

臨時レポート

2020年3月25日

新型コロナウイルスの影響 ～ アジア市場からの見方

HSBC投信株式会社



ビル・マルドナド
アジア・太平洋地域 CIO



レネー・チャン
シニアエコノミスト/
投資ストラテジスト

新型コロナウイルスの急激な感染拡大を受けてリスクオフ（リスク回避）の市場心理が広がり、金融市場のボラティリティ（価格変動性）は急激に上昇した。新型コロナウイルスの感染拡大を受けて、世界の国々で、特定区域の封鎖や一部閉鎖、海外からの入国制限が実施されている。一時的なものであるにせよ、このような「封じ込め対策」が経済に多大な影響を与えることは明らかである。

このレポートでは、新型感染症問題で急激に状況が変化するなかで、投資家としてどのように市場に向き合うべきかについて、当社のスペシャリストであるビル・マルドナドとレネー・チャンの両名の見解を紹介する。

マクロ経済への影響

世界経済

- ◆ 金融市場では急激にボラティリティが上昇し、株式などの資産価格は暴落している。これは市場が経済状況について非常に悲観的な見通しを織り込みつつあることを示唆している。2月の世界のPMI（購買担当者指数）は大幅に低下したが、これを主導したのは中国であった。他国でも新型コロナウイルスの影響が広がりつつあり、短期的にはPMIが弱含む状況が続くと予想される。今回の新型コロナウイルス感染症のパンデミックが、最終的にいつまで続き、どの程度深い傷跡を残すのかが世界のマクロ経済見通しを大きく左右するだろう。このため、新型コロナウイルスが経済に与える影響を評価する際には、「新型コロナウイルスの感染拡大抑制策」と「景気を下支えするための財政および金融政策」の効果が鍵を握る。
- ◆ また世界経済の状況を把握するにあたり、「金融市場」と「労働市場」という2つの重要な市場をモニターすることが必要である。金融市場の安定が揺るげば、市場の下落局面は長期化しその影響は深刻なものになるだろう。また、労働市場の環境が悪化すれば雇用と個人の収入が失われ、需要減退という“第2波”が世界経済に押し寄せる。現段階では、2020年1-3月期と4-6月期は、世界経済がリセッション（景気後退）に見舞われる確率が高いと当社は考える。

中国経済

- ◆ 中国が新型コロナウイルス感染の大規模拡大を経験し、その最前線にあったことから、中国の事例を参考に世界の他の地域の見通しを探っていくことにしよう。中国では、感染拡大により1月と2月の経済活動が急激に縮小し、さらに雇用情勢も2月に大幅に悪化した。
- ◆ 当社は、中国経済の現状を推計するため、発表の頻度が高い様々な経済指標を観測している。2月中旬以降、これらの指標（例えば電力使用量、交通量など）は持ち直しており、この先の緩やかな回復を示唆している。
- ◆ 公式統計によると、中国の国有企業の90%以上は操業を再開したものの、稼働率は低い。また、中小企業は操業再開自体が遅れている。1月と2月の低い数字や、出稼ぎ労働者の職場への復帰が進んでいない点を考慮すると、1-3月期はマイナス成長に陥ると思われる。しかし4-6月期には改善が期待される。

アジア経済

- ◆ 中国以外のアジア地域が、1月と2月に、新型コロナウイルス感染の拡大から受けた影響は、中国での需要の減少とサプライチェーン（製造業などの川上から川下への製造過程の流れ）の寸断から波及したものが大きかった。アジアにおける需要の減退を示すものとして、アジア地域の航空便の大幅な減少が挙げられる。韓国と香港の2月の統計では、運行された航空便数が激減したことが示されている。中国でサプライチェーンが寸断されたこともアジア各国に影を落とした。アジア地域の輸入の約25%は中国からのものだが、そのうちの60%を中間財が占めている。アジア諸国の中で、中国の需要減少の影響を最も受けにくいのはインドとみられるが、このインドで生産される中間財も、中国からの製品（投入物）を必要とするため、中国のサプライチェーンの混乱の悪影響を免れてはいないのである。
- ◆ アジア諸国を含め、世界の主要中央銀行は協調して緊急利下げを実施した。政府が打ち出す様々な政策では、感染封じ込めの施策、財政、金融の順に、対策が打ち出されている。景気を回復させるには、新型コロナウイルスの感染拡大を抑えることが最も重要である。そして財政政策の狙いは、大量の失業を防ぎ、企業の事業を存続させることにある。最後に、金融政策は金融市場を安定させ「信用」のひっ迫を防止することを目標としている。
- ◆ アジアの多くの国は、新型コロナウイルスの影響を緩和するために財政措置を打ち出している。これまでのところ、他地域の先進諸国と比べて、アジアの各政策当局は協調して迅速に対応することに成功しているようである。

ポートフォリオ戦略

長期の見通し

- ◆ 新型コロナウイルスが市場の長期のパフォーマンスの足かせになるとは見えていない。時期を明言することはできないが、各国の大規模な景気刺激策が潤沢な流動性、ゼロ金利、繰り延べ需要の蓄積をもたらしており、最終的な景気回復は大規模なものになるはずである。世界経済が回復するにつれて、企業収益が改善し債務不履行への懸念が和らぐことから、企業の売上増は株式だけでなく社債にとっても朗報になるだろう。また、当社では、市場は現時点で、悪いニュースを相当程度織り込んだと考えている。

短期のポジショニング

- ◆ 新型コロナウイルスの短期的な影響を予測することは極めて難しい。山を越えたと市場が判断するまで、市場は不安定な状態が続くだろう。このため、欧米での感染がピークアウトするまで市場は不安定な状態が続くと見ている。
- ◆ 当社は、この不安定な局面において概ね「中立」的な投資アプローチを維持している。不安定な局面に入る前に、複数のアセットクラスが好調に推移し、春節（1月24日～30日）を前にポートフォリオのリスクを減らしたことから、現在は比較的「中立」なポジションを立てている。
- ◆ 今後は大幅かつ急速な反発が起こると予想していることから、弱気のポジションは回避している。当社の戦略は中長期の視点に立つものの、短期については「中立」を維持する。

株 式

- ◆ 市場がパニックに陥っている時は、ファンダメンタルズが良好な企業も、市場もろとも無差別に売りを浴びる。当社はディフェンシブな性格を併せ持った、健全な長期ストーリーを描ける企業の押し目を探している。なかでもテクノロジー、ヘルスケア、Eコマースの投資機会に着目している。ただし、ボラティリティが極端に高いだけに、ポジションの追加については非常に慎重かつ段階的な姿勢で臨んでいる。

社 債

- ◆ 当社の債券調査チームと連携し、急激な状況の変化を把握することに全力をあげている。投資適格社債、ハイ・イールド社債ともにスプレッドが大幅に拡大し、十分なリスク許容度を有する投資家にとってはチャンスが到来している。債券の質が悪化する恐れがあるとはいえ、現在の市場に見られるようなスプレッドの拡大は行き過ぎと考える。ただし、格下げの可能性や流動性に関する問題を勘案し、ポジションについては非常に慎重な姿勢を維持する。

マルチアセット

- ◆ すべてのアセットクラスにおいて、投資スタンスは「中立」に近い状態にある。現在は次の投資行動に向けて、準備を整えている段階と言える。

投資家からの質問への回答

最悪のシナリオは資産価格に織り込み済みか？

非常に悲観的なシナリオが織り込まれているが、最悪のシナリオの全貌を見極めるのに十分な情報がないだけに、最悪のシナリオが十分に織り込まれているかについて評価することは困難である。しかし、中長期の視点で見ると、今回の暴落により、リスク資産のバリュエーションの魅力が非常に高まっている。短期的な時間枠で市場を捉えようとせず、長期のファンダメンタルズに注目すべきと考える。

社債市場の流動性は枯渇しつつあるか？

他の市場とともに社債市場の流動性も低下している。ボラティリティが高いと投資家は取引を控えるようになる。とはいえ、現時点では特別な支障はなく、ポートフォリオに関して望むことは全て実行できる状態にある。ちなみに、フィリピンは金融市場を一時取引停止にしたが、アジアの他市場がこの動きに追随するとは考えていない。当面は難局が続くものの、事態は比較的正常に推移している。

中国人民銀行（中央銀行）はゼロ金利を導入すると思うか？ 中国にゼロ金利は必要か？

その可能性が高いとは考えていない。新型コロナウイルスの感染が拡大する中、需要と供給を高めるうえで金融政策は効果が限られることから、大幅な景気後退がない限り、人民銀行が金利をゼロに下げ理由はない。政策金利以外にも、信用政策、財政政策、規制緩和など中国には様々な政策手段が存在する。現時点ではゼロ金利は有効な措置とは言えない。

今回の危機への対応に役立つ教訓が世界金融危機から得られるか？

世界金融危機では、迅速で大規模な対策と各国政府間の政策調整の必要性を重要な教訓として学んだ。ここ数週間にわたり、これらの教訓が今回の政策対応に生かされていることは明らかである。予想を上回る規模とスピードで利下げが実施されたことはその一例である。しかし、現在の状況は世界金融危機とは異なる点が多く、今後の展開を予測するための類似点を我々は持ち合わせていない。過去の出来事から得られる教訓もあるとはいえ、今回の新しい危機は新しい教訓をもたらすことになりそうだ。

金が異常な動きをしているのはなぜか？ 市場の混乱にもかかわらず、上昇していないのはなぜか？

市場が不安定だと安全資産が上昇するという予想とは裏腹に、金が下落している。おそらく追証や償還への対応などで、市場参加者が現金化の必要性に迫られていることが主因だと考えられる。単に現金保有を増やしたい投資家もいるだろう。予想に反して金が上昇していないもう1つの理由は、インフレヘッジとしての金の従来の役割が現状では有意義とみなされていないからと思われる。

中国で消費の回復を示す具体例はあるか？

中国経済が正常な状態に戻りつつあること示す多くの兆候が見られる。公式統計から、工場や商店が再開し労働者の仕事への復帰が進んでいることが明らかになっている。車の往来も正常に戻り始めた。裁量消費支出の一例として、週当たりの自動車販売台数も回復している。また、小売売上高の統計は、消費が2月中旬以降回復していることを示している。新型コロナウイルスの感染者数が再び増えない限り、中国は最悪期を脱したといえよう。

PMIは急低下したが、これはリセッション入りを意味するか？

購買担当者指数（PMI）の低下はリセッションを示唆しているが、3～6ヶ月の比較的短期で終息すると当社は考えている。

留意点

【当資料に関する留意点】

- ◆ 当資料は、HSBC投信株式会社（以下、当社）が投資者の皆さまへの情報提供を目的として作成したものであり、特定の金融商品の売買、金融商品取引契約の締結に係わる推奨・勧誘を目的とするものではありません。
- ◆ 当資料は信頼に足ると判断した情報に基づき作成していますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、データ等は過去の実績あるいは予想を示したものであり、将来の成果を示唆するものではありません。
- ◆ 当資料の記載内容等は作成時点のものであり、今後変更されることがあります。
- ◆ 当社は、当資料に含まれている情報について更新する義務を一切負いません。

<個人投資家の皆さま>

投資信託に係わるリスクについて

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ており、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基準価額が変動し損失が生じる可能性があります。従いまして、投資元本が保証されているものではありません。投資信託は、預金または保険契約ではなく、預金保険機構または保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関でご購入の投資信託は投資者保護基金の保護の対象ではありません。購入の申込みにあたりましては「投資信託説明書（交付目論見書）」および「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」を販売会社からお受け取りの上、十分にその内容をご確認いただきご自身でご判断ください。

投資信託に係わる費用について

購入時に直接ご負担いただく費用	購入時手数料 上限3.85%（税込）
換金時に直接ご負担いただく費用	信託財産留保額 上限0.5%
投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用	運用管理費用（信託報酬） 上限年2.20%（税込）
その他費用	上記以外に保有期間等に依りてご負担いただく費用があります。「投資信託説明書（交付目論見書）」、「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」等でご確認ください。

- ◆ 上記に記載のリスクや費用につきましては、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、HSBC投信株式会社が運用するすべての投資信託のうち、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、ご投資される際には、かならず「投資信託説明書（交付目論見書）」をご覧ください。

HSBC投信株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第308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/日本証券業協会



ホームページ

www.assetmanagement.hsbc.co.jp



電話番号 03-3548-5690

（受付時間は営業日の午前9時～午後5時）