



コロナショック後の世界経済見通し ～金融政策や市場へのインプリケーション～

運用戦略部 エコノミスト
箱守 晃佑

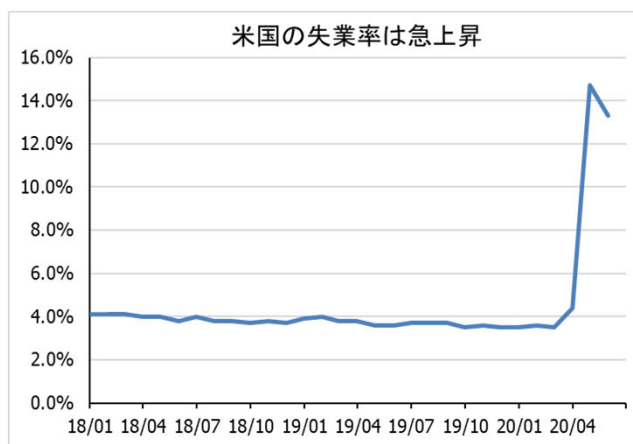
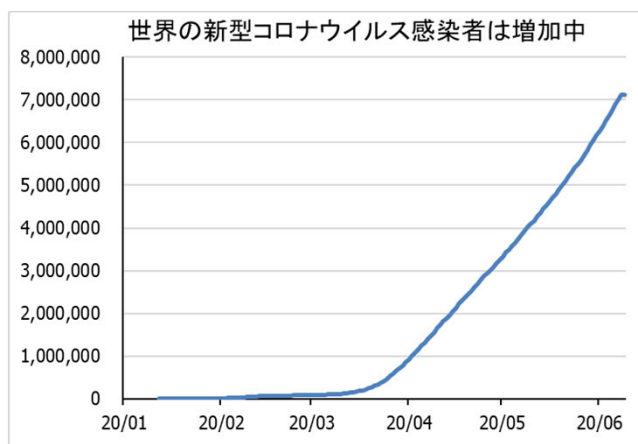


【要約】

欧米主要国/地域においては、新型コロナウイルス感染拡大への対応策として、強制力を伴うロックダウン（都市封鎖）に踏み切った国が多く、生産活動や消費活動の急激な縮小によって、経済活動はリーマン・ショックを凌駕する悪化に見舞われた。ただし、今後を展望すると、ロックダウンの緩和および財政ならびに金融政策サポート効果によって、春先に景気は底打ち、緩やかに持ち直す展開を見込む。しかしながら、ロックダウンに伴う経済活動の落ち込みが大きい上、景気底入れ後もソーシャル・ディスタンスが求められることや、財政刺激効果が徐々に剥落することから、中国を除く主要国のGDPがコロナ前の水準に戻る時期は2022年以降になると想定している。そのように、経済活動水準が低い中、各国政策当局は当面金融・財政刺激姿勢を維持することとなる。

■実質GDPの新型コロナウイルス流行前の水準への回復は2022年以降を予想

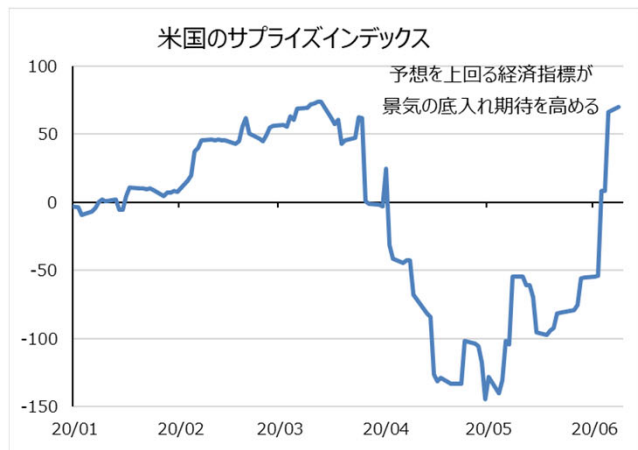
新型コロナウイルスの世界的な大流行で、世界経済は景気後退の危機に直面している。IMFは、2020年の世界経済の成長率を▲3.0%と予測する。落ち込み幅はリーマン・ショックを大きく上回る規模で、はるかに深刻である。米国失業保険の新規申請件数は、新型コロナウイルスが深刻になった3月半ば以降、急速に増加しており、異例のスピードで雇用環境が悪化している。失業者の大半は再雇用が前提の一時解雇だが、失業者の増加に歯止めがかからなければ、経済が長期停滞に陥るリスクがくすぶる。



出所：BloombergよりTMAM作成

Market Report

過去最悪の経済指標が相次ぐ一方、主要国では株価が回復基調にあり、金融市場と実体経済との乖離が目立ってきている。相場の原動力となっているのは、経済活動再開に伴う景気の底入れ期待と、財政・金融政策などの経済対策が更なる景気の下振れを防ぐという期待だろう。株価は景気に対して半年から1年程度先行するため、将来の景気回復を先取りして強含んでいる側面もあるかもしれない。

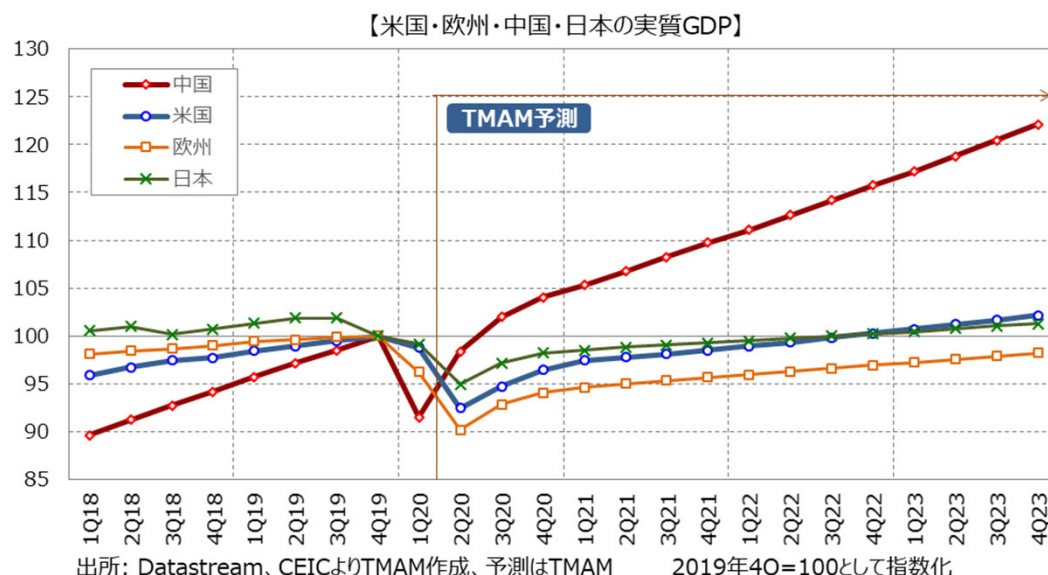


出所：BloombergよりTMAM作成

しかしながら、経済活動が回復から正常化へと順調に向かうためには、治療薬に加え、感染を予防するワクチンの開発が不可欠である。それらの開発に関して楽観視できない状況において、感染第2波の懸念が残り、ソーシャル・ディスタンスが求められる中では、消費者や企業の経済活動は抑制され、コロナ前の水準まで一気に経済活動が正常化するとは想定し難い。ロックダウンの緩和に伴い経済活動が急速に立ち上がった後、徐々にそのペースは鈍化することが想定される。

また、積極的な財政出動は、GDPを直接的に押し上げる有効な政策である一方、政策効果が短期的となり持続的な成長につながらないリスクを伴うことから、積極的な財政出動の翌年には反動減を余儀なくされ、GDPを押し下げる要因となりうる（前年と同額の刺激策を講じて成長率はようやくゼロになる）。

以上を総合すると、欧米主要国/地域の実質GDPが新型コロナウイルス流行前の水準を回復するのは2022年以降になると予想している。景気は底入れして回復に向かうものの、経済活動の水準は低位であるため、デフレ圧力が残存し、年内は各国当局が新型コロナウイルス禍で打撃を受けた経済への下支えを継続するだろう。



■先行きのリスク要因

年央からの景気回復をメインシナリオとする一方、先行きのリスク要因は、上振れ要因と下振れ要因が併存する。特に下振れリスクには十分に留意する必要があると考えている。先に触れた雇用環境悪化の長期化や感染第2波に加え、米中関係悪化には注意が必要だろう。11月に大統領選を控えるトランプ大統領が、大統領選での集票につながるとの期待から、対中批判を強めている。米中対立の火種はこれまでの貿易問題から人権問題や外交問題へと広がりを見せており、新型コロナウイルスの打撃で痛む世界経済に、2018-19年に見られたような米中関税引き上げや人民元安懸念等の追加的な不透明要素を加えるリスクがあろう。

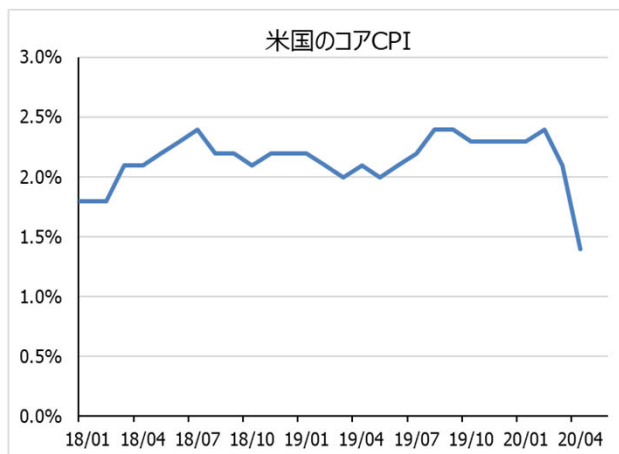
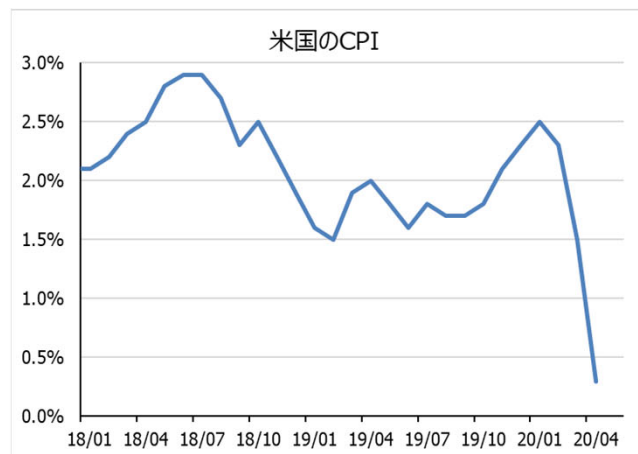
【トランプ政権の対中国施策】

注) ●は融和姿勢を反映した出来事、×は強硬姿勢を反映した出来事

日付	内容
2020/4/30	× トランプ大統領が「新型コロナウイルスが中国武漢市のウイルス研究所から流出した」と主張。「追加関税/中国株式投資引き上げ/賠償請求」等を示唆。
2020/5/8	● 第一階段合意に関して米中で電話協議（ライトハイザー-USTR代表・ムーン財務長官及び劉鶴副首相が出席）。
2020/5/13	× 連邦退職貯蓄投資理事会(FRTIB)が中国株への投資延期を発表。
2020/5/14	× トランプ大統領が「とても失望している」「私たちは多くの措置をとれる。中国との関係を遮断することもできる」と発言（FOXニュース）。
2020/5/15	× トランプ政権が「為華技術制裁強化(国外での米半導体製造装置を使用した半導体輸出を制限)」を発表。
	× 環球時報が「報復する準備がある」として、アップル・ Qualcomm・システムズ・ボーイングを名指して社説で警告。
2020/5/21	× 新華社通信は全人代の議案に「『国家安全法』が盛り込まれた」と報道。
	× トランプ大統領が「もし実現させるなら米国は強い措置をとる」と発言。
2020/5/29	× トランプ大統領は「中国当局者へのビザ発給停止/香港に認めている貿易上の優遇措置を撤回するプロセスの開始」を表明。

出所：各種報道よりTMAM作成

失業率の上昇など、経済活動の急激な下振れは、足元ではデフレ圧力となっている。ようやくデフレ脱却を実現しつつあった日本のデフレ回帰リスク、米国経済でのデフレ圧力が強まり、長期的に経済が低迷するリスクもあり得る。一方、中長期的なリスク要因としてはインフレ率の上昇もあり得る。新型コロナウイルス流行によるグローバル化の後退やサプライチェーンの分断による供給不足に、大規模な経済刺激策が予想以上の需要を喚起する展開である。この場合は、大規模に実施した財政・金融政策が急激に緊縮化し、金融市場の不安定化を通じて、実態経済が混乱するリスクもある。



出所：BloombergよりTMAM作成

Market Report

上振れリスクは新型コロナウイルスの対処法の早期発見である。ワクチンの実用化には通常、年単位の時間がかかるが、各国政府が早期実用化と量産の後押しをしており、臨床試験が開始されている。早期に発見された場合、経済活動は短期間の制限で済むため、倒産する企業は最小限に抑えられる。ワクチンが量産されれば、新型コロナウイルスの流行前と同様の経済活動に戻るV字回復シナリオを描くことができる。

メインシナリオに対する上振れ・下振れいずれの可能性も注視していく必要があるが、リスクバランスは下振れ方向に傾いていよう。景気の下振れ懸念がくすぶる中、各国政策当局は、金融・財政刺激姿勢を長期化せざるを得ないだろう。

以上

内外債券運用、内外株式運用に係るリスク

内外債券運用、内外株式運用は、主に国内外の債券・株式、に投資する複数の投資証券を投資対象としますので、組入れている債券、株式、通貨等の価格下落、発行者の信用状況や倒産、財務状況の悪化等の影響により、資産価額が下落し、損失を被ることがあります。また、外貨建資産に投資する場合には、為替の変動により損失を被ることがあります。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、資産価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。当運用プロダクトの資産価額の変動要因としては、主に「金利変動リスク」「株価変動リスク」「為替変動リスク」「信用リスク」「カントリーリスク」「流動性リスク」「デリバティブ取引のリスク」等があります。詳細については、契約締結前書面にてご確認ください。

内外債券、内外株式の運用報酬

受託資産残高に1.65%（税抜き、1.5%）を乗じたものが年間運用報酬（固定報酬部分）の上限となります。

※お客様との契約内容によって料率は異なりますので、あらかじめ具体的な提示をすることはできません。

また、成功報酬が掛かるプロダクトもありますが契約内容により算出方法は異なりますので、あらかじめ具体的な提示をすることはできません。

その他費用として、有価証券売買、デリバティブ取引時の売買委託手数料等、また私募投信等を組み入れる場合には、私募投信等の管理等に関する費用についてもお客様口座にてご負担いただきますが、実際の取引や私募投信等の残高に応じて決まる費用であるため、その金額を事前に表示することはできません。同じくそれらを含む手数料等の合計金額についても、同様に表示しておりません。

詳細については、契約締結前書面にてご確認ください。

会社概要

会社名：東京海上アセットマネジメント株式会社

<登録番号等>

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第361号

宅地建物取引業者：東京都知事(1)第98773号

取引一任代理等の認可：国土交通大臣認可第110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

一般社団法人不動産証券化協会

公益社団法人東京都宅地建物取引業協会

当資料のお取り扱いにおけるご注意

当資料は情報提供を目的に東京海上アセットマネジメント株式会社が作成した資料ですが、その正確性、完全性、および将来の市況の変動等について保証するものではありません。当資料における見解等は作成した時点のものであり、今後の金融情勢・社会情勢等の変化により、その内容が変更となる可能性があります。掲載されたデータは過去のものであり、将来の運用成果等を保証するものではありません。当資料の全部もしくは一部を第三者へ交付することはご遠慮下さい。

～無登録格付に関する説明について～

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。

金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等を顧客に告知する義務が課されております。（金融商品取引法第38条第三号）

以下は、同法に基づいた無登録格付業者に関する説明です。

当社からご提供する格付情報につきましては、JCR（株式会社日本格付研究所）、R&I（株式会社格付投資情報センター）は金融商品取引法第66条の27に基づく登録を受けた信用格付業者ですが、その他の格付機関の格付情報については、以下の説明事項をご確認いただけますようお願いいたします。

1. 登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

2. 無登録の格付会社の例について

当社にご提供する格付情報を付与している格付会社のうち、下記の格付会社グループは金融商品取引法第66条の27に基づく登録を受けておりません。

【スタンダード・プアーズ】

■ 格付会社グループの呼称について

S&Pグローバル・レーティング（以下「S&P」と称します。）

■ 同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

同グループの下記日本法人は当該登録を受けております。

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）、S&PグローバルSFジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第8号）

■ 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（https://www.standardandpoors.com/ja_JP/web/guest/home）の「信用格付業務」欄の「ライブラリー・規制関連」をクリックした後に表示されるページの「無登録格付情報」に掲載されております。

■ 信用格付の前提、意義及び限界について

S&Pの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&Pは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

【ムーディーズ】

■ 格付会社グループの呼称について

ムーディーズ・インベスターズ・サービス（以下「ムーディーズ」と称します。）

■ 同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

同グループの下記日本法人は当該登録を受けております。

ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）、ムーディーズSFジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第3号）

■ 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ（https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ）にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

■ 信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。

ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

【フィッチ・レーティングス】

■ 格付会社グループの呼称について

フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）

■ 同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

同グループの下記日本法人は当該登録を受けております。

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

■ 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ（<https://www.fitchratings.com/site/japan>）の「規制関連」セクションに掲載されております。

■ 信用格付の前提、意義及び限界について

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。

フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。

この情報は、2019年12月末に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。

詳しくは上記格付会社のホームページをご覧ください。