

# Market Thinking

## 新型コロナウイルスのマクロ経済および運用戦略への影響に関するアップデート: アジア特集

アクサ・インベストメント・マネージャーズ株式会社

当資料は、金融商品取引法で定義されている適格機関投資家を対象としており、一般投資家向けではありません。当資料は、5月7日にアクサ・インベストメント・マネージャーズ（アクサIM）が開催した新型コロナウイルスの影響に関する顧客向け電話会議の内容を要約したものです。原文は[こちら](#)をご覧ください。

新型コロナウイルス危機が、引き続き市場に大きなボラティリティをもたらしています。世界経済にとって異例で厳しい状況ですが、政策担当者および中央銀行は、市場の安定とマクロ経済対策で決然とした行動を取っています。当社の専門家が、現状に関する見解および今後の見通しと投資機会を説明します。

アクサ・グループ・チーフ・エコノミスト、ジル・モエック

先進国はロックダウン（都市封鎖）解除に向けて前進しつつあります。これは当社の予想通りで、当社は今四半期の後半にかけて、国によって違いはあるものの、不完全ながらも段階的な経済活動の正常化を予想していました。ユーロ圏ではロックダウン緩和に向け強力な政治行動が叫ばれていますが、ECB（欧州中央銀行）のPSPP（公的部門証券買い入れプログラム）に対して、GCC（ドイツ連邦憲法裁判所）の判断が立ちはだかっています。結論から言えば、ECBは（各国のECBに対する）「比率原則」を順守しておらず、欧州条約で定められた権限を超えており、3カ月以内にその立場を正当化できなければドイツ連邦銀行のPSPPへの参加を差し止める、というものです。

ECBは欧州司法裁判所の管轄下にある欧州機関のため、GCCの判断に対してその立場を正当化する必要はないとみられます。そして技術的には、ドイツ連銀のPSPPからの撤退の短期的な影響は限定的です。GCCの判決は、ECBのPEPP（パンデミック緊急購入プログラム）に影響を与えないためです。PEPPの規模は7,500億ユーロで、ECB

の量的緩和政策の最大構成要素となっており、各国中央銀行は各国の国債を購入し続けることができるためです。それでも、欧州の団結が試されている状況下、GCCの判断に関する政治的なメッセージは良くないものです。

なお、GCCの判断に対する市場の反応は驚くほど落ち着いていて、イタリア国債のスプレッド（ドイツ国債との利回り格差）は20ベーシスポイント拡大したに過ぎません。しかし当社は、ECBが判断発表の衝撃を和らげるために国債購入を大幅に拡大したと見ています。GCCの判断もあって財政の相互化に向けた前進をさらに必要とし、ECBへの圧力を軽減するものとなったでしょう。しかし、財政の相互化は政治的に厄介な議論であり、4月23日の欧州首脳会議でも合意に至らず、回復基金に関しても具体的なことは浮上していません。

これは、パンデミックによって起きた経済ショックの2次的な影響の一例であり、今年後半の回復を減速させる可能性があります。もう一つの例は、多くの新興国で発生しつつある経済危機であり、トルコやブラジルといった主な新興国は為替市場で引き続き厳しい状況に置かれています。さらに、現時点で指摘すべきことは世界貿易における新たなストレスであり、ここ数日で浮上した米中間の緊張再燃は朗報ではありません。

#### アクサIM アジア新興国担当シニアエコノミスト、エイダン・ヤオ

中国のCOVID-19（新型コロナウイルス感染症）パンデミック克服では、3段階の経済発展があります。第1段階（景気の落ち込み）は、感染の急拡大と封じ込めのための中央政府による厳格な措置によって引き起こされた経済の混乱を反映しています。中国の今年第1四半期の実質GDP（国内総生産）は、前年同期比6.8%減と記録的な落ち込みとなりました。2019年第3四半期の6%増からは約13パーセントポイントの落ち込みで、世界金融危機時の落ち込み幅の3倍です。

しかし、中央政府の積極的な行動と人々の予防策により、2月半ばまでに危機的状況は収束しました。そしてロックダウンの漸進的な解除によって、第2段階の「正常化」に入りました。しかし、正常化のプロセスはセクターで異なりました。大企業、国営企業、資本財企業の事業再開は早く、中小企業、私企業、労働集約型企業はかなり遅れました。

第3段階が中国経済の現状です。供給ショックはほぼ消滅しましたが、需要不足のため経済は通常の成長軌道にまだ戻っていません。中国経済の動向は、世界の需要および国内需要に依存します。現時点では両需要とも活発ではなく、世界経済は深刻な景気後退の危機に瀕しており、一方、中国の景気回復は、消費者の警戒心の高まりおよび労働市場の悪化によって抑制されています。このため当社では、第2四半期の成長率はよくて横ばいと考えており、世界経済が通常に戻り、中国の国内刺激策が追加されれば第3四半期の成長率は緩やかな上昇に転じると見ています。

他の国々は中国の教訓から多くを学ぶことが可能です。新型コロナとの闘いでは、政府の抜本的な対策と人々の多くの犠牲が必要です。ウイルスを封じ込めるための経済的コストは、大恐慌以来のいかなる経済危機に対するものよりかなり大きくなるでしょう。

さらに、新型コロナウイルス対策の時期尚早な緩和は、感染の第2波リスクにさらされる可能性があります。このため、現在のロックダウンの出口戦略を考える場合、政府当局は経済および社会のトレードオフを慎重に検討すべきでしょう。

最後に、ワクチンが開発されるまでは、世界はたびたび小規模な感染拡大に見舞われ、人々は隔離され、経済的な封鎖が繰り返されることでしょう。このため当局は長期的な戦いに備える必要があり、限りある政策対応を慎重に実施すべきです。中国のこれまでの景気刺激策がやや保守的なのは、中央政府が長期的な戦いを考慮している可能性があります。

#### アクサIM 最高投資責任者（コア・インベストメント）、クリス・アイゴー

新型コロナ感染危機の大きな特徴は政府借入れの急増です。これが世界の債券利回りに影響を及ぼし、そして他の資産クラスにも余波が及んでいます。米財務省は今週、4月から6月にかけての第2四半期に2兆9,900億ドルの借入れ（米国債発行）を行なう計画を発表しました。これは巨額であり、第1四半期末時点のGDPの約14%に匹敵します。近年、四半期で最も大きい借入れは2018年第1四半期の4,880億ドルに過ぎません。全く、米国債の大規模売却となります。

年初来では、FRB（米連邦準備制度理事会）は米国債の保有残高を1兆3,400億ドル上積みし、合計保有残高は3兆3,400億ドルに達しています。FRBはまた、MBS（不動産担保証券）やその他資産の大きな買い手でもあります。FRBのバランスシートは6兆7,000億ドル（GDPの約31%）に達しており、今後さらに拡大する見込みです。多くのエコノミストはFRBのバランスシートは今年9兆ドルに達すると予想しており、何とGDPの41%です。そしてFRBだけではありません。ECBのバランスシートは既にユーロ圏GDPの45%に接近しており、日本銀行は100%を既に突破しています。中央銀行のバランスシート膨張により、債券利回りは低く保たれ、インフレも抑制されています。この傾向に反転の兆しはありません。

投資家にとって、見通しを立てることが難しくなっています。新型コロナ危機への政策対応の一般的な解釈は、中央銀行が巨額の国債を購入することで、政府は経済的な損害に対処し、そして借入れコストを低く保つことがで

きるというものでした。しかし、米国の例が示すように、これは極めて困難です。米財務省が予定している国債発行額は、FRBがバランスシートを短期的に拡大して吸収できる上限を大きく超えています。このため、市場（つまり、年金、銀行、保険会社、海外投資家など）が米国の追加借り入れを吸収する必要があります。リスクとしては、債券は買い手を引き付けるためにたとえ一時的でも債券利回りが上昇することです。債券利回りの上昇により、今後数カ月間はクレジットおよび株式投資が困難になる可能性があります。

米国債利回りで起きていることは新興国にとって重要です。新興国の政府および企業によって発行されている債券の多くがドル建てのためです。アジアは他の地域に先駆けてパンデミックを抜け出そうとしており、アジア金融市場の通常への回帰と世界の他地域からのリスクにアジアがどう対応しようとしているかを見る必要があります。

#### アクアIM アジア・インベストメント・スペシャリスト、ナタリア・ミュー

当社は、アジア株に関して全般的に前向きの見方を維持しています。新型コロナのパンデミックがアジア地域の成長に著しいショックを与えましたが、同地域の構造的な成長ドライバーに変わりはないと当社は考えています。長期的には、有利な人口動態、工業化、都市化、中間層の台頭に牽引され、アジアの国々は高い成長を維持すると予想されています。市場は新型コロナ感染の実体経済への影響を消化しつつありますが、感染の状況によっては、グローバル株式市場と同様にアジア株式市場においてもボラティリティの高い展開が引き続き予想されます。

中国では、正常化が比較的スムーズに進んでいるとみられます。景気回復の持続力は、国内政策および対外リスクに依存するでしょう。中国市場の上振れ要素としては、成長を押し上げるための大規模な金融および財政政策の余地があり、また、企業が必要に応じて直接的な支援を得られるかでしょう。

需要面を見た場合、航空貨物、食品、eコマース産業は2019年の水準近くまで回復しつつあるようです。しかし、航空会社、ホテル、レジャー産業は幾分昨年水準を下回っており、需要の完全な回復は来年に持ち越される可能性があります。

ポジショニングに関しては、当社は、持続可能なビジネスモデルを有するクオリティの高い企業が、新型コロナ危機を乗り越えるだけでなく、業界再編で強力な地位を築くと考えています。当社は、ヘルスケア、eコマース、インターネット、小売りの各分野における投資好機を引き続き選好します。これらの企業は、当社が特定している長期投資テーマに沿っており、そして国内需要に牽引されています。市場平均を上回るパフォーマンスをあげている企業には、主要インターネット企業のアリババ、テンセント、ネットイースが含まれ、また調味料メーカーの仏山市海天（フォーシャン・ハイティエン）やヘルスケア企業の華蘭生物工程（ハウラン・バイオロジカル）も含まれま

す。新型コロナ収束後には消費者は以前よりもデジタル化されるため、上述の産業全体に大きな影響を及ぼすと当社は予想しています。

アジア市場の中では、東アジアの国々（中国／香港、韓国、台湾）が新型コロナ封じ込めで進んでいると見られており、一方アジア新興国（インド、インドネシア、フィリピン）は政府支援に限りがあり遅れています。ASEAN（東南アジア諸国連合）およびインドの株式市場は、MSCIアジア（除く日本）インデックスのパフォーマンスを年初来で下回っています。全般的には、パンデミック問題に加え、アジア地域は米中対立リスクの影響も受けています。

バリュエーションの観点からは、短期的な不透明感や今年の減益予想にも関わらず、アジア株式は引き続き相対的に魅力的です。投資家は来年の回復を見込んでいるため、市場のセンチメントは今後改善すると当社は考えています。

#### アクサIM アジア債券ヘッド、ジム・バノー

先進国の中央銀行と政府による大規模な金融システム支援の状況を踏まえると、アジア新興国の社債ポートフォリオの優位性は、相対的に幾分低下した可能性があります。こうした地域において再びリスクテイクを強める際は、緩やかなペースでかつ十分な注意が必要です。

FRBの債券買い入れに関するコミットメントがハイイールド社債にも及んだことは、金融市場に対する強力なシグナルとなりました。アジアの新興国が発行するドル建て債は、FRBの買い入れ対象には含まれていませんが、投資家センチメントの改善を反映してアジアのクレジット市場も堅調さを取り戻し、3月の下落局面で見られたような資金流出は落ち着いてきました。

金融市場のボラティリティが極めて高水準に達した3月には、アジア新興国の社債市場を代表するJPモルガン・アジア・クレジット・インデックスは、シングルB格債のスプレッド（最低Zスプレッド<sup>1</sup>ベース）が1755 bps（ベースポイント）まで拡大し、2008年の世界金融危機以来の水準となったことを示しました<sup>2</sup>。このスプレッドは本稿執筆時点（5月6日）には1368 bpsまで縮小しているものの、それでもまだ2011年のユーロ金融危機時と同程度の高水準にあります。世界金融危機の余韻がまだ残る2011年のアジアクレジット市場は、ユーロ圏周辺国からの信用不安の伝播が懸念されていましたが、足元における世界経済の不透明感はそれよりもさらに深刻だとみられます。現在の金融市場の回復トレンドは、新型コロナウイルスの脅威や政府と中央銀行による政策効果に関して過度に楽観的かもしれません。

アジア新興国の中では、新型コロナ感染拡大を最初に経験した中国の債券市場は相対的に回復力があり、安定しています。政府支援への期待や他国よりも早い感染拡大の抑制を実現したことにより、投資家センチメントは上昇しています。たとえば、オフショア市場では、債券発行に関する規制緩和と社債発行の増加により、中国企業の資金調達状況は目覚ましい改善を見せています。投資家が最も選好している投資対象の一つは、中国不動産関連のクレジットです。

中国政府は財政と金融政策の両面から大規模な経済支援を実施しており、企業の資金調達環境も落ち着いているため、中国国内の債券市場は十分に支えられています。一方で、イールドカーブの短期部分の債券利回りは十分に抑制されていますが、長期の債券利回りは財政支出を賄うための国債増発懸念を反映して金利上昇圧力に晒されています。中国経済全般に対する楽観的な見方はあるものの、ロックダウンは広範囲に及んでいたため、経済の再開は困難に直面しています。国内消費者の消費パターンは新型コロナ前の状況にはすぐに戻らず、外需もパンデミックの世界的な拡大や主要国のロックダウンの影響を受けています。中国国内社債市場の安定やオフショア市場の堅調さにもかかわらず、中国を「セーフヘイブン（安全な市場）」と見なすのは時期尚早です。

<sup>1</sup> Zスプレッドはゼロボラティリティ・スプレッドを指し、米国債イールドカーブに対する債券利回り差を表します。「最低Zスプレッド」は、繰り上げ償還の可能性がある社債について、投資家にとって最も不利な時点で償還が行われた場合の国債との利回り差を表します。

<sup>2</sup> 出所: ブルームバーグ

以上

#### アクサIMについて

アクサ・インベストメント・マネージャーズ（アクサIM）は長期的かつグローバルにわたる多様な資産に対してアクティブな運用を行う資産運用会社であり、投資によってお客様がより良い将来を確保するのに必要なソリューションを提供し、私たちが住む世界にプラスの変化を創造すべく、今日、お客様と共に努力を続けています。2019年12月末時点で約8010億ユーロの運用資産残高を有し、20カ国28拠点において2,360名余の従業員を擁し、グローバルな事業を展開しています。アクサIMは世界最大級のフィナンシャル・プロテクションと資産運用グループであるアクサ・グループの一員です。

#### 投資リスク及び費用について

当社が提供する戦略は、主に有価証券への投資を行いますが、当該有価証券の価格の下落により、投資元本を割り込む恐れがあります。また、外貨建資産に投資する場合には、為替の変動によっては投資元本を割り込む恐れがあります。したがって、お客様の投資元本は保証されているものではなく、運用の結果生じた利益及び損失はすべてお客様に帰属します。

また、当社の投資運用業務に係る報酬額およびその他費用は、お客様の運用資産の額や運用戦略（方針）等によって異なりますので、その合計額を表示することはできません。また、運用資産において行う有価証券等の取引に伴う売買手数料等はおお客様の負担となります。

**【ご留意事項】**

当資料は、金融商品取引法で定義されている適格機関投資家を対象としております。

当資料は、アクサ・インベストメント・マネージャーズの情報提供に基づき、アクサ・インベストメント・マネージャーズ株式会社が翻訳・作成した資料です。

当資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の有価証券その他の投資商品についての投資の勧誘や売買の推奨を目的としたものではありません。

当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保証するものではありません。当資料の内容は、作成日時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。当資料に記載された運用実績等に関するグラフ・数値等はあくまでも過去の情報であり、将来の運用成果等を保証するものではありません。

当資料は提供させていただいたお客様限りでご使用いただきますようお願い申し上げます。事前の了承なく複製または配布等を行わないようにお願いします。

アクサ・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16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、日本証券業協会

Ref-16573