

マーケットの視点

「投資環境」

吉川レポート：世界経済見通しの悪化とマネーフロー

- 1 ロックダウンの広がり長期化
- 2 先行きの展開を左右する要素
- 3 「現金」に滞留する資金の行方

1 ロックダウンの広がり長期化

- 欧米を中心に新型コロナウイルスによる肺炎（以下COVID-19）の感染が拡大した2月下旬以降、経済見通しは下方修正される方向にありました。特に、3月中旬以降は世界経済の見通しは急速に悪化しました。
- この見通し悪化の最大の要因は、感染防止のための本格的なロックダウン（移動制限による都市封鎖）が欧米主要国に加えて新興国にも急速に広がったことです。
- ロックダウンという強い移動制限によって直接的な影響を受けるのはレジャー、外食・宿泊、輸送、教育などサービス関連の消費で、主要国では消費全体の25%程度を占めています。強力なロックダウンの実施により、こうしたサービスの消費が9割程度減少すると仮定すると、1カ月でその国の消費全体を1.9%近く押し下げると見込まれます。
- 消費は多くの国でGDP全体の6～7割を占めるため、サービス消費落ち込み効果だけでGDP全体を1.1～1.3%減少させます。これに雇用調整や設備投資の先送りを通じた二次的なマイナス効果を加えると、1カ月のロックダウンによる成長率への影響は、▲1.5～▲2.0%程度になると推定されます。
- 前提や使用するモデルによって推定には幅が出ますが、ロックダウンに伴う消費への影響が6月まで（2～3カ月）続くと想定すると、2020年の世界経済成長率に対して、▲3～▲5%程度の下振れ要因となるとみられます。COVID-19の感染拡大前は、2020年の世界経済は3%前後の成長が見込まれていましたが、2020年はリーマン危機直後以来のマイナス成長となるリスクが高まってきました。

【米個人消費の品目構成（2018年）】

項目	金額 (10億ドル)	構成比 (%)
家計消費	13,555.7	100.00
食品・飲料（持ち帰り）	1,003.4	7.40
衣料・靴及び関連サービス	408.3	3.01
住宅	2,588.8	19.10
家具・食器・その他ホーム用品	572.6	4.22
健康・医療	2,933.1	21.64
輸送	1,311.8	9.68
うち自動車（購入）	446.0	3.29
うち公共交通	160.8	1.19
通信	273.5	2.02
レクリエーション	1,203.5	8.88
教育	304.0	2.24
外食・宿泊	973.3	7.18
金融	1,111.0	8.20
その他グッズ・サービス	893.4	6.59
外国人によるインバウンド消費	217.7	1.61

（注）オレンジ色のシャドウをかけた部分がロックダウンで影響されやすい品目の構成比。四捨五入の関係で合計が100とならない場合があります。
（出所）米商務省のデータより三井住友DSアセットマネジメント作成



2 先行きの展開を左右する要素

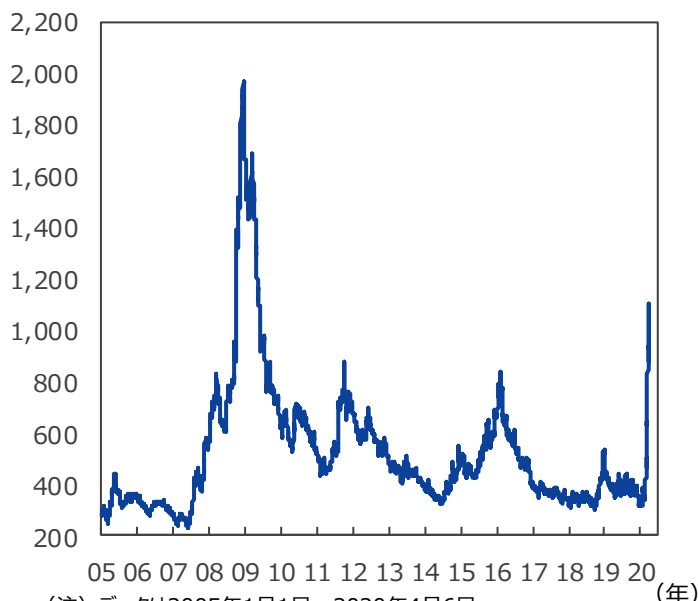
- 世界経済は、2020年4-6月に急減速した後、7-9月以降、ロックダウン緩和を受けた消費回復に加え、米中などの財政政策の効果によりリバウンドする、というのがメインシナリオです。2020年は年前半の落ち込みが大きいため、通年でもマイナス成長になりますが、2021年はその反動で4~5%のプラス成長と見込まれます。
- 但し、先行きの展開は幾つかの要因によって左右され、まだ不確定な部分がかかり残っています。第一は感染の動向です。特に、感染収束や移動制限の緩和のタイミングと、中国も含め感染の再拡大が起きないかの2点が鍵になります。感染が再拡大すれば、2020年後半から2021年の景気回復が抑制されてしまいます。
- 第二は企業金融面への波及を抑制できるかです。売り上げ急減が債務の元利払いに影響する懸念から、欧米の社債利回りは大きく上昇しています。これが長期化すれば2020年後半以降の設備投資が抑制されてしまいます。米連邦準備制度理事会（FRB）や欧州中央銀行（ECB）が資金供給に加え、社債購入など政策を総動員しており、悪影響は緩和されるとみられますが、警戒は必要です。
- 第三に財政面からの対応です。トランプ政権と米議会がインフラ投資増額などで合意できるか、4-6月以降の中国の景気対策などが注目点となります。
- 感染の早期収束、大規模な財政刺激が行われるケースがアップサイドである一方、企業金融混乱、再感染発生により秋口以降、景気が再減速し、V字回復ではなくU字ないしL字型の景気パターンになってしまうケースがダウンサイドリスクといえます。

3 「現金」に滞留する資金の行方

- 投信関連の資金フローを集計しているEPFRグローバルによると、2020年3月は現金を確保する動きが加速、株式や社債だけでなく、ソブリン債（各国の国債等）からも資金が流出し、マネーマーケットファンド（MMF）等、現金に近い資産（及び金等）に資金が集中する極端な動きとなりました。
- 主要中銀の利下げ、資金供給、クレジット市場対策を受けて、4月以降「現金化」の動きは沈静化傾向となりましたが、現金に近い資産に大規模な資金が滞留した状態となっています。当面、感染の長期化リスクが意識され、「現金化」が再燃する局面もありえますが、年央に向けて景気のダウンサイドリスクが限定されてくれば、まず先進国の株式や高格付け債、続いて新興国関連資産などに資金が回帰していくことが期待されます。

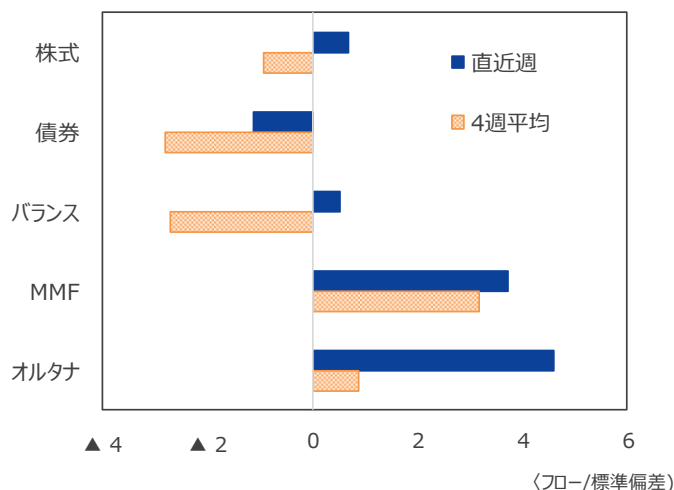
（吉川チーフマクロストラテジスト）

（ベースポイント）【米社債（高利回り債）の спреッド】



（出所） Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【資産タイプ別に見た投信関連の資金フロー】



■ 当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。■ 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■ 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■ 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■ 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■ 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■ 当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。

主要国経済の動向と金融政策の見通し

	景気イメージ	金融政策（今後1年程度）
米国	ロックダウンにより4-6月にかけ雇用・消費が大きく下振れ。財政刺激により年後半以降回復が見込まれるが、20年通年はマイナス成長、21年にリバウンド。ロックダウン期間の長さが見通しを大きく左右。FRBが高リスク資産購入に踏み切るか、インフラ投資増額について政府と議会の合意が得られるか等に注目。	政策ツールを総動員 <ul style="list-style-type: none"> FRBは2回の緊急利下げで事実上のゼロ金利に戻すと共に、CP購入のスキーム、MMF流動性ファシリティの設定、債券購入金額拡大、財務省の保証を受けた社債購入スキームなどを決定。 企業向け資金供給スキームの具体化、低格付け社債の購入の検討などが今後の注目点。
日本	消費増税、大型台風、COVID-19による国内消費抑制、欧米経済の急減速による外需悪化、が加わり、4-6月にかけマイナス成長。COVID-19抑制のための移動抑制措置が内外で緩和に向かえば、政策効果、外需持ち直しから年後半以降、回復へ。	市場調節や資産買取中心の対応 <ul style="list-style-type: none"> 日銀の追加緩和は円の急騰がなければ市場調節を通じた資金供給や、資産買い入れが中心で利下げは見送り。但し、臨時国債買い入れオペ等を通じ金利不安定化には対応。 低金利の副作用論はあるが、インフレは減速、海外環境の悪化もあり緩和政策が長期化する見通し。
ユーロ圏	COVID-19抑止のためのロックダウンが長期化することで雇用・サービス業に悪影響が及び、4-6月の成長率は大幅マイナス。7-9月以降リバウンドを見込むが、20年通年はマイナス成長。雇用維持のための融資制度など、景気対策に注目したい。	追加利下げの可能性は大 <ul style="list-style-type: none"> ECBは3月の定例理事会で企業向け資金供給強化と量的緩和（QE）拡大、3月18日の緊急理事会で大規模な資産買い入れスキームを追加。3月中の政策対応では利下げは見送ったが、インフレ予想の低下を考えると、近い将来マイナス金利の深堀りに動く可能性は否定できず。
中国	COVID-19の影響で1-3月の成長率は前年比大幅マイナスとなった見込み。中国政府は4-6月以降の成長回復を図るべく財政政策を積極化させよう（3月25日の中国共産党中央政治局常務会議で財政赤字の対GDP比引き上げ、特別地方債の発行増加を決定）。全人代の新日程と成長目標（設定するかどうかを含め）が注目材料。	利下げ・流動性供給・信用政策 <ul style="list-style-type: none"> 人民銀行は3月に預金準備率の引き下げ、リバースレポの7日物金利の引き下げなどの緩和措置を実施。4-6月期に最優遇貸出金利（ローンプライムレート（LPR））の0.2~0.4%の引き下げを実施すると予想。 利下げに加え、預金準備率の再引き下げ（財政ファイナンスのサポートを意味）、元利の返済猶予など、多様な金融政策ツールを活用する見通し。

（注）太字は注目点を示す。COVID-19＝新型コロナウイルス感染症。FRB＝米連邦準備制度理事会、ECB＝欧州中央銀行。
 （出所）各種報道、資料等を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【当面の重要日程と政治リスク】

2020年 海外				2020年 日本		
4月	15日	韓国	第21代国会議員選挙	4月	27-28日	金融政策決定会合（展望レポート）
	16-17日	--	G20財務相中銀総裁会議			
	17-19日	--	IMF世銀総会			
	28-29日	米国	FOMC			
	30日	ユーロ	ECB理事会			
	月内	--	IMF World Economic Outlookの公表			
5月	7日	英国	地方議会選挙	5月		
6月	4日	ユーロ	ECB理事会	6月	15-16日	金融政策決定会合
	9日	--	OPEC定例総会		30日	布野日銀審議委員の任期
	9-10日	米国	FOMC（経済見通し）		月末	通常国会会期末
	10-12日	--	G7サミット（米国）			
	18-19日	ユーロ	EU首脳会合			
	30日	英国	EU離脱移行期間延長の決定期日			

（出所）各種報道、資料等を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

ここも
チェック！

2020年4月9日 政府の緊急事態宣言と緊急経済対策が日本株に与える影響
 2020年4月8日 各国・地域は『新型コロナ経済対策』を発動

■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。

