

NOMURA

Connecting Markets East & West

投資環境見通し

2020年夏号

野村アセットマネジメント

© Nomura

3 グローバル環境

年後半にプラス成長回帰も、コロナ前水準への回復は遅れる

5 リスクシナリオ

ダウンサイドリスクを警戒

6 景気循環

景気の悪化が急速に進んだことで、大規模な拡大政策発動環境が整う

7 各国経済・市場見通し

9 米国

景気の底打ちを確認も、先行きの回復ペースは緩やかに

10 ユーロ圏

コロナ禍の深刻化が政策対応を促す

11 日本

年後半回復も、雇用・所得環境やセンチメントの低迷に注意

12 中国

一様でない回復

13 新興国

ロックダウン緩和も、景気回復は鈍いものに

14 債券・為替市場

FRBの超緩和政策が米国金利の低下と米ドル安圧力に

15 株式市場

財政・金融政策により回復期待が強い一方、先行き不安も残る

16 原油市場

原油需給は4-6月を底に改善へ

17 Box: コロナショックで、低インフレ・低金利は終わるのか？

グローバル環境

年後半にプラス成長回帰も、コロナ前水準への回復は遅れる

経済活動の戻りを確認、今後の焦点は回復力に

現状：グローバル景況感は底打ち

多くの主要先進国では、行動制限などが奏功し、新型コロナウイルス感染拡大ペースが落ち着いてきた。徐々に経済活動の正常化が模索されつつあり、4月にかけて急速に悪化した景況感は足もとで改善しつつある。

景気回復パターンによる5シナリオを策定

年前半に急速に縮小した世界経済は、年後半にプラス成長に回帰するだろう。その際、いくつかの景気回復経路が考えられるが、前期比年率などの「変化」とGDP規模といった「水準」の議論が混同されることも多い。議論を明確にするため、当社では、①「コロナ前」の成長軌道の延長線上に「水準」が戻るか否か、②「水準」がなかなか回復できない場合において考えられる回復経路、という2点によって4シナリオを策定した。さらに、コロナ禍が結果として信用収縮をもたらし、金融危機に波及していくシナリオを5番目に加えた。

経済見通し：年後半プラス成長回帰も、V字回復には至らず

基本シナリオについては、各国の感染症拡大が時間差をもって落ち着いていき、今回と同等の行動制限は選択されないとの前提を置く。経済活動停止が緩むとペントアップ需要が出ることで、「変化」で見れば一旦強い回復を見せるだろう。しかし、特に国境を超える移動、密集が不可避なサービス消費は慎重にならざるを得ない。そして、こうした状況は労働市場の改善ペースを鈍らせ、人々は先行きの雇用・所得環境に不安を抱くかもしれない。そのため、個人消費は力強い回復を続けられないと予想する。一方、企業サイドについても、感染再拡大への警戒感に加えて米国大統領・議会選挙、米中関係の帰趨など先行き不確実性が高い中で、設備投資意欲の大きな改善は見込みがたい。こうした点を勘案し、年後半に「変化」は明確なプラスとなっても、「水準」が「コロナ前」の成長軌道に

復するには相応の時間がかかると見ている。

物価見通し：当面は下押し圧力が強い

今回の景気後退は、通常の需要不足による景気後退と異なり、感染拡大を抑制するために、経済の供給力を半ば強制的に落とすことがトリガーとなった。仮に供給力の減少ほど需要が落ちないのであれば（例えば、閉鎖された外食サービスへの支出がスーパーでの買い物に代替されるような場合）、需給逼迫による物価上昇が生じる可能性もある。しかし、ある部門の閉鎖によって、それ以外の部門に対する支出も減少する可能性（例えば、外食に行けないので、交通費も支出されなくなるような補完関係がある場合）、供給ショックが景況感や雇用・所得環境を通じて、より長期的な需要減退に繋がる可能性などを勘案すると、需給バランスはむしろ悪化し、インフレ率には下方圧力がかかると予想する。

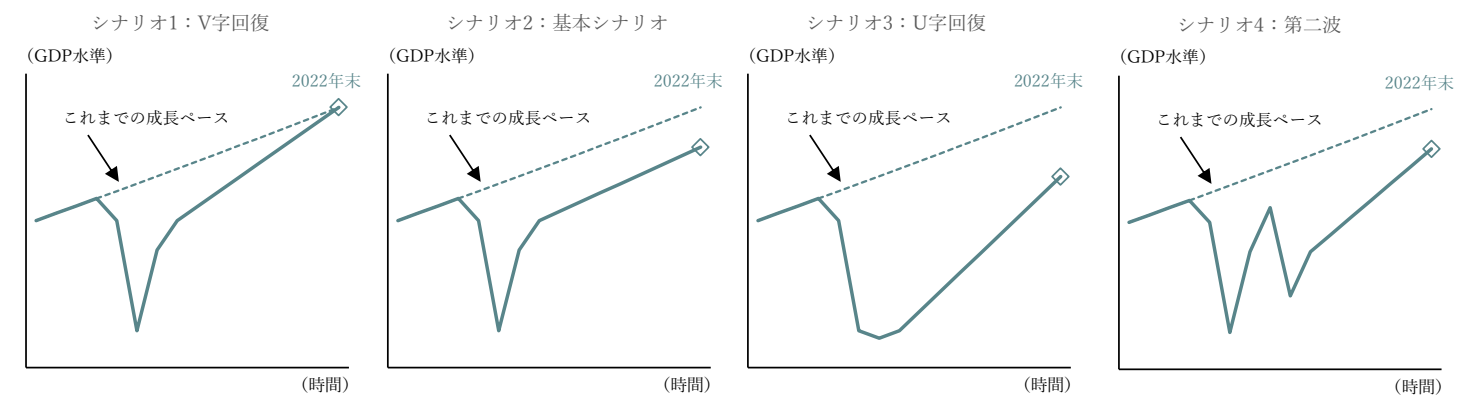
金融政策見通し：金融緩和の長期化を予想

日米欧の主要3中銀は企業金融支援と金融市場の安定に焦点を当て、緩和的な金融政策を行っている。当社の基本シナリオ通り、過去の成長軌道への回帰は容易ではなく、失業率の水準もある程度高止まり、インフレ上昇圧力も乏しい場合、中銀の金融緩和スタンスは維持されよう。各国政府は新型コロナウイルス対応策として財政拡張を図り、政府債務は拡大する見通しだ。国債の需給バランスが崩れたり、財政のリスクプレミアムが要求されることも考えられるが、急速な金利上昇が回復過程の景気を損なうリスクもあることから、中銀は景気回復に見合う程度の金利上昇は受け入れつつも、急な上昇は警戒し、抑制していくだろう。緩和的な金融環境によって、リスク性資産価格は支えられると見ている。

景気回復パターンによる5シナリオ

想定する5シナリオの概要

シナリオ		水準	変化	
シナリオ1	V字回復	早期に回復	—	感染拡大の収束後、経済のリバウンドが生じ、「コロナ前」の経済規模を比較的早期に回復、過去の成長軌道の延長線上に回帰する。
シナリオ2	基本シナリオ	当面回復せず	回復初期に リバウンド	2020年前半に景気後退に陥るが、年後半は緩やかな回復へ。変化率ではリバウンドするものの、感染収束に地域差があること、人々が移動・密集を伴うサービス消費に当面慎重になることなどから、2019年の経済規模の水準に回復するには数年かかる。
シナリオ3	U字回復	当面回復せず	停滞した後、 リバウンド	2020年央を底にして、しばらく停滞した後、回復に向かう。基本シナリオよりも家計や企業の景況感の改善が遅れ、感染症に対する一定の安心感が得られるまで慎重な行動をとる。
シナリオ4	第二波	回復を失う	一旦回復した 後、再び縮小	2020年央に一旦感染拡大ベースの鈍化が見られ、緩やかな回復に向かうものの、秋冬に比較的大きな感染拡大の「第二波」が到来、再び経済活動を制限する政策がとられる。一定期間を経て今回と同様に緩やかな回復が起こる。
シナリオ5	信用収縮	さらに悪化	悪化ベースが 増す	当局の対応にもかかわらず、クレジットサイクルが逆回転し、感染症を契機にした経済活動停止による景気後退の後に、金融危機を契機にした景気後退が生じる。



各シナリオごとの各国・地域の景況感

		2020年				2021年			
		1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期
シナリオ1 V字回復	中国	緑	赤	赤	赤	黄	黄	黄	黄
	米国	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄
	欧州	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄
	日本	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄
	新興国	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄
シナリオ2 基本シナリオ	中国	緑	赤	赤	赤	黄	黄	黄	黄
	米国	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄
	欧州	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄
	日本	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄
	新興国	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄
シナリオ3 U字回復	中国	緑	赤	赤	赤	黄	黄	黄	黄
	米国	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄
	欧州	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄
	日本	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄
	新興国	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄
シナリオ4 第二波	中国	緑	赤	赤	赤	黄	黄	黄	黄
	米国	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄
	欧州	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄
	日本	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄
	新興国	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄
シナリオ5 信用収縮	中国	緑	赤	赤	赤	黄	黄	黄	黄
	米国	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄
	欧州	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄
	日本	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄
	新興国	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄

(注) 景況感について、緑(悪化)、黄(中立)、赤(改善)としており、緑/赤の色が濃いほど大幅な悪化/改善を示している。

リスクシナリオ

ダウンサイドリスクを警戒

アップサイドリスク

基本シナリオに対するアップサイドリスクシナリオとしては、各国の財政・金融政策が景気浮揚に寄与し、過去の成長経路の延長線上に早期に回帰する（V字型）ことなどが考えられる。特に米国で給与税減税やインフラ投資などが追加の財政刺激策として決定される場合、アップサイドリスクが表出する可能性が高まる。さらに、感染症への警戒感が和らぐと基本シナリオ以上の需要回復が生じることも考えられる。

ダウンサイドリスク

基本シナリオに対するダウンサイドリスクシナリオとしては、①新型コロナウイルス感染再拡大により、再び行動制限による感染抑制策が採られる（W字型）、②新型コロナウイルス感染拡大長期化によって企業収益が悪化し、債務不履行や倒産が増加、クレジットサイクルが逆回転することで、深刻かつ長期的な景気後退に至る（信用収縮）、などが考えられる。さらに米中対立の激化が先行き不透明感を一層高める可能性もある。

リスクバランス

新型コロナウイルス感染拡大状況のみならず、先行きの国際情勢等を勘案すると、景気回復の兆しを確認した後はダウンサイドリスクが警戒される局面がくると見込む。秋冬の感染再拡大の有無や米大統領・議会選挙などに注意を要するだろう。

図1：経済サプライズ指数

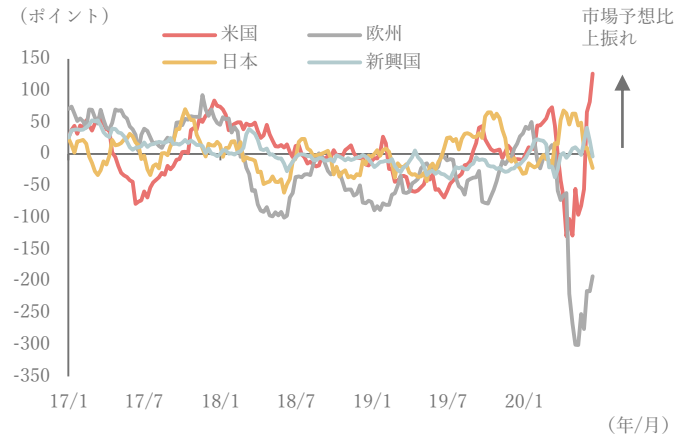


図2：新型コロナウイルス感染者数の推移

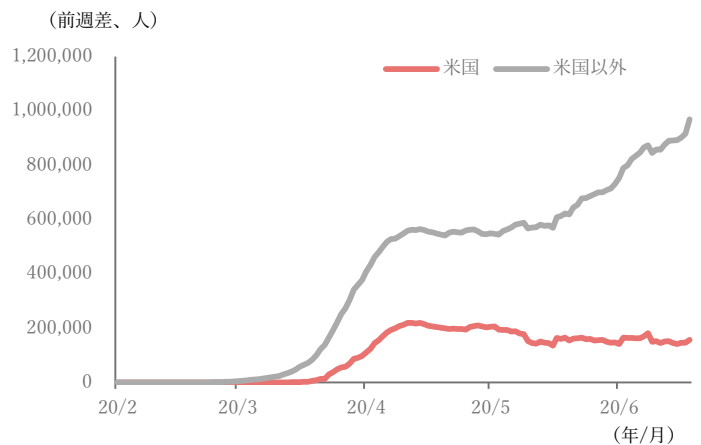
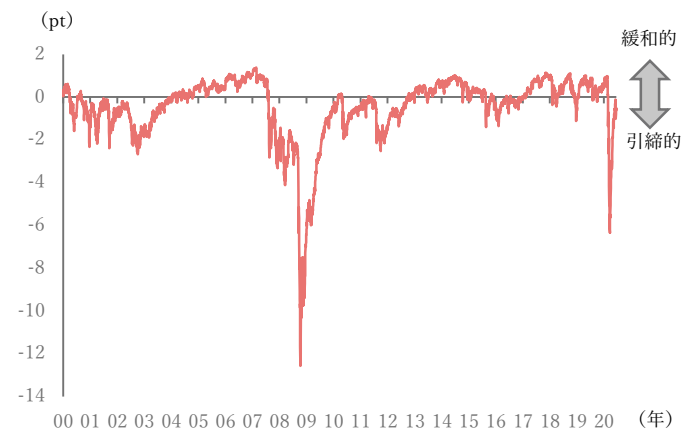


図3：Bloomberg米国金融状況指数



出所

図1：Bloomberg
図2：WHO、Bloomberg
図3：Bloomberg

景気循環

景気の悪化が急速に進んだことで、大規模な拡大政策発動環境が整う

再度回復に向かう世界景気

世界の景況感が急落したことで、OECD景気先行指数（CLI）も記録的な下落となった。多くの国や地域で2008年の金融危機の水準を下回る水準に達し、回復局面に移っていた世界景気は再び停滞局面に戻った。

こうした中、感染拡大時期のずれに合わせて、各地域のCLIの動きも異なるものとなった。中国のCLIは今年2月に大幅な下落をしたが、翌月には下落分の大半を取り戻すまで回復した。他方、主要国の景気の反発は4月から5月に多く、中国に2ヵ月ほど遅れる結果となった。今後数ヵ月の間は、中国CLIの動きがその他の主要国のCLIの動きを左右する展開となるだろう。

停滞期の政策発動というパターンに

新型コロナウイルスが拡大する前の世界景気は、昨年12月に回復局面に移ったばかりであった。しかし、この当時の景気回復は景況感がそれまでより改善されたという結果が反映されただけで、経済成長の減速基調は変わらない環境だった。他方で金融市場は堅調に推移していたことから、政策主体も過去の停滞局面のような積極的な政策を打ち出してこなかった。

一方、今回は局面自体は昨年後半と同じであっても、積極的な政策が打ち出されたことにより環境が大きく異なっている。株式は業績の悪化に関わらず堅調に推移しているが、こうした動きも景気停滞局面に見られやすい傾向だ。

他方でリスクもある。他国に先行している中国CLIは、3月に急回復した後は伸び悩んでしまっている。感染前の水準に戻るまでの期間が長期化すると、結果として景気拡大局面に移るタイミングが後ずれしていく。本格的な回復には、実体面の改善も必要だ。

出所
図1：OECD
図2：OECD
図3：Bloomberg

図1：世界景気先行指数

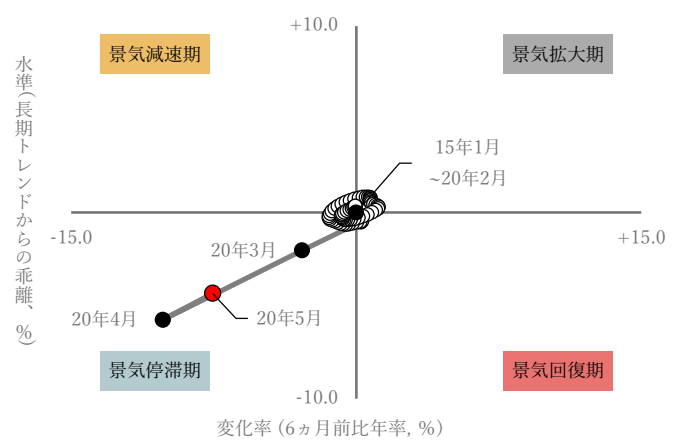


図2：各国の景気循環上の位置

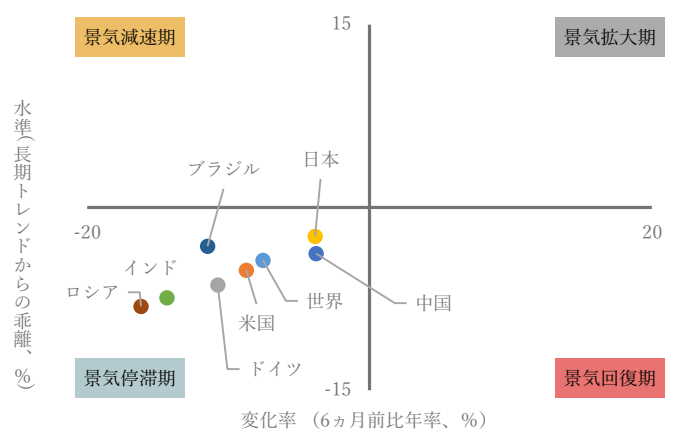
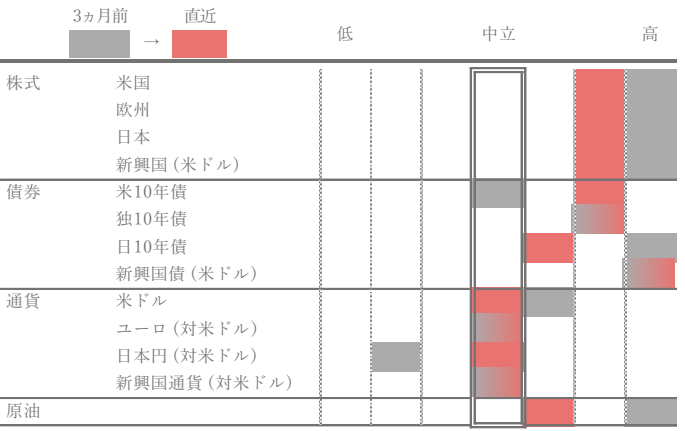


図3：過去のパターンに基づく資産別魅力度



注
図3：過去15年間を対象に6ヵ月間のリスク調整後リターンがプラスになる確率を基に、魅力度を7段階で示したもの。

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全体の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆しない保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。

各国経済・市場見通し

			2020				2021		2018	2019	2020	2021
			Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2				
			予測		予測	予測	予測	予測			予測	予測
実質GDP成長率 (前期比年率、%)	世界	*1,*4	-1.6	-8.0	-5.5	-3.4	-0.1	8.6	3.3	2.7	-4.6	4.9
	先進国	*2	-7.4	-32.0	10.6	9.3	7.1	5.7	2.2	1.7	-6.7	3.9
	新興国	*1,*3	-2.6	-4.0	-0.7	1.4	5.2	9.3	5.1	4.4	-1.3	6.4
	米国		-5.0	-32.9	10.5	9.2	6.7	5.8	2.9	2.3	-6.0	3.7
	ユーロ圏		-13.6	-27.9	6.2	8.4	8.2	5.1	1.9	1.2	-7.9	3.5
	日本		-2.2	-24.4	8.9	7.6	4.0	3.1	0.3	0.7	-5.4	2.6
	中国	*1	-6.8	2.1	4.4	5.8	12.5	7.4	6.8	6.1	1.4	7.6
消費者物価 (前年比、%)	世界	*4	2.6	1.1	1.1	0.9	1.0	1.9	2.4	2.2	1.4	1.5
	先進国	*2	1.6	0.2	0.2	0.4	0.7	1.7	2.0	1.5	0.6	1.2
	新興国	*3	4.4	2.6	2.4	1.7	1.6	2.2	3.1	3.3	2.8	1.9
	米国		2.1	0.2	0.5	1.0	1.4	3.0	2.4	1.8	0.9	2.0
	ユーロ圏		1.1	0.3	0.0	-0.2	0.1	0.8	1.8	1.2	0.3	0.6
	日本	*5	0.6	-0.2	-0.3	-0.4	-0.4	-0.3	0.9	0.6	-0.1	0.0
	中国		5.0	2.6	1.9	0.8	0.6	1.7	2.1	2.9	2.6	1.3
政策金利 (%)	米国	*6	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	2.50	1.75	0.25	0.25
	ユーロ圏	*6	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.40	-0.50	-0.50	-0.50
	日本	*6	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
	中国	*6	4.05	3.85	3.70	3.70	3.70	3.70	...	4.15	3.70	3.70
10年債利回り (期末値、%)	米国		0.67	0.66	1.10	1.10	1.30	1.30	2.68	1.92	1.10	1.30
	ドイツ		-0.47	-0.45	-0.40	-0.40	-0.30	-0.30	0.24	-0.19	-0.40	-0.30
	日本		0.02	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.01	0.00	0.00
株価 (期末値、ポイント)	S&P500		2,585	3,100	3,130	3,170	3,180	3,240	2,507	3,231	3,170	3,410
	ユーロ300		1,260	1,406	1,440	1,450	1,460	1,490	1,331	1,624	1,450	1,550
	TOPIX		1,403	1,559	1,610	1,630	1,640	1,690	1,494	1,721	1,630	1,760
	MSCI EM (\$)		849	995	1,040	1,070	1,100	1,130	966	1,115	1,070	1,190
為替レート (期末値)	米ドル/ユーロ		1.10	1.12	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	1.12	1.15	1.15
	日本円/米ドル		107.5	107.9	105.0	105.0	105.0	105.0	109.7	108.6	105.0	105.0
	日本円/ユーロ		118.6	121.3	121.0	121.0	121.0	121.0	125.7	121.7	121.0	121.0
	人民元/米ドル		7.08	7.07	7.10	7.10	7.10	7.10	6.88	6.96	7.10	7.10

新興国為替市場・政策金利見通し

		2018	2019	2020	2021
				予測	予測
為替レート	インド・ルピー	69.6	71.2	76.0	76.0
(対米ドル、	インド・ネシアルピア	14,417	13,846	14,400	14,400
期末値)	ブラジル・リアル	3.9	4.0	5.6	5.4
	メキシコ・ペソ	19.7	18.9	22.5	21.5
	ロシア・ルーブル	69.6	61.9	70.0	70.0
	トルコリラ	5.3	5.9	7.4	8.0
政策金利 (%)	インド	6.50	5.15	3.50	3.50
	インドネシア	6.00	5.00	4.00	4.00
	ブラジル	6.50	4.50	2.25	3.50
	メキシコ	8.25	7.25	3.50	3.50
	ロシア	7.75	6.25	4.00	4.00
	トルコ *6	24.06	11.43	8.00	8.00

(注) 見通しは2020年6月22日時点。1) 前年同期比、2) 米国、ユーロ圏、日本、英国、カナダ、オーストラリアのGDP加重平均値、3) 中国、インド、ブラジル、韓国、台湾、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ハンガリー、ポーランド、ロシア、トルコ、メキシコ、南アフリカのGDP加重平均値、4) 2)および3)のGDP加重平均値、5) 消費者物価コア、6) 日本は政策金利残高付金利、米国はFF誘導目標レンジの上限、ユーロ圏は中銀預金金利、中国は1年ローンプライムレート（2019年第3四半期より）、トルコは中銀からの加重平均調達金利。

※ 予測と表記している数値につき、実績値があるものはそれを優先して表示している。

(出所) Oxford Economics、Bloomberg、野村アセットマネジメント

米国

景気の底打ちを確認も、先行きの回復ペースは緩やかに

年後半以降は緩やかな回復へ

5月の雇用統計や小売売上高といった主な経済指標は、ロックダウンの解除による経済活動の再開を背景に、米国経済が既に底打ちしていることを示した。ただし、先行きの回復ペースは緩やかなものに留まる公算が大きいと予想する。経済活動の再開や大規模なデモの拡がりなどにより、一部の州では感染拡大のペースが大きく加速しており、これが家計および企業マインドの重石となり続けるだろう。さらに、飲食業などを始めとする一部のサービス業では、需要がコロナ禍以前の水準に当面の間戻らないことが想定され、これも景気回復ペースを弱める方向に作用すると予想される。また、経済活動のリバウンドを支えたとみられる失業保険の追加給付といった財政刺激策は、景気の底打ちが確認できたことにより段階的に縮小へ向かってゆくと見られる。

緩和的な金融・財政政策が継続

米連邦準備制度理事会（FRB）も先行きの景気動向について慎重な見通しを示しており、6月の米連邦公開市場委員会（FOMC）で半年振りに公表された経済見通しによれば、FOMCメンバーの大半が2022年末までのゼロ金利政策維持を見込んでいる。また、FRBのパウエル議長は、先行きの金融政策運営方針をより明確にするため、FOMCにおいて新たなコミュニケーション政策の導入を議論していることを明らかにした。トランプ政権も追加の財政刺激策を計画しており、緩和的な金融・財政政策のサポートは当面の間続くだろう。ただし、今年11月に米大統領選挙を控えて党派対立が激しくなることが予想され、これが追加刺激策の遅れを引き起こしたり、トランプ政権の対中政策に影響を及ぼしたりするシナリオには注意が必要となりそうだ。

図1：失業率と小売売上高

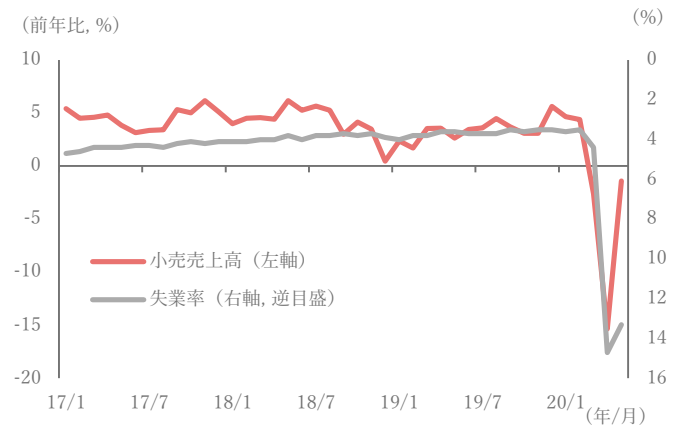


図2：新型コロナウイルス新規感染者数推移

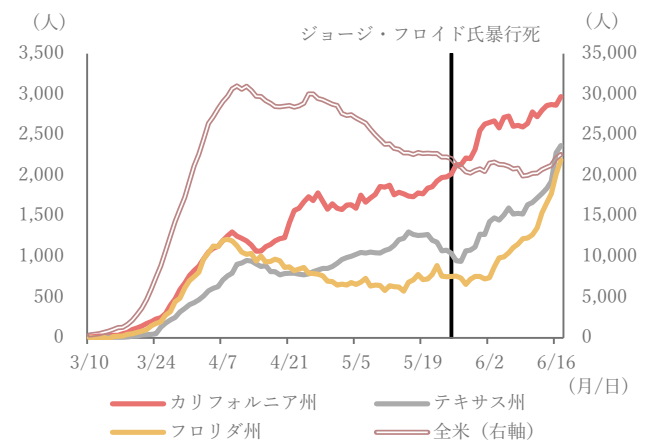
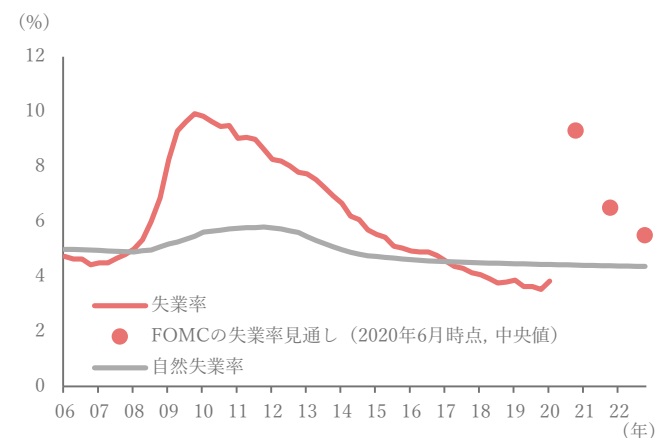


図3：FOMCの失業率見通しと自然失業率



出所

図1：CEIC

図2：The COVID Tracking Project

図3：米議会予算局（CBO）、FRB、CEIC

注

図2：7日間移動平均の日次データ。

図3：自然失業率は、CBOによる2020年1月時点の推計値。

ユーロ圏

コロナ禍の深刻化が政策対応を促す

景気減速が深刻となった欧州

イタリアを始めとする一部の国でウイルス感染拡大が早期に深刻化したことから、2020年1-3月期のユーロ圏経済は他国と比較しても大幅な減速となった。主要なドライバーである輸出が大きく落ち込んでおり、目立った回復の兆しも見えていないことを鑑みると、ユーロ圏の年前半の成長率は引き続き他国に劣後する可能性が高そうだ。年後半には景気回復へ向かうと見込んでいるものの、世界各地にまたがるサプライチェーンがコロナ禍以前のように機能するには相応の時間を要するとみられ、ユーロ圏はこうした貿易活動の回復の遅れによる影響を受けるだろう。加えて、コロナ禍により中長期的な需要停滞が懸念される観光業などが経済に占める割合が大きい南欧諸国の経済は、追加的な重荷を背負うことになりそう。こうした「南北格差」は財政政策発動余地の違いによりさらに拡大する可能性もあり、政治問題化するリスクなどには注意したい。

欧州復興基金創設へ

コロナ禍の深刻化を背景に、各国および欧州連合（EU）の政策当局は対応を加速させている。特に注目されるのが、独仏首脳および欧州委員会が5月に提案した欧州復興基金の行方だ。現状の提案内容がEU加盟国に承認されれば、実質的な財政資金の移転が行われることになり、債務持続性に不安を抱える南欧諸国に対して安心材料となろう。欧州中央銀行（ECB）は6月理事会においてパンデミック緊急買入プログラム（PEPP）の買入枠拡大を含む追加緩和を決定し、緩和的な金融環境の維持やインフレ見通しの改善に対して強いコミットメントを示した。ECBは6月に公表した見通しにおいてインフレ見通しを大幅に引き下げており、今後もPEPPのさらなる積み増しを軸とした金融緩和を継続するだろう。

出所

図1：CEIC, Bloomberg

図2：欧州委員会, Bruegel

図3：ECB, CEIC

図1：ドイツとイタリアの輸出推移

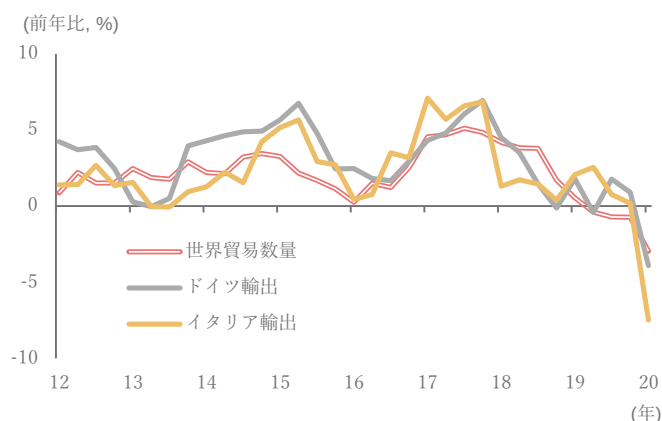


図2：各国の債務持続性と財政対応規模

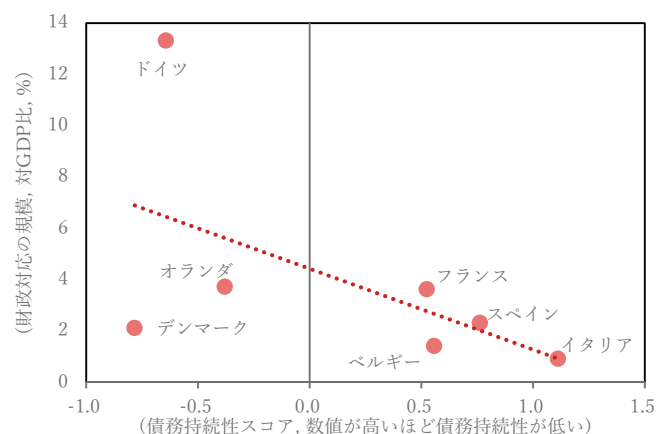
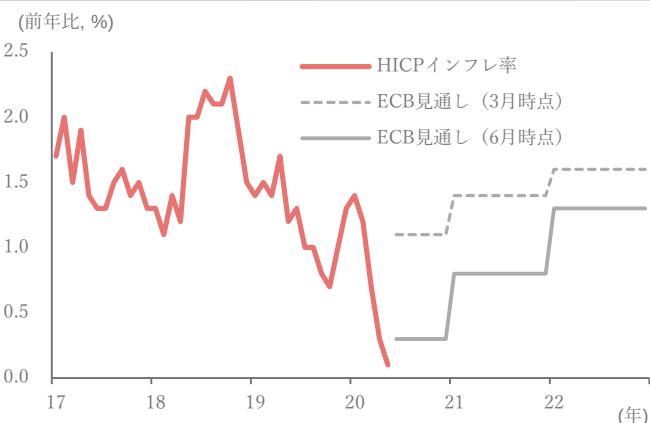


図3：ECBのインフレ率見通し



注

図2：横軸はEU27カ国（含む英国、除くギリシャ）の債務持続性スコア（短期・中期・長期）をそれぞれ標準化した数値の平均値を表示。財政対応のデータは2020年5月25日時点。

日本

年後半回復も、雇用・所得環境やセンチメントの低迷に注意

緩やかな景気回復へ

5月25日、首都圏4都県と北海道でも緊急事態宣言が解除され、外出・営業自粛要請が緩和されつつある。人々の訪問件数を計測した高頻度データからは、経済活動が4月末にかけて悪化し、5月下旬に緩やかな改善に向かったことが示唆される。家計、企業のセンチメントは5月に僅かに上向いており、景気の最悪期は4-5月だったと判断できる。ただし、先行きの経済については、サービス消費が旧に復するには時間がかかるであろうことから、雇用削減の動きが加速しないか注意を要する。足もとで現金給与総額は前年比マイナスに転じており、雇用・所得環境の悪化が二次的に経済に悪影響をもたらすリスクがある。先行き不確実性が高い中では、家計・企業のセンチメントや企業の設備投資意欲が低迷し、景気回復ペースが緩慢になるだろう。

財政拡張と金融緩和

新型コロナウイルス感染症対策として第1次・第2次補正予算が相次いで成立した。1人10万円の給付金や企業の資金繰り対応策が主軸となっており、公共投資などと比較してGDPを押し上げる効果は低いだろうが、コロナ・ショックによる経済悪化に対する一定の防波堤となろう。2次補正後と当初予算時を比較すると、新規国債発行額は57.6兆円程度増えることになる。日本銀行はイールドカーブ・コントロールの下で国債買入れペースを落としてきたが、4月の金融政策決定会合で、国債保有残高の増加額年間「80兆円のめど」を撤廃し、当面は積極的な買入れを行うこととした。黒田総裁は国債増発の下でもイールドカーブ全体を低位に安定させるための決定であると述べている。財政・金融政策の「協調」により、低金利長期化が見込まれる。

図1：訪問件数の変化

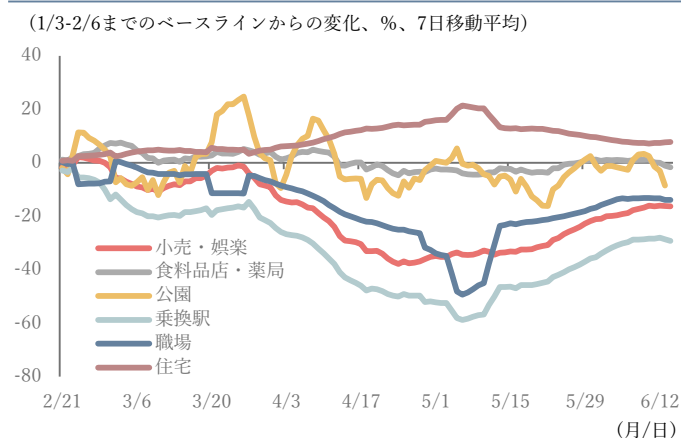


図2：雇用者所得の推移

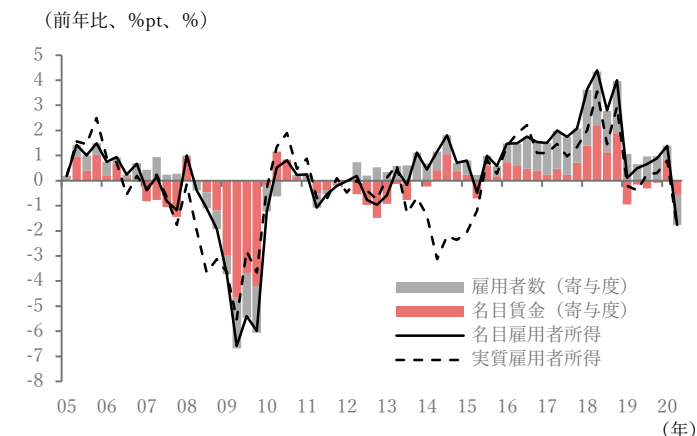
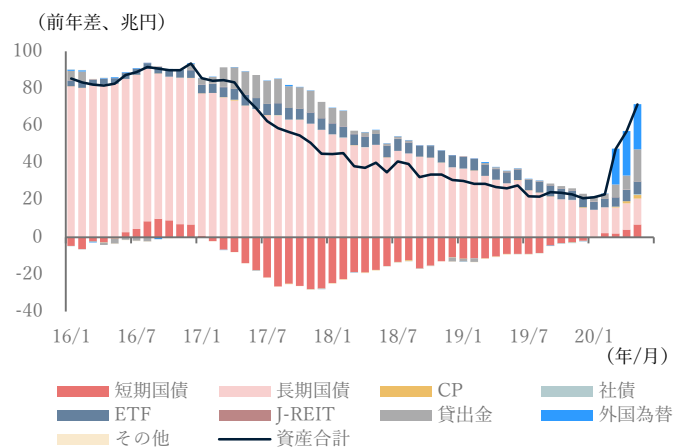


図3：日本銀行のバランスシート



出所

図1：Google LLC "Google COVID-19 Community Mobility Reports".
<https://www.google.com/covid19/mobility/> Accessed: <2020/6/18>.
図2：CEIC
図3：日本銀行

注

図2：名目雇用者所得は毎月勤労統計の名目賃金と労働力調査の雇用者数を乗じて算出。実質雇用者所得はCPI（除く持家の帰属家賃）を用いて算出。四半期に換算しているが、直近のみ2020年4月の月次データを表示。

中国

一様でない回復

生産主導の大きなリバウンドは一巡

新型コロナウイルス感染抑制に向けたロックダウンを背景に、1-3月期のGDPは前年同期比-6.8%と記録的な落ち込みになった。しかし、感染封じ込めに一旦成功したことで、経済活動は2月を底に急速な回復に向かった。

今回の回復局面の特徴は、セクターによって回復のペースが一様ではないことだ。工場再開に伴い生産活動は急速に回復したものの、消費や投資、外需など需要サイドは出遅れている。新規輸出受注や消費者・企業センチメントの悪化を背景に、需要は今後も緩やかな回復になると見られる。生産主導の大きなリバウンドは一巡し、年後半の回復はより緩やかなものになるだろう。

感染の第2波に警戒

感染の第2波には注意が必要だ。5月には吉林省、6月には北京市でクラスターが発生した。これらは、経済活動再開に伴い、感染再拡大が発生しやすくなっていることを示唆しており、今後の景気回復の主なリスクとなっている。

こうした不透明感が熾る中、政府は5月の全人代で成長率目標の発表を見送り、雇用を最優先する姿勢を示した。景気・雇用の安定に向けては、財政赤字や政府債発行額の拡大を通じて、減税・公共料金引き下げや、5Gや新エネルギー車などに関連した「新しいインフラ」投資を拡大する方針を示した。また、政府はマネーサプライや社会融資総量の伸びが大幅に加速すると述べた。これらの経済対策の規模自体は大きいですが、経済の落ち込みに比べれば、控え目ともいえる。感染第2波など、雇用安定へのリスクが高まれば、年後半にも追加の対策が打ち出される可能性がある。

図1：主要経済指標

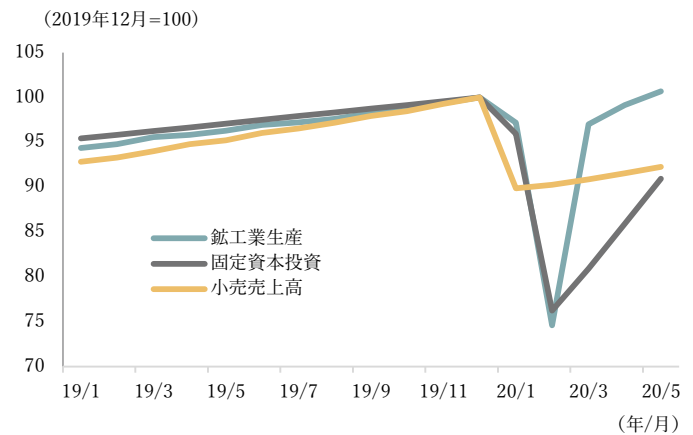


図2：製造業PMIと構成要素

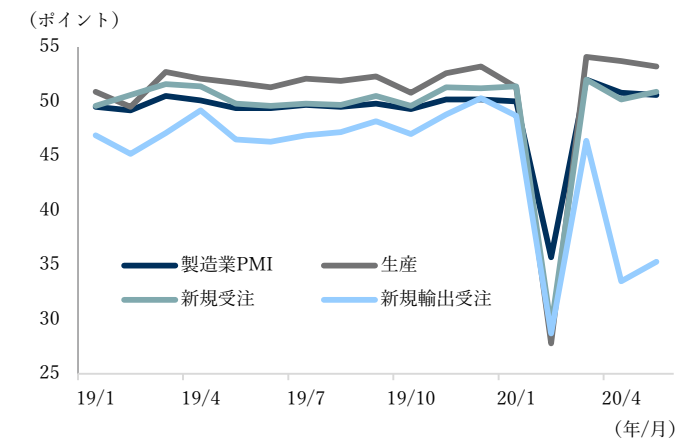
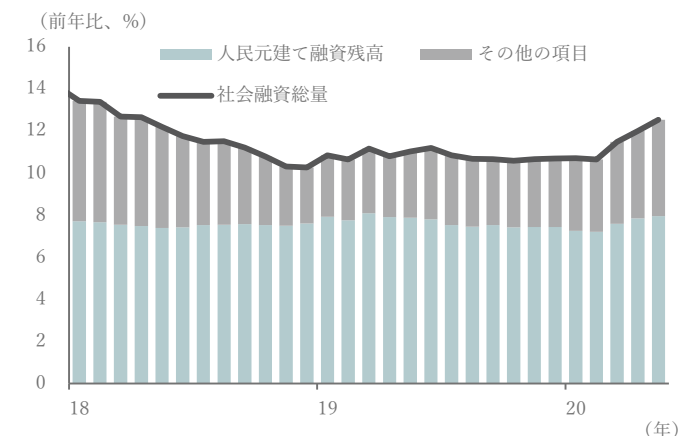


図3：社会融資総量



出所
図1：CEIC
図2：CEIC
図3：CEIC

新興国

ロックダウン緩和も、景気回復は鈍いものに

感染はまだピークに達していない

新興国は、新型コロナウイルス感染拡大によって厳しい状況に置かれている。主要な新興国は3月半ば頃からロックダウンを開始したが、3ヵ月が経過した執筆時点でも、感染のピークアウトが確認できない国は多い。長期的な経済混乱に対応できる財政余力がなく、貧困など経済的弱者の多い新興国には厳しい状況だ。その結果、感染収束の目途が立たなくても、多くの新興国がロックダウンを緩めつつある。

ロックダウンの緩和は、短期的な経済活動にプラスにはたらく一方、感染収束までの期間を長期化させる可能性がある。また、感染拡大が止まらない中では、消費者や企業のセンチメントは改善しにくいだろう。したがって、ロックダウン緩和によって経済が底打ちしたとしても、回復ペースは鈍いと見られる。また、医療体制が逼迫する中、感染がさらに加速すれば、再びロックダウンが強化され、2番底に陥るリスクもある。

金融・財政政策は異例の対応へ

新興国の政策当局は、経済への甚大な影響に対応して、通貨安や金融システムの安定への懸念に直面しながらも、財政・金融政策面で積極的な措置を打ち出した。大型の財政対策を行う政府の資金調達能力が限られる中、中央銀行が国債を購入したり、大規模な流動性を供給して、事実上の財政ファイナンスを行っている。新興国の経済の落ち込みが深く、かつ長期化する見通しであることを踏まえると、今後追加の財政・金融緩和が打ち出される可能性もある。

しかし、積極的な金融緩和は、通貨安や資本流出のリスクと隣り合わせにある。資本フローは3月の記録的な流出から落ち着きつつあるものの、新興国は金融市場のセンチメントに振られやすい展開が見込まれる。

出所

図1：CEIC

図2：Oxford COVID-19 Government Response Tracker, Blavatnik School of Government

図3：IIF

図1：新型コロナウイルス累積感染者数

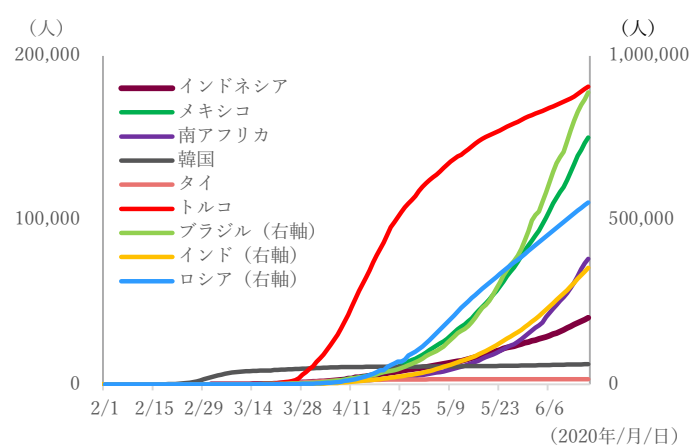


図2：移動制限の厳格度指数

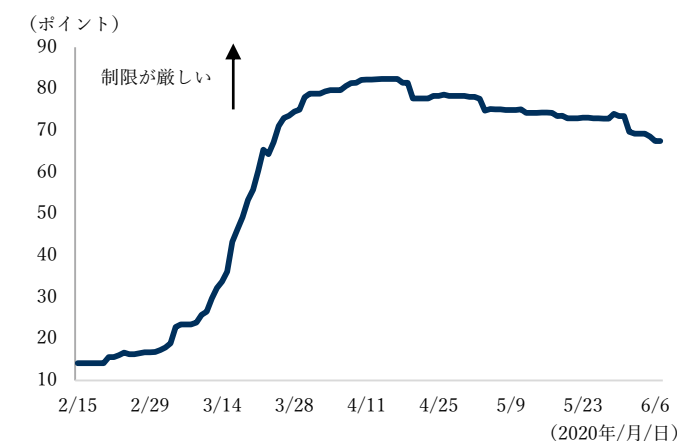
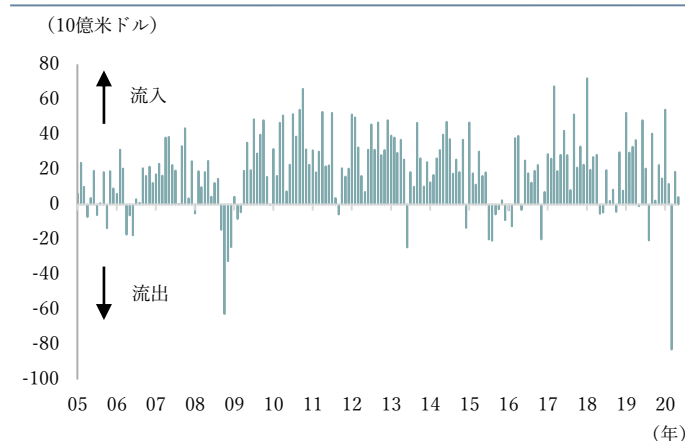


図3：新興国への証券投資フロー



注

図2：中国を除く主要な新興国について、厳格度指数をGDPで加重。

図3：2020年2-5月はIIFの推計値。

債券・為替市場

FRBの超緩和政策が米国金利の低下と米ドル安圧力に

主要国の国債利回りは3月の急落後にやや反発したものの、その後は低位に推移している。こうした各国・地域の中央銀行の緩和姿勢は共通している一方、政策の差も見られている。米連邦準備制度理事会（FRB）は現行ペースの債券購入の継続や、2022年末まで金利を据え置くことを表明するなど、これまでより踏み込んだ政策を打ち出している。さらに市場では、FRBが今後イーールドカーブ・コントロールの政策を導入するという憶測も高まってきた。その結果、感染拡大が本格化する前の2月末から足元までの国債利回りの低下幅は、米国がドイツや日本などに比べて大きくなっている。

米国の金利低下傾向が長期化するとの見方は、ユーロの上昇圧力にも繋がっている。ここ数年、ユーロの米ドルに対する通貨安は、米国の金利が相対的に高いことでおよそ説明がついてきた。足元では、金利差が縮小することにより、徐々にユーロが底堅く推移している。また、欧州では今後財政拡張に向けた動きも注目される。欧米間をはじめ、こうした地域間の財政・金融政策の裁量余地の差は、今後の金利や通貨の動きを左右する要因となっていくだろう。

図1：米国・ドイツ・日本の10年国債利回り

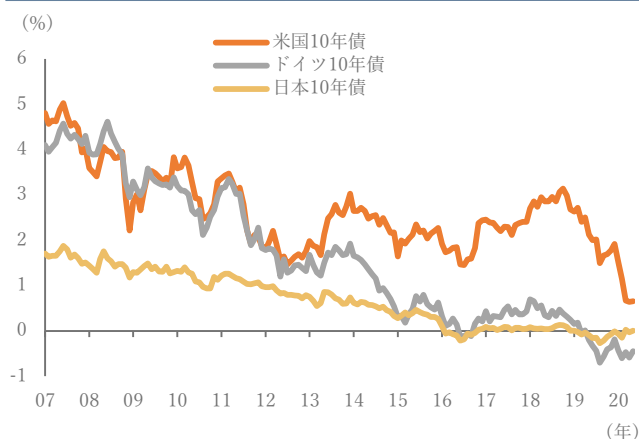


図2：新興国および社債の спреッド

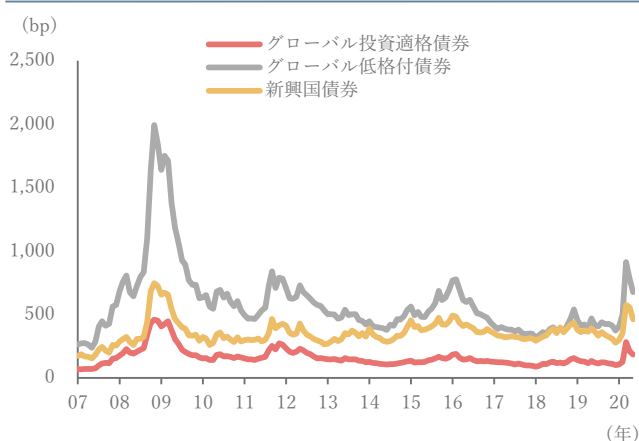
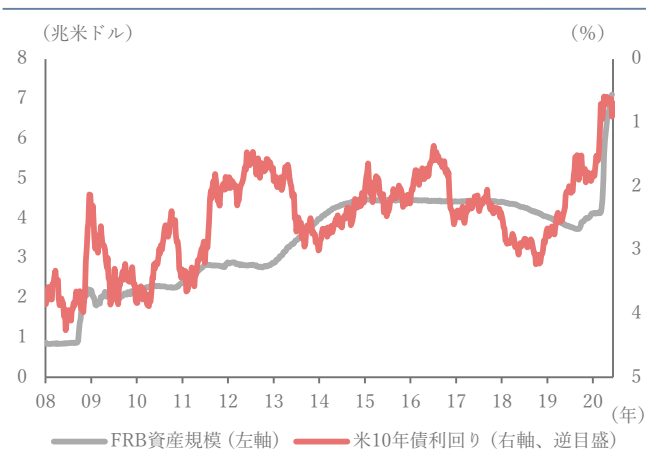


図3：FRBバランスシートと10年金利



出所

図1：Bloomberg

図2：Bloomberg

図3：Datastream

図4：Datastream

図4：金利差と米ドル/ユーロレンジの推移

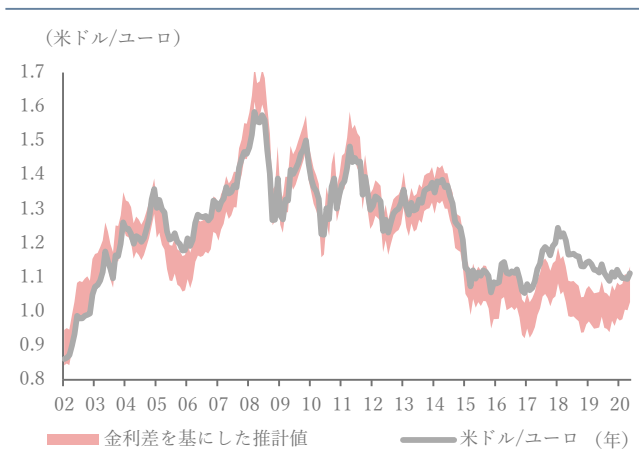


図4：米ドル/ユーロレンジは、ドイツと米国の2年債利回り格差で回帰した値から、上下1標準偏差の範囲を取ったもの。

株式市場

財政・金融政策により回復期待が強い一方、先行き不安も残る

3月の急落後の株式市場は、各国・地域で財政・金融双方の積極的な政策が打ち出されてきたことが支えとなり、堅調に推移してきた。この間、多くの弱い経済指標が発表されてきたものの、市場はさほど反応を示してこなかった。

足元のように過剰流動性により買い支えられていく市場は、2012年頃に見られた状況と類似している。当時も、経済指標や企業業績が振るわない中で、株式市場は堅調に推移してきた。しかし他方では、割安株が買われず、バリュエーションの格差が縮小しづらいという特徴も見られた。今回も、世界や日本の株式市場では、3月下旬以降の3か月間では当時の傾向と同様に、グロース株のリターンが相対的に上回っている。こうした状況は、投資家の実体経済の先行き不安が根強いことが反映されていると考えられる。加えて、一部の地域では感染拡大抑制の遅れも深刻だ。特に新興国・地域では、収束の進展が株式市場のリターン格差を生み出す一因となっている。

もちろん、こうした新興国・地域などのリスクが払しょくされていけば、株式市場の堅調さは増していくだろう。しかし当面は、外部環境の影響を受けにくく、安定的な成長が見込まれる業種・銘柄が選好されやすいだろう。

図1：各市場の株式指数の推移



図2：景気先行指数とバリュエ株効果（日本）

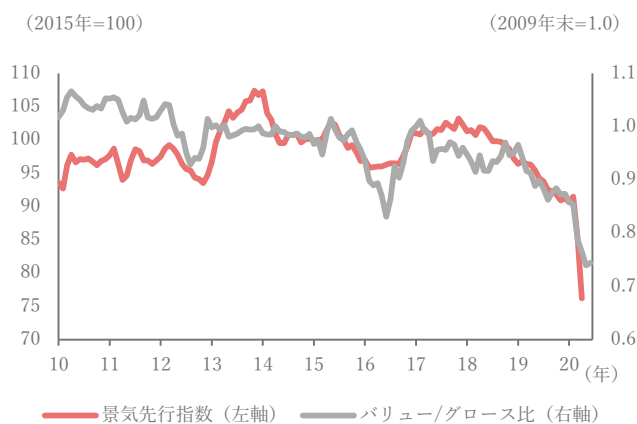
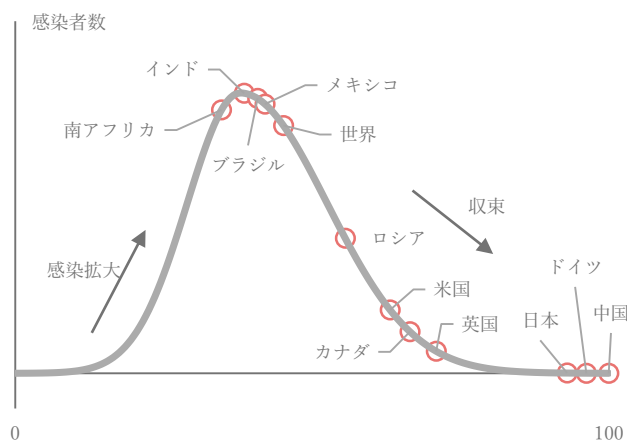


図3：感染者数曲線の模式図と各国の推定位置



出所

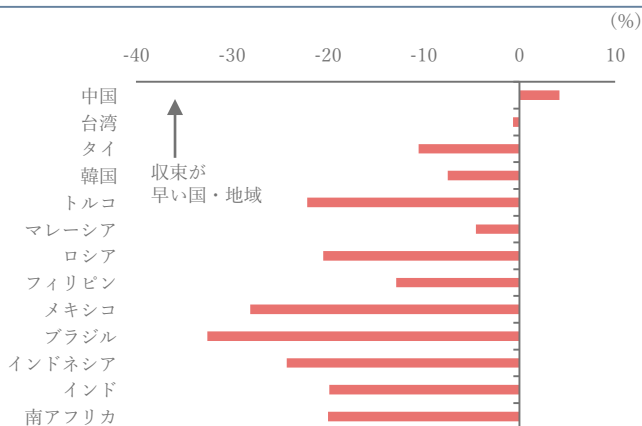
図1：Bloomberg

図2：内閣府、社内データベース

図3：Datastream（当社推計）

図4：Datastream

図4：新興国・地域の2月以降の株式リターン



注

図2：バリュエ株効果はRussell/Nomura日本株インデックス。

図3：6月15日時点。感染者数の推移から推計。右側に進むにつれ、感染者の増加ペースが低下することを示す。

図4：図3の推計を基に、収束が進んでいる国を上から順に表示。株式リターンは6月15日までの米ドル建て指数値の変化率。

原油市場

原油需給は4-6月を底に改善へ

都市封鎖が本格化した4月の世界の原油需要は、前年同月比-21%の日量7,910万バレル（BD）であった。2008年の金融危機時の原油需要減少率は僅か数%であり、現在の状況は未曾有の事態である。しかし、中国の例にみるように、都市封鎖が緩和されると原油需要は自動車関連需要を中心に早期に回復する傾向がある。3月の中国の原油需要は前年同月比-11%だが、4月は前年並であった。世界の原油需要も中国と同様に、早期に回復するだろう。

4月12日、OPECプラスは5-6月に970万BDの減産を決定した。7-12月は770万BD、2021年1月-2022年4月までは580万BDの減産となる。この合意に対する規律は高く、5月のOPECの原油生産量は前年同月比-18%の2,460万BDであった。

また、ピーク時は約1,300万BDであった米国原油生産量は、油価急落を受けて急減し、6月には1,110万BDとなった。油田掘削に必要なリグ数も急減し、シェール革命以前の水準となってしまった。リグ数と原油生産量にはタイムラグがあり、年後半にかけて原油生産量はさらに減少すると想定される。

2月から3月にかけて急落した原油価格は、需要と供給の両面で改善の兆しを見せている。原油需給は4-6月を底に改善に向かうだろう。

図1：世界の原油需要量

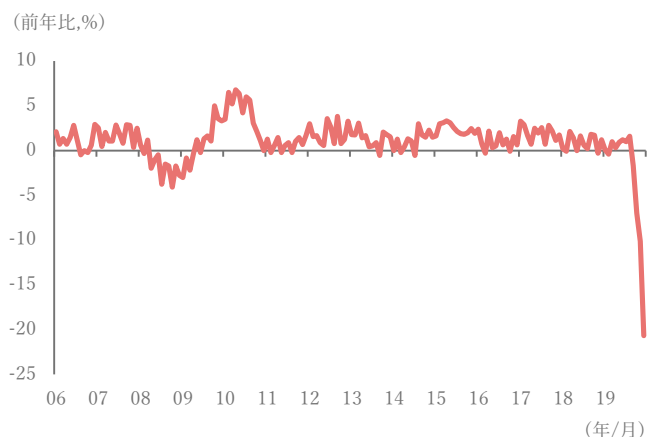


図2：OPECの原油生産量

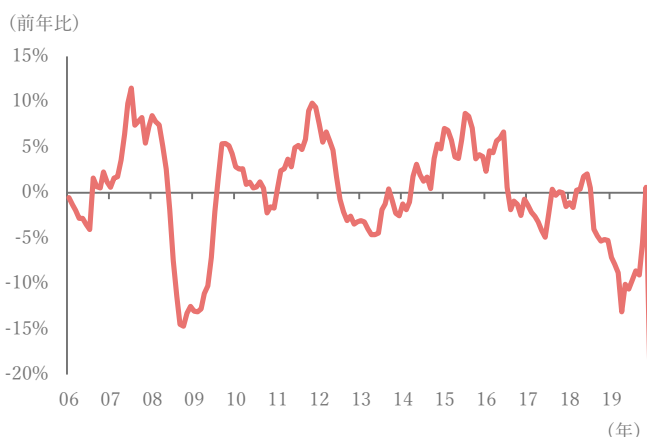


図3：アメリカの原油生産量

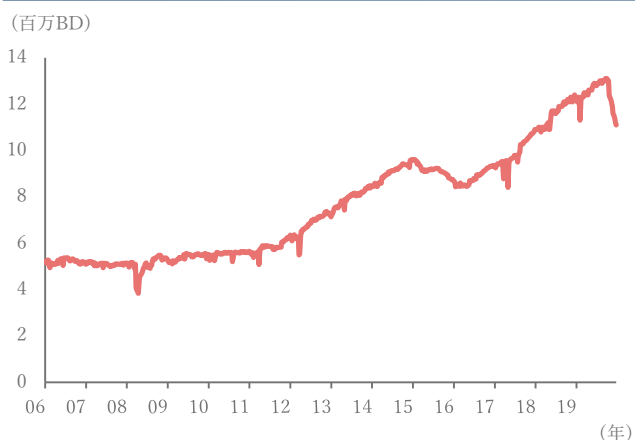
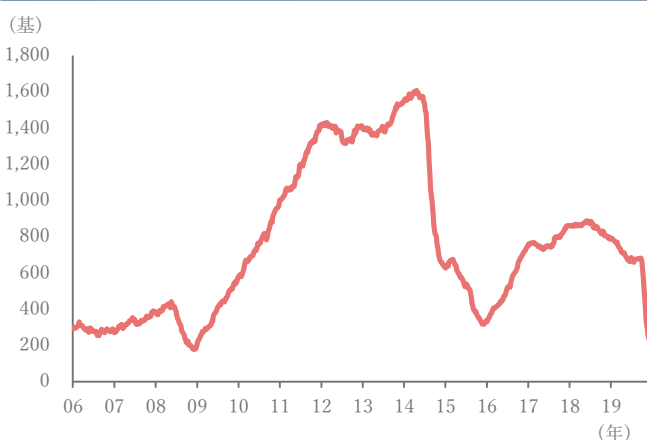


図4：アメリカの原油リグ数



出所

図1：Bloomberg

図2：Bloomberg

図3：Bloomberg

図4：Bloomberg

Box: コロナショックで、低インフレ・低金利は終わるのか？

● コロナが提起する問い

新型コロナウイルス感染拡大抑止のため、ロックダウンが行われ、経済活動の急激な縮小や大幅な失業増加など経済面でも甚大な影響が出ている。主要先進国ではロックダウンの一部解除と経済活動再開の模索が始まっているが、感染再拡大がないか等、その帰趨は依然不透明である。

ここでは、足元の不透明な状況をいったん離れ、低成長・低インフレ・低金利の下でリスク資産価格が上昇傾向となる1990年代以降およそ30年間続いてきた流れが、コロナショックで変化するのか否かを考えたい。特に、ロックダウンに伴う経済活動の停止・大量失業という副作用を緩和するために発動された大規模な金融緩和と財政拡大政策が、インフレや金利上昇につながらないかを考えよう。

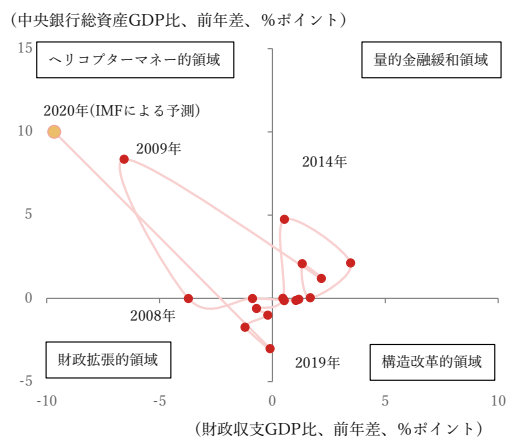
3つの変化を指摘したい。第一は、家計・企業部門の債務増大である。ロックダウンに伴い、活動を止めた企業や一時帰休で失業した家計では収入が途絶した半面、依然として必需品購入や元利払い、家賃などの支払いはせねばならず、その差額を埋めるために資金を借り入れ、債務増大が起こっていることが今後統計でも確認されるはずである。これはコロナ後の景気回復に、どのような影響を与えるだろうか。

第二は、ロックダウンに伴う失業や収入途絶の副作用を緩和するために、大規模な政府支出の拡大が行われ、財政赤字拡大と政府債務増大が起こった。同時に

金融政策の面でも中央銀行による大規模な資産購入が日米欧主要先進国で行われている。これは、いわゆる「ヘリコプターマネー」的政策の組み合わせであり、日本では「異次元緩和」行われた局面もこれには該当せず、近年の米国でもリーマンショック後の2009年に見られたのみである（図1参照）。この組み合わせが平時においては「禁じ手」とされるのは、敗戦後のドイツや日本などでハイパーインフレを引き起こした経験があるためである（図2参照）。その禁じ手が正当化されたのは、現状が「ウイルスとの戦争」であり、「非常時」だとみなされているためだ。現在の局面で大規模な財政・金融政策が正当化された理由は「戦争」と類似しているが、その帰結も同様にインフレを意味するだろうか。

第三は、反グローバル化の機運が高まったことである。グローバル化が労働コストの抑制要因であったことを鑑みれば、国内回帰はたとえ安全保障上必要なことであっても、効率性の劣化、ひいてはコスト上昇要因となる。すでにコロナ以前から、自由貿易が世界全体の生活水準を高めるという「経済合理性」は、国内産業の空洞化や所得格差拡大の原因であるとする有権者の不満におされ「政治的現実」にとってかわられつつあった。感染症はグローバル化で速やかに拡大した側面があるうえ、国外に頼っていた医療品などの入手が困難な状況が生じ、必需品の国産化、国内回帰を求める主張は、反グローバル化に拍車をかけている。

図1：米国の財政・金融政策の推移

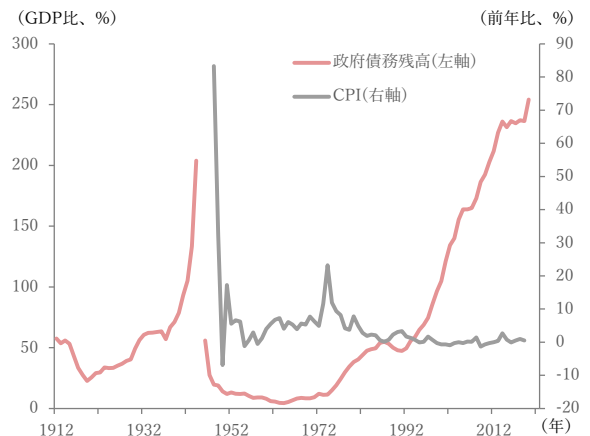


出所

図1：Datastream

図2：内閣府およびDatastream

図2：日本の政府債務とインフレ率



注

図1：2020年は、4月時点のIMF見通し。

図2：1945年は政府債務のデータが欠落している。

●低インフレ、低金利は終わるのか

第二、第三の変化に着目すれば、「コロナ後の世界」をこれまで30年間続いてきた基調が高インフレ・高金利により反転するとのリスクシナリオで描くこともできそうだ。しかし、「戦争」と「ウイルスとの戦争」の違いに注目すれば、低インフレ・低金利の下で流動性相場が持続するシナリオの方が、可能性が高い。

まず、需要不足・貯蓄超過の状況が続きそうである。「ヘリコプターマネー」的政策採用した敗戦国で、戦後ハイパーインフレが生じた例を指摘した。これは戦時に「ヘリコプターマネー」的政策でマネーサプライが増えていたところへ、戦後の復興需要の高まった一方、工場などの生産設備の破壊や膨大な人的被害で供給能力が著しく縮小したために生じた。

これに対して現状は、変化の第一として挙げたように、民間部門は債務増大に直面している。「ウイルスとの戦争」後は、貯蓄を増やして債務圧縮を図るため、需要回復は緩慢となろう。一方、「戦争」とは異なり、工場などの生産設備は破壊されることなく温存されている。緩慢な需要回復と温存された供給能力の組み合わせは、むしろデフレ的である。

より長期的観点からは、コロナ後も変わらず続くであろう高齢化と、生産年齢人口の伸びの鈍化が指摘できる。高齢化は、長生きリスクに対する備えとして貯蓄をさらに積み上げる動機となる。生産年齢人口の伸び鈍化は、潜在成長率と実質金利の低下要因となる。こ

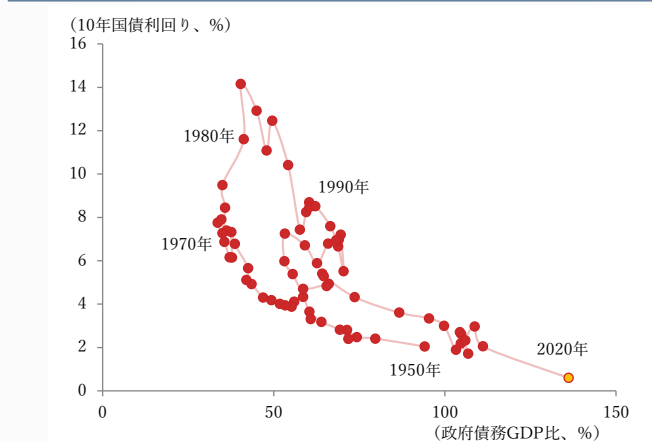
れらの現象は、日米欧主要先進国のみならず、中国でも顕著である。需要不足・貯蓄超過にともなう低インフレ・低金利基調は、コロナ後も続く。

低インフレは、中央銀行による国債買入の正当化を容易にする。さらに今回の経済活動停止、失業増大は、政治的に決断されたロックダウンの結果であり、失業がコロナ以前の水準に近づくまでは金融緩和政策の「正常化」は先延ばしされるだろう。

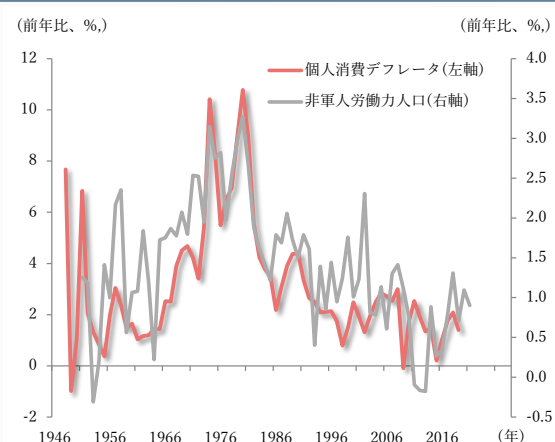
第二次大戦後を振り返ると、債務水準が高い時期には、金利が低い傾向がある。これは債務増大と金利低下の因果関係ではなく、金利が低くなるような民間資金需要が弱い時期には、政府が景気下支えのために支出を増やす一方税収が伸び悩み、政府債務が増大することを示している。米国の例で注目したいのは、高債務・低金利の組み合わせが1950年にもみられたことである（図3参照）。第二次大戦や朝鮮戦争の戦費の元利払いコスト抑制を狙って、米連邦準備制度理事会（FRB）は国債買入を拡大し、1942年には財務省と3ヵ月物と一年物の国債利回りを固定することで合意した。今でいえば、ヘリコプターマネーとイーールドカーブ・コントロール政策である。結局、1951年になって民間需要の回復とともにインフレ率が上昇をはじめると、この国債価格維持政策は続けられた。現在の状況は、あたかも時計の針が70年前の1950年以前に戻ったかのようだ。しかし、重要な相違点は、当時旺盛に伸びていた労働力人口は鈍化に転じ、膨大な復興需要も見出し難い点である（図4参照）。

図4：米国の労働力人口とインフレ率

図3：米国の政府債務と長期金利の推移



出所
図3：Datastream
図4：Datastream



注
図3：2020年は欧州委員会による予想値。
図4：労働力人口は、2年先行で表示。

当資料で使用しているデータについて

当資料で使用した指数

- S&P500株価指数
- MSCI ワールド・インデックス、MSCI エマージング・マーケット・インデックス、MSCI オールカントリー・インデックス、MSCI USAインデックス、MSCIヨーロッパ・インデックス、MSCI ジャパン・インデックス、MSCIチャイナ・インデックス
- TOPIX（東証株価指数）
- Russell/Nomura日本株インデックス
- JPモルガン・エマージング・マーケット・ボンド・インデックス
- ICE BofA Global Corporate Index SM/®、ICE BofA Global High Yield Index SM/®

当資料で使用した指数の著作権等

- 「S&P500株価指数」に関する一切の知的財産権その他一切の権利はスタンダード・アンド・プアーズ・ファイナンス・サービス・エル・エル・シーに帰属しております。
- 「MSCI ワールド・インデックス」、「MSCI エマージング・マーケット・インデックス」、「MSCI オールカントリー・インデックス」、「MSCI USAインデックス」、「MSCIヨーロッパ・インデックス」、「MSCIジャパン・インデックス」、「MSCIチャイナ・インデックス」はMSCIが開発した指数です。同指数に対する著作権、知的所有権その他一切の権利はMSCIに帰属します。またMSCIは、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。
- 「東証株価指数（TOPIX）」の指数値及び「TOPIX」の商標は、株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など「TOPIX」に関するすべての権利及び「TOPIX」の商標に関するすべての権利は東証が有します。
- 「Russell/Nomura日本株インデックス」は、野村證券金融工学研究センターとFTSE Russell Indexesが共同開発した日本株インデックスです。知的財産権およびその他一切の権利は野村證券株式会社およびFrank Russell Companyに帰属します。
- 「JPモルガン・エマージング・マーケット・ボンド・インデックス」は、J.P. Morgan Securities LLCが公表しているインデックスであり、その著作権および知的財産権は同社に帰属します。
- 「ICE BofA Global Corporate Index SM/®」、「ICE BofA Global High Yield Index SM/®」は、ICE Data Indices, LLCまたはその関連会社の登録商標です。
- ブルームバーグは、ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピーの商標およびサービスマークです。バークレイズは、ライセンスに基づき使用されているバークレイズ・バンク・ビーエルシーの商標およびサービスマークです。ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピーおよびその関係会社（以下「ブルームバーグ」と総称します。）またはブルームバーグのライセンサーは、ブルームバーグ・バークレイズ・インデックスに対する一切の独占的権利を有しています。

MEMO

当資料に関するお知らせ

当資料は、参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。

当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料中の記載事項は、全て当資料作成時以前のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。

当資料中のいかなる内容も将来の運用成果または投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。

【野村アセットマネジメントからのお知らせ】

■投資信託に係るリスクについて

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し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の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価格が変動します。

したがって投資家の皆様のご投資された金額を下回り損失が生じることがあります。

なお、投資信託は預貯金と異なります。

また、投資信託は、個別の投資信託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ので、ご投資に当たっては投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をよくご覧下さい。

■投資信託に係る費用について

2020年7月現在

ご購入時手数料 《上限3.85% （税込み）》	投資家が投資信託のご購入のお申込みをする際に負担する費用です。販売会社が販売に係る費用として受け取ります。手数料率等については、投資信託の販売会社に確認する必要があります。 投資信託によっては、換金時（および償還時）に「ご換金時手数料」等がかかる場合もあります。
運用管理費用 （信託報酬） 《上限2.22% （税込み）》	投資家はその投資信託を保有する期間に応じてかかる費用です。委託会社は運用に対する報酬として、受託会社は信託財産の保管・管理の費用として、販売会社は収益分配金や償還金の取扱事務費用や運用報告書の発送費用等として、それぞれ按分して受け取ります。 *一部のファンドについては、運用実績に応じて報酬が別途かかる場合があります。 *ファンド・オブ・ファンズの場合は、一部を除き、ファンドが投資対象とする投資信託証券の信託報酬等が別途かかります。
信託財産留保額 《上限0.5%》	投資家が投資信託をご換金する際等に負担します。投資家の換金等によって信託財産内で発生するコストをその投資家自身が負担する趣旨で設けられています。
その他の費用	上記の他に、「組入価証券等の売買の際に発生する売買委託手数料」、「ファンドに関する租税」、「監査費用」、「外国での資産の保管等に要する諸費用」等、保有する期間等に応じてご負担いただく費用があります。運用状況等により変動するため、事前に料率、上限額等を示すことができません。

上記の費用の合計額については、投資家の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、野村アセットマネジメントが運用するすべての公募投資信託のうち、投資家の皆様にご負担いただく、それぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をご覧下さい。

投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断下さい。

野村アセットマネジメント

商号:野村アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第373号

加入協会:一般社団法人投資信託協会／

一般社団法人日本投資顧問業協会／

一般社団法人第二種金融商品取引業協会