

# UBS House View

Monthly Letter

2020年3月19日

Chief Investment Office  
GWM Investment research

## 止まらない感染拡大

新型コロナウイルスの感染拡大が続いている。中国は現時点で国内の感染拡大の抑制に成功しているが、欧米で実施されている経済活動や移動・行動の制限措置の強化により、ウイルス感染拡大を抑止できる時期を予測することは時期尚早である。

## 素早い政策対応

主要国の中央銀行は、世界金融危機時の対応策を数日間で行に移した。財政当局は、融資保証、赤字財政支出、現金支給といった大規模な支援策を発表している。

## 基本シナリオ

新規感染者数は4月半ばにピークを迎えるが、ウイルスを駆逐するのは難しい。金融政策と財政政策によって景気はいずれ底打ちし、U字回復となるだろう。年末までにS&P500種株価指数は2,650前後で取引されると予想する。

## 資産配分

株式では、米国・ユーロ圏株式への間接的なエクスポージャーでリスクを分散する。新興国株式のオーバーウェイトから米ドル建て新興国債のオーバーウェイトに切り替える。米ハイイールド債と米インフレ連動国債(TIPS)のオーバーウェイトを継続する。



Mark Haefele  
Chief Investment Officer  
Global Wealth Management

## 新型コロナに対する市場シナリオ

各国首脳は、感染拡大封じ込め策に伴う経済活動の一時的な抑制の代償に対して、異例の決断を行っている。世界中で現在実施されている社会的距離の確保(social distancing)措置(娯楽施設の閉鎖や海外渡航禁止、各種企業の営業停止、個人の移動制限など)は、相当大きな経済的ダメージとなるだろう。我々の試算によると、現在多くの主要経済諸国で実施されている各種制限措置は、その期間中に民間セクターの経済活動を20~40%縮小させる可能性がある。

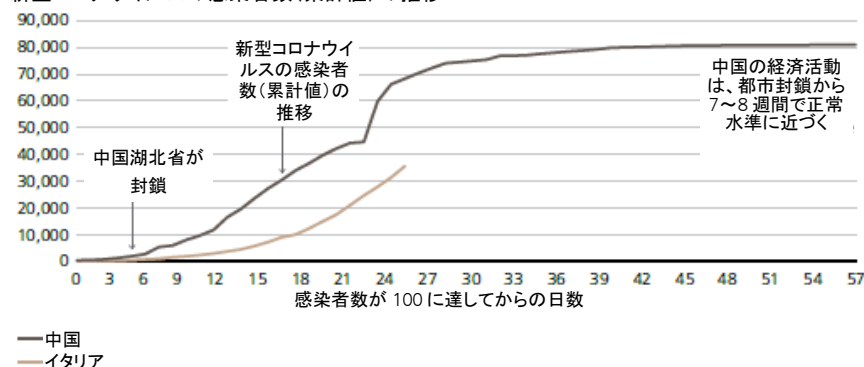
米連邦準備理事会(FRB)は、わずか3日間で世界金融危機時における対応策をすべて実施した。欧州中央銀行(ECB)は、「パンデミック緊急購入プログラム」を導入し、「何でもやる」との公約通りの措置を講じ始めた。財政当局も対応策を強化させており、これまでに発表されたプログラムをまとめると、英国は国内総生産(GDP)の16%、ドイツとフランスが15%、米国が10%に達している。財政当局による追加策がさらに拡大することで、世界金融危機のような信用収縮の回避につながるだろう。しかし、現在までのところ、広範にわたる人の移動制限が市場に悪影響を及ぼし、一連の政策対応が追い付いていない状況だ。

本レポートはUBS AGにより作成されました。本レポートの末尾に掲載されている「お客様へのお知らせ」は大変重要なもので是非ご覧ください。投資には一般に損失のリスクが伴い、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。本レポートには様々な資産クラスに関する記述がありますが、それらは情報提供のみを目的としたものであり、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。よって、お客様に適合しない投資商品が含まれている可能性があります。また、本レポートに記載されている資産クラスや商品群には、UBSが日本で取り扱っていないものも含まれます。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。



図表1  
中国はウイルスの封じ込めに成功、今のところは

新型コロナウイルスの感染者数(累計値)の推移



出所: ジョンス・ホプキンス大学、世界保健機関(WHO)(2020年3月18日現在)

今月号のレターでは、投資家が現在のリスクと機会を効果的に評価できるように、医療、金融、財政の政策の相互作用がどのように市場に影響を及ぼしているのかについて検証する。我々は、楽観、基本、悲観という3つのシナリオに分けて考えをまとめた。これらシナリオは、a) 経済活動がどの程度早く正常化するか、b) 政策対応がどれだけの企業倒産と失業を防ぐことができるか、を判断の基準としている。

楽観シナリオでは、景気がV字回復し、S&P500種株価指数が年末までに2,900に戻る。

楽観シナリオでは、徹底した社会的距離の確保(social distancing)、ウイルスの季節性、治療薬・ワクチン等による解決策という要素が組み合わさった結果、欧米主要経済国でのウイルス感染状況が中国と同じ道を辿り、4月初旬までにピークに達する。そして、封じ込め策は5月初旬から徐々に緩和される。政府の刺激策は、経済への持続的なダメージを回避するのに十分で、これによって第3四半期と第4四半期に成長のV字回復が始まる。この場合、S&P500種株価指数は年末までに2,900前後で取引されるだろう。

基本シナリオでは、新型コロナウイルスによる企業への経済的ダメージを完全に回避することはできず、S&P500種株価指数は年末までに2,650程度になる。

基本シナリオでは、新規ウイルス感染者数は総じて4月中旬にピークに達し、最も厳しい規制は5月半ばから解除される。だが、ウイルスの撲滅が難しいことが分かり、その結果、一部の国は年末まで断続的に規制を再導入する必要があるだろう。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、開始時期が遅すぎるためすべてを守り切ることはできないだろう。第4四半期頃からU字型の景気回復が本格化する。この場合、S&P500種株価指数は年末までに2,650前後で取引されるだろう。

悲観シナリオでは、2020年の成長はL字型となり、年末のS&P500種株価指数は2,100程度となる。

悲観シナリオでは、講じられた封じ込め策ではウイルス感染拡大を食い止めることができず、欧米での新規感染者数が5月か6月に入っても増加し続ける。中国でも感染が再び拡大し、新たな規制が導入されることになる。欧米では、大半の規制は6月か7月に入っても解除されず、それ以降も年末まで断続的に導入される。この場合、政府の政策で長引く需要の落ち込みが大幅に軽減されることはなく、倒産件数と失業者数が急増する。企業業績は悪化し、株主や債権者、銀行が損失を被るだろう。2020年の経済成長はL字型となる。このシナリオの場合、S&P500種株価指数は年末までには2,100前後で取引されるだろうが、過去の弱気相場を参考にすると、1,650-1,950のレンジまで下落することもあり得る。

分割株式購入や間接的に株式のエクスポージャーを持つことで、資産配分のギャップに対処し、投資家はタイミング・リスクを緩和できる。

どのシナリオが実現するか確信を持って予想することは不可能だが、我々は、規律があり、分散化され、先を見越した投資アプローチが、長期的に資産を増やす上では最も有効であるとの見方を維持する。最近の急落から、多くのポートフォリオで、株式の資産配分が長期目標より引き下げられるだろう。我々は通常は、リバランスをして目標の配分に戻すことを推奨するが、変動が激しい時期には、定期的に少しずつ株式を購入したり、間接的に株式のエクスポージャーを持つことで、資産配分のギャップに対処すれば、タイミングを狙うことによるリスクを緩和し、市場の動きに惑わされ投資判断をすることでパフォーマンスを悪化させることも防ぐことが可能だ。

投資家は、アジアでの5G展開へのエクスポージャーを持つ企業や世界の優良株など、コロナの感染状況による影響が比較的少ないと考えられる銘柄、フィンテックやeコマース、オンラインゲーム、オンライン教育など、現状から恩恵を受けることのできる長期投資テーマ、香港上場の中国不動産銘柄や日本のオートメーションと機械関連の企業など、リスクに直面するものの、売られ過ぎとみられる景気循環セクターに注目するとよい。

また、間接的に米国株式とユーロ圏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。

間接的な株式へのエクスポージャーに加え、悲観シナリオを強く織り込んだ資産を追加することで分散化する。

我々は、間接的な株式エクスポージャーを分散化することで相場変動に対応している。さらに、悲観シナリオを強く織り込んでいると判断した資産にも資金を分散している。具体的には、新興国株式のオーバーウェイトを米ドル建て新興国債(EMBI)のオーバーウェイトに切り替える。これらの債券は新興国株式よりも我々の悲観シナリオを強く織り込んでいるように見えるからだ。米国ハイイールド債は、スプレッド(米国債からの利回り格差)が悲観シナリオにおける我々の目標水準に近いので、オーバーウェイトを継続する。期待インフレ率は、現在は非常に低いものの今後は上昇が予想されることから、高格付債に対する米インフレ連動国債(TIPS)もオーバーウェイトを維持する。先進国の金利が非常に低いので、選別した新興国通貨バスケットをオーバーウェイトとする。また英ポンドは対米ドルでかなりの割安とみている。

中国の事例は、ウイルス感染の封じ込めが可能であることを示している。

#### 社会的距離の確保(social distancing)はどのくらい継続されるか？

中国の事例は、ウイルス感染の封じ込めが可能であることを示している。大規模な強制隔離措置が実施されてから2~3週間で、新規感染者数がピークに達した。そして7~8週間が経過した現在、経済活動は正常化しつつある。主要工業19都市の交通量は2019年水準の89%、石炭消費は2019年水準の78%程度まで回復している。

現在、欧米全域で、同様の移動と活動の制限措置が実施されている。楽観シナリオでは、欧米での社会的距離の確保が、中国と同じ効果を発揮する。これによって、新規感染者数が4月初旬から中旬までにピークに達し、規制が5月から解除され、6月頃から活動が正常化するだろう。症状を緩和させる抗ウイルス薬やワクチンの開発などの薬による解決策を通して、またはウイルス感染のスピードが気温の上昇に伴い減速することが証明されれば、同様の結果につながるだろう。

悲観シナリオでは、欧米の封じ込め策が中国ほど効果を発揮しない結果となる。感染拡大の食い止めに時間がかかり、5月か6月に入っても広範囲への拡大が続けば、規制を6月か7月まで継続する必要がある。さらに、中国など封じ込めに一旦成功した国や地域で、感染が再び拡大し、年末まで規制を断続的に実施しなければならない可能性がある。緩やかな規制が2021年にかけて維持される可能性が高い。

欧米の社会的距離の確保が功を奏するか判断するのは依然として時期尚早だ。大半の欧州諸国では、1日の新規感染者数が増加し続けている。しかしイタリア

のベニス近郊にある人口3,300人のヴォ(Vo)では、明るい兆しが見られる。この町で、全住民の検査と再検査を実施し、接触者を追跡した結果、新規感染者数がゼロになった。ウォールストリートジャーナルは、感染者数が来週ピークに達するとのロンバルディア州保健当局者の見通しを伝えた。

我々の基本シナリオでは、欧米の新規感染者数は総じて4月中旬までにピークに達し始め、5月中旬から規制解除が始まる。しかしながら、ウイルスの撲滅が難しいことが判明する可能性があり、国によって感染拡大の封じ込めが成功するか否かで違いがでるだろう。そのため、一部の国は年末まで規制を断続的に導入する必要があるかもしれない。我々は、社会的距離の確保が緩和された形で、2020年を通してあらゆる国で継続される可能性も視野に入れている。

経済政策当局の現時点の目標は、失業と企業倒産を回避するために民間セクターに手を差し伸べることである。

#### 政府は、倒産と失業を防ぐのに十分な支援を提供するか？

市場の安定化のために、国家は一時的な規制のコストを国で負担する意思を示さなければならない。欧州全域と米国では、第2四半期の国内総生産(GDP)縮小は避けられない。経済政策当局の現時点の目標は、失業と企業倒産を回避するために民間セクターに手を差し伸べ、規制解除後の景気回復を可能にすることである。

このためには、政府は規制が継続されている間毎月、年間GDPの1~2%に相当する支援を民間セクターに振り向ける必要があると我々は概算している。適切な枠組みが設定されれば、これによって大半の中小企業(大半の国で、最も重要な雇用創出者)の破綻が回避され、大企業向けの緊急援助も提供されるだろう。こうした支援措置が危機の期間だけ行われ、総額が年間GDPの15~20%を下回るのならば、その実現は可能だと考える。

我々の試算方法を説明する。中小企業従業員の半数に賃金の大部分を支払うには、1カ月当たりGDPの約0.75%が必要になる。そして、航空、鉄道、ホテル、小売、レジャーといったセクターの大企業の従業員を支援し、一部の非労働コストを補填するには、GDPの1~2%が必要だと考えた。

これは妥当な規模か？端的にいうと、総額がGDPの15~20%を下回るのであれば妥当だと我々は考えている。参考までに、2009年から2012年までに、米政府は当時の年間GDPの約9%に相当する、1兆4,000億米ドル超の財政支援を提供した。

現在はどうのような状況だろうか？これまでに発表された支援策の規模は大きい(英国はGDPの16%、ドイツはGDPの15%、フランスはGDPの15%、米国はGDPの10%)、政策当局者の今の目標は、融資保証、給与税減税、現金給付といった直接支援などの適切な支援策の組み合わせを探すことだ。企業向け融資や給与減税は、事業主が政府保証の融資を受けるのではなく、スタッフを一時解雇する判断をすれば、役に立たない。しかし、政府支援の問題は、現段階では意欲や能力よりも、スピードにあるようだ。従って、我々の基本シナリオでは、支援のスピードが遅すぎるか、または手薄で、失業率の幾分の増加は抑えられなくても、政府は最終的には倒産と失業の拡大を食い止めるのには十分な対応は行うと予想する。

我々の見解へのリスクもしくは悲観シナリオが実現するのは、規制が5~6カ月以上に渡って継続される場合だ。この場合、一部の政府は自らに資金調達能力の限界に達し、影響を受けた企業と個人に向けて支援を行うことが次第に難しくなるだろう。財政支援を縮小する必要があるか、または財政支援が不十分だと証明されるなら、倒産件数と失業者数は急増し、リセッションは深刻化し、回復ペースは減速するだろう。企業は大きな収益機会を失い、株主や債権者、銀行が大きな損失を負担することになる。

**実現可能性のあるシナリオは何か？ 市場にとって、それらが持つ意味とは？**  
 我々の市場に関するシナリオは、a) 経済活動がどの程度早く正常化するか、  
 b) 政策対応がどれだけの企業倒産と失業を防ぐことができるかを判断の基準としている。

	ウイルス感染状況	経済
楽観シナリオ	徹底した社会的距離の確保(social distancing)、ウイルスの季節性、治療薬・ワクチン等の開発が複合的に奏功し、欧米主要国でのウイルス感染状況が中国と同じ道を辿り、4月初旬までにピークに達する。そして、封じ込め策は5月初旬から徐々に緩和される。一方、一部の渡航規制は2020年を通して実施される可能性が高い。	政府の刺激策は、経済への持続的なダメージを回避するのに十分で、これによって第3四半期と第4四半期に成長のV字回復が始まる。
基本シナリオ	新規ウイルス感染者数は4月中旬までにピークに達し、最も厳しい規制は5月半ばに解除される。しかし、ウイルス感染が再燃すれば、一部の国で年末まで断続的に規制が再導入される。	協調的な金融・財政対応によって、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、開始時期が遅すぎるためすべてを守り切ることはできない。第4四半期頃からようやくU字型の景気回復が本格化する。
悲観シナリオ	封じ込め策がウイルス感染拡大を食い止めるには不十分であることがわかり、欧米での新規感染者数が5月か6月に入っても増加し続ける。中国でも感染が再燃する。大半の規制は6月か7月に入っても解除されず、それ以降も年末まで断続的に再導入される。	需要の落ち込みによって、政府の政策でその影響を完全に緩和できない水準にまで失業率が上昇する。倒産件数と失業者の増加は避けられない。企業は大きな収益機会を失い、株主と銀行が損失を被るだろう。2020年の景気動向はL字型になる。

出所: UBS、2020年3月19日現在

指数	現在 (3月18日)	年末予想			悲観シナリオからの現在価格の位置*
		悲観シナリオ	基本シナリオ	楽観シナリオ	
S&P 500	2,398	2,100	2,650	2,900	37%
Euro Stoxx 50	2,385	1,800	2,600	3,050	47%
MSCI EM	788	580	900	1,000	50%
SMI	8,338	6,500	9,000	10,000	53%
USD IG spread	285	300-400bps	150	100bps	26%
USD HY spread	904	1,000-1,500bps	550	350bps	38%
EMBIG spread	634	700-800bps	450	280bps	25%

\*現在価格-悲観シナリオ価格/楽観と悲観シナリオの価格差(低い値は悲観シナリオに近いことを示す)

出所: UBS、2020年3月19日現在

### 楽観シナリオ

我々の楽観シナリオでは、ウイルス感染拡大封じ込め策が比較的早期に解除され、景気には深刻な打撃を与えないと想定している。金利低下は消費者にもリスク資産にもプラスだ。消費者は住宅ローン金利の低下による恩恵を享受する。一方で投資家は現在、米国債など短期的には安全だが長期的にはさほどの利益を見込めない資産を保有しているが、そのうち投資資金はリスク資産に流入する可能性が高い。

S&P500種株価指数は年末までに2,900(3月18日から21%上昇)、ユーロ・ストックス50指数は3,050(28%上昇)、MSCI新興国指数は1,000(27%上昇)に到達すると予想する。それでも、米国ハイイールド社債のデフォルト(債務不履行)率は3~4%という予想は変更しない。特に財務体質の弱いエネルギー・セクターをはじめ、小売やレジャーなど構造的に問題を抱えている一部セクターにデフォルトの可能性が高いからだ。しかし、こうしたデフォルトによる下押し圧力の可能性や、国債利回りの上昇にもかかわらず、債券の現状水準からの12カ月後のトータルリターンは2桁になると予想する(新興国国債(EMBI)が15~20%、米国ハイイールド債が20~25%)。

### 基本シナリオ

基本シナリオでは、金融政策と財政政策の協調的な実施により、新型コロナ感染拡大による打撃を受けた企業や産業の大半はいずれ回復し、市場をサポートするだろう。しかし、4-6月期がマイナス成長となり、失業率が上昇し、断続的に規制が再導入されると考えられることから、リスクプレミアムは下がらないだろう。

したがって、S&P500種株価指数は年末までに2,650(3月18日から10%上昇)、ユーロ・ストックス50指数は2,600(9%上昇)、MSCI新興国指数は900(14%上昇)に到達すると予想。米国ハイイールド債については、スプレッドが約900ベースポイント(bp)から550bpへ、新興国投資適格債のスプレッドも630bpから450bpへといずれも縮小するだろう。

### 悲観シナリオ

悲観シナリオでは、規制が長引き、ウイルス感染が再拡大することで、政府および中央銀行の支援策では、失業率の急騰と倒産の拡大を抑えるには不十分となる。株主と銀行は、企業が収益機会を失うことから莫大な損失を被るだろう。失業率の上昇により需要は減退し、2020年の景気回復は見込めない。リスクプレミアムは、年間を通じて高止まりするだろう。

このシナリオでは、S&P500種株価指数は年末までにおよそ15%下落し、ユーロ圏と新興国の株式市場はいずれも25%前後の下落を想定しているが、市場の底値は実際にはさらに低くなる可能性がある。第二次世界大戦後に米国市場が経験した最も厳しい弱気相場(世界金融危機を含む)の下落率が42.6%、44.7%、51%だったことから、今回の下落局面ではS&P500種株価指数の底値が1,650と1,950の間、つまり現在の水準から20~30%下の水準になる可能性がある。一方、米国ハイイールド債のスプレッドは、年末までに1,000~1,500bpまでの拡大を想定する。これは、2015年の最大値900bpよりも広いが、2008~2009年の世界金融危機時に到達した2,000bpレベルには届かないだろう。新興国投資適格債のスプレッドは700~800bpを予想する。

総合的には、現在の市場は楽観シナリオよりも悲観シナリオの目標が年末に実現するリスクを強く織り込んでおり、特に米国ハイイールド債と米ドル建て新興国国債(EMBI)債にその傾向が強いと我々はみている。

### リスク調整後リターンが最も高い資産クラスはどれか？

総合的には、現在の市場は楽観シナリオよりも悲観シナリオの目標が年末に実現するリスクを強く織り込んでおり、特に米国ハイイールド債と米ドル建て新興国国債(EMBI)にその傾向が強いと我々はみている。ただし、すでに述べたように、ウイルス封じ込めの期待と、過去最大規模の救済パッケージによっても、中国が8週間で収束に持ち込んでいるように、状況が変わらなかった場合には、大半の資産クラスで価格が大幅に下落することになるだろう。

株式では、悲観シナリオでもある程度持ちこたえられる収益力を持った企業には優れた投資機会があるとみている。具体的には、アジアにおける第5世代(5G)移動通信システム開始に関与している企業、グローバルな優良銘柄、フィンテック、eコマース、オンラインゲーム、オンライン教育といった、現在のような状況から恩恵を受けられる長期テーマに沿った企業群だ。さらには香港上場の中国不動産企業、日本のオートメーション企業や機械メーカーなど、リスクに直面しているものの売られすぎと考えられる景気敏感セクターにも注目したい。ボラティリティ(変動率)が高い現在のような環境では、規則的な株式の分割購入により、タイミングを計ることのリスクを軽減することも検討できる。

#### さらなる下落リスクをどうヘッジすべきか？

現在の投資環境でのヘッジ戦略としては主に4つのアプローチがあると考えている。①資産クラスの分散、②地域分散、③オルタナティブ資産の利用、④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)の利用である。

**資産クラスの分散:** 債券と株式との相関は一部の市場では不安定になってきたが、2020年には債券はリスク分散に貢献した。長期で見るとその有効性は実証されている。S&P500種株価指数の弱気相場では、最大ドローダウン(天井から底までの下落率)は平均34.5%で、下落前65カ月分のリターンが消え、次の新高値をつけるまでに39カ月かかっている。ところが、株式60%/債券40%のポートフォリオの場合、最大ドローダウンは平均19.9%で、下落前20カ月分のリターンが消え、前のサイクルの天井までにかかった期間は30カ月だった。

今後の見通しとしては、米10年国債利回りは1%を若干超える程度なので、長期債を保有することの価値には限界がありそうに見える。しかし、仮にFRBがマイナス金利に及び腰であるとしても、元本が保全されている米国債はポートフォリオの一種の保険として機能する。

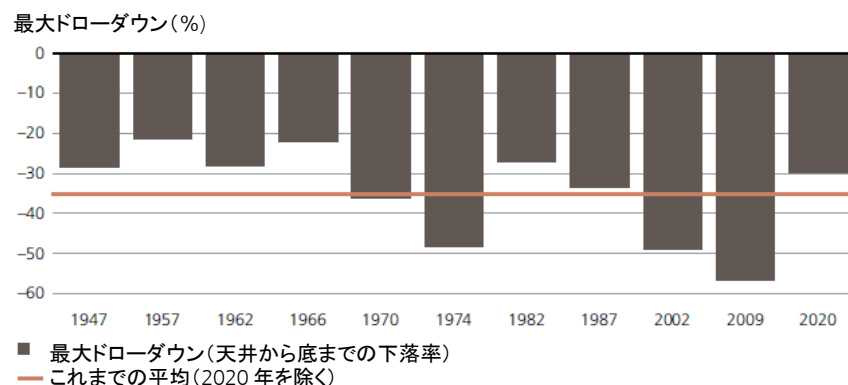
**地理的分散:** 今回の危機で、各国が試練に立たされ、新型コロナ感染拡大の封じ込めと景気対策の両方の実施が迫られることを考慮すると、2017年10月19日付マンスリーレター「最悪の事態に備える」で述べた見解が現在も当てはまると言えそうだ。

「1900年以降、世界ではハイパーインフレが少なくとも12回は起こり、景気後退を20回経験し、200カ国近くがソブリン・デフォルト(国債の債務不履行)に陥るか債務危機を経験し、世界金融危機が2回あり、弱気相場が12回あった。世界的なパンデミックが7回、2度の世界大戦、内戦または地域騒乱は数百回、核爆発は2,000回を超え、世界で最大の国土面積と人口の最も多い国で共産主義革命が勃発したのである。(しかし)ハイパーインフレ、戦争、国債のデフォルトといった、回復不可能な損失につながるイベントは、すべて各地域に限定されたものだった。地域に限定されたリスクの集中は、過去も現在も投資家にとって資産を最も大きく破壊する要因である。一方、回復不能な元本割れを防ぐには、世界的な分散投資が不可欠だった」。

**オルタナティブ資産:** 金(Gold)価格は、新型コロナの集団感染の初期段階で急騰した後、投資家の換金売りが広がって最近下落した。ボラティリティは短期的には高い状況が続きそうだが、金価格はウイルスをめぐる不確実性、低金利、今後の米ドル安に支えられ、世界各国の政府が財政支出を拡大すればさらなる下支え材料になるだろう。今後12カ月の金価格を1オンス当たり1,600~1,700米ドルと予想する。現在の状況は、プライベート市場(非上場の株式、債券、不動産など非流動的な投資機会全般)を狙う投資家にとっても魅力的な投資機会だろう。過去を振り返っても、2001年や2008年など、プライベート・エクイティが最高のパフォーマンスを上げた組成年は公開株式市場が大打撃を受けた年であることが多かった。現在の混乱は、アジア企業の銘柄を割安なバリュエーション水準で取得する機会である可能性がある。混乱が長引くと、企業再生ファンドや不良債権ファンドの投資機会も増える可能性が高い。

**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):**世界金融危機、あるいはユーロ圏危機の期間中にリスク資産を売却してしまい、タイミングよく市場に戻れなかったことを覚えている投資家もいるかもしれない。ダイナミック・アセットアロケーション戦略は定量的分析に基づき、市場の情報・経済データを冷静に判断することで、変動が激しい時に市場から撤退できるだけでなく、何よりも、最も不透明なタイミングが過ぎたことをデータが示せば市場に再び参加するといった行動を取りやすい。この戦略を用いると、投資家は天井で売ることも、底値で買うこともまずできないだろう。しかし相場変動の最も激しい時を避け、上昇トレンドが続いたときに再びポジションを増やすことができる。

図表2  
S&P500種は弱気相場に突入



出所: ブルームバーグ、UBS (2020年3月18日現在)

### 資産配分

我々のポートフォリオでは、米国株式とユーロ圏株式への間接的エクスポージャーを持つことで、株式ポジションを分散化し、相場変動に対応している。さらに、株価の悲観シナリオを強く織り込んでいられる資産にも資金を分散している。具体的には、新興国株式のオーバーウェイトを米ドル建て新興国債(EMBI)のオーバーウェイトに切り替える。というのも、これらの債券は新興国株式よりも我々の悲観シナリオを強く織り込んでいるからだ。米国ハイイールド債のオーバーウェイトは継続する。スプレッドが悲観シナリオにおける我々の目標に近いためである。期待インフレ率は、現在は非常に低いもの、今後は上昇が予想される。したがって高格付債に対する米インフレ連動国債(TIPS)もオーバーウェイトとする。先進国の金利が非常に低いため、選別した新興国通貨バスケットをオーバーウェイトとする。また英ポンドは対米ドルでかなりの割安とみている。

### 米国株式とユーロ圏株式への間接的エクスポージャーを保有

現在の相場変動を考慮すると、市場のタイミングを計るにはリスクが高い。このリスクを軽減するため、株式ポジションの一部で米国株式とユーロ圏株式への間接的エクスポージャーへと分散する。これにより、例えばウイルス感染状況または政府の景気刺激策について好材料が出て相場が急騰した場合には利益が出やすく、下落しても損失が抑えられるポジションを構築することができる。

高格付債に対する米ドル建て新興国債(EMBI)のオーバーウェイトを開始する。

### 高格付債に対する米ドル建て新興国債のオーバーウェイトを開始する

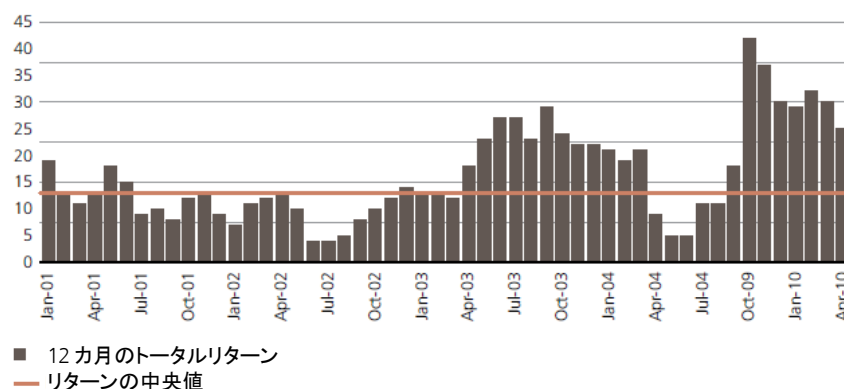
新興国債はクレジット商品全体の中で最も魅力的な資産クラスに見える。スプレッドは、年初の290bpから拡大し、600bpを超えた。これは世界金融危機以降では最高、そして我々の悲観シナリオの想定水準に近い。

上場投資信託(ETF)からの記録的な資金流出や流動性の低い市場環境下、テクニカル要因がさらなる下げ圧力となって、リスクプレミアムが魅力的な水準に拡大した。我々の試算では、EMBIのハイイールド債のスプレッドが1,000bpまで達



すると、およそ11%のデフォルト率を織り込んでいることになる。石油を輸出しているハイイールド債の発行体はさらなる下落リスクに晒されそうだが、すでにスプレッドは1,000bpを超え、破綻水準に達しているものの、指数に占める割合は10%にすぎない。2000年以降、EMBIのスプレッドが500bpを超えたのは52カ月あるが、その後12カ月のトータルリターンはすべてプラスで、リターンの中央値は13%となっている。このポジションのリスクは、流通市場の流動性欠如によってスプレッドが短期的に急拡大するか、さらなる米ドル高が調達コストの重石になる可能性だ。

図表3  
新興国国債は、過去に何度も魅力的な参入ポイントを提供してきた  
スプレッドが500bpを超えた時の12カ月後リターン(%)



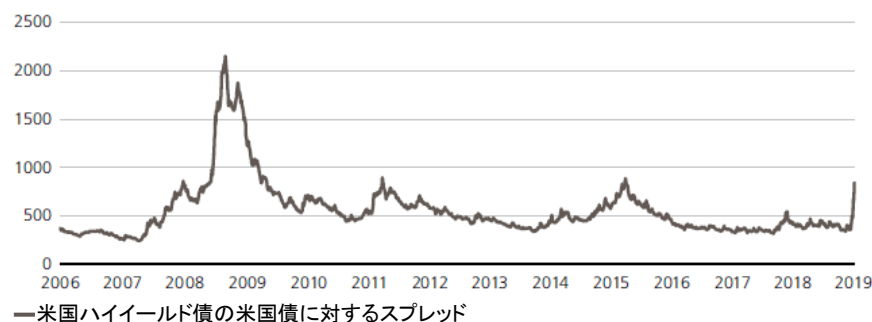
出所: ブルームバーグ、UBS (2020年3月18日現在)

高格付債に対する米国ハイイールド債をオーバーウェイトとする。

**高格付債に対する米国ハイイールド債をオーバーウェイトとする**

今回の市場の調整でハイイールド債は打撃を受け、流動性が欠如してスプレッドが一段と拡大し、現在は900bp前後を推移している。市場はこの資産クラスのデフォルト率を9~10%と織り込んでおり、これは我々が想定している悲観シナリオの水準に近い。短期的には、現在の市場環境でスプレッドが拡大する可能性はまだあるものの、現在ほど流動性の低い環境での売却は推奨しない。中期的にはこの資産クラスに価値を認めているからだ。1987年以降、スプレッドが800bpを超えたことが42カ月あるが、その後12カ月でのトータルリターンはすべてプラスで、リターンの中央値は24.5%となっている。

図表4  
米国ハイイールド債のスプレッドは、世界金融危機以降で最大に  
米国ハイイールド債の米国債に対するスプレッド(bp)



出所: ブルームバーグ、UBS (2020年3月18日現在)

高格付債に対する米国インフレ連動国債のオーバーウェイトを継続する。

**高格付債に対する米国インフレ連動国債(TIPS)のオーバーウェイトを継続する**  
実現インフレ率が、現在0.2%と非常に低い5年物ブレイクイーブン・インフレ率(期待インフレ率)を上回ると、TIPSはアウトパフォームするだろう。新型コロナウイルスが長期にわたり米国の期待インフレ率に影響を与えないため、その可能性は高い。

米ドルに対して英ポンドをオーバーウェイトとする。

#### 米ドルに対して英ポンドをオーバーウェイトとする

3月18日、英ポンドは対米ドルで1.15を下回り、1985年以来の最低水準まで下落した。その主な要因は、米ドルの資金需要の高まりや米国短期金融市場での流動性の低下が考えられる。ロンドン市場が閉鎖されると市場における流動性の欠如が深刻化すると懸念が高まる中、市場の振幅は一段と拡大した。もっとも、イングランド銀行による新たな量的緩和策でこの動きは緩和された。英ポンドは現在著しい割安水準にある(我々の試算による英ポンド/米ドルの購買力平価は1.57)。英国と欧州連合(EU)との新たな貿易協定をめぐる交渉は中断しているが、双方にとってもこの優先順位は高くない。したがって、移行期間の終了時期は2020年末からの延期を余儀なくされる可能性がある。以上を背景に今後を展望すると、FRBと各国の中央銀行は、スワップラインなどのツールを通じて米ドルの流動性を供給することで合意しているため、米ドルの調達不安は解消し、その結果英ポンドは急反発する可能性がある。

高利回り新興国通貨のバスケットをオーバーウェイトとする。

#### 高利回り新興国通貨のバスケットをオーバーウェイトとする

我々は、豪ドルと台湾ドル、スウェーデン・クローナに対するインドネシア・ルピアとインド・ルピー、ブラジル・レアルのオーバーウェイトを維持している。資金調達懸念に端を発したボラティリティの拡大と米ドルの全面高でキャリー取引の投資環境は厳しくなり、我々の通貨バスケットは軟調を余儀なくされたが、バスケットの構成(両サイドとも高ベータ通貨のため)が寄与してパフォーマンスは大きく後退しなかった。先進国の金利が低いため、米ドルの調達条件が正常化すればキャリー取引の環境は改善に向かうとみている。



Mark Haefele  
Chief Investment Officer  
Global Wealth Management

---

#### UBS投資家フォーラムの見方

今月の投資家フォーラムでは、新型コロナウイルスが世界中の経済と市場に及ぼす影響が議論された。

- 参加者たちは、ウイルス感染拡大を食い止めるために各国政府が様々な制限を課し、それに伴って失業率が大幅に上昇するため、急激な景気減速が起こると予想している。それがどの程度の大きさになるのかは、封じ込め戦略の有効性にかかっている。封じ込めが遅れたり失敗したりすれば、相場の下落はさらに進む可能性がある。
- 景気回復のペースや長さについても意見が交換された。ある参加者は、この問題は政府の支援策にもよるが、打撃を受けた業界向けのローンや刺激策を講じればV字回復の可能性があるかと主張した。一方、新型コロナウイルスの流行が終わったとしても、不安はすぐには消えないため、その後数四半期にわたって経済成長の勢いが削がれ、その結果回復軌道はU字型になる可能性があるかと警告する声もあった。
- 今回の急落によって、投資家には買い機会が訪れたという点で参加者は意見の一致を見た。とりわけクレジットへの新規参入には絶好のタイミングだと指摘する声や、新興国資産は現在、比較的割安だという指摘もあった。

## 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ラポートをもとに、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、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