Investment Officer GWM, UBS AG

過去を振り返っても、相場の乱高下が際立って激しかったと言える。10日間を終え、米国株式は過去最高値を12%下回る水準となり、米国債利回りは過去最低となり、米ドルは5%下落した。一方、中国の大型株中心で構成されるCSI300指数は、過去2年の最高値をわずか1.6%下回る水準にある。本稿では、主要資産クラスのファンダメンタルズの評価と、今後数週間の想定シナリオについて説明する。

新型コロナウイルス(COVID-19)の米国での感染者数は、検査対象者の増加に伴い上昇し続けると予想する。その結果、市場では、感染封じ込め策強化による経済へのマイナスの影響と、金融・財政刺激策による下支え効果のバランスを見極めるのが難しい状況が続く。これからの数週間が正念場となるだろう。その状況次第で、1)米国での感染拡大が1~2カ月以内に食い止められ、経済損失も比較的軽微に抑えられるか、あるいは2)感染状況が悪化し、混乱が大規模かつ長期に及ぶおそれもある。1番目のシナリオは我々の基本シナリオだが、投資家は2番目のリスクシナリオにも備えるべきである。現時点で、米国債利回りは2番目のシナリオを織り込んでいるようだが、株式市場は両方のシナリオの中間にいるようだ。

高いボラティリティ(相場変動)を上手く乗り越えて行くことは容易ではないが、これまで通り、各自の資産構築目標に沿った分散投資されたポートフォリオを維持し、さらにポートフォリオに対するプロテクションを検討することを勧める。ポートフォリオを見直す際には、Liquidity, Longevity, Legacy,*戦略のアプローチを勧める。これにより、相場下落局面に投資判断を急ぐことで損失を被るリスクを減らすことができる。

我々は引き続き、現在の変動の大きい相場において資産を守りつつリターンを追求するために、以下の戦略を勧める。

- ・ 高いボラティリティを活かす戦略:米国株式への間接的エクスポージャー
- ・ 記録的低利回り・低金利の中、ポートフォリオの利回りを向上させる戦略:米国ハイイールド債、高配当のクオリティ銘柄
- ・ 新興国株式を先進国株式に対しオーバーウェイトする。高い企業業績予想、バリュエーションが割安、米ドル安、中国の新型コロナウイルス感染抑制策が比較的功を奏している点が理由として挙げられる
- ・ 米国債利回りが相対的に低下する中で、中期的な米ドル安の進行に備える
- ・ 金や米長期国債の保有で、コロナリスクを回避し、ポートフォリオを守る
- ・ 高格付債に対し米物価連動国債(TIPS)をオーバーウェイトする

株式

主要株価指数はわずか2週間前の高値から軒並み下落した。S&P500種株価指数は12.2%、ユーロ・ストックス50指数は16.5%、MSCI新興国指数は9.5%それぞれ下落した。CSI300指数は年初来+1%で、主要指数の中で最高のパフォーマンスとなった。このことから相場下落時の地域分散投資の重要性が確認できる。

相場急落によって、グローバル株式のバリュエーションが魅力的な水準になっている。グローバル株式のリスクプレミアム(株式益利回りと無リスク金利の差)は6.6%となり、2013年以来の割安水準であることを示している。投資適格債利回りに対する株式のリスクプレミアムも、1997年以来の高水準にある。

恐怖心は強いながらも経済のファンダメンタルズが堅調な時期は、将来のリターンにとってプラスになる傾向がある。米国では、予想される株価の変動を示す VIX 指数が 25 を上回り(現在は 42)、融資態度を厳しくしている銀行が全体の 5%未満(現在は 0%)である場合、その後 12 カ月の平均リターンは 20%を超えている。

とは言え、12 カ月先予想株価収益率(PER)は低下しているが、総じて長期平均は下回っていない。米国市場の予想 PER は 17.4 倍と、20 年平均の 16.1 倍を上回っている。グローバル株式では 15.3 倍と、20 年平均の 14.9 倍と同水準だ。しかし金利が過去最低水準にあることから、バリュエーションが平均を下回る水準にまで低下せずとも、株価は割安と捉えられるだろう。株式市場の見通しが、新型コロナウイルスの感染封じ込め策が経済成長と企業業績に及ぼす影響の規模に大きく左右されることは明白だ。企業増益率のコンセンサス予想は、米国株式については 5.7%、欧州株式については 7.4%であるが、株式市場はそれより低い業績予想を織り込んでいるようだ。

我々の基本シナリオは依然として、ウイルス感染拡大が景気に影響を及ぼす期間は今年前半に限られ、世界的なリセッション入りが回避されるというものだ。このシナリオは、各国政府が 3 月下旬～4 月上旬までに感染拡大を抑制し、景気刺激策でウイルス感染による経済へのダメージが緩和されることを前提としている。6 日発表の 2 月の米国雇用統計は、雇用者数が 27 万 3,000 人増と、2018 年 5 月以降で最大の伸びとなり、市場はコロナ・ショック相場に突入したが、少なくとも米国経済は堅調な状態であることが確認できたのは安心材料だ。

感染拡大が今後 2 カ月で収束するという我々の基本シナリオが実現した場合、世界的な利回り低下により、投資家が株式を買って債券を売るため、世界の株価は現在の水準から上昇すると予想する。また、増益率は、先進国では 1 桁台前半、新興国では 10%を予想する。

景気後退入りのリスクシナリオが実現した場合、特に欧州と日本で大幅な減益となり、グローバル株式はさらに 10%下落するだろう。新興国市場の増益率は 1 桁になりそうだ。

戦術的資産配分では、新興国株式をオーバーウェイトする一方で、ユーロ圏株式をアンダーウェイトとする。また、S&P500 種株価指数へは間接的にエクスポージャーにより、低コストで相場上昇機会を捉える。相場上昇で利益が出やすく、下落しても損失が抑えられるポジションを構築する。我々の基本シナリオでは、株式市場は現在の調整が終わると回復に向かい、上昇率は 5%を超えると予想している。リスクシナリオでは、市場の下落率が 10%を超えるケースもあり得ると想定しているが、その場合、バリュエーションは割安水準になる。アジアのポートフォリオ内では、中国株式を推奨する。

債券

米 10 年国債利回りは先週、36 ベーシスポイント(bp)低下して、過去最低の 0.78%をつけた。米 30 年国債利回りは 1.31%となり、S&P500 種株価指数の配当利回りを約 50bp 下回っている。FF 先物市場では、米連邦準備理事会(FRB)が 3 月 18 日の会合でさらに 50bp の利下げを行い、その後も高い確率で追加利下げが実施されるとの予想が織り込まれている。

短期利回りの低下は、FRB のスタンス変更によって正当化されるが、過去最低水準にある長期金利は一時的なものと予想する。基本シナリオの場合、ウイルス感染拡大が制御され、リスク資産が回復し、利回りが上昇すると予想する。中国の経験からも、相場の急落は一時的なものになる可能性がある。市場はコロナ・ショック相場に突入しているが、2 月の米雇用統計でも示されたように、足元の米国経済は堅調である。

とは言え、長期債券は依然として、ポートフォリオ内で株式に対する有効な分散投資先であり、一般的に株価下落時の損失を埋め合わせる。債券では、米物価連動国債(TIPS)の戦術的なオーバーウェイトを推奨する。10 年のブレイクイーブン・インフレ率が 1.32%であり、現在 TIPS ではインフレ期待が過小評価されていると考えるからだ。相場変動が小さくなれば、名目金利債と比較して、TIPS 価格は上昇するだろう。

クレジット

米国ハイイールド債のスプレッド(利回り格差)は、この 1 週間で 43bp 拡大し、505bp(3 月 5 日の終値)と、2019 年初め以来の高水準に達した。クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)市場にも混乱の兆しが見え始めている。

iTraxx 欧州クロスオーバー指数(欧州高利回り債の CDS で構成)は、この 2 週間で 170bp 上昇した。これは 2 週間の上昇幅としては、2011 年 9 月以来で最大となる。今回の動きで CDS のスプレッド(保証料)は 2018 年に記録した天井を突き抜け、投資家が元本保全に走っている状況がうかがわれる。

短期的には、どちらのスプレッドも弱気のセンチメントにけん引されてさらに拡大する可能性がある。とりわけ新型コロナウイルスの感染拡大が我々の予想以上に長引くか、WTI 原油価格が 1 バレル当たり 45 米ドルを下回った状態でエネルギー・セクターのデフォルト(債務不履行)率が上昇すると、その可能性は高くなるだろう。とは言え、ハイイールド債のスプレッドは、900bp 近くまで上昇した 2011 年と 2016 年の天井をなお大幅に下回っている。

我々の基本シナリオからは、米国ハイイールド債のバリュエーションは割安にみえる。よって、戦術的資産配分では、高格付債に対し米国ハイイールド債をオーバーウェイトとする。ハイイールド債市場は現在、年間のデフォルト率を 5~6%とみているが、これは我々の想定する 3.5%を上回る。ボラティリティが低下すれば、金利と債券利回りが低い投資環境下で利回りを追求している投資家からの需要が再び高まるだろう。我々の基本シナリオでは、米国ハイイールド債のスプレッドは 440bp へとやや縮小すると想定している。また、魅力的な金利収入によって、現在のオーバーウェイト・ポジションの 6 カ月のトータルリターンは 4~5%と予想する。

通貨

米ドルは対ユーロで、過去 1 週間で 2.5%、2 月 20 日以降では 5.2%下落した。その結果、ユーロ/米ドルは現在 1.13 となり、2019 年夏以来の高水準で取引されている。

当面の動きとしては、12 日(木)に欧州中央銀行(ECB)が中銀預金金利を-0.6%へと 10bp 引き下げ、追加の量的緩和策を実施する可能性がある。また、軟調なユーロ圏経済を背景に、ECB の声明もユーロ安へのシフトを促すことになるとも考えられる。リスク資産が安定するという我々の基本シナリオも踏まえると、ユーロ/米ドルは、短期的には、このまま上昇を続けるよりも 1.10 に向けて調整をする可能性の方が高いとみる。

とは言え、ユーロを現在の水準から対米ドルでアンダーウェイトすることは推奨しない。FRB が今回利下げしたこと、ユーロに対する米ドルの利回り優位性は低下し、ユーロで調達して米ドルで運用するキャリー取引の魅力が薄れたからだ。予防的な利下げにより、世界経済は新型コロナウイルスによる混乱から回復しやすくなることで、ユーロ圏のような輸出依存度の高い地域は恩恵を受けるだろう。米ドルはなお割高水準にとどまっている。しかも、米ドルは米国の大統領選挙のリスクをまだ十分に織り込んでいない。

中期的には、2020 年後半に世界経済の成長率が回復するとともに、ユーロ/米ドルはいずれ上昇基調に戻るという基本シナリオを維持する。年末の予想は 1.19 に据え置く。

金

安全資産への需要が続く中、金価格はこの 1 週間で 1 オンス当たり 1,585 米ドルから 1,674 米ドルへと上昇した。

我々の基本シナリオでは、年末にかけて経済活動が回復し、金をはじめとする安全資産には下げ圧力がかかるとみている。しかし、新型コロナウイルスが 4-6 月期にも感染拡大を続けた場合には、金価格の高止まり状態が長引き、短期的には 1,700 米ドル台の後半まで上昇する可能性も否定できない。したがって、金は今後も新型コロナウイルスのリスクに対する効果的なヘッジ手段となるだろう。

ウイルス関連の不透明感の高まり、米国の記録的な実質低金利、米ドル安という投資環境が続く中、我々は 9 月末の金価格の予想を 1 オンス当たり 1,700 米ドルに引き上げた(従前予想は同 1,600 米ドル)。

原油

石油輸出国機構(OPEC)と非加盟産油国で構成する OPEC プラスが追加減産で合意できなかったことを受け、原油価格は 6 日に急落した。OPEC プラスに原油市場の需給を均衡させる意思がなければ、原油価格はさらに下落し、コロナウイルス関連の需要減を緩和するために供給削減に追い込まれるだろう。短期的には、価格変動が激しい状況が続くそうだが、我々は原油価格が 2020 年後半に回復するとの見方を維持する。(訳注:サウジアラビアが 4 月に原油増産に踏み切る予定。よって、我々は原油価格の見通しを 3 月 8 日に引き下げた。ブレント原油価格の見通しは 4-6 月期(第 2 四半期)を 1 バレル当たり 40 米ドル、以降の 3 四半期をそれぞれ同 45、50、52 に変更する(以前は 62、64、64、65)。WTI 原油はブレント原油より 3 米ドル低い水準で推移すると予想する(以前は 5 米ドル)。ブレント原油価格は今後数日から数週間で、30 米ドル台前半まで下落すると予想されるが、その後は OPEC プラスがいずれ減産に合意もしくは米国の減産により、徐々に回復すると見込まれる。)

Mark Haefele

Global Chief Investment Officer Wealth Management

* 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)。

* 投資の時間軸は様々です。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。

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