

NOMURA

Connecting Markets East & West

投資環境見通し

2020年春号

野村アセットマネジメント

© Nomura

3 グローバル環境

年前半に大幅減速も年終盤には持ち直しへ

5 リスクシナリオ

当面はダウンサイドリスクが警戒される

6 景気循環

昨年末に底打ちの兆候が見えだした世界景気は再び停滞局面へ

7 各国経済・市場見通し

8 米国

4-6月期にマイナス成長も、その後は回復が見込まれる

9 ユーロ圏

ウイルス感染拡大の影響が深刻化すると見込む

10 日本

三四半期連続のマイナス成長を見込むが、年後半に回復へ

11 中国

1-3月期は異常な落ち込みだが、最悪期は過ぎた

12 新興国

急激な経済の落ち込みの後、U字での回復を予想

13 債券・為替市場

「安全資産」であった国債も売られ、米ドル資金に一極集中へ

14 株式市場

政策効果による短期の反発と、業績の停滞による長期低迷の可能性

グローバル環境

年前半に大幅減速も年終盤には持ち直しへ

新型コロナウイルス感染拡大を契機にした信用収縮は回避可能と見込む

現状：グローバル景況感悪化

2月下旬以降、新型コロナウイルス感染が欧米に拡がり、金融市場のリスク回避姿勢が高まった。製造業のサプライチェーンの混乱とともに、外出抑制の動きが高まる中、サービス業の縮小が予想され、2020年前半の世界経済は大幅に下押しされるとの見通しが強まった。

新型コロナウイルス感染拡大収束時期で4シナリオを策定

景気後退懸念のトリガーが感染症である以上、収束時期を前提に入れて経済見通しを考える必要があるが、この収束時期については疫学的な見地から明確な見通しが示されていない。そこで、当社は、早期収束、基本シナリオ、長期化という、感染収束時期ごとの3シナリオと、さらに長期化の上、信用収縮が起きるという1シナリオの計4シナリオを考慮し、各シナリオが生じた際の主要国・地域経済の景況感見通しを図示した。

経済見通しの前提：新型コロナウイルス感染拡大は年央に収束へ

策定した4シナリオのうち、年央に感染拡大が概ね収束に向かうというシナリオを基本シナリオとした。発端となった中国の感染者数の伸びが鈍化していること、さらにラグを置いて韓国などでも同様となっていることなどを踏まえると、年央に概ね収束に向かうという前提は今のところ妥当だろう。

また、こうした困難に直面し、11月に大統領選挙を控える中、米国のトランプ大統領は景気に悪影響を与えるような通商政策は選択しにくくなると見られる。そのため米中通商交渉の決裂による関税再引き上げや、特に欧州を主眼にした自動車関税導入などは回避されるとの前提を置く。

経済見通し：年前半に大幅減速、後半に回復へ

新型コロナウイルス感染拡大によるサプライチェーンの混乱やサービス消費の減少、企業の設備投資意欲の減退に伴い、年前半の世界経済は大きく減速するだろう。主要国・地域では数四半期のマイナス成長が予想される。一方で、感染拡大ペースの鈍化が見られている中国では、1-3月期の強力な経済抑え込み後の反動が4-6月期に生じると考えられる。その後も、各国・地域で多少の時間差を伴いながら、徐々にサプライチェーンの混乱も克服し、先送りされた需要に応えるべく、生産活動に反動増が生じていくだろう。そうした新型コロナウイルス感染拡大からの「正常化」に至るまでに、企業は収入の減少に直面する。それに対して、政府・当局は丸手となって信用供与に努める姿勢を示している。そのため、企業の利払い・借換え等が困難になって信用収縮が生じ、金融危機的な状況が生じるという見方は基本シナリオではなく、リスクシナリオに留まるだろう。

金融政策見通し：信用収縮回避に全力

主要3中銀で唯一プラスの政策金利を維持してきた米連邦準備制度理事会（FRB）は3月に臨時の米連邦公開市場委員会（FOMC）を開催し、FF金利誘導目標を0-0.25%まで引き下げた。加えて米国債・MBSの買入れや流動性供給策等も講じている。欧州中央銀行（ECB）や日本銀行はマイナスの政策金利をさらに引き下げることはなかったものの、貸出支援策として資金供給の強化を決定した。

このように、主要中銀は信用供与の途絶を回避すべく、現状出来得る措置をほぼ全て講じてきている。

仮に当社前提通りに年後半に景気が加速する局面においても、インフレ率が明確に上昇していなければ、こうした緩和策を巻き戻すハードルは高い。年終盤にかけて実体経済と比して金融緩和的な環境となり、リスク資産価格にポジティブとなる可能性がある。

想定する4シナリオの概要

シナリオ		概要	
シナリオ1	早期収束	中国は4-6月期に正常化へ、中国外はラグを置いて収束へ	中国は4-6月期から正常化、その頃には中国外でもピークアウトが見えている。
シナリオ2	基本シナリオ		中国は4-6月期から正常化、中国外での感染拡大は続くが、年央には少なくともいくつかの国では収束が見えており、7-9月期には正常化。
シナリオ3	長期化		中国は4-6月期から正常化、中国外での感染拡大はシナリオ2よりも長期化し、年末によりやく収束が見える。当局の対応により、信用収縮には至らない。
シナリオ4	信用収縮	シナリオ3+信用収縮	中国外での感染拡大はシナリオ2よりも長期化し、年末によりやく収束が見える。当局の対応にもかかわらず、信用サイクルが逆回転し、深刻かつ長期的な景気後退に至る。

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 早期収束	中国								
	米国								
	欧州								
	日本								
	新興国								
シナリオ2 基本シナリオ	中国								
	米国								
	欧州								
	日本								
	新興国								
シナリオ3 長期化	中国								
	米国								
	欧州								
	日本								
	新興国								
シナリオ4 信用収縮	中国								
	米国								
	欧州								
	日本								
	新興国								

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

参考：その他の経済見通しにおける重要な前提

	ダウンサイド	基本シナリオ	アップサイド
通商政策	緊張激化 - 米国が中国からの輸入全てに25%以上の関税を賦課。一部中国企業に対する規制を強化。 - 自動車輸入関税導入を決定。	現状維持 - 米中間ではこのまま関税は据え置き。 - 自動車輸入関税導入は先送り。	緊張緩和 - 米中協議が順調に進み、これまでに引き上げた関税を段階的に引き下げ。 - 自動車輸入関税を公式に断念。
財政政策	財政支出下振れ 米国でつなぎ予算が成立しないなどした結果、政府閉鎖が起こる。	景気を支える財政出動 - 米国で新型コロナウイルス感染症に対応するための財政出動は行われるが、給与税減税等・インフラ投資等は先送り。 - 中国は景気下振れを回避する程度の限定的財政措置。	より強力な財政政策 - 米国はインフラ投資を決定。 - 中国が想定以上の財政刺激策を実施。

リスクシナリオ

当面はダウンサイドリスクが警戒される

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、①新型コロナウイルス感染拡大が早期に収束、サプライチェーンの混乱も限定的となり、年後半に予想以上の反動増が生じる、②感染拡大が早期収束となるも、各国・地域の金融緩和・財政拡張が景気を押し上げる、などが考えられる。

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、②感染拡大による不透明感が残るも、米中通商摩擦が再燃するなどし、一段と景気悪化懸念が増す、などが考えられる。

リスクバランス

当面の世界経済は、新型コロナウイルス感染拡大の収束時期と地理的範囲に左右されるだろう。他方で、現時点で主要国・地域の当局は信用供与に努めており、クレジットサイクルの逆回転回避に向けた強い意思が窺える。目先はダウンサイドリスクへの警戒感が高まる局面もあるだろうが、時間の経過とともにアップサイドリスクに目が向いていくと予想する。

図1：経済サプライズ指数

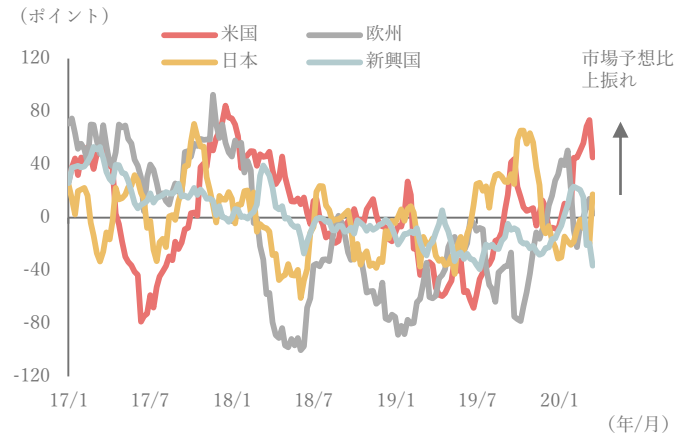


図2：新型コロナウイルス感染者数の推移

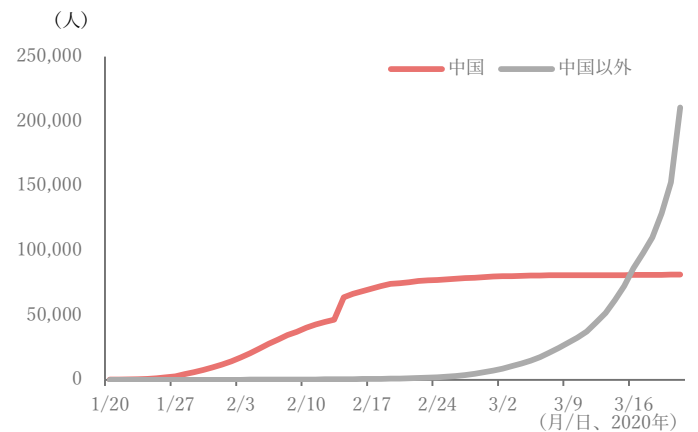


図3：Bloomberg米国金融状況指数



出所

図1：Bloomberg

図2：WHO、Bloomberg

図3：Bloomberg

景気循環

昨年末に底打ちの兆候が見えだした世界景気は再び停滞局面へ

世界景気は再び停滞局面へ

昨年終盤以降、底打ちの兆候が見えてきた世界景気の回復機運は、新型コロナウイルスの発生で急速に後退した。経済協力開発機構（OECD）の景気先行指数（CLI）は、昨年12月に回復局面に移ったばかりであった。しかし、足元では株価や景況感など、先行指数に含まれる指標はいずれも大きく悪化しており、今後再び景気停滞局面に戻るの確実だ。

実際、足元の複数の金融資産の値動きが過去に類似していた時期は、いずれも景気停滞局面の付近にあった。2008年後半の金融危機をはじめ、2011年の欧州危機、2015年の産油国危機、2018年の米中貿易摩擦などの時期と市場の特徴が似ており、これらの期はその後、実体経済の不振に繋がっていった。今回は感染症が発端という特殊な事象であるが、急速に実体経済の悪化が見られてきている点で、共通性が高まっているといえよう。

株式市場の改善は時間を要する

過去の類似局面のうち2001年は、今回同様一度回復局面に移り、その後停滞局面に逆戻りした。再び回復局面入りするまでには、およそ1年半を要した。類似局面のうち2008年は比較的回復が早かったが、それでも停滞局面には1年近く留まった。

今回、株式や原油などの価格はきわめて短期間で下落が進んだことから、今後大幅に反発する場面も期待できるだろう。また、今回のショックは世界各国・地域の政府や中央銀行がさまざまな対策を迅速に講じているため、市場の混乱は短期間で収束する可能性もある。しかし、実体経済は依然として底が見えていない状況であり、過去の類似期と同様に景気を持ち直しまでには相当の期間を要するとみられる。

出所
図1：OECD、IHS Markit
図2：OECD、Bloomberg
図3：Bloomberg

図1：景気先行指数



図2：足元の金融市場動向と類似した期間のCLI

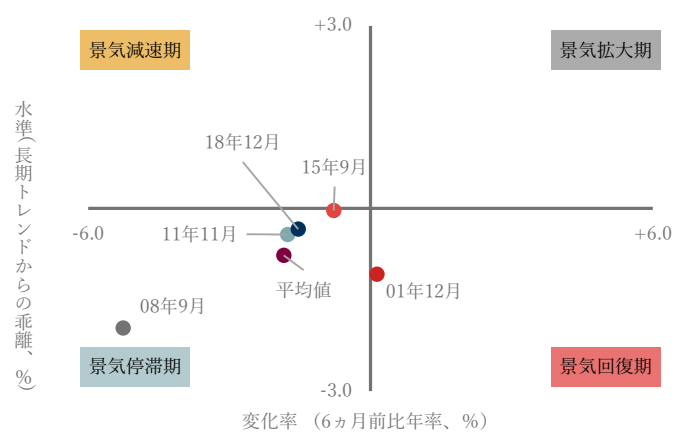
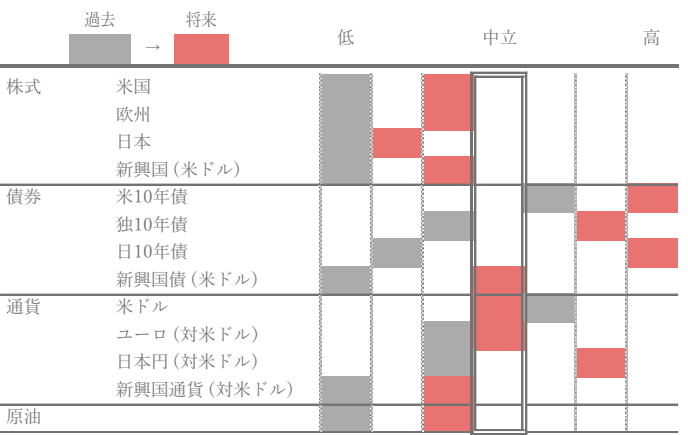


図3：類似期前後の資産別魅力度



注
図2：約20件の金融資産価格の6カ月変化率が足元（3月16日時点）と類似している期を抽出したもの。CLIはOECDが算出する景気先行指数。
図3：6カ月間のリスク調整後リターンが2004年以降の平均リターンを上回る確率を基に、魅力度を7段階で示したもの。

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	予測
実質GDP成長率 (前期比年率、%)	世界	*1,*4	-0.9	0.1	0.5	1.4	3.5	3.9	3.3	2.7	0.3	3.5
	先進国	*2	-0.7	-6.9	1.4	3.2	4.3	2.9	2.2	1.7	-0.8	2.3
	新興国	*1,*3	-3.7	2.7	3.8	4.6	9.2	5.5	5.1	4.4	2.1	5.5
	米国		1.0	-4.4	2.2	2.7	3.3	2.2	2.9	2.3	0.6	2.1
	ユーロ圏		-2.9	-11.4	-1.0	3.1	7.8	4.8	1.9	1.2	-2.6	2.8
	日本		-0.9	-2.9	2.2	2.2	2.5	1.5	0.3	0.7	-1.6	1.6
	中国	*1	-9.7	4.8	6.1	7.3	17.2	7.0	6.6	6.1	2.1	8.6
消費者物価 (前年比、%)	世界	*4	2.6	2.0	1.8	1.7	1.6	1.8	2.4	2.2	2.0	1.6
	先進国	*2	1.5	1.0	1.0	1.1	1.2	1.6	2.0	1.5	1.2	1.4
	新興国	*3	4.5	3.6	2.9	2.5	2.3	2.0	3.1	3.3	3.4	2.0
	米国		2.0	1.4	1.6	1.6	1.6	2.3	2.4	1.8	1.7	2.0
	ユーロ圏		1.0	0.6	0.4	0.4	0.4	0.7	1.8	1.2	0.6	0.8
	日本	*5	0.7	0.4	0.3	0.2	0.2	0.5	0.9	0.6	0.4	0.4
	中国		5.1	3.8	2.3	1.5	0.8	1.1	2.1	2.9	3.2	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	3.70	3.60	3.60	3.60	3.60	...	4.15	3.60	3.60
10年債利回り (期末値、%)	米国		0.67	1.00	1.50	1.50	1.60	1.60	2.68	1.92	1.50	1.60
	ドイツ		-0.47	-0.40	-0.40	-0.40	-0.30	-0.30	0.24	-0.19	-0.40	-0.30
	日本		0.02	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.00	-0.01	-0.10	-0.10
株価 (期末値、ポイント)	S&P500		2,585	2,640	2,670	2,700	2,810	2,910	2,507	3,231	2,700	3,120
	ユーロ300		1,260	1,270	1,270	1,270	1,300	1,340	1,331	1,624	1,270	1,400
	TOPIX		1,403	1,410	1,430	1,450	1,490	1,530	1,494	1,721	1,450	1,600
	MSCI EM (\$)		849	880	910	930	960	990	966	1,115	930	1,040
為替レート (期末値)	米ドル/ユーロ		1.10	1.05	1.05	1.05	1.10	1.10	1.15	1.12	1.05	1.10
	日本円/米ドル		107.5	108.0	105.0	105.0	105.0	105.0	109.7	108.6	105.0	105.0
	日本円/ユーロ		118.6	113.0	110.0	110.0	116.0	116.0	125.7	121.7	110.0	116.0
	人民元/米ドル		7.08	7.00	7.00	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 (対米ドル、 期末値)	インド [＊] ルピー	69.6	71.2	74.0	74.0
	インド [＊] ネシアルピア	14,417	13,846	14,600	14,200
	ブラジル [＊] レアル	3.9	4.0	4.8	4.2
	メキシコ [＊] ソ	19.7	18.9	20.0	19.5
	ロシア [＊] ルーブル	69.6	61.9	70.0	68.0
	トルコ [＊] リラ	5.3	5.9	7.0	7.4
政策金利 (%)	インド	6.50	5.15	4.40	4.40
	インドネシア	6.00	5.00	4.00	4.00
	ブラジル	6.50	4.50	4.25	5.00
	メキシコ	8.25	7.25	6.50	5.50
	ロシア	7.75	6.25	5.75	5.50
	トルコ [＊] 6	24.06	11.43	9.25	9.25

(注) 見通しは2020年3月18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

4-6月期にマイナス成長も、その後は回復が見込まれる

年後半に回復へ

3月半ば、トランプ大統領は新型コロナウイルスの感染拡大防止のため、欧州からの入国規制を決定し、10人以上の集会の自粛要請などを行った。米国でも経済活動が抑制される感染症対策がとられたことで、主として4-6月期の成長の重石となると見込む。こうした対策が感染拡大収束に効果的であれば、年後半は景気回復が期待される。しかし、世界で感染収束は同時に生じる訳ではなく、サプライチェーンの回復や人々の移動に対する警戒感の緩和に一定期間を要するだろうことから、生産・貿易・サービス消費に目立った改善が見えるのは2021年初と予想する。トランプ政権は家計への現金給付を含む経済対策を計画している。個人消費を下支えする効果は一定程度持つだろうが、景気の好循環に繋がる可能性は低いと見ている。

政策当局は信用収縮回避に動く

米連邦準備制度理事会（FRB）は、金融市場の大幅な変動や予想される企業の資金繰り悪化に対して、利下げ、量的緩和、流動性供給・信用供与支援策などを講じてきた。先行き不透明感がある中で、キャッシュ需要が高まったが、一定期間を経れば、こうしたFRBの対策効果もあって金融市場のリスク回避姿勢が和らぐと見込まれる。そのため、急激な信用収縮は生じず、深刻かつ長期的な景気後退は回避されよう。新型コロナウイルス感染拡大を防止するための一定期間の「ロックダウン」（外出制限）が解除され、経済活動の反動増が見られても、インフレ率が抑制される中では再利上げには動きにくいと見ている。金融緩和的な状況は、長期化する可能性がある。

出所

図1：野村アセットマネジメント

図2：CEIC

図3：ニューヨーク連銀、クリーブランド連銀、CEIC、Bloomberg

図1：シナリオごとの景況感

		2020年				2021年			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
1	早期収束								
2	基本シナリオ								
3	長期化								
4	信用収縮								

図2：家計・企業の債務残高

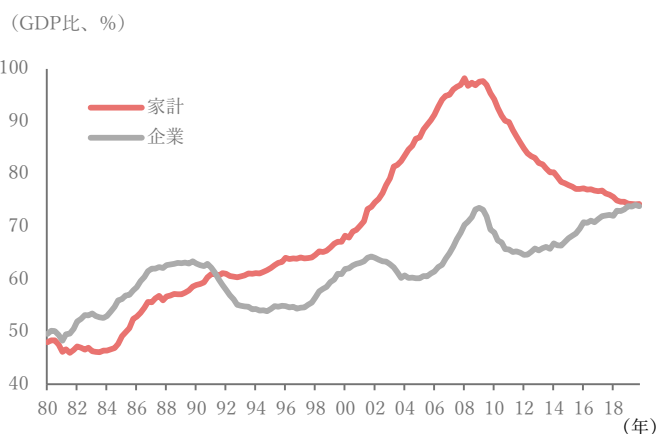


図3：自然利子率と実質FF金利



注

図1：緑はモメンタム悪化、黄は中立、赤はモメンタム改善を表す。

図3：四半期データ、ただし2020年1-3月期の実質FF金利はクリーブランド連銀による3月のインフレ予測値を基に算出

ユーロ圏

ウイルス感染拡大の影響が深刻化すると見込む

成長の大幅減速が予想される

新型コロナウイルスの感染拡大が経済に及ぼす影響は欧州で特に大きくなり、かつ長期化することが見込まれる。イタリアをはじめとする複数の主要国で全国規模の外出制限といった対策がとられていることから、企業の生産活動や家計の消費活動は大きく落ち込むだろう。さらに、欧州経済は域内外のサプライチェーンへの関わりが深く、域内諸国および域外の企業が時差を伴ってウイルス感染の影響を受ける下で、悪影響が他地域よりも長期化しやすい。欧州経済は需要および供給の両面で、最もウイルス感染の悪影響を受けやすい地域の一つになりそうだ。こうした状況を受けて、欧州連合（EU）および各国政府は財政政策をはじめとする政策対応を加速させている。欧州諸国のウイルス感染状況が深刻化する中、EUが財政ルールの運用柔軟化を決めたことは、必要な対策が採用されやすくなるという点でポジティブな動きと言えよう。

ECBは信用緩和政策を重視

欧州中央銀行（ECB）は3月の定例理事会において、貸出条件付き長期リファイナンスオペ（TLTRO III）の利用条件緩和などを含む包括的な緩和策を決定した。さらに、周縁国国債のスプレッド急拡大などを背景にECBは臨時電話会議を開催し、パンデミック緊急買入プログラム（PEPP）の導入を決めている。PEPPでは、今年末までに7,500億ユーロの追加買入枠が設定された他、ギリシャ国債も買入対象に含められた。ECBは今後のウイルス感染状況および金融環境の動向を鑑みて、必要であると判断すれば、資産買入プログラム（APP）のさらなる積み増しや、買入ルールの柔軟化を検討する用意があると表明している。一方で、政策金利のさらなる引き下げについては、銀行収益の圧迫要因になることなどから相対的に選択されにくいだろう。

出所
図1：野村アセットマネジメント
図2：WHO, CEIC
図3：Bloomberg

図1：シナリオごとの景況感

		2020年				2021年			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
1	早期収束								
2	基本シナリオ								
3	長期化								
4	信用収縮								

図2：新型コロナウイルスの累積感染者数推移

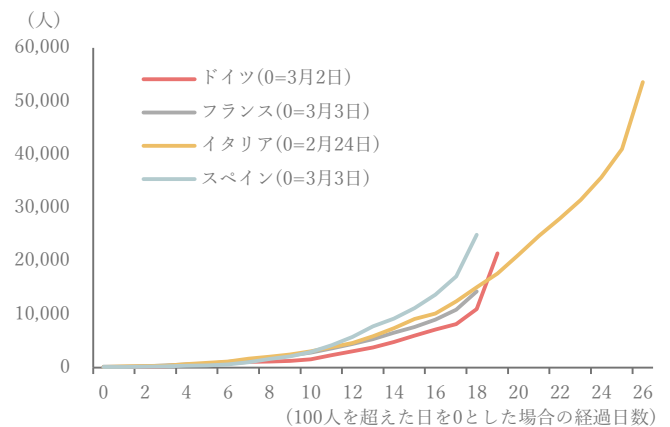
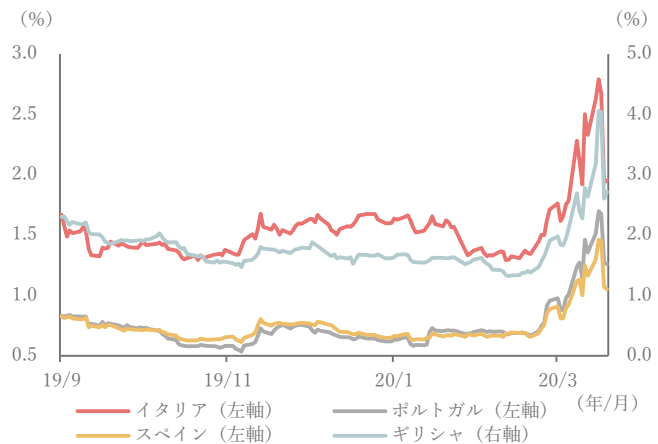


図3：南欧諸国10年国債の対独スプレッド



注
図1：緑はモメンタム悪化、黄は中立、赤はモメンタム改善を表す。
図3：日次データ。

日本

3四半期連続のマイナス成長を見込むが、年後半に回復へ

外出抑制の動きに注目

政府は、2月末にかけて、新型コロナウイルス感染拡大防止のため、イベント自粛や小中高臨時休校を要請した。その頃、感染拡大ペースが加速していた北海道では緊急事態宣言が出され、その後、爆発的な感染拡大は回避された模様である。しかし、感染者数の動向には引き続き注意が必要だ。日本経済は消費増税、天候要因とともに新型コロナウイルス感染症の影響によって4-6月期までマイナス成長が続くと見込む。当面は外食・教養娯楽などサービス消費の落ち込みが目立つだろう。その後は緩やかに回復すると見込むが、当面は人々が旅行に慎重になる、貿易相手国の感染収束状況次第で生産活動が抑制される、といったことが考えられる。その後、世界が正常化すれば、生産・貿易活動は一旦上振れしよう。

日銀は企業金融を支える姿勢

日本銀行は3月の金融政策決定会合を前倒しで開催し、企業金融の円滑確保、金融市場の安定を企図して、①一層潤沢な資金供給の実施、②企業金融支援のための措置、③ETF・J-REITの積極的な買入れなどを決定した。一方で、今回増額したリスク資産の買入れについては、既に「撤退戦」を視野に入れているような声明文になっていた。例えば、CP・社債等の買入れ増額は期限が9月までとされ、ETF・J-REITの買入れペースは「当面の上限」であり、目標ではない。仮に年央までに新型コロナウイルス感染拡大の収束が見え、金融市場が安定的に推移していれば、リスク資産買入れペースは鈍化するだろう。他方で、状況が一段と悪化すれば、今回決定した措置の延長・拡充が「次の一手」となると考えられる。

図1：シナリオごとの景況感

		2020年				2021年			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
1	早期収束	緑	黄	赤	赤	黄	黄	黄	黄
2	基本シナリオ	緑	緑	黄	赤	赤	黄	黄	黄
3	長期化	緑	緑	緑	緑	黄	赤	赤	黄
4	信用収縮	緑	緑	緑	緑	緑	黄	黄	黄

図2：新型コロナウイルス感染者数の推移

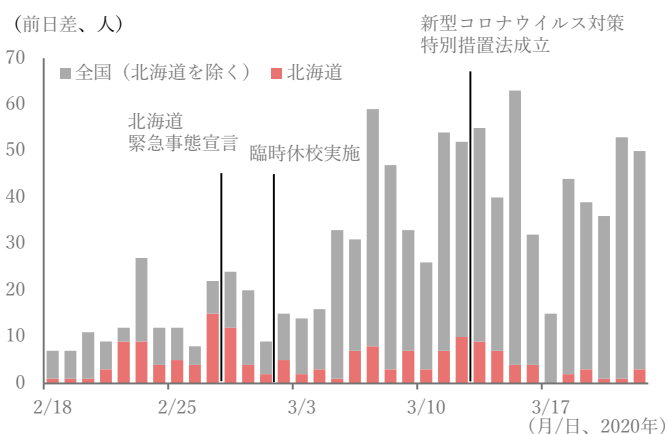
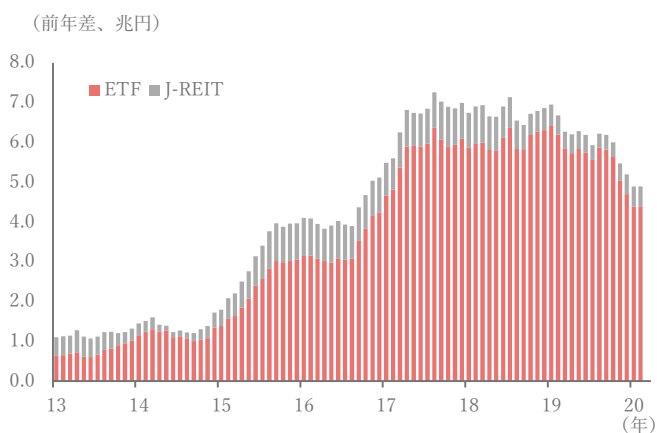


図3：日本銀行のETF・J-REIT買入れペース



注

図1：緑はモメンタム悪化、黄は中立、赤はモメンタム改善を表す。

出所

図1：野村アセットマネジメント

図2：北海道、WHO、CEIC、各種報道

図3：日本銀行

中国

1-3月期は異常な落ち込みだが、最悪期は過ぎた

隔離措置により経済活動が停止

1月下旬の春節休暇を前に、新型コロナウイルスの感染が拡大する中、当局は祝日延長に加えて、移動制限や都市封鎖などの強力な社会的隔離措置をとった。これは経済活動を停止させ、1-2月の経済統計はこれまで経験したことのない低下を示した。一方、日次の感染増加ペースは、2月上旬をピークに減速に向かい、感染封じ込めに成功しつつある。

感染封じ込めが見えてきたことで、経済活動はすでに正常化に向かっている。1-3月期の急減速を経て、景気はV字の回復を見せるだろう。ただし、懸念は国外の感染拡大に移っており、外需の鈍化やサプライチェーンの混乱が長期化する中で、本格回復には時間を要すると見られる。

政策措置は的を絞ったものに

感染拡大が経済に甚大な被害をもたらす中、政府・中銀は矢継ぎ早に対応策を打ち出した。金融面では、被害を受けた企業の資金繰りを助けるための流動性供給や金利負担軽減、銀行に対する対企業融資継続の要請、利払い猶予などが打ち出された。財政面では、時限的な減税措置や社会保障費用など企業が負担する費用の軽減が行われている。

今後は、こうした緊急措置に加えて、より広範なマクロ経済政策が発表されると予想する。金融面では、企業負担の緩和に向け、ローンプライムレート（LPR）などの貸出金利が引き下げられるだろう。財政面では、延期された全人代にて財政赤字目標の拡大や地方特別目的債の増発が打ち出される見込みだ。ただし、政府は大規模刺激で成長率を押し上げるというよりは、社会の安定を最優先し、倒産阻止や雇用安定に向け、的を絞った政策を実施すると見られる。

出所

図1：野村アセットマネジメント

図2：CEIC

図3：Bloomberg

図1：シナリオごとの景況感

		2020年				2021年			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
1	早期収束	緑	赤	赤	赤	黄	黄	黄	黄
2	基本シナリオ	緑	赤	赤	赤	黄	黄	黄	黄
3	長期化	緑	赤	赤	赤	黄	黄	黄	黄
4	信用収縮	緑	赤	黄	黄	黄	黄	黄	黄

図2：新型コロナウイルスの確定症例数

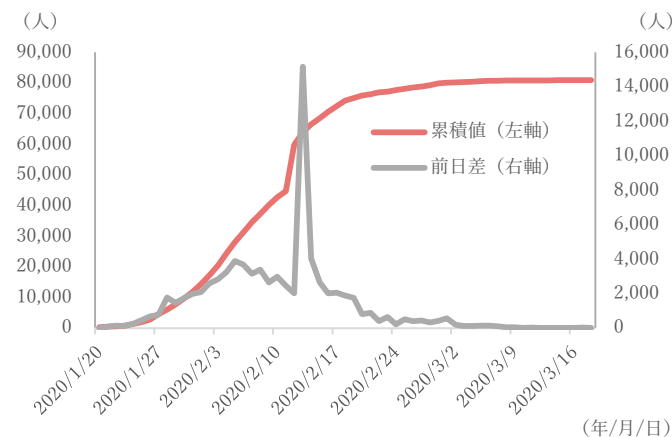
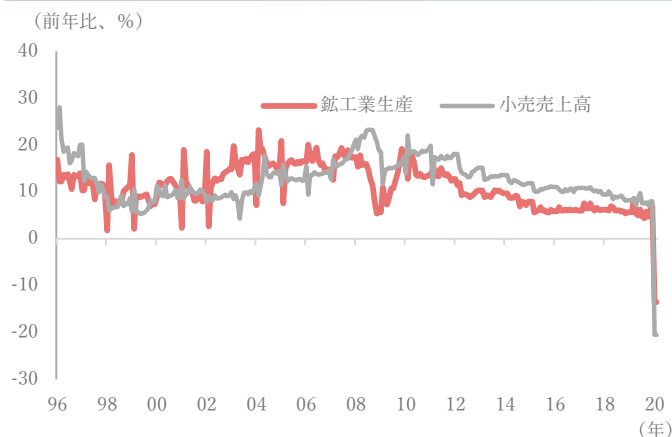


図3：鉱工業生産と小売売上高



注

図1：緑はモメンタム悪化、黄は中立、赤はモメンタム改善を表す。

図2：2020年3月18日時点。当局は、2020年2月12日と19日に集計方法を変更している。

図3：毎年春節時期が異なることによる影響を減らすため、通常、1-2月のデータはまとめて発表される。

新興国

急激な経済の落ち込みの後、U字での回復を予想

感染拡大は経済に甚大な影響

新興国経済は新型コロナウイルス感染拡大による大きな影響を受けている。主な経路としては、①感染封じ込めに向けた移動制限などの社会的隔離措置、②観光客の急減、③外需の鈍化とサプライチェーンの混乱が想定される。

なかでも、移動制限などの社会的隔離措置は経済に甚大な影響をもたらす可能性が高い。強制的に経済活動を止める影響の大きさは、中国で1-2月の経済指標が急落したことからも明らかだ。また、観光客の急減や外需・サプライチェーンの混乱は長期化する見込みだ。仮に、自国内での感染抑え込みに成功しても、感染の「逆輸入」を恐れて渡航制限を解除するのは難しい。また、部品を供給する全ての国で経済活動が正常化するまでは、生産活動が本格的に持ち直すことは期待し難い。

したがって、新興国経済は急減速した後、自国の感染収束のタイミングで、一旦反発する可能性があるが、本格的回復は世界的な感染が収束するまで待たなければならない。

金融・財政政策の緩和へ

先進国の中銀が大幅な金融緩和に動く中、新興国も金融緩和に動いている。しかし、資本流出や通貨安の懸念が高まる中、追加的な利下げの余地はそれほど大きくない。

財政面では、政策余力のあるアジアを中心に大規模な対策パッケージが打ち出されている。しかし、対策の中心となっている現金給付などの大部分は貯蓄に回ると見られ、GDPを押し上げる効果は限定的となる見込みだ。一方、財政問題を抱える高金利国はこうした大規模な歳出拡大を打ち出しにくい。ただし、自国内の感染が深刻化すれば歳出拡大圧力は高まるだろう。

出所

図1：野村アセットマネジメント

図2：CEIC

図3：Bloomberg、野村アセットマネジメント

図1：シナリオごとの景況感

		2020年				2021年			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
1	早期収束								
2	基本シナリオ								
3	長期化								
4	信用収縮								

図2：新型コロナウイルスの確定感染者数(累計)

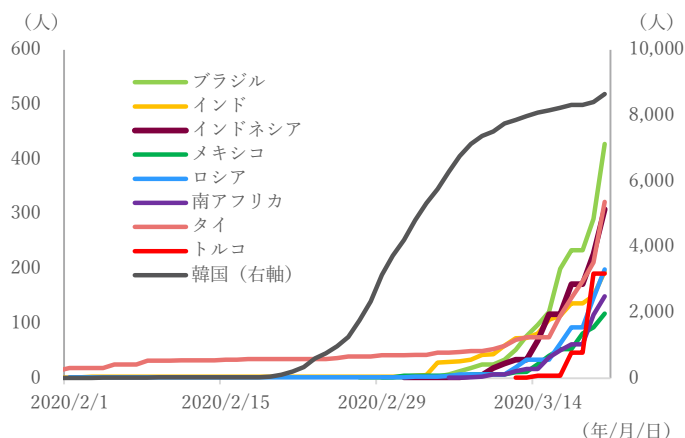
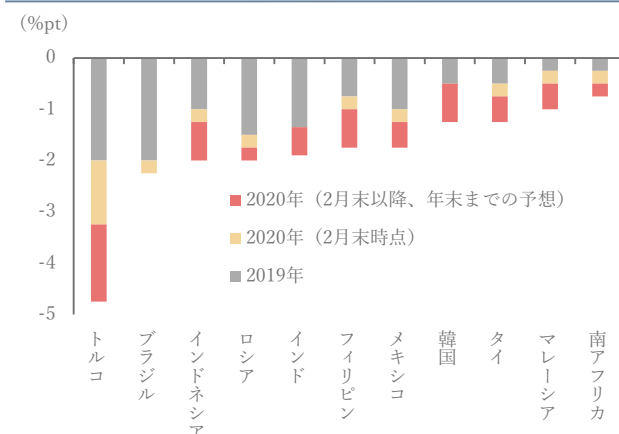


図3：新興国の政策金利変化



注

図1：緑はモメンタム悪化、黄は中立、赤はモメンタム改善を表す。

図2：2020年3月20日時点。

図3：2019年のトルコの政策金利は12%低下したが、グラフ上は-2%ptに表示している。

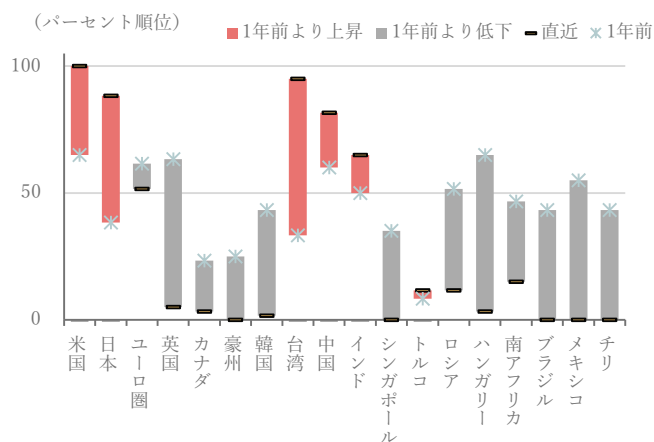
債券・為替市場

「安全資産」であった国債も売られ、米ドル資金に一極集中へ

世界の株式市場の急落が始まった当初、主要国債券は米連邦準備制度理事会（FRB）をはじめとした各国中央銀行の緩和期待により、堅調な動きを維持してきた。しかしこの株安・債券高の関係は、株式の下落が止まらない中で株安・債券安の展開に変わっていった。主要中銀が矢継ぎ早に量的緩和策を打ち出してきたにも関わらず、企業や投資家が投資資金を現金化する流れは変わらず、通常「安全資産」とみなされる国債も下落（利回りは上昇）した。米ドルの需要が急騰し、調達コストを示すロンドン銀行間取引金利（LIBOR）3ヵ月物と翌日物金利スワップ（OIS）との差は、2009年以来初めて1.0%を上回った。

先進国国債売りと米ドル高をうけ、クレジットや新興国債券市場でも不安が高まっている。新興国債券は、近年では米ドル高の局面でも安定的に推移してきた。しかし、今回の局面では、リスク回避が顕著であり、脆弱さが見られた。各国政府・中央銀行は企業倒産の連鎖や信用収縮回避のため、さまざまな対策を打ち出しているが、それらの効果は依然不透明だ。一方で、感染拡大の不安が一服した場合に、足元の米ドル不足が過剰に一転して、金融当局が適切なコントロールを取れなくなるリスクも孕んでいる。

図3：過去5年間の各通貨の相対的位置



出所

図1：Bloomberg

図2：Bloomberg

図3：Bloomberg

図4：Bloomberg

図1：米国・ドイツ・日本の10年国債利回り

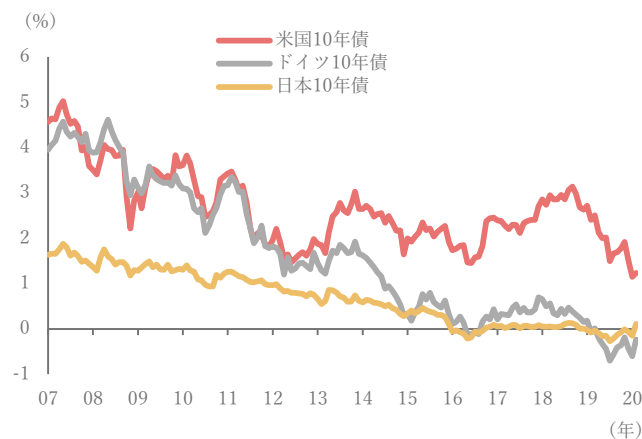


図2：新興国および社債の спреッド

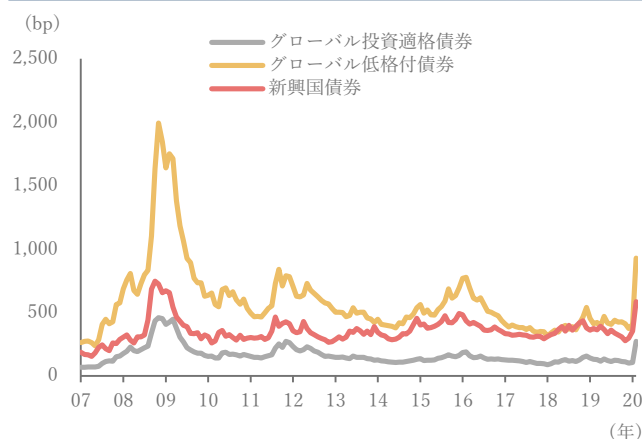


図4：米ドル通貨と新興国債券スプレッド

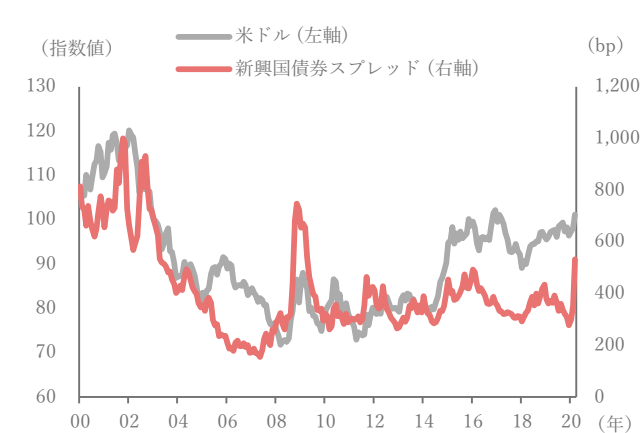


図3：過去5年間の月次の実質実効為替レートをパーセント順位に変換し、直近と1年前を併記したもの。

株式市場

政策効果による短期の反発と、業績の停滞による長期低迷の可能性

新型コロナウイルスの感染拡大に伴い、株式市場は記録的な下落をした。ただし、幅広い銘柄が売られる中で、地域や業種、ファクター間で相対的な強弱も見られた。地域別では、感染状況に沿った形で、下落率の大きい地域が中国や日本から欧州や米国にシフトしていった。加えて、原油価格が急落したことで資源関連株が市場平均を下回り、一方で原油安の恩恵を受けやすい公益株や、ディフェンシブ性の強い通信株は相対的に上昇した。また、日本銀行がETF購入の増額を決定した後は、流動性の低い株式が大きく上昇する場面もあった。

当然、株価はこれまでにないペースで割安になった。今後世界で感染拡大ペースが緩和され、経済活動再開のめどが立つと、大幅に反発していく可能性も高い。ただし、急落前の水準に戻るには相当の期間を要するだろう。特に欧州地域では、イタリアの感染拡大が域内に与える影響が大きいことに加えて、原油価格の低迷の影響を受けやすい国も多い。今後は地域間の実体経済の再開時期や程度の差により、株価も地域により異なる動きをしていく可能性があるだろう。

図1：各市場の株式指数の推移

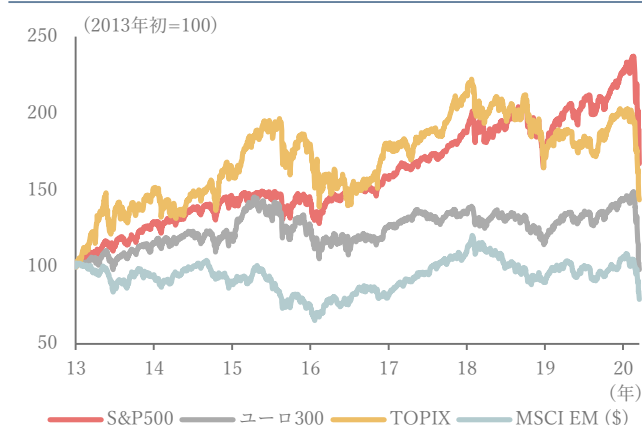


図2：MSCI株価指数の月間騰落率

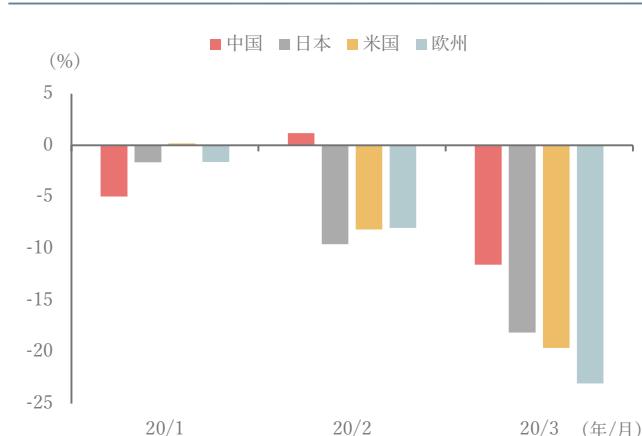


図3：東証一部のPBRと1倍割れ銘柄比率



出所
図1：Bloomberg
図2：Bloomberg
図3：社内データベース
図4：Bloomberg

図4：2008年金融危機以降の株価の戻り

	2008年金融危機前の高値の時点	危機後高値を更新した時期	更新までの期間
米国 (S&P500)	2007年10月	2013年3月	5年5か月
欧州 (FTSEユーロファースト300)	2007年5月	2019年12月	12年7か月
日本 (TOPIX)	2007年6月	2017年11月	10年5か月
新興国 (MSCI新興国)	2007年10月	(未更新)	—

注
図1、図2：3月16日時点。
図3：東証一部銘柄を対象。3月20日時点。
図4：「2008年金融危機前の高値の時点」は、2007年1月から2008年の10月末までの期間の高値。新興国は米ドル建て指数。いずれも配当は含まず。月末終値ベース。

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）
- 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・サービシーズ・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。
- 「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・ピ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。

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4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