

グローバル・リスク・レーダー

新型コロナをめぐるシナリオと投資戦略

2020年4月9日

Chief Investment Office GWM

Dirk Effenberger, Head Investment Risk, Chief Investment Office GWM; Daniel Trum, CFA, Strategist; Daniil Bargman, Strategist; Paul Donovan, Chief Economist, UBS GWM; Claudia Panzeri, Strategist; Frederick Mellors, Strategist; Dominic Schnider, CFA, CAIA, Analyst; Karim Cherif, Strategist

- 新型コロナウイルスの世界的な感染拡大と各国の政策対応は、この数カ月間にわたり金融市場を動かす最大の要因となっている。我々は新型コロナをめぐる3つのシナリオを想定し、今後数カ月の投資に及ぼす影響を説明する。
- 基本シナリオでは、感染封じ込め策が欧州では5月中旬ごろに、米国ではそれより少し遅れて解除し始めると想定している。その結果、景気は緩やかなU字回復を辿ると予想する。
- 政策支援の効果が経済に波及すると期待されるため、債券(特に米ハイイールド債、米ドル建て新興国債、米投資適格債)への投資を引き続き推奨する。また、株式は銘柄を厳選することを勧める。
- 市場のさらなる下落を警戒する投資家には、1) 高格付債への戦略的資産配分を増やす、2) ダイナミック・アセットアロケーション戦略を加える、3) 金や米長期国債をポートフォリオに追加するなどの戦略が有効と考える。



出所: iStock

新型コロナウイルスのパンデミック(世界的な感染拡大)はここ数カ月で、金融市場を動かす最大の要因となっている。株式市場は3月に過去最大級の下落幅を記録した後、直近では回復の兆しを見せているが、今年につけたピークを依然として下回る水準にある。債券も大きく売られ、価格には2008年世界金融危機時の水準に近いデフォルト率が織り込まれている。猛威を振るうウイルスに対して世界各国は大半の経済活動を停止する選択をし、感染拡大のペースを落とし、医療機関が迅速に対応できる態勢を整え、人類が直面する悲劇がこれ以上深刻化しないよう取り組んでいる。政府の各種規制は、感染拡大のスピードが大きく減速し、新規感染者の急増する可能性が抑制されるまで続けられるだろう。次の表1に、各国の感染状況と今後の見通しをまとめた。以降のセクションでは、パンデミックをめぐる想定シナリオ、経済的な影響、そしてシナリオ別の投資戦略を提示する。

表1: 各国のコロナ対策と感染状況

国	行動規制措置の有無	改善を示すデータ	規制解除の見通し
中国	有	新規感染者: ✓ 陽性・陰性の割合: 該当なし 入院者数: 該当なし 死者数: ✓	規制解除はすでに開始。感染拡大の第2波のリスクを抑制する必要がある。
イタリア	有	新規感染者: ✓ 陽性・陰性の割合: ✓ 入院者数: ✓ 死者数: ✓	厳格な行動規制は5月初旬に解除が見込まれるが、緩やかな規制は維持される見通し。
ドイツ	有	新規感染者: ✓ 陽性・陰性の割合: ✓ 入院者数: 該当なし 死者数: ✗	厳格な行動規制は5月中旬に解除が見込まれるが、緩やかな規制は維持される見通し。
英国	有	新規感染者: ✗ 陽性・陰性の割合: ✗ 入院者数: 該当なし 死者数: ✗	厳格な行動規制は5月末に解除が見込まれるが、緩やかな規制は維持される見通し。
米国	大半の州で有り	新規感染者: ✗ 陽性・陰性の割合: ✗ 入院者数: ✗ 死者数: ✗	厳格な行動規制は6月初旬に解除が見込まれるが、緩やかな規制は維持される見通し。

出所: マクロブンド、UBS、2020年4月7日現在

注記: 今回のコロナ感染は最近の歴史で例のない状況であり、感染封じ込めを目指す各種規制措置の有効性についてはまだ不確実な部分が多い。感染拡大の抑制に成功した国から得られた限られたエビデンスに基づく、有効な措置は、予想される効果が、1) 職場閉鎖、2) 外出禁止命令、3) 学校閉鎖、4) 公共イベントの中止と思われる。

本レポートは、UBS Switzerland AGおよびUBS AG が作成した“Global risk radar: COVID-19 scenarios and investment ideas”(2019年4月9日付)を翻訳・編集した日本語版として2020年4月15日付でリリースしたものです。本レポートの末尾に掲載されている「免責事項と開示事項」は大変重要ですので是非ご覧ください。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている市場価格は、各主要取引所の終値に基づいています。これは本レポート中の全ての図表にも適用されます。

グローバル・リスク・レーダー

慎重に先を見据える

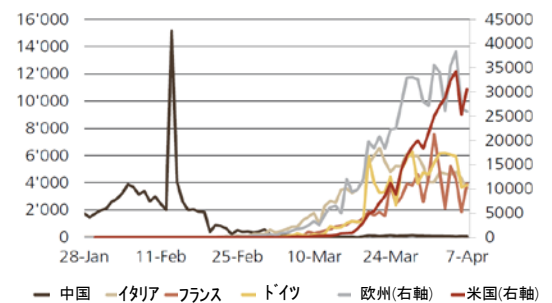
企業収益やデフォルト(債務不履行)など、経済活動の様々な予想を立てる上で最も重要な前提となるのは、現在の経済閉鎖がどの程度続くのかということだろう。それは、感染拡大の抑制スピードが大きな決定要因となるが、そのほかにもウイルスの進化、治療薬・ワクチンの開発、感染拡大の第2波のリスクなど経済閉鎖期間そのものに影響を及ぼす他の要因や、財政・金融的支援の規模など経済的打撃の深度に影響を及ぼす要因によっても変わってくる。

我々は今後6~12カ月について、大きく3つのシナリオを想定した(表2)。

- 基本シナリオ:** 感染拡大封じ込めを目指す厳格な行動規制措置が、欧州では5月中旬までに、米国では6月初旬までに解除されるが、一部の規制が年後半に再導入される。協調的な金融・財政対応策によって、最終的には影響を受けた企業と産業を支援するのに必要な資金が供給されるが、支援開始のタイミングが遅すぎたためすべてを守り切ることはできない。景気は2020年第3四半期から2021年第1四半期にかけて、緩やかなU字回復を辿るだろう。グーグルの「コミュニティ・モビリティ・レポート」を指標とする消費活動は、2020年12月までに、コロナ危機前を20%下回る水準で安定するだろう。
- 悲観シナリオ:** 感染拡大が再発すると抑制が難しくなり、厳格な規制が断続的に再開される。債券市場が安定せず、金融政策効果が適切に波及しないため、景気回復はL字型となる。グーグルのコミュニティ・モビリティ・レポートを指標とする消費活動は、少なくとも2021年6月までは(危機前を20%下回る水準まで)安定的に回復しない。
- 楽観シナリオ:** 技術の進歩と有効な治療薬の開発によって感染拡大が徐々に抑制され、欧州と米国では2020年第3四半期までに規制が段階的に解除される。景気はV字回復を示す。グーグルのコミュニティ・モビリティ・レポートを指標とする消費活動は、2020年6月末まで危機前を20%下回る水準を下限に安定的に推移する。

新規感染者数は安定化の兆し

1日当たりの新規感染者数(人)



出所: マクロポンド、2020年4月8日現在

表2: シナリオの概要と想定条件

シナリオ	地域	厳格な行動規制/緩やかな行動規制の解除時期	治療薬・ワクチンの利用可能時期	政策対応	消費活動の回復*	感染の第2波とその影響
楽観シナリオ	EU	厳格な行動規制: 5月初旬 緩やかな行動規制: 20年3Qまでを目途に段階的に解除	6月~9月 治療薬	金融刺激策: 過剰**	2020年6月	第2波はありうるが、効果的な規制措置、治療、検査等により、さほど深刻化しない。
	米国	厳格な行動規制: 5月初旬 緩やかな行動規制: 20年3Qまでを目途に段階的に解除		財政刺激策 1カ月当たりGDP比1-2%の雇用支援		
基本シナリオ	EU	厳格な行動規制: 5月中旬 緩やかな行動規制: 2021年 Q1	20年4Q~21年1Q 治療薬	金融刺激策: 十分**	2020年12月	第2波発生の可能性は高い。厳格な行動規制措置が再導入される。
	米国	厳格な行動規制: 6月初旬 緩やかな行動規制: 2021年 Q1		財政刺激策 1カ月当たりGDP比最大1-2%までの新規財政支出および雇用支援		
悲観シナリオ	EU	厳格な行動規制: 6月/7月 緩やかな行動規制: 2021年	21年2Q以降 治療薬またはワクチン	金融刺激策: 不十分**	2021年6月	第2波が発生する。規制措置が非効果的であるため、第1波より悪化する可能性がある。
	米国	厳格な行動規制: 6月/7月 緩やかな行動規制: 2021年		財政刺激策 1カ月当たりGDP比1%未満の新規財政支出		

*「回復」とは、コロナ危機前の基準を20%下回る水準まで安定的に回復した状態を指す。

**債券市場が安定し、金融政策効果の波及メカニズムが機能するかどうかを基準に十分性を判断。

出所: UBS、2020年4月7日現在

グローバル・リスク・レーダー

投資への影響

市場参加者も一般の人々と同様に新型コロナをめぐり不透明感と戦っている。各国が集団感染を食い止めて経済活動を再開するまでにかかる時間が長くなればなるほど、企業の債務不履行(デフォルト)や失業増、商機の逸失等による経済的打撃は長期化し、深刻度が増す。投資家が予想する経済的打撃が大きいほど、金融市場は大きな痛手を被る。

これを踏まえて見ると、クレジット市場は我々の悲観シナリオをかなり織り込んでいっているのに対し、株式市場は基本シナリオに近いと考えられる。よって、現時点ではクレジット市場の資産クラス、特に米投資適格債、米ハイイールド社債、米ドル建て新興国債に魅力的な投資機会があるとみている。経済の活動停止が予想より長引いたとしても、これらの資産クラスの下落リスクは限られるだろう。

株式のバリュエーションは、概ね我々の基本シナリオで想定している経済状況を織り込んでいっているとみられるため、株式市場での投資機会は限られてくるだろう。その中で戦略としては次の5分野に注目したい。

- **売られ過ぎの銘柄を厳選:** ファンダメンタルズ(基礎的諸条件)は引き続き堅調であるにもかかわらず、売られ過ぎている銘柄。
- **コロナ耐性のある銘柄:** 生活必需品、ヘルスケア、通信サービスなど、コロナでも業績が底堅いセクター・企業。この企業群の製品は日常生活に必要とされ(消費がむしろ伸びている分野もある)、需要が景気サイクルに左右されにくい。
- **長期テーマの勝ち組:** 今回のパンデミックは、ビデオ会議、バーチャル学習、遠隔治療といったテクノロジーの普及につながり、長期トレンドを加速させると考える。e コマースにはゲーム、オンライン小売、フードデリバリーなど、オンライン消費に関する銘柄が含まれており、今後も成長余地があるとみている。このセグメントは、新型コロナによる実店舗閉店により、成長に拍車がかかっている。
- **バリュエーションが相対的に割安で、ウイルスによる業績への影響が比較的限定的とみられるアジア株式**
- **安定した高クオリティ銘柄:** 市場が混乱しているときでも安定して底堅く推移する銘柄

株式市場のボラティリティ(変動率)にも投資機会がある。現状水準はなお高すぎるため、今後は低下が見込まれるからだ。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。さらに、規則的な株式の分割購入と組み合わせれば、保有するキャッシュを株式に定期的に振り向けることができる一方で、短期的な市場変動の影響を抑えることができる。

「基本シナリオ」における各資産クラスの投資見解(一部抜粋)

株式市場

- バリュエーションはすでに我々の基本シナリオの水準にあるため、ニュートラルを維持する。
- 景気の影響を受けにくいセクターを引き続き推奨する: ITと素材に対して通信サービスとヘルスケアをオーバーウェイトとする。
- ファクター(投資に当たって重視する銘柄の個別要因)としては、クオリティを推奨する。

クレジット市場

- スプレッドが拡大していることから、クレジット市場全体を有望と見ている。
- 米投資適格債、米ハイイールド債、米ドル建て新興国債のオーバーウェイトを推奨する。

通貨市場

- ユーロ、日本円、スイス・フラン、英ポンドに対して若干の米ドル安を予想する。

金利市場

- 米名目国債よりも物価連動国債を推奨する。

コモディティと貴金属

- 金(Gold)の短期予想は1オンス当たり約1,700米ドル(1オンス当たり1,800米ドルに上振れる可能性もある)。

ヘッジファンド

- 低ベータ、マクロ戦略、マルチ戦略ファンドを中心に戦略の分散投資を継続する。

プライベート市場

- 過去の市場混乱期(2001年や2008年)に設定されたファンドの多くは、リターンが特に優れている。

Appendix

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。

グローバル・リスク・レーダー

「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、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