



短期経済展望  
2020年4月

# 大打撃からの回復

PIMCOの基本シナリオでは、世界経済のU字型の回復を予想していますが、かなりの不確実性が残ります。

## 著者



ヨアヒム・フェルズ  
グローバル経済アドバイザー



アンドリュー・ボールズ  
最高投資責任者(CIO)  
グローバル債券担当

- 世界経済と金融市場は、短期的に激しい痛みを感じる段階から、向こう6カ月から12カ月で徐々に治癒する段階へと移行すると予想しています。ただし、まだらな回復の可能性でないにしても、途中で大幅に後退し、一部に修復不能な痛手が残るリスクが存在します。
- 今後数ヶ月にわたって、世界のクレジット市場で最も脆弱な領域がリスクにさらされることが予想されるため、投資家はこれまでとは大きく異なる投資環境に備える必要があります。
- 長期的には、投資ユニバースのリスクが高いセグメントで魅力的な投資機会が生まれるはずですが、PIMCOでは忍耐強く、信用力が高く、デフォルトの可能性が限りなく低いと判断した資産への投資機会を重視していきます。



過去最長の拡大を記録した世界経済は現在、急失速し、景気後退に陥りつつあります。景気の谷は現代で最も深くなる可能性があるものの、景気後退期間も最短になる可能性があります。ただ、過去の景気循環は、今後6カ月から12カ月の展開を予想する手がかりにならないことから、いつも以上に見通しは不確実なものになります。

### 未曾有の事態

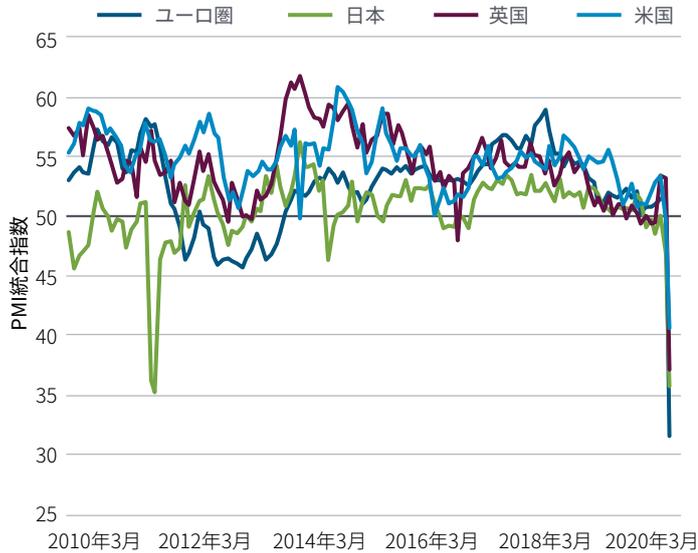
過去、今回と類似した事態が起きていないため、いままでに起きつつある世界的景気後退を考えるうえで、優れた参考書は存在しません。景気後退は通常、景気拡大期に蓄積された経済および金融の大幅な不均衡と、景気サイクルの終盤に一般的な金融政策の引き締め相互作用によって引き起こされます。原油価格の急騰によって悪化する場合があります。

しかし今回の景気後退はかなり異なります。景気後退の根本的な原因が、感染力の強い新型コロナウイルスが年初来グローバル化された

世界で急速に拡大するという、経済および金融の領域外で生じた完全に外的なショックであるからです。影響が深刻な地域での公衆衛生上の重大な危機が示しているように、新型コロナウイルスの世界的な大流行（パンデミック）によって、今後数週間から数ヶ月で多くの国の医療システムが崩壊の危機に瀕する恐れがあります。

ほとんどの政府は、ウイルスのさらなる拡散をできるだけ迅速に抑えるため、経済および社会活動を積極的に抑制する対応をとっています。これにより3月後半には既に多くの西欧諸国で総生産と総需要が急激に落ち込んでいますが（図1の製造業購買担当者景気指数の急低下を参照）、活動抑制は継続され、強化されていることから、短期的にはこうした状況が続くとみられます。したがって、史上初めて、人道的危機のさらなる拡大防止を目的に、一時的に経済活動の一部を停止するという政府命令によって景気後退に陥ることになります。

図1:PMI(製造業購買担当者景気指数)の急低下は今後の成長ショックの初期兆候



出所:PIMCO、ヘイバーアナリティクス 2020年3月現在

重要なのは、過去最長の景気拡大はこの3月で終わった可能性が高いとはいえ、ほとんどの先進国では国内に大きな経済不均衡が見当たらなかった点です。消費者は過去のサイクルほど積極的な行動をとっていたわけではなく、企業は過大な設備投資を行わず、住宅市場は若干の例外はあるものの過熱せず、インフレ率は全般に低水準で安定していました。これらはすべて、ウイルス感染拡大が収束した暁に、経済的問題によって回復が妨げられることが少ないといえる理由になるはずです。

ただしPIMCOでは、リスクが高く景気循環に左右されやすい企業の財務レバレッジが大幅に上昇するなど、米国の企業セクターで積み上がってきた金融の不均衡を懸念しています。この下方リスクについては後述します。

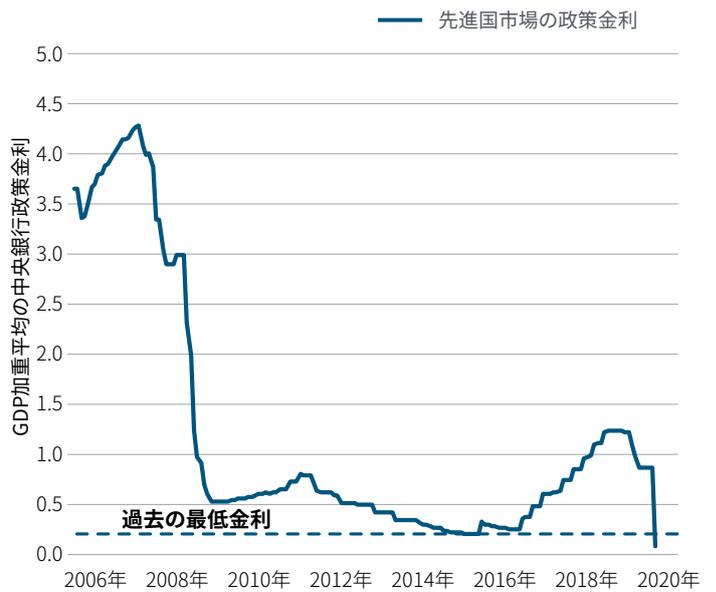
### 前例のない経済対策

危機に対する金融および財政当局の対応も過去とは異なり、そのスピードと規模は前例がありません。政策当局は、景気後退から長引く不況に陥り、大規模な倒産と大量の長期失業者を引き起こす事態を防ごうと、あらゆる政策を総動員しています。

中央銀行は、様々な融資プログラムや資産購入プログラムを通じて、銀行だけでなく、他の金融仲介業者、さらには非金融企業にとっての最後の貸し手の機能を強化しています。(米連邦準備制度理事会(FRB)の対応の詳細については、PIMCOのブログ投稿「FRB:不況回避へ」をご覧ください。)さらに中央銀行は、事実上のゼロ金利またはマイナス金利(図2を参照)や国債の大量購入を通じて、財政政策に必要な不可欠な支援策を提供しています。

ユーロ圏はさらなる調整の難しさに直面しています。欧州中央銀行(ECB)は最初のコミュニケーションに失敗しましたが、その後、深刻な景気後退時にユーロ圏の緊張に対応する強固な枠組みを構築し、大規模な財政出動の必要性も認めているようです。

図2:先進国の中央銀行全体の政策金利は過去最低を下回る



出所:PIMCO、ヘイバー・アナリティクス 2020年3月31日現在  
先進国:豪、ユーロ圏、カナダ、日本、スウェーデン、スイス、英国、米国  
点線=過去最低(2015年)

多くの政府は、流動性と財務の健全性の両方の懸念にも迅速な対応をみせています。流動性支援としては、企業への銀行融資に対する大規模な保証、個人や企業の納税期限の繰り延べ、中央銀行の融資プログラムへの支援策の提供が挙げられます(すべての政府がすべてのプログラムを実施しているわけではありません)。また多くの政府は、個人への様々な富の移転や企業への補助金などを通じて、家計や企業に対する所得支援を行っています。

多くの国で実施されつつある財政出動は、2008年から2009年の世界金融危機時を既に上回っており、今後数ヶ月で追加的な措置が発表される見通しです。

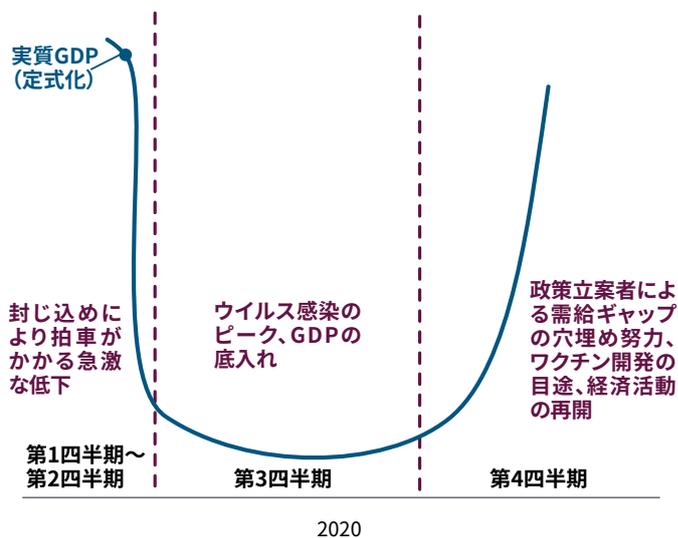
世界経済の主要部分が強制的に一時停止させられ、最近発表された富の移転や融資の実行がやや遅れることを踏まえると、深刻な景気後退は避けられませんが、大規模な財政出動は、世界的な不況を回避し、活動制限が解除された暁には景気回復を支える可能性がかなり高いとみられます。

金融政策の対応と同様、ユーロ圏としての財政出動とその短期的および長期的意味合いは、今後の大きな不確実性の一つといえるでしょう。財政と金融の調整は、一つの財務省と一つの中央銀行で行う方が容易であるとは言うまでもありません。

### PIMCOの短期経済予測の基本シナリオ:大打撃からの回復

金融および財政の政策対応が迅速かつ大規模で、实体经济に長期間の清算と調整が必要となる大幅な不均衡が見当たらないことを踏まえると、世界経済は、ウイルスの拡散防止局面で短期的に強い痛みを伴う段階から、今後6ヶ月から12ヶ月にかけて、ウイルスの拡散が収束し、活動制限が解除されれば、徐々に傷が癒え回復にむけた段階に移行するものとみています。

図3:基本シナリオでは実質GDPのU字型の回復を予想するも、かなりの不確実性が残る



出所:PIMCO 上記図は説明を目的としたものです。

ただ、経済活動に対する制限は徐々に、またセクターや地域ごとに異なるスピードで解除されるとみられるため、PIMCOの基本シナリオでは、V字回復ではなくU字回復を予想しています(図3を参照)。また、サプライチェーンの修復や物流や輸送の阻害要因の解消にも、ある程度の時間がかかるでしょう。結果として、経済活動は現在みられるように急減(U字の下向きの部分)した後、ウイルスの収束後、数ヶ月は底這いとなり(U字はLに)、その後、財政および金融支援にも支えられ、生産と需要が回復し、通常に近い水準に戻っていくことになるかとみています(U字の上向きの部分)。

主要な国・地域の成長見通しについては、今後数週間内のうちに発表するレポートでより詳しくお伝えする予定です。

## リスク: 停滞の長期化か、ウイルス拡大再発による 景気回復の中断

向こう6カ月から12カ月のU字型の景気回復を予想する基本シナリオには、二つの主要な下方リスクがあるとみています。一つ目は停滞が長期化し、L字型の軌道になるリスク。二つ目が、ウイルスの再拡散で回復が中断され、W字型になるリスクです。より厳しい、これらのシナリオに陥りかねない変動要因は二つあると考えます。一つは、パンデミックのカーブの形状。もう一つが、中央銀行や政府のバランスシートに直接アクセスできない、レバレッジが高く景気循環に左右されやすいセクターのデフォルト・カーブの形状です。

各国政府による様々な抑制施策が、ウイルスの感染拡大スピードを大幅に遅らせることができないと判明した場合、経済活動を抑制する施策を現時点で予想されている6週間から8週間よりも長期にわたり維持する必要がある可能性があり、結果として停滞が長引く可能性があります。このシナリオでは経済活動の落ち込みが長期化することから、景気循環に左右されやすいセクターではレバレッジ比率の高い企業の多くがデフォルトに陥り、雇用と需要にその悪影響が及ぶ恐れがあります。

逆に、近いうちにウイルスの感染拡大抑止が奏功し、抑制施策の解除により経済活動が再開するとしても、今年後半に感染拡大の第二波が到来し、経済が再停止するかもしれません。回復後に再びウイルス拡大が発生した場合は、第一波を乗り越えた景気循環型企業のデフォルトにより、悪化する可能性があります。

V字型の軌道は理論的には可能ですが、現時点でPIMCOが重視しているシナリオではありません。V字型の軌道は、マクロ経済の政策介入が奏功すると同時に、何よりも重要なこととして、医療現場において飛躍的な改善が起り、医療体制と行政の危機管理能力が予想以上に向上すれば、起こり得るでしょう。

## コロナ後の世界を垣間見る

市場は、将来発生する費用や効果を割り引く仕組みであるため、今回の危機の長期的な影響を考えるのに早過ぎることはありません。より厳しい短期的なリスク・シナリオ(L字型とW字型)が回避でき、PIMCOの基本シナリオである「大打撃からの回復」と至るU字型が実現するとしても、今回の危機はなんらかの長期的な傷を残す可能性が高く、この点について投資家は今から考えておく必要があります。

第一に、企業が現在複雑であるグローバル・サプライチェーンの簡素化を進めるにつれて、グローバル化は予想以上に早く後退する可能性があります。複雑なグローバル・サプライチェーンは貿易戦争に弱いだけでなく、自然災害や公衆衛生上の危機による突然の停止にも脆弱であることを露呈しました。また、各国政府は公衆衛生上の懸念を口実に、貿易、旅行、移民をさらに抑制する可能性があります。そのため、貿易や旅行に大きく依存している企業、セクター、国は、一時的な打撃を受けるだけでは済まない可能性があります。

第二に、今回の危機後、民間部門、公的部門双方において、債務水準が大幅に高まると見込まれます。金融政策が非金融企業部門への資源配分に関与を強め(基本的には財政法)、政府債務の返済コストを低く抑える必要があることから、中央銀行の独立性はさらに損なわれる可能性があります。危機後も政府が拡張的な財政政策ををとり続ける場合、金融政策の財政依存によって、インフレ率が現在市場が織り込んでいる水準を大幅に上回る可能性があります。ただ、中央銀行が通常インフレ率上昇の結果でおこる名目利回りの上昇に上限を設けることで、インフレ率が上昇し、実質金利は低下する可能性があります。

第三に、多くの家計は今回の危機を脱出する段階で、個人債務が増加し、大幅な所得の減少や失業に見舞われている可能性が高いと考えられます。これによって、現金や債券など比較的风险が低い形で予備的な貯蓄需要が高まる可能性があります。また多くの家計は住宅ローンを削減することにより、迅速に住宅資産の持分を増やすでしょう。民間部門の貯蓄過剰がさらに増加するという見通しを背景に、投資家は、長期的に実質金利をさらに抑えられるニュー・ニュートラル2.0を受け入れる必要があるでしょう。

## 投資への意味合い

2019年の長期経済見通しで論じたように、私たちは、未曾有の規模の「創造的破壊」に遭遇しています。こうした不確実性がきわめて高い環境では、過去の極度の混乱期にそうしてきたように、PIMCOはボラティリティが高まった時期の防御的なアプローチを重視する方針です。時間の経過につれて市場の正常化を追い風にできるポジションを検討しますが、現時点では、恒久的な元本毀損から保護するために、慎重な姿勢を優先することが必要であると考えています。

### 引き続きグローバルより米国のデュレーションを選好

ここ数週間、他のグローバル市場よりも米国のデュレーションを重視する方針は適切であったと考えています。米国のデュレーションは相対的に大幅なアウトパフォームとなっていますが、基本シナリオよりも経済や市場の安定化に時間がかかった場合、米国債にはさらなる上昇余地があるとみています。もちろん、危機管理対策が実施され、投資家が景気の谷の先にある回復を見越せば、世界的に利回りが若干上昇する可能性はあります。米国のデュレーションの選好を維持する一方、大きなポジションを取ることは想定していません。ポートフォリオ全般でデュレーションをかなり中立に近い状態で据え置く想定しています。

### 混乱で魅力的になった信用力の高い資産

米国の政府系機関モーゲージ担保証券(MBS)と物価連動米国債(TIPS)は信用力の高い資産ですが、極端な市場の混乱で打撃を受けました。FRBの政策対応もあって、政府系機関MBSは大幅に回復しています。TIPSについては、FRBの継続的な買い入れで流動性状況が正常化し、長期的なインフレ期待が高まるにつれ、回復するはずですが。

米国の非政府系機関MBSや英国の住宅用MBS、その他の多くの資産担保証券(ABS)も、市場の混乱期に打撃を受けました。これらは借り手が多種多様で、概してレバレッジ比率とローン・トゥ・バリュー(不動産評価額に占める借入金の比率)が低いことから、回復力のある資産とみています。PIMCOでは、魅力的な機会が訪れた時点でディフェンシブな性格の資産への投資機会を模索します。

企業クレジットについては、バリュエーションと市場機能への懸念もあり、しばらく慎重なアプローチをとってきましたが、現時点では、リスクに対する十分な補償が見込める、信用力の高い発行体に長期のエクスポージャーを追加する好機があると見ています。今後も忍耐強いアプローチをとるつもりですが、新規発行も含めて、投資適格債、ABS、商業用MBS市場の中で、信用力が最も高いセグメントで、魅力的な投資機会を模索していきます。プライベート・クレジットでも同様に、資本の最適化と魅力的な流動性プレミアムを追求する好機を期待しています。一方、投資適格債、ハイイールド債、ローン市場の信用力の低いセグメントについては、慎重な姿勢を継続します。

### ユーロ圏の спреッドにとって重要なECBの行動

欧州のソブリンリスクのエクスポージャーについては全般に慎重なアプローチをとり、ECBの今後の行動を注視していきます。また長期的には、復元力の高いユーロ圏構築のために、より協調的な財政政策がとられるかどうかにも注目していきます。短期的には、ユーロ圏諸国のスプレッドはECBによって十分に支えられるはずですが。財政のバランスシートへの圧力が高まった時にECBがこの役割を引き受ける用意ができていれば、ECBの買い入れによってスプレッドは大幅に縮小する可能性があります。PIMCOでは事実を注意深く見守っていきます。ECBの行動が、その言葉よりも雄弁に物語ることとなります。

### エマージング市場での慎重なアプローチ

エマージング市場は景気後退に突入しつつありますが、マクロ経済に大きな不均衡はほとんど見当たりません。このためソブリンのバランスシートは、厳しいながらも抑えられた成長ショックに対して、以前よりも強固だと言えます。エマージング諸国の中央銀行や財政当局が、先進国で導入されつつある大規模な防御策を講じることは難しいでしょう。これに加え、原油価格に対するマイナスのショックが続いていることから、エマージング市場については慎重なアプローチにならざるをえません。しかしながら、アクティブ運用にとって混乱は好機につながるはずであり、グローバル市場が回復へ向かう過程で魅力的なリスク・リターンをもたらす厳選した機会を期待しています。

## 過去の実績は将来の運用成果を保証または示唆するものではありません。

全ての投資にはリスクが伴い、価値は下落する場合があります。債券市場への投資は市場、金利、発行体、信用、インフレ、流動性などに関するリスクを伴うことがあります。ほぼ全ての債券及び債券戦略の価値は金利変動の影響を受けます。デュレーションの長い債券及び債券戦略は、より短い債券及び債券戦略と比べて金利感応度と価格変動性が高い傾向にあります。一般に債券価格は金利が上昇すると下落します。低金利環境ではリスクが高まります。債券取引におけるカウンターパーティーの取引能力の低下が市場流動性の低下や価格変動制の上昇をもたらす可能性があります。債券への投資では換金時に当初元本を上回ることも下回ることもあります。モーゲージ担保証券と資産担保証券は金利水準に対する感応度が高い場合があり、期限前償還リスクを伴い、また、発行体の信用力に対する市場の認識に応じてその価格は変動する可能性があります。また、一般的には政府または民間保証機関による何らかの保証が付されていますが、民間保証機関が債務を履行する保証はありません。モーゲージ担保証券と資産担保証券は金利水準に対する感応度が高い場合があり、期限前償還リスクを伴い、また、発行体の信用力に対する市場の認識に応じてその価格は変動する可能性があります。また、一般的には政府または民間保証機関による何らかの保証が付されていますが、民間保証機関が債務を履行する保証はありません。米国政府機関の債務は米国政府からさまざまな形で支援を受けていますが、政府による全面的な保証は付与されないことが一般的です。こうした証券に投資するポートフォリオは保証が付されず、価値が変動する可能性があります。政府が発行する物価連動債(ILB)は、元本価値がインフレ率に連動して定期的に調整される債券です。実質金利が上がった場合、物価連動債(ILB)の価値は減少します。インフレ連動国債(TIPS)は、米国政府が発行する物価連動債(ILB)です。社債には、発行体が元利金の支払い不能に陥るリスクがあります。また社債の価格は金利感応度や発行体の信用力に対する市場の認識、市場の全般的な流動性といった要因の影響により、変動する可能性があります。高利回りで低格付けの証券はより高格付けの証券よりも高いリスクを伴います。また、それらへ投資しているポートフォリオは投資していないポートフォリオに比べてより高いクレジット・リスクと流動性リスクを伴う場合があります。外貨建てあるいは外国籍の証券への投資には投資対象国の通貨価値の変動や経済及び政治情勢に起因するリスクを伴うことがあり、新興成長市場への投資ではかかるリスクが増大することがあります。特定の証券や種類の証券の信用格付により、ポートフォリオ全体の安定性や安全性が確保されるわけではありません。

本資料で言及した投資戦略が、あらゆる市場環境においても有効である、またはあらゆる投資家に適するという保証はありません。投資家は、自らの長期的な投資能力、特に市場が悪化した局面における投資能力を評価する必要があります。投資判断にあたっては、必要に応じて投資の専門家にご相談ください。

デュレーションは、債券価格の金利変動に対する感応度を計測するものであり、単位は年で表されます。

本資料には、本資料作成時点でのPIMCOの見解が含まれていますが、その見解は予告なしに変更される場合があります。本資料は情報提供を目的としたものです。本資料に含まれる予測や推計及び特定の情報は独自のリサーチを基としており、投資助言や特定の証券、戦略、もしくは投資商品の推奨を目的としたものではありません。本資料に記載されている情報は、信頼に足ると判断した情報源から得たものですが、その信頼性について保証するものではありません。

ピムコジャパンリミテッドが提供する投資信託商品やサービスは、日本の居住者であり、かつ法律による制約のない方に対して提供するものであり、かかる商品やサービスが許可されていない国・地域の方に提供するものではありません。運用を行う資産の評価額は、組入有価証券等の価格、デリバティブ取引等の価値、金融市場の相場や金利等の変動、及び組入有価証券の発行体の財務状況や信用力等の影響を受けて変動します。また、外貨建資産に投資する場合は為替変動による影響も受けます。したがって投資元本や一定の運用成果が保証されているものではなく、損失をこうむることがあります。運用によって生じた損益は、全て投資家の皆様に帰属します。弊社が行う金融商品取引業に関してお客様にご負担頂く手数料等には、弊社に対する報酬及び有価証券等の売買手数料や保管費用等の諸費用がありますが、それらの報酬及び諸費用の種類ごと及び合計の金額・上限額・計算方法は、投資戦略や運用の状況、期間、残高等により異なるため表示することができません。PIMCOは、アリアンツ・アセット・マネジメント・オブ・アメリカ・エル・ピーの米国およびその他の国における商標です。本資料の一部、もしくは全部を書面による許可なくして転載、引用することを禁じます。本資料の著作権はPIMCOに帰属します。2020年

(注) PIMCOはパシフィック・インベストメント・マネジメント・カンパニー・エルエルシーを意味しその関係会社を含むグループ総称として用いられることがあります。

ピムコジャパンリミテッド 〒105-0001 東京都港区虎ノ門4-1-28 虎ノ門タワーズオフィス18階 TEL: 03-5777-8150

金融商品取引業者: 関東財務局長(金商)第382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