

Economic Insights: 新型コロナウイルスによる逆風が国境を越えて吹き荒れる

2020年3月

ボブ・バウアー、エコノミック・コミッティ

世界経済に甚大な損失をもたらし続けている

新型コロナウイルスの発生源である中国では、新たな感染者数は2月上旬から80~90%減少し、製造業は再稼働し始めました。しかし、中国以外では新たな感染者数が増加しており、今年半ばにかけて世界経済に悪影響が及ぶ可能性を示唆しています。

株式市場は2月の最終週に大きく落ち込み、10%以上の下落を示現するのにわずか4日間という最短記録となりました。2月半ばに比べて株価は極めて魅力的に見えますが、中国以外の感染拡大が峠を越えない限り、持続的な株価上昇は見込めそうもありません。

経済概況

世界経済は1月を通じて勢いを増しましたが、2019年の低迷からの回復は2月に入って水を差された格好です。中国以外で新型コロナウイルスの感染が拡大していることが、投資家にとって最も大きな不安要因となっています。しかし、ウイルスの感染拡大がどこまで広がるかを判断するには、もうしばらく時間がかかると考えられます。混乱はイタリア、日本、中東、韓国で既に顕著です。米国では、感染経路が特定できない感染者が増加しています。最悪のシナリオに基づくと、大規模なウイルス封じ込め策が長期化した場合、失われた賃金の回復が出来なくなり、2020年第2四半期の急回復も困難になるかもしれません。収入が滞った中小企業は廃業に追い込まれ、デフォルトや信用ストレスにつながる恐れがあります。明るいニュースとしては、中央銀行は緩和姿勢を一段と強めると考えられます。

ウイルスの封じ込めに成功すれば、大量の積み残し需要が事態の終息に伴って回復を一気に後押しするでしょう。そうなれば、新型肺炎が流行する前に見られた世界経済の加速は消滅したわけではなく、先送りされただけとなります。この下振れショックは大きなマイナス材料ですが、恐らく長期的なトレンドではありません。

コロナウイルス感染の余波として、製造業のサプライチェーンが世界中に広く分散していることの危険性をグローバル企業が新たに認識することが、長期的なトレンドとなる可能性があります。商品の在庫切れに直面したメーカーは仕入れ先を考え直すでしょう。中国での工場の操業停止をきっかけに、生産拠点を最終需要の中心近くに移す動きが促進されるかもしれません。先進国の大半で労働市場は逼迫していることから、こうした動きは短期的にも長期的にも、ある程度のインフレを誘発すると予想されます。

中国企業は活動を再開

中国の旧正月は 1 月 25 日で、春節の休暇は 1 月 24 日～30 日でしたが、新型コロナウイルスの感染が一気に広まったことで 2 月 2 日まで延長されました。中国国家统计局（NBS）の調査によれば、ウイルス感染の震源地となった武漢市のある湖北省では、最短でも 2 月 13 日まで企業活動が停止されました。このため、製造業購買担当者景気指数（PMI）は 1 月が景気の拡大と縮小のまさに節目の 50.0 だったのに対して、2 月は経済活動の大幅な縮小を示す 35.7 という厳しい結果となりました。サービス業 PMI も 54.1 から 29.6 に急低下し、いずれも過去最低を記録しました。

明るいニュースとしては、中国で新たに確認された新型コロナウイルスの感染者数が 2 月 28 日に 427 人となり、毎日 4,000 人近くに上った数週間前から大幅に減少しました。発症者数が減少傾向にあることから、隔離は解除され、企業は活動を再開しています。調査会社コーナーストーン・マクロによれば、フォルクスワーゲンとゼネラル・モーターズは生産を一部再開し、エアバスは天津工場を再開する予定であり、キャタピラーも中国にある工場の大半を操業する予定です。スターバックスは中国の約 85%の店舗で営業を再開したと報じられています。NBS は、中規模から大手の製造会社で稼働を再開した企業の割合は、2 月 25 日時点で 85.6%であり、3 月末には 94.7%に上昇する見込みであるとの見方を示しました。

キャッシュフローに問題が生じた際に脆弱な中小企業に比べて、大手企業は活動再開の動きがはるかに迅速です。スタンダード・チャータード銀行が中小企業を対象に行った景況感調査の結果は、2014 年の調査開始以来最低となりました。ウォール・ストリート・ジャーナル（WSJ）誌に掲載された清華大学と北京大学の研究者が行った調査では、小規模企業の 3 分の 1 が、手元資金が 1 カ月以下しかないと回答しました。中国当局はこうした問題を認識しており、信用供与がなされるでしょう。金利は既に引き下げられました。追加のインフラ支出計画は拡大されています。当局は市中銀行に対して、中小企業向け融資の不良債権の認定を遅らせることを容認しました。中国政府が実施する景気刺激策は、2016 年に匹敵する規模となる可能性もあります。

数週間に及ぶ経済活動停止により、中国の 2020 年第 1 四半期の実質 GDP 成長率がマイナスとなるのは間違いありません。ただし、公式データではより楽観的な数値が示されるでしょう。現在、経済が 2 月の落ち込みから回復しつつあることに疑問の余地はなさそうです。ブルームバーグによれば、旅客数は春節が祝日になって以来の高水準に回復しており、自動車販売台数、トラック貨物輸送量、石炭消費量も極めて低水準からとはいえ、揃って増加しています。中国の移民労働者の半数以上が職場に復帰しており、望ましいことではないものの、大気汚染の水準も上昇し経済の回復を示唆しています。状況がある程度正常化すれば、第 2 四半期の経済活動は急反発する可能性が高いと考えます。

一方、中国以外では…

米国の製造業はようやく転換点を迎えた可能性があり、鋳工業生産（航空機を除く）は1月に大幅に増加し、地区連銀の企業景況感指数も明らかな改善を示しました。住宅建設は活発で、建設着工許可件数が2007年以来の高水準を付けたほか、新築住宅販売件数も1月に急増しました。雇用と所得の伸びが堅調に推移する中で、消費者信頼感の高止まりの状態です。

しかし、水面下でほころびが生じています。堅調な労働市場と高水準の消費者信頼感にもかかわらず、小売売上高の伸びはここ数カ月に鈍化しました。サービス業の主要景況感指標も、新型コロナウイルス感染に関連した観光業その他の旅行関連産業の軟化の影響で、2月は低下しました。

ウイルス感染が急速に拡大しなくても、サプライチェーンの問題に加えて、新型肺炎で大きな打撃を受けた国からの観光客や輸入の激減など、様々な問題が残っていると考えます。例えば、フォーブス誌によれば、自動車メーカーが手元に抱える自動車部品は2～12週間分しかありません。ウイルスの封じ込めに成功すれば影響は軽微にとどまるものの、そうでなければ、深刻な混乱が生じる恐れがあります。2月最終週の株式市場の急落が、消費者信頼感や個人消費を悪化させることも考えられます。米国が中国と同様に経済活動停止に見舞われた場合、緩やかな景気後退局面に入る可能性は十分にあります。

ユーロ圏では2019年第4四半期のGDP成長率が低迷した後、2020年初めに経済指標は改善しました。2月の企業景況感指数は昨年末の低水準から一段と上昇し、ドイツでさえ上昇がみられるなど、大半の景況感指数が上向いています。新型コロナウイルスが大きな打撃となり始めていることから、こうした力強い景況感指数は必要と思われる。

イタリアでは感染拡大が産業の中心地まで及んでいます。イタリア経済は2019年第4四半期にマイナス成長となり既に脆弱な状態にあるものの、ロンバルディア地方で企業の操業停止が広がっており、第1四半期もマイナス成長になると予想されます。グローバル・サプライチェーンの主要な役割を担うドイツも、GDPに占める貿易の割合が大きいと、深刻なリスクにさらされています。ウォール・ストリート・ジャーナル紙は、国際通貨基金の統計を引用して、ドイツ製品は中国製品よりもサプライチェーン内での代替が非常に難しい可能性を指摘しています。

日本は、昨年第4四半期の大幅なマイナス成長の後も改善が見られず、さらなる低下基調にあるなど極めて脆弱な状態です。2月の企業景況感指数の速報値は低下し、特にサービスセクターが急低下しました。日本は中国からの観光客のハブであり、訪日観光客の約27%を中国人旅行者が占めていますが、その中国人旅行者は大幅に減少している模様です。中国に続き訪日観光客の24%を占める韓国でも、今や海外旅行を見合わせる動きが優勢です。日本は1カ月にわたり学校を休校にし、勤労者世帯の生活に混乱が生じています。また、貿易面でも日本は中国と韓国に大きく依存しており、輸出の約20%が中国向け、8%が韓国向けとなっています。新型コロナウイルスの感染拡大に歯止めがかからなければ、東京オリンピックの開催も中止される恐れがあります。

今後の投資見通し

S&P 500 指数は 2 月半ばの過去最高値から 7 日間連続で下落し、12.8%安と極めて厳しい展開となりました。ただし、市場ではそれまで楽観的な見方が支配的で、昨年的大幅なリターンに加えて、10 月以降の右肩上がりの株価上昇を受けた相次ぐ最高値の更新で、バリュエーションは割高になっていました。原因が何であれ、相場はある程度下落する可能性が高かったと思われます。

投資家にとって、状況は極めて流動的です。新型コロナウイルスの感染拡大が阻止できれば、メディア報道は直ちに明るいトーンに転じ、株式市場は反転・急騰すると思われます。長期金利も大幅に上昇するでしょう。反対に、感染者数の増加に拍車がかかり、景気後退懸念が広がれば、ニュースの見出しは一段と暗くなる可能性があり、そうなれば下落局面の加速が予想されます。こうした相場展開が実現した場合、2 月の最終週に 11.5%下落した S&P 500 指数の下落速度はさらに速まっているかもしれません。

各国中央銀行はできる限りの対応策を講じると思われます。米連邦準備制度理事会（FRB）は、3 月に入ってから FF 金利を 0.50%引き下げました。中国人民銀行も追加利下げを実施し、システムにより多くの信用を供給するため、銀行の預金準備率を引き下げる公算が大きいと思われます。ユーロ圏、英国、日本で財政刺激策が強化されることは間違いなさそうです。マレーシアは既に財政刺激策の強化を打ち出しており、こうした動きは中国にも広がりつつあります。

投資家はどうか対応すべきでしょうか。金融市場に対する当社の見通しと同様に、当社の確信も揺らいでいるものの、「米国は緩やかな景気後退に陥る」という最悪のシナリオは回避される可能性が高く、中国経済は第 2 四半期後半から大幅に回復するとの見方によって下支えされています。こうした見解は、1 月に進んだ景気回復が年後半に再び活発化する可能性を示唆しています。これが実現すれば、株価と長期金利は年内に多少の上昇余地があると考えます。

とは言え、株価はさらに下押しする可能性が高く、感染者数が峠を越えるまでは上昇は続かないと思われます。イタリアとイランで感染者数が急増しており、ピークがいつ頃になるかはまだ見通せない状況です。長期金利も引き続き下方圧力にさらされており、2 月最後の数日間に急拡大した米国債利回りと同年限の社債利回りのスプレッドは拡大すると予想されます。

最良の結末を願いつつ、最悪の事態に備えることが適切なスタンスと考えます。

Disclosures

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものです。本資料は、特に記載がない限り、資料作成時点でプリンシパル・グローバル・インベスターズ（以下、「PGI」）及びグループ関連会社において信頼できると考えられる情報源に基づいて作成された英文の訳文です。本資料と原文の内容に齟齬がある場合には、英語の原文が優先されます。適用法令で規定されるものを除き、本資料中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を保証するものではありません。本資料は一般的な情報のみを含んでおり、あらゆる投資家の投資目的及び経済状況を考慮しておらず、特定の投資助言や推奨、ないし、一般的な市場等に関する将来の投資成果を示唆または保証するものではありません。本資料中の見解及び予測等は本資料作成時点のものであり、事前の予告なく変更される場合があります。特定の投資や有価証券に関するあらゆる言及は、売買または保有等を推奨、示唆するものではありません。

いかなる場合にも、PGI 及びグループ関連会社、またその役職員等は、本資料及び本資料中で提供される情報やデータの誤り及び内容に起因して発生した損害については、一切の責任を負いかねます。

本資料は将来の予測情報を含みますが、完全な史実に基づくものと見做すべきではなく、それらの予測が将来実際に起こる保証はありません。また、投資に関する完全な情報が記載されているものとして依拠されるべきではありません。

本資料中の情報は、弊社の文書による事前の同意が無い限り、その全部又は一部のコピーや配布はご遠慮ください。

プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社

〒100 0011 東京都千代田区内幸町 1 1 1 帝国ホテルタワー

電話：03 3519 7880（代表） ファックス：03 3519 6410

代表者：代表取締役社長 板垣 均

ホームページ：<http://www.principalglobal.jp>

金融商品取引業者登録番号：関東財務局長（金商）第 462 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