

# アジア太平洋経済

## 新型コロナウイルスの市場への影響

2020年1月23日

Chief Investment Office GWM

Eva Lee, CFA, Analyst; Sundeep Gantori, CFA, CAIA, Analyst; Delwin Kurnia Limas, CFA, Analyst; Philip Wyatt, Economist; Hyde Chen, CFA, Analyst; Yifan Hu, Regional CIO and Chief China Economist; Wendy Luo, Analyst; Teck Leng Tan, CFA, Analyst; Giovanni Staunovo, Analyst; Kathy Li, CFA, Analyst; Dennis Lam, CFA, Analyst; Wen Ching Lee, Analyst; Toru Ibayashi, Analyst; Chisa Kobayashi, Analyst; Valerie Chan, Analyst; Carl Berrisford, Analyst

- アジアの株式市場(MSCI アジア指数(日本除く))は、中国武漢市で発生した新型コロナウイルスによる肺炎の感染拡大懸念から、1月20日以降で2~3%下落した。この修正局面の前には、米中貿易協定の第1段階合意による安堵感から相場が高値に上昇していたが、上げ相場も一服の印象となった。
- ウイルスの感染拡大が抑制されれば、アジア経済と株式市場への影響は長期には及ばないだろう。湖北省武漢市は23日、公共交通機関の運行を一時停止し、感染の封じ込めに向け措置を強化した。市場の反射的な反応は戦術的(短期的)な買い場になるとみているが、航空や観光、一部の消費関連産業などのセクターでは一時的にセンチメントが落ち込みそうだ。
- アジアの企業収益は2020年には大幅な回復が見込まれ、さらに株価も割安であることから、我々はアジア株式全般と中国株式について強気の見方を維持している。アジア市場の相場は依然として世界市場よりも33%割安だ。過去平均の23%割安な水準も下回っている。具体的には、営業利益率が改善している中国のインターネット銘柄、5G関連の設備投資拡大から恩恵を受ける5G関連銘柄、景気動向に左右されにくく、収入が安定的な優良高配当銘柄を推奨する。またアジアの通貨の中では、高利回り通貨が有望とみる。

### 我々の見解

アジアの株式市場(MSCI アジア指数(日本除く))は、米中貿易摩擦をめぐる先行き不透明感が薄れたことから投資家がリスクオンに転じ、12月初旬以降9%上昇した。しかしこの上昇基調は1月20日に一旦ストップした。中国武漢市での新型コロナウイルスの集団感染がさらに広い範囲に拡大(エビデミックに発展)する恐れがあり、消費、旅行、観光関連セクターに影響すると懸念が高まったからだ。感染が疑われる人や感染が確認された人が増える中、中国では推定4億5,000万人が中国全域を移動する春節を数日後に控えており(訳注:24日に連休開始)、投資家は警戒感を募らせている。政府は23日、武漢市の公共交通機関の運行を一時停止し、集団感染の封じ込めに向けて措置を強化した。

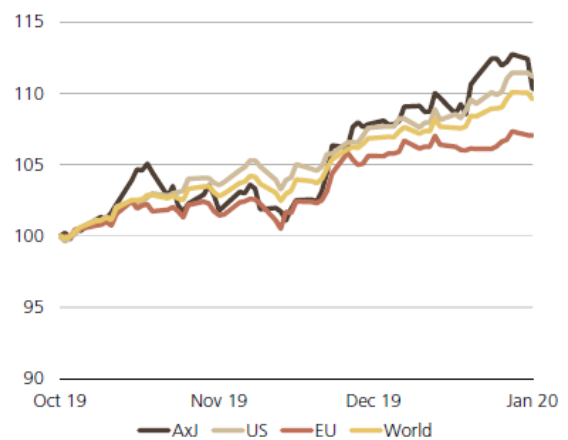
### アジア経済成長の下振れリスク

大規模な集団感染はアジア経済の回復見通しに下振れリスクとなる。我々は第1四半期がアジアの国内総生産(GDP)と企業収益の成長に与える転換点になると予想していた。だが状況が悪化すれば、転換の時期は1四半期程度、遅れるかもしれない。

この見方は、集団感染の抑制には時間がかかり、消費者の自由裁量支出に悪影響が生じる可能性があるとの我々の予想に基づいている。しかし、緩和的な金融政策が続き、世界的に景気回復も見込まれることから、経済成長が一時的に落ち込んだとしてもその後大きく反発すると予想する。これは2003年にSARSのエビデミックが発生した局面でも見られた。新型コロナウイルスの集団感染が発生してからまだ間もないが、現時点

図表 1: アジア(除く日本)と米欧及び世界の株価指数推移比較

トータル・リターン(米ドル、2019年10月を100とする)



出所: ブルームバーグ、UBS、2020年1月23日現在

### 日本株式への影響: 東京五輪への影響リスク

現時点では、新型コロナウイルス肺炎による日本株式への影響は限定的と考える。ベンチマークであるTOPIX株価指数は新型コロナウイルス肺炎の報道にも大きく変動することはなかった。しかし、感染が6カ月以上続く場合は、東京五輪期間中(7月開幕)の訪日客の出足に影響が及ぶ可能性があり、もしそうなった場合は観光セクターの企業収益及び株価が打撃を受けるだろう。2019年の中国人訪日客数は全体の30%を占め、国別では最多だった。

# アジア太平洋経済

では経済的な打撃が及ぶ期間は1四半期(2020年第1四半期)にとどまると予想している。これまでの観察によると、ウイルスの毒性と死亡率はSARSほど高くないため、経済的な影響の規模は、SARS感染がアジアに広がった2003年よりも小さくなる見通しである。ただし、感染状況が終息に向かう前に現状より一時悪化する可能性があり、国内消費が一時的にはあるが、大幅に落ち込むおそれもある。流行が8カ月に渡って続いたSARSの場合でも、経済的な影響が感じられたのは1四半期間だけだった。さらに、需要は、当局による集団感染の終息宣言を待たずに、感染者数がピークに達した直後には回復に向かうとみられる。

## 2002~03年に中国・香港で流行したSARSの教訓

前回アジア市場がエビデミックによって混乱したのは、2003年第1四半期から第2四半期にかけてSARSの集団感染が発生した時だ。実際に流行が始まったのは2002年の末頃だったが、2003年の春節の後にSARSの流行は国際的な緊急事態に相当すると判断された。中国のGDP成長率は、前四半期比で2003年第1四半期の12%超から2003年第2四半期には3.5%に急激に落ち込んだが、前年比では9.1%と2ポイント減にとどまった。エビデミックが終息したこと、緩和的な金融政策が取られたおかげで、2003年後半には成長率は急速に回復し、前四半期比と前年比の双方で10%超に達した。影響が特に大きかったのは小売売上高の成長率で、2003年第1四半期の前年比9.2%から2003年第2四半期には同6.8%に減速した。運輸や観光のセクターも打撃を受けた。中国の鉱工業生産と固定資産投資、不動産セクターへの影響は、当時積極的な金融・財政支援策が打ち出されたことなどから、比較的軽微にとどまった。

集団感染がエビデミックに発展する場合、通常は消費者が観光や外食を手控える動きが強まるため、域内全体で小売売上高や観光客数が激減する可能性がある。しかし、貿易への影響は小幅にとどまる傾向にある。したがって、アジア貿易については、ハイテクと関税合戦の休戦を追い風に、回復が進むだろう。

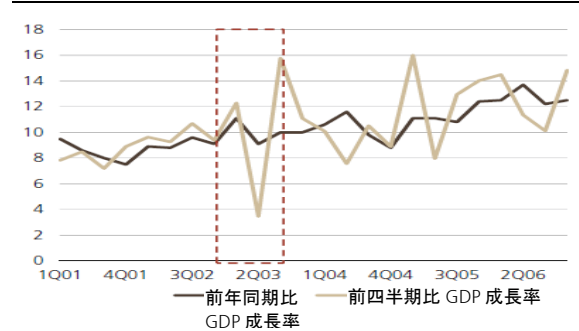
一方、香港ではSARS流行時(2002年第4四半期~2003年第3四半期)に、個人消費が4四半期連続でマイナスになった。小売売上高と観光客数はそれぞれ、前年比約10%増と同約40%増のピークから、2003年第2四半期には平均で同11%減と57%減へと激減した。実質GDP成長率は2003年第2四半期に減速したが、サービスや航空運賃等の価格低下を背景に2003年後半には回復した。個人消費の伸びは前年比約1%から同マイナス5%に減速した後、2003年第4四半期には+4%に上向いた。

2015年に韓国でMERSが流行した時にも、小売売上高と観光客数が減少した。実質成長率は1四半期で半減したが、プラス成長は維持した。香港と韓国のいずれのケースでも、世界的な経済活動の改善に下支えられて回復は急速に進んだ。

## 各国政府は予防的な対策を強化

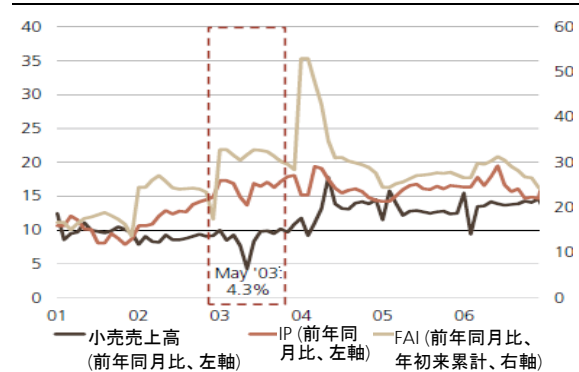
アジアではウイルスの集団感染が多く発生している。最も深刻なケースは2002~2003年のSARSだったが、その後もMERSや鳥インフルエンザの集団感染が発生した。いずれの場合も、注目すべき点は、当局がいかに迅速に発生を防ぎ、感染拡大を食い止められるかである。人の移動が増える春節期間中とその後の武漢市におけるウイルス感染状況には引き続き注視する必要がある。しかし、いくつかの理由から、市場が懸念するほど事態は悪化しない可能性がある。当局による情報開示の透明性が高まり、医療システムの整備が進み、個人と政府が感染を未然に防ぐ予防的な措置をとっていることだ。事態が悪化すれば、中国政府が金融緩和策を拡大すると予想される。現段階では、年末までに50~150ベースポイント(bp)の預金準備率の追加引き下げと10~20bpの中期貸出ファシリティ金利の引き下げがあるとみる。

図表 2: 中国の GDP 成長率は SARS 流行中の 2003 年第 2 四半期に急落した (%)



出所: CEIC, UBS, 2020年1月現在

図表 3: 中国の小売売上高も減少したが、鉱工業生産 (IP)と固定資産投資 (FAI)は影響が少なかった (%)



出所: CEIC, UBS, 2020年1月

表 1: SARS (2002~03) と比べた今回の新型コロナウイルス肺炎の状況

	2002/03 SARS	2019/20 新型コロナウイルス肺炎
初の感染報告	2002年11月16日	2019年12月8日
新型コロナウイルスを正式に確認	2003年1月21日	2020年1月9日
集団発生からピークまで	2003年2月 - 4月	2020年1月 - (?)
WHO が全世界に警告発令	2003年3月12日	今週の時点で協議中(訳注: 24日緊急事態宣言は見送り)
感染拡大が終息	2003年5月	(?)
報告感染者数(死亡者数)	2003年7月11日時点で 8,437人(813人)	2020年1月21日時点で 440人(9人)

出所: WHO, メディア報道, UBS, 2020年1月現在

図表 4: MSCI AC ワールドと比較した MSCI アジア (日本除く) のパフォーマンス (2002~03 年)



出所: ブルームバーグ, UBS, 2020年1月現在

# アジア太平洋経済

## 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ます。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・上限額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。

## アジア太平洋経済

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・アドバイザーズ株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号