

新型コロナウイルス感染拡大 アップデート

投資へのインプリケーション

2020年2月26日



最新の状況と市場インパクト

新型コロナウイルス（SARS-CoV-2）が、当初確認された中国にとどまらず感染拡大する懸念がある中で、2020年2月末にかけて株式を始めとしたリスク資産が売り込まれ、安全資産は上昇した。21日から25日にかけて株式市場は約6%下落し、金は2%以上上昇している¹。また米国債券10年利回りは一時1.3%と過去最低を更新した。

世界保健機関（World Health Organization=WHO）によると世界での感染者数は2月25日時点で80,239人に達した²。また、WHOはCOVID-19（SARS-CoV-2によって引き起こされる感染症）による死者数が2,700人に達したと報告している。大部分は発生地である中国湖北省にとどまっている。中国以外の33か国において、2,459人の感染者と34人の死者が報告されている。残念ながら、COVID-19による死者数は、2002年から2004年にかけてSARSによって死亡した患者数を既に超えている。

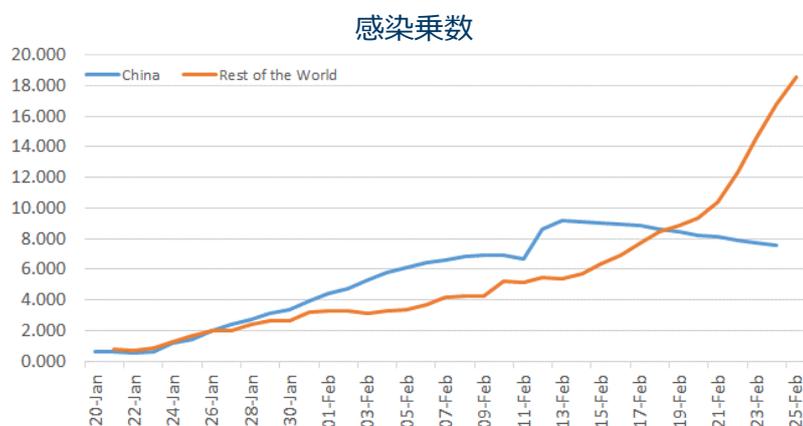
中国以外における感染拡大

中国外における感染者数は比較的少ないものの、他国へ急速に拡大している点は懸念事項である。以下のグラフに示すように、先週、中国外における感染乗数（Infection Multiplier=感染の拡大速度を表す指標）および感染者数は急速に上昇した。2月25日にかけての週には、日本における感染者数（ダイヤモンド・プリンセス号を除く）が59人から157人へ跳ね上がる中、韓国における感染者数は30人から977人へと急増した。また、イタリアでは3名から229名へと大きく増加した³。感染者数が急激に増加している韓国およびイタリアにおいては、一部地域でアウトブレイク（大流行）が懸念されている。

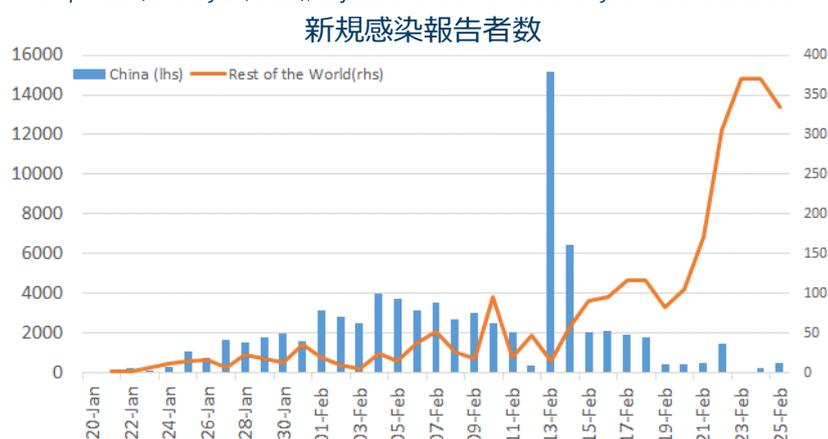
¹ For more details on gold, please refer to our latest paper ‘[Gold – you’re indestructible](https://www.mercer.com/our-thinking/wealth/gold-you-are-indestructible.html)’ <https://www.mercer.com/our-thinking/wealth/gold-you-are-indestructible.html>

² https://www.who.int/docs/default-source/coronaviruse/situation-reports/20200225-sitrep-36-covid-19.pdf?sfvrsn=2791b4e0_2

³ https://www.who.int/docs/default-source/coronaviruse/situation-reports/20200217-sitrep-28-covid-19.pdf?sfvrsn=a19cf2ad_2 (using February 17 as base)



Source: Kompa, Mercer The daily infection multiplier is defined as the ratio of total cases to date compared with the number when the outbreak was first reported (January 20, 2020), adjusted for the number of days since the outbreak.



Source: Kompa, Mercer

イタリアの2つの地域では、中国湖北省で実施されているものと同様の隔離政策が行われている。イタリアにおける感染源とみなされている複数の小都市は、軍隊によって隔離されている。韓国に関しては、大型の教会を通じて感染が拡大した模様で、感染地においては自発的な隔離政策が行われている。国際通貨基金（International Monetary Fund=IMF）によると、イタリア、日本および韓国は、それぞれ世界のGDPの1.7%、4.0%、1.6%を占める、グローバル・サプライ・チェーンにおける重要な製造拠点である⁴。

弊社の主な懸念は、ウイルスが急速かつ追跡不能な形で他の国々へ広がり、中国で起きているような形で、グローバルな経済活動が混乱をきたすことである。イタリアにおいては、当局はアウトブレイクの原因を追跡することに苦戦しており、このことが

⁴ IMF October 2019 World Economic Outlook database

スーパー・スプレッダー（通常以上の二次感染例を引き起こす患者）がいまだ存在し、感染を拡大しているとの懸念を引き起こしている。なお、イタリアおよび韓国におけるアウトブレイクは、それぞれの国の経済成長にとって重要な製造業の中核地域で発生している。

イランにおけるアウトブレイクについては、数週間にわたって数字が公表されていないことが懸念事項である。イランの現政権による国際協力体制や情報開示が十分に期待できず、中東において特に巡礼に伴う感染拡大リスクが増大している。

結果として、今後も似たような経済的に重要な地域においても混乱が起こり得ると思われ、このことは、グローバル経済にランダムな経済的ショックを与える可能性がある。この場合、地域の封鎖や旅行制限などの強硬策は、経済的コストが高い一方で、何もしないことによる政治的コストの方がより高くつくとも考えられることから、多くの国々では検討せざるを得ないであろう。ワクチン接種を含む治療法には良い進展が見られるものの、そうしたワクチンを大規模に製造し流通させるまでには数か月を要するであろう。

一方中国では、2月13日に分類方法が変更されて急増したときを除き、報告される新規症例数は減少傾向を続けている⁵。追加的な検疫、経済活動再開の延期、移動制限などが奏功し、湖北省外へのウイルス拡散を遅らせられているようである。中国当局は、2月25日の湖北省外での新規症例数は9件のみであったと報告した。

経済的影響

SARS-CoV-2 が中国以外へ拡散する懸念とは別に、中国国内における経済活動の混乱は、多くのエコノミストや市場参加者が従来想定していたよりも大きくなりそうだ。これは、中国およびグローバル経済の第1四半期および2020年を通じた経済見通しが、さらに下方修正されたことに表れている。例えば、中国の第1四半期予想GDP成長率は+6%からマイナスへと転じた。現在中国はグローバル経済のほぼ20%を占めていることから、中国の大幅な経済成長率の低下は、今四半期のグローバル経済成長に重大な影響を与え、さらに他の国や地域への波及効果によって一層の悪化が予想される。

先月、MSCI エマージング・マーケット・インデックスが織り込む予想EPS（1株当たり利益）は約2%低下しており、株式市場も収益予想をやや下方修正している。修正幅が小さいとはいえ、2019年の貿易摩擦やグローバル経済成長鈍化による収益低下から、さらに下方修正したものである。

これまでのところ、これら経済的混乱を裏付ける主要経済指標は、まだ発表されていない。1月の検疫強化と封鎖による影響は、例年の中国の旧正月による影響と時期が一致している。最初に発表が予定されている2月の経済指標は、2月

⁵ https://www.who.int/docs/default-source/coronaviruse/situation-reports/20200213-sitrep-24-covid-19.pdf?sfvrsn=9a7406a4_4

26日～3月2日に予定されている購買担当者景気指数（Purchasing Manager's Index=PMI）である。ブルームバーグによると、エコノミストは中国の公式および非公式（財新=Caixin）製造業 PMI が大きく低下すると予想している。中国の旧正月以降、活動を再開した企業は全体の半分に過ぎず、再開した企業ですら労働者不足から生産活動が大幅に制限されているため、エコノミストの予想は当然であろう。また、交通渋滞、石炭消費量、地下鉄利用者数などの多くの代理指標は、経済活動の再開が遅れていることを示している。

中国以外においても、COVID-19 によって経済的混乱が引き起こされている形跡が出てきている。中国から部品や材料が届かないことで、工場は生産能力を減らし、労働者には無給休暇を与えている。アップルは 2 月上旬、中国の店舗を長期にわたって閉鎖していること、生産活動が混乱していることを理由として、四半期業績が未達になる可能性について言及した。米国を含む、中国人観光客による支出に依存している国々も苦境に立っている。国をまたぐカンファレンスやイベントは中止または延期されている。ウイルスがさらに拡散した場合、このような混乱がより一層広まると考えられる。

今後の見通し

直近発生したウイルスの感染拡大は、不確実性を高め、グローバル経済成長の予想幅を著しく広げたと過ぎない。

中国において新規症例数の低下傾向が続く場合、中国当局が COVID-19 拡散のリスクが低い地域におけるビジネス規制を緩和し、経済活動が再開できるようになる可能性がある。そのため、2 月の経済指標は芳しくないものの、3 月には安定し、4 月には通常の水準に戻ると考えられる。そのシナリオにおける転換点は以前の想定より先になると考えられるものの、弊社は依然として V 字回復を予想している。

2 月および 3 月上旬に行われなかった製造活動は、その後の期間に回復する可能性がある。ただし、中止された旧正月のイベントなど、一部のサービス活動は回復するとは考えにくい。その結果として、中国の通年の経済成長は、ウイルスの感染拡大前に想定されていた水準より低くなり、企業業績の拡大も見込みにくくなっている。

世界の他の地域については、中国外でのアウトブレイクを抑制できるかどうか、それにかかる時間の長さ、さらなる混乱を引き起こす感染拡大が起こるかどうか、といったことに大きく依存している。観光産業に依存している国々においては、今回の流行が起きなかった場合と比べて、今年度の成長率が低くなる可能性は高い。例えば、日本沿岸沖のクルーズ船（ダイヤモンド・プリンセス号）のような注目度が高い事例は、今回の大流行が完全に収束するまで、世界中の人々が旅行計画を取りやめるきっかけとなり得るであろう。ただし一部の国では、財政刺激策の実施によって消費が促され、経済成長への影響を緩和すると見られる。さらに、追加的な金融緩和策が実施される可能性もある。

結論として、弊社の基本シナリオはやや下振れするものの、2020年は世界全体でプラス成長が見込まれ、上半期に失われた成長のすべてではないものの、下半期にはかなりの部分が回復するとみている。ただし、弊社が想定する基本シナリオに対する不確実性は高まっており、世界各地で地域封鎖や検疫が予測不能な形で発生し、長引く世界的大流行となった場合には、事態が大きく悪化する可能性があることに注意されたい。

DAA 見通し

全体として、弊社の基本シナリオは変わっていない。以前よりはダウンサイド・リスクが高まったものの、2020年～2021年にかけてグローバル経済成長はトレンド・レベルへ回復するとみている。

資産配分の観点からは、引き続き上場株式への配分は中立を推奨している。COVID-19が世界的に大流行し、結果として経済にさらなる混乱をきたした場合、株式はさらに下落する可能性がある。しかしながら、直近の調整によって、株式市場は短期的な経済の混乱を織り込んだものとみられ、今後は緩和的な金融政策による下支えも期待される。

引き続き、先進国市場よりも新興国市場をやや選好している。新興国市場は相対的に魅力的であり、緩和的財政政策の恩恵を受けよう。当分の間、ボラティリティは高い状態が続くと考えられる。

重要事項

商号：マーサー・インベストメンツ株式会社

住所：107-6216 東京都港区赤坂9-7-1 ミッドタウン・タワー

電話：03-6775-6700

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第454号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

ご注意事項

- マーサーとは、当社、Mercer LLC、及び（又は）その関係会社を含むものとします。
- 本資料は、情報提供を目的として作成されたものであり、有価証券や金融商品の売買の申込みもしくは売買の申込みの勧誘を行うものではありません。本資料ではお客様の個別の状況を考慮した投資のご提案は記載されておりません。お客様ご自身の投資目的及び財務状況を考慮し、当該投資戦略のリスクや妥当性と十分にご検討ください。
- 本資料にはマーサーの秘密情報及び専有情報が記載されており、マーサーが定めた当事者以外は使用することはできません。本資料の内容の全部又は一部を、マーサーの書面による事前許可を得ることなく修正したり、販売したり、又は他の個人若しくは組織に提供したりすることはできません。
- 本資料で明示される所見、評価、及び（又は）意見は、マーサーの知的財産であり、予告なく変更される場合があります。これらは、検討対象の投資商品、資産クラス、又は資本市場の今後の運用実績に関し、何らかの保証を付与することを意図するものではありません。
- 過去の運用実績は、将来の運用成果を約束するものではありません。
- 本資料は信頼できると判断される情報に基づいて作成されていますが、マーサーがその情報の正確性、信頼性を保証するものではありません。
- 本資料に掲載されている内容は全て資料作成日以前のものであり、今後予告無しに変更される可能性があります。
- マーサーの利益相反に関する開示については、当社営業担当者にお尋ねいただくか、又は www.mercer.com/conflictsofinterest をご覧ください。
- 本資料に掲載されている情報は法律、会計、税務、経営、投資その他にかかる助言を含むものではありません。

