



ひとりごちてみる： リセッションからの経済回復

現在のグローバル経済のリセッションがどれほど厳しいものなのか、その回復への道筋はどういったものになる可能性があるのか、という点を考えていきたいと思えます。新型コロナウイルスのパンデミックによるグローバル経済へのショックはほとんど前例のないものですが、経済見通しに影響を与える不確実要素と経済回復の形状について見ていきます。

いま、唯一確かなことは、今回のリセッションは近代で最も急激かつ深刻なものになるであろうということです。それ以外のことはすべて推測に過ぎません。

急激かつ深刻

新型コロナウイルスによるグローバル経済への打撃と、そのパンデミックへの対策は前例のないものとなりました。当初、中国で感染が確認され、その後アジア諸国に広まりましたが、感染拡大の中心地は欧州及び北米へと移りました。ウイルスの感染拡大を防ぐためのロックダウン（都市封鎖）によって、従業員は在宅を命じられたため、消費と生産活動は大幅に減退しました。

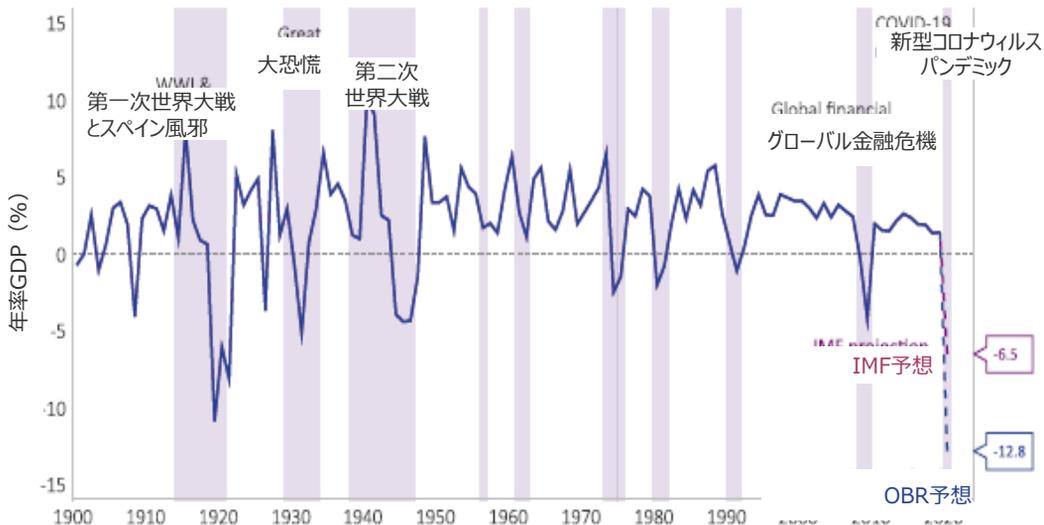
直近の経済指標からは、ロックダウンによって毎月の経済活動は通常時の三分の二程度となっていることがわかり、ロックダウンが1ヶ月続くごとに、GDPは年間で約3%落ち込むことが示されています。

4-6月期の経済活動はウイルス対策のために講じられた政策によって大きく落ち込むものの、この想定に基づく、1-3月期のGDPは少なくとも25%減になると推定されます。これは年率GDPの6%の下落に相当します。そのため、今回のリセッションは、グローバル金融危機よりも急激かつ深刻なものになると予想され、世界大恐慌や第一次世界大戦の終わりに起きたスペイン風邪の時の落ち込みに近いものを予想しています。

デビッド・ライリー
パートナー
チーフ・インベストメント・
ストラテジスト
2020年4月21日



図1：2020年の英国GDP予想と推移



出所：UK Office for Budget Responsibility (OBR) baseline scenario for 2020, 14 April 2020; IMF World Economic Outlook 2020 growth forecast for UK, 15 April 2020. Shaded columns denote UK recessions Source: Maddison Historical data, UK Office for National Statistics, UK Office for Budget Responsibility; IMF; latest actual annual data for 2019

GDPの大幅減は、失業率が二桁まで上昇する可能性を示唆しています。実際の失業は、政府が補助金を提供して企業に融資を行うなかで、やや抑制されると思われるものの、欧州及び北米の失業率は6月末には10%を超えることが予想されます。しかし、解雇は一時的なもので、完全な契約解除ではないということを示している経済指標は示しています。失業保険支給の延長を加味すると家計所得は、生産や消費の落ち込みが示すほどには減少しないと思われます。

水準と変化

主たる不透明な要因となるのは、現在のロックダウンがどれだけ続き、セクターや国ごとに異なるとみられるその緩和がどの程度で、どれくらいのスピードで行われるのかという点でしょう。他の西欧諸国と比較してロックダウンの実施が遅かった英国や米国を含めた多くの国で、通常の仕事に復帰し、経済を開放する出口戦略に議論が今シフトしてきています。

感染率と死亡率が、医療機関のキャパシティで対応できる水準にまで低下した場合、人の移動や事業再開に関して、現時点では、5月初旬に漸進的な制限緩和が行われると予想しています。しかし、ソーシャル・ディスタンス（人との距離）、消費動向、企業活動がすぐに正常化することはないでしょう。

感染率が再び急上昇しないという仮定に基づけば、7月には経済活動への制約はそれほど厳しいものではなくなっていると考えるのは理にかなっていると思います。

4-6月期にGDPが急激かつ深刻に落ち込んだことから、経済が回復するなかで、極めて低い水準からの反発が当初は見られるでしょう。これは建設業や製造業が主導する形となり、消費セクターは引き続き制約下にあると考えます。7-9月期の経済成長率は目を見張るものになるかもしれませんが、正常時の水準までGDPが回復することなく、雇用はさらに遅れを取ることになると見えます。

GDPの変化、すなわちGDPの四半期成長率とGDPの水準は別物であると理解しておくことは重要です。成長率が当初はV字型に回復することは、危機以前の水準にまでGDPの水準が急回復することを意味しているわけではありません。

図2は新型コロナウイルス危機とロックダウンによる経済と財政面での影響について、英国予算責任局(Office of Budget Responsibility)の直近の分析です。職場で働く人と在宅で働く人の割合の推定値を使って、セクターごとのロックダウンによる生産の落ち込みの試算したものです。この分析によると、英国ではGDPに35%の落ち込みが見込まれ、INSEEが発表したフランスの景気減速予想と同水準となっています。

感染率と死亡率が、医療機関のキャパシティで対応できる水準にまで低下した場合、人の移動や事業再開に関して、現時点では、5月初旬に漸進的な制限緩和が行われると予想しています。

図2：英国のセクターごとの生産への影響予想

セクター	経済全体に占める比率	4-6月期の生産に与える影響	7-9月期の生産に与える影響	10-12月期の生産に与える影響
農業	0.7	0	0	0
鉱業、エネルギー、水道事業	3.4	-20	-7	-3
製造業	10.2	-55	-18	-9
建設	6.1	-70	-23	-12
卸売り、小売、自動車販売	10.5	-50	50	-25
輸送、在庫	4.2	-35	-12	-6
宿泊、食品サービス	2.8	-85	-85	-43
情報、コミュニケーション	6.6	-45	-15	-8
金融及び保険サービス	7.2	-5	-2	-1
不動産	14.0	-20	-7	-3
専門分野、科学及びテクニカル	7.6	-40	-13	-7
行政、支援活動	5.1	-40	-13	-7
公行政、防衛	4.9	-20	-7	-3
教育	5.8	-90	-30	-15
健康、社会活動	7.5	50	17	8
その他	3.5	-60	-20	-10
経済全体	100.0	-35	-17	-8

短期的にはロックダウンの緩和によって、サプライ・ショックが後退する中で経済活動は回復するでしょうが、中期的な不透明感は、コロナ危機が需要サイドにどれだけの影響を及ぼすかであると考えています。

出所：UK Office of Budget Responsibility, April 2020

図2の三列目では、7-9月期の生産に与える推定を示しています。これは、すべてのセクター（但しロックダウンが継続すると予想される卸売り及び小売は除く）において、制約の三分の二は緩和されるという想定に基づいています。ちなみにGDPに占めるそれぞれのセクターの比率は、米国と英国では似通ったものとなっています。GDPの水準は危機前を17%下回るとみられますが、四半期ベースでは4-6月期から7-9月期へのGDP成長率は、それでも+28%となります。10-12月期には制約の残り半分がさらに緩和されることを想定していますが、この時点では危機以前のGDPからは8%減少しているものの、前四半期比の成長率は+11%になると推定されています。

しかし、これは予測にはなっていません。2Qにロックダウンが実際に始まった時点、それから3ヶ月未満と想定されるロックダウンの実際の期間を調整していないからです。とはいえ、供給面の制約が緩和されることで、経済には当初強い反発があったとしても、危機以前のGDP水準と比較すると、かなりのマイナスが残るということです。

最初の経済ショックは、勤務が制限され多くのビジネスが活動停止を余儀なくされたことで、供給サイドが主な要因となります。短期的にはロックダウンの緩和によって、サプライ・ショックが後退する中で経済活動は回復するでしょうが、中期的な不透明感は、コロナ危機が需要サイドにどれだけの影響を及ぼすかであると考えています。

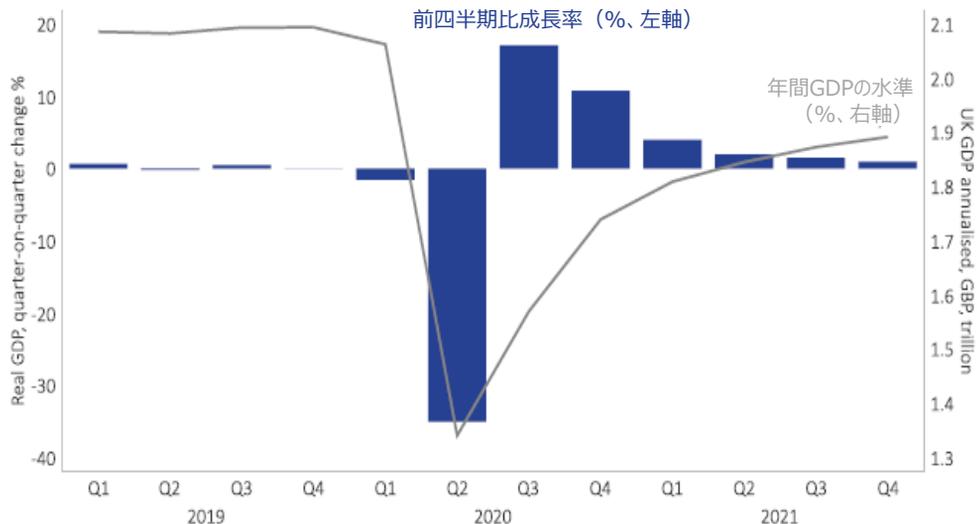
新型コロナウイルスの感染拡大が再度起きなかったとしても、見通しの不透明感、過剰生産、バランス・シートへの影響を鑑み、事業投資は大きく落ち込む可能性が高いでしょう。消費に関して繰延需要はあるでしょうが、失業の増加とロックダウンによるショックによって、中期的にも貯蓄率の上昇が続くことや消費の回復が予想以下という可能性もあります。

政策対応も回復への道筋に影響するでしょう。一部の政府、特に米国及び中国は、緊急支援的な政策を解消しても、景気回復のために財政刺激策を講じるかもしれません。そのほかの国は、記録的な財政赤字と公的債務の是正に力を注ぐ可能性もあります。

経済全体への恒久的な影響を推定することはさらに難しく、これはロックダウンによるGDPの落ち込みよりも、リセッションがどれだけ続かに左右されるとみえています。リセッションが長く続けば続くほど、事業が閉鎖され、労働者が仕事から離れるため、生産能力の恒久的な損失は大きくなります。

政府と中央銀行による支援策は、今回の健康危機の終着まで金融面での資金繰りを助けることで、恒久的なダメージを抑えるということを目的としています。こうした政策はダメージを抑えることの助けになるでしょうが、中小企業にどれだけ効果的に作用するかは不確かです。輸送、レジャー、小売といった産業は、コロナ危機とその後の影響により、大きな再編に見舞われる可能性が高いと考えています。

図3：リセッションから経済回復への道のり；英国の場合



出所：UK Office for National Statistics; BlueBay projections; latest actual data for Q4 2019

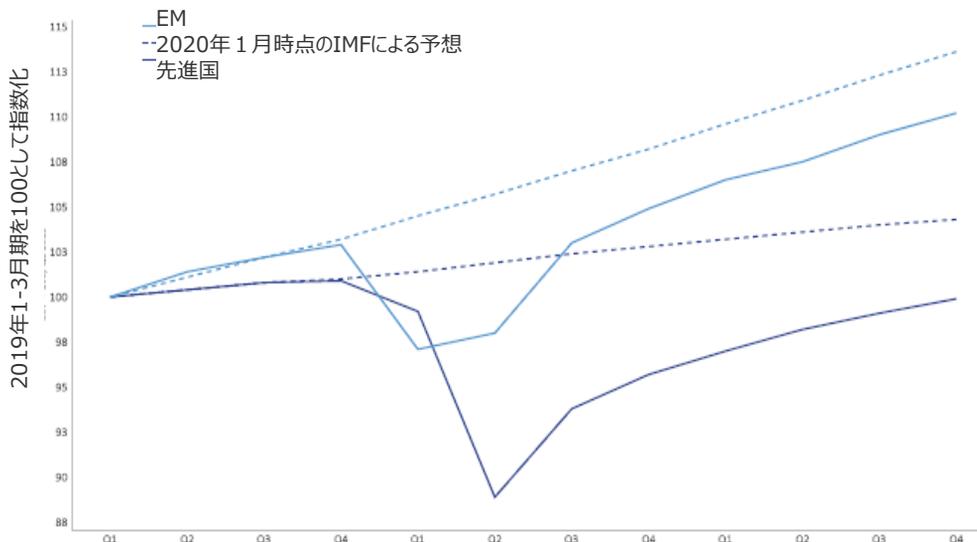
未知を探る

グローバルなパンデミックに対して、政府が強制力のあるロックダウンを実施したことでリセッションが起きたのであり、民間セクターでの持続不能な不均衡や、中央銀行が金融環境を過度な引き締めを行ったことが理由ではありません。グローバル金融危機以降、レバレッジの解消と規制強化によって、クレジットへのアクセスは制約を受けました。銀行は、グローバル金融危機の経済鈍化を助長しましたが、コロナ危機においては政策上、実体経済への助け役となっています。

財政政策のおそらくは早すぎた引き締めによって、中央銀行は低金利を長期にわたって維持し、家計と企業はバランスシートの修繕に取り組みました。民間セクターの不均衡はかなり緩和された状況で今回のリセッションに突入しており、企業の債務水準は比較的高いものの、経済が回復を遂げる余力は大きいと考えています。グローバル金融危機以降の経済回復からの教訓を政策当局が消化していることを願っています。

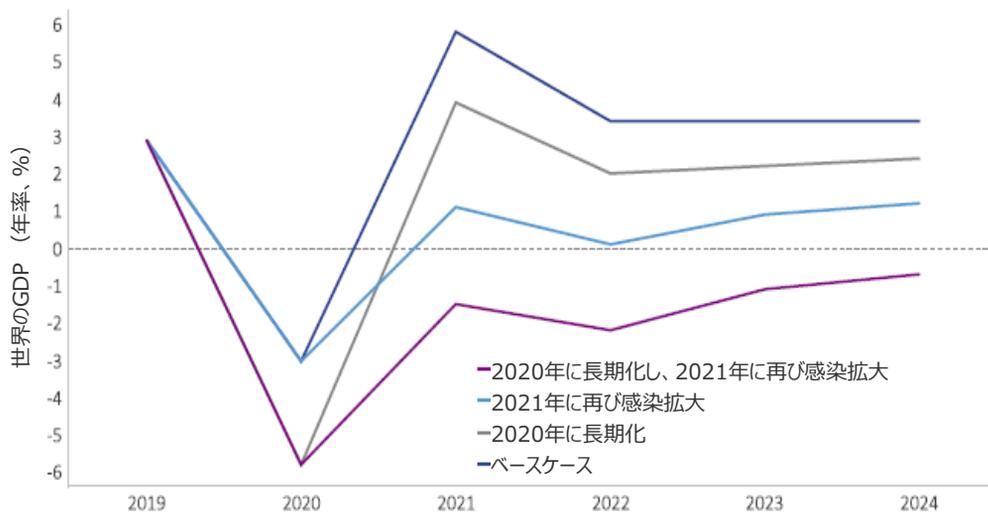
グローバル金融危機以降、レバレッジの解消と規制強化によって、クレジットへのアクセスは制約を受けました。銀行は、グローバル金融危機の経済鈍化を助長しましたが、コロナ危機においては政策上、実体経済への助け役となっています。

図4：世界の四半期ベースのGDP、IMF予想



出所：IMF, World Economic Outlook, 14 April 2020

図5：新型コロナウイルスの収束状況によるGDP予想



注：2020年に長期化するケースにおいては、ベースケースよりもロックダウンが1.5倍に長期化することを想定。2021年の感染拡大は、2020年ほどのものにはならないことを想定。

出所：IMF World Economic Outlook, 15 April 2020

グローバル経済の見通しに関しては、わかっていることよりも、わかっていないことの方が多くは確かです。現段階では、ロックダウンが緩和された後の回復による経済成長は、GDPと雇用が危機以前の水準まで早くとも2021年終わりまでは回復しないことから、低成長になると見えています。しかし、これでもグローバル金融危機後に要した時間よりは早期の回復となります。

直近のIMFが発表したグローバル経済予想は、フラットなV字回復となっており、2020年の先進国のGDPは6%の落ち込みとなり、来年は平均以上の経済成長となることが想定となっているにもかかわらず、GDPが危機以前の水準に達するのは2021年10-12月期とされています。

主要なエマージング国経済は先進国市場よりは幾分落ち込み幅は小さく、平均で年間の成長率は5%のマイナスになると予想されています。中国とインドは1%のプラス成長と予想されていますが、危機以前の予想では5%程度の成長が見込まれていました。

厳しい感染拡大とロックダウンに見舞われた先進国市場に対するIMFの予想は、もしかしたら楽観的過ぎるかもしれません。英国予算責任局は2020年の英国のGDPはマイナス13%になると予想していますが、IMFの予想はマイナス6.5%となっており、短期的な経済見通しの不透明感についてさきもかなり過小評価されていると思われます。しかし、IMFのベースケースの予想においても、グローバルな経済成長予想はマイナス3%、危機以前の水準と比較した生産水準はマイナス6.5%となっています。ちなみにグローバル金融危機時の経済成長はゼロ%です。

感染拡大を抑制する政策は当面の間維持されるとみられ、消費の反発を制約するだけでなく、感染拡大の第二波が見られた際には再び厳しい措置が取られるかもしれません。感染拡大の再発や、今のところ最悪の事態は免れているものの、エマージング市場での感染率の上昇によって、グローバル経済の回復はW字型となる可能性もあります。図5では、IMFによる様々なシナリオにおける経済成長の回復予想を示しています。7-9月期まで感染拡大を抑制する措置が延期されるケース、2021年に再び感染が拡大するケース、そしてその二つが共に起きるケースを想定しています。これらのシナリオから得られる結果で分かることは、新型コロナウイルスの感染状況とその対応によって経済見通しが大きく振れるということです。

政策介入の規模が大きいこと、特に中央銀行の金融市場への直接介入によって、市場が現状どの程度まで景気回復を織り込んでいるのかを把握することが難しくなっています。株価収益率（PER）フォワードと配当先物からは、株式市場が完全なV字型の経済回復を織り込んでいることが分かります。一方、安全資産であるコア国債市場は、より悲観的な見通しを示しており、インフレ調整後の実質金利はマイナスで、イールドカーブはフラットであり、U字もしくはL字型の経済回復を織り込んでいます。

クレジット市場は、株式市場とコア国債市場の間ぐらいの経済見通しを織り込んでいます。

厳しい感染拡大とロックダウンに見舞われた先進国市場に対するIMFの予想は、もしかしたら楽観的過ぎるかもしれません。

社債のспレッドは、企業のバランズ・シートへの大きなダメージ、格下げ及びフォーリン・エンジェル（投資適格からハイ・イールドへの格下げ）の増加、高レバレッジの企業の一桁台後半のデフォルト率に準えた水準となっています。クレジット債市場は、✓字型の緩やかな市場の反発から考えて、急激かつ深刻なリセッションというブルーベイの見通しとおおよそ合致していると考えています。

一歩下がって先を見る

経済指標からは、近代において最も急激かつ深刻なリセッションに陥ることが示されています。リセッションの長さは、コロナ危機による経済への傷の深さと生産力の恒久的な喪失を測る上で、重要な要素となります。ウィルスの封じ込め、感染第二波のリスク、ソーシャル・ディスタンスの政策がどれだけ続き、経済活動を抑制することになるか、という点が重要になってきます。

コロナ危機に対する経済政策は前例のない規模と広がりを見せており、経済回復を下支えし維持することが肝要となります。

消費動向とビジネスモデルは、危機以前の標準にまで回復するかもしれませんが、しないかもしれません。これは経済回復の道筋及びグローバル経済の長期的な構造にとって重要な意味合いを持つでしょう。

将来の不確かさのなかで、投資において重要となるのはリスク管理です。前例のない今回の危機は、かつてないほど経済見通しを立てることが困難となっています。しかし、投資家は日々の市場の動きから一歩下がって、先行きの不透明感とリスクのバランズという観点から、投資判断の枠組みを決定することで恩恵を受けられると考えています。その一助を担う考察がこのレポートに盛り込まれていることを願います。

前例のない今回の危機は、かつてないほど経済見通しを立てることが困難となっています。

ディスクレーム

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく手数料や費用等は、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたします。最終的な料率・計算方法等はお客様との個別協議により別途定めることとなりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマージング総合債券戦略：年率 0.60%（税抜） / エマージング短期総合債券戦略：年率 0.60%（税抜） / エマージング債アンコンストレインド戦略：年率 1.00%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.70%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率1.10%（税抜） 成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜） 成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.75%（税抜） / レバレッジド・ファイナンス・トータル・リターン戦略：年率 0.75%（税抜）

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面をご覧ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

- ・ 価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
- ・ 流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
- ・ カントリーリスク：投資対象国/地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面等の書面の内容を十分にお読み下さい。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することをご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。