

## 新型コロナウイルス：長期的な影響についての考察

ルーミス・セイレス・アンド・カンパニー

マクロストラテジーグループ

2020年2月28日



以下は、ルーミス・セイレス・アンド・カンパニーの上記の著者が作成した資料をもとに、ナティクス・インベストメント・マネージャーズ株式会社が作成、掲載したものです。

ここ数日のマーケット動向は、市場が新型コロナウイルスを懸念していることを端的に示していますが、新型コロナウイルスのグローバルな拡大と、その阻止のための施策は、グローバル経済の回復に重石となると考えています。

人的な被害が発生していることは遺憾ではありますが、一方、恐怖心は投資家の合理的な投資判断を阻害する可能性もあります。ルーミス・セイレスとしては、現時点での新型コロナウイルスについては、グローバル経済成長へのリスクとして認識しており、且つ、状況は好転する前に引き続き悪化する可能性が高いと見ていますが、ただし、今回の事象については、短期的な混乱と長期的な影響に分けて、ファンダメンタルズに基づいて分析を行うことが重要であると考えています。

### 経済的なインパクト

一般に経済や市場に影響を与えるパニックの原因は不確実性にあると考えます。今回の新型コロナウイルスのような新型コロナウイルスを抑え込み、撲滅することは、感染の初期の段階でしか達成しえないことから、WHOや世界の保健当局は、移動の制約を伴う検疫など緊急時の対応を行っています。これらの施策は疑いなく、短期的に大きなマイナスの影響を経済活動に与えます。

新型コロナウイルス拡散の前には、製造業は不況からの回復の兆しが見えていたものの、新型コロナウイルス抑え込みへの対応は、それらの回復の芽を覆い隠してしまっています。また、これらの目に見える対応は、新型コロナウイルスへの恐怖感を高める方向に作用しています。もし、新型コロナウイルスの封じ込めに失敗したとしても、我々はいずれかの時点では、感染対策に留意しつつも、日常の生活に戻っていくこととなり、経済活動は新型コロナウイルス発生前の状況に回復していくと見られます。

パンデミックの経済への影響は一般的に、発生当初の四半期(3カ月)に経済活動が急激に減速し、その後急速に改善することから(失われた経済活動のすべてを回復するものではないもの)、V字型の形を取ります。中国を見ると、ルーミス・セイレスの暫定的な予想では、2020年初期の予想から、0.5%~1%程の成長を引き下げる影響があると見ています。この数値はあまり大きくは見えないものの、これは通期の予想であり、四半期ごとの影響を見ると、2019年10-12月期の6%ほどの成長から、2020年1~3月期はほぼゼロ%成長に減速すると見られます。これ以降の回復水準の力強さに依存するものの、2020年中国のGDP成長率は、5%の前半に留まると考えられます。

一方、中国国外での感染が拡大する中、回復の形は、V字型からどちらかというU字型となる可能性が高まっています。米国や欧州地域における感染拡大抑制策がどれほどの規模になるか不透明な状況であり、引き続き、グローバル経済成長にマイナスの影響をもたらす潜在的な要因となっています。

ただし、長期的に見ると、パンデミックの影響から経済は回復します。中国のデータを見ると、新型肺炎ウイルスはそのピークに達する前の2~3週間前に感染者数拡大が見られ、ピーク後には新型肺炎拡大抑止策の負の影響が3~5週間継続するようです。このことから、新型肺炎の影響は、1四半期(3カ月)の影響となります。ただし、新たな感染集団(クラスター)の発生とともに回復は遅れることとなります。現時点では、北米と欧州における感染拡大への限られた情報ながらも、米国や欧州GDPへの影響は-0.25%ほどと見ており、2020年通期では、それぞれ米国は1.7%、欧州は0.8%成長を見込んでいます。これらが現在の新型肺炎の影響と考えますが、今後の動向に大きく左右されるものであると認識しています。

市場は、この見方よりも悲観的な結果を見込んでいるようです。市場データなどをインプットとするルーミス・セイレスの米国不況確率分析では、1月末時点の16%確率から現在は46%確率まで上昇しており、市場は、ウイルスによる景気後退入りを織り込み始めています。また、2月初めに作成したシナリオベースの分析枠組みにおける資産価格の推移では、現在の価格下落は想定の下限水準となっています。当然、状況の一層の悪化が起こる可能性はあるものの、これまでの市場の動きを鑑みると、多くのマイナス要因は市場価格に織り込まれているとも考えられます。

### FRBの対応と米国金利の動き

ルーミス・セイレスとしては、グローバルな感染者数は、今後1~2四半期内にピークに達し、その後経済成長は通常の状態へ戻っていくものと見ています。先物市場を見ると、FRBは、3月に25BPの利下げ、6月までには60BP、そして年末までに90BPの利下げを行うと見込んでいますが、米国での新型ウイルスの拡大がどれほどとなるのかを確認していく必要があります。米国経済はこれまで堅調であり、また、良好な消費やサービスなどが経済をサポートしています。

米国債利回りの下落は大幅なものでしたが、この背景には、米国債がリスクへのヘッジ効果をもたらす上に、グローバルな観点から利回り水準が高かったことが挙げられます。また、長短金利差の逆転は、質への逃避が要因であり、不況入りを示しているものとは考えていません。

もし、経済の見通しが更に悪化した場合には、中央銀行の利下げや財政支出拡大などグローバルに協調した政策が発表されると見えています。これらの施策は、世界的な製造業の回復に大きなサポートとなります。

## クレジットへの見方

株式市場の推移と比較すると、投資適格社債やハイ・イールド社債の価格は安定的に推移しています。これについての要因は、次と考えています。投資適格社債は、利回りへの需要や長いデュレーション水準がプラスとなっています。また、ハイ・イールド債については、低い金利水準で満期が長めなものに借り換えが進んでいたことにより、収益の悪化がデフォルト確率上昇につながるまでの余裕度が大きくなっています。加えて、多国籍企業よりも国内市場へのエクスポージャーが大きい企業が、ハイ・イールド債市場の多くを占めています。また、良好な需要にも拘わらず、新規発行が減少しています。新型肺炎の拡大によっては、クレジットのспレッドは影響を受けやすいものの、спレッドの上昇は、バリュエーションの魅力度を上昇させることから、ルーミス・セイレスとしては動向の推移を注視しています。

## 為替相場

米国ドルは、安全資産と捉えられていることから、トレードレンジの上方で取引されています。米ドルの高止まりは継続する可能性があり、一方、新興国通貨は最も脆弱性を抱えています。特に、新型肺炎のショックは、デフレ的な影響をもたらしており、コモディティ価格などが下落しているからです。また、通貨ユーロや日本円は上昇していますが、これらの通貨はキャリートレードで使われる通貨であり、市場のリスクが高まった局面で、ポジションの解消の影響を受けています。

## ルーミス・セイレスとして何を見ているか？

新型肺炎ウイルスの影響として、短期的にグローバル成長が悪影響を受けると見えています。また、従前予想していた製造業の回復は遅れるものの、2020年夏頃には、改善傾向が確認されると考えます。なお、これらの見方に影響を与える以下の点を鋭意注視していく所存です。

- **利益水準(PMI購買担当者指数と高い相関)**:現時点では、会社側業績予想の引き下げは限定的ではあるものの、今後も下方修正の発表が継続すると見えています。ルーミス・セイレスのアナリストは、企業売上への圧力や収益の前提条件などを分析しており、多くの企業では、会社側予想の取り下げや見通しの引き下げを行うものと考えています。また、収益

やキャッシュフローの悪化は、最低でも一時的にレバレッジ比率の悪化につながると見ています。

- **サービスセクター:** 製造業が軟調な中、非製造業セクターが経済を支えていました。今後、観光業や旅客業に悪影響が避けられない中、サービスセクターの重要性は拡大すると考えます。
- **ハイ・イールド金融銘柄:** ハイ・イールドの金融銘柄のスプレッド水準は、金融システム全般の健全性の状況を示すものであり、注視しています。
- **自社のリスク・プレミアム・モデル:** ルーミス社が開発しているモデルを通じて、ファンダメンタルズと市場価格の乖離を分析します。もし、ファンダメンタルズから市場価格が大幅に乖離した場合には、魅力的な購入機会と考えます。
- **ウィルスの感染パターン:** これらの把握がリスク予想の確度を高めていくと考えます。

著者:

Michael Crowell, Co-Director of Macro Strategies

Tom Fahey, Co-Director of Macro Strategies

Craig Burrelle, Macro Strategies Research Analyst

Saurabh Lele, Senior Commodities Analyst

当資料は、ルーミス・セールス・アンド・カンパニーが2020年2月28日に公表した“The Coronavirus: Distinguishing Short-Term Tumult from Long-Term Impact”を、ナティクス・インベストメント・マネージャーズ株式会社（以下、「当社」といいます。）が翻訳し掲載したものであり、日本国内の機関投資家に対する当社グループの戦略および投資環境等に係る情報提供を目的としています。当社グループとは、Natixis Investment Managersを最終親会社とするグループをいい、ルーミス・セールス・アンド・カンパニーを含みます。当資料は、投資助言の提供、有価証券の取引の勧誘を意図するものでも、法務・会計・税務の助言の提供を意図するものでもありません。当資料は、過去のパフォーマンスや将来のリターンを示唆するものでもなく、当資料の内容の正確性、完全性及び適合性は保証されていません。したがって、当資料に基づきとられたいかなる行動の結果についても当社及び当社グループは一切責任を負いません。契約の締結や投資判断の際には、必ず該当する契約書・説明書類等の関連書類を熟読の上ご判断下さい。当資料の記載内容、データ等は執筆者に入手可能であった情報に基づくものであり、今後予告なしに変更されることがあります。当社グループの運用チームは執筆者と異なる見解を持ち、異なる意思決定を行う可能性があります。当資料の複写、転載及び第三者への提供については、当社グループの事前の書面同意なくこれを行うことは固くお断りいたします。

ご留意いただきたい事項

商号等： ナティクス・インベストメント・マネージャーズ株式会社（金融商品取引業者）

登録番号： 関東財務局長(金商)第425号

加入協会： 一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

運用報酬等：

当社の投資一任サービス（投資一任契約に係る運用財産が私募投資信託を取得する場合を含みます。以下同じ。）をご利用になる場合の当社の報酬については、投資一任契約において実施される投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等により異なりますので、その上限又は計算方法を表示することが出来ません。

また、当社の投資助言サービスをご利用になる場合の当社の報酬は、助言の前提（投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等）により異なりますので、その上限又は計算方法を表示することが出来ません。

#### ご負担頂く費用等：

当社の投資一任サービスをご利用になる場合、上記の運用報酬の他、有価証券等の保管に係る費用、売買委託手数料等をお客様にご負担いただくことがあります。ファンド形態の有価証券（投資信託の受益証券等）を組み入れる場合には、当該ファンドにおける運用報酬や有価証券保管費用・売買委託手数料等もお客様のご負担となります（複数階層のファンド組入れとなる場合も同様。）。これらの費用については、投資一任契約において実施される投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等により異なりますので、各費用の上限額又は計算方法並びに運用報酬を含めた合計額又は計算方法を表示することが出来ません。

なお、お客様にご負担いただく運用報酬・費用等に消費税が課税される場合、当該課税額もお客様のご負担となります。

#### リスク情報：

投資一任契約に基づく運用は、主に国内外の株式や債券などの値動きがある有価証券を投資対象（投資一任契約に係る運用財産が私募投資信託を取得する場合において、当該私募投資信託による投資の対象となるものを含みます。以下同じ。）としており、投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格や評価価格の変動や為替の変動及び金利水準の変動等により、運用資産の価値が変動します。従って、当社がお客様から受託した資産の当初の元本額を下回ることがあり、さらに元本を超えて損失を被るおそれがあります。投資一任契約の投資対象は、個別の投資一任契約毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。

株式の価格は株式相場の変動等により変動することがあります。この結果、取得・換金のタイミング次第で元本欠損となることがあります。

債券の価格は、一般に、金利の変動により上下します。また、発行者の信用状況・市場・経済の状況の変化等によって変動することがあります。この結果、取得・換金のタイミング次第で元本欠損となることがあります。

外貨建ての株式、債券、投資信託等は、一般に取得時にその外貨を買付け、換金時などに取得外貨を売却し円貨を取得します。その間、為替相場の変動によっては、外貨額に変動がなかったとしても、取得・換金のタイミング次第で円貨において元本欠損となることがあります。

上記に記載しているリスクや費用項目については、一般的な投資一任契約及び投資助言契約を想定しております。投資一任契約及び投資助言契約に係るリスクや費用は、個別の投資一任契約及び投資助言契約により異なりますので、ご契約にあたっては、契約締結前交付書面及び契約締結時交付書面をよくお読み下さい。