

債券市場の見通し： 新型コロナウイルスの影響と 課題への対応

債券運用部門CIOのロー・グアン・イーが、新型コロナウイルス発生後の債券運用チームの戦略についてご説明します。



ロー・グアン・イー
イーストスプリング・インベストメンツ
(シンガポール) 債券運用部門 CIO

Q. 2020年の年初から、世界経済の見通しは変化しましたか？

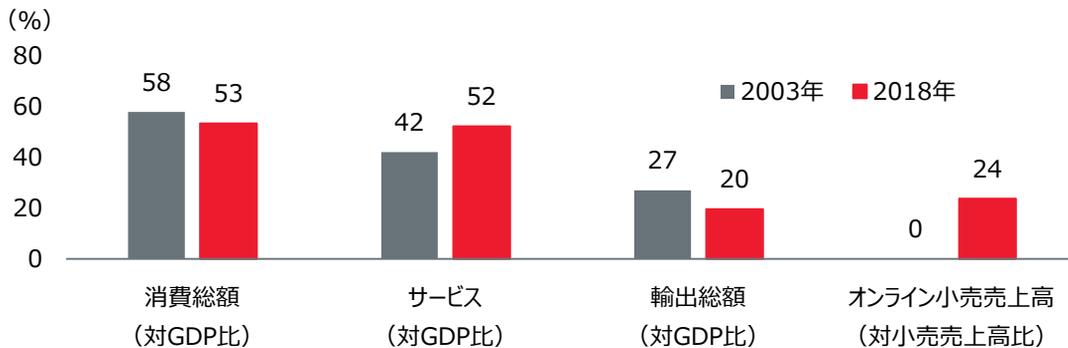
年初、2020年の世界経済は、良好な状態にあると見ていました。2020年1月中旬、米中貿易交渉の第一段階の合意により、景況感や投資家心理は好転しました。主要なグローバル購買担当者景気指数（PMI）や製造業関連のデータ等でも回復の兆しが見られていました。しかし残念なことに、中国・武漢で発生した新型コロナウイルスの感染拡大により、現在の世界経済の成長見通しには、暗雲が立ち込めています。特に中国、また中国経済と強いつながりがあるシンガポール、香港、タイなど、アジアの特定の国や地域では、今年の第1四半期の景気に関するデータは弱含むと考えられます。

中国はいくつかの都市の封鎖や、渡航制限を決行しました。前例のないこうした対策は感染拡大の抑制には有効であるとみられる一方、経済的副作用も甚大であると考えられ、中国のみならず世界中に大きな影響を与える可能性があります。

Q. 2003年、SARSが流行した後の中国およびアジア経済の急激な回復を理由に、今回の新型コロナウイルスの影響による経済見通しの悪化を一時的なもののみならず投資家も少なからずいます。こうした意見については、どのように考えていますか？

2003年を参考にすることはできますが、今日の中国経済は当時と大きく異なっていることを認識する必要があります。まず、サービス部門が中国経済の約52%（2018年）と大きな割合を占めるようになってきました（次ページ図表参照）。また、負債総額が対GDP比275%にのぼる現在の中国では、経済政策支援の規模は、当時と比べて限定的となることが見込まれます。

加えて、中国経済の構造的な成長減速もあり、SARSが流行した当時と比較して、今回の景気回復にはより多くの時間を要すると考えられます。今回の新型コロナウイルス感染拡大の結果、2020年の第1四半期には中国の経済成長は約+4.8%まで減速すると予測され、通年目標である+6%の実現は難しいと予想されます。

(図表) 中国の2003年と2018年の状況には大きな違い


出所：CEICのデータに基づき、イーストスプリング・インベストメンツ作成。

中国の経済減速による、世界の他地域への影響がより大きくなると考えられます。2003年以降、中国の世界の原油需要におけるシェアは約2倍、世界の観光支出におけるシェアは約7倍に増加しました。また中国はグローバルサプライチェーンの重要な役割を担っているため、韓国や欧州などではすでに自動車産業における部品不足や工場閉鎖に追い込まれるなどのリスクが報告されています。

Q. 中国経済の急激な減速に備えなければならぬと考えていますか？

依然として動向を注視する必要はありますが、いくつか楽観的な材料もあります。2003年にSARSの感染拡大に見舞われた北京と広東省は、中国でも重要な2つの経済地域であり、GDPのシェアでは合わせて中国全土の約14.5%を占めていました。一方、新型コロナウイルス感染の大部分は武漢に集中し、武漢のある湖北省におけるGDPのシェアは中国全土の約4.5%に過ぎません。

また、2003年には中国ではインターネットへのアクセスが不十分で、eコマースは登場し始めたばかりでした。しかし最近では、オンラインでの小売売上高が中国の小売売上高全体の20%を占めるまでに拡大しています。そのため、中国の小売・卸売業への悪影響は過去に比べて小さくなる可能性があります。

中国当局はより緩和的な金融政策を展開するとみられ、私たちは今年前半に一段の政策金利引き下げの余地があると考えています。預金準備率の引き下げ、中期貸出ファシリティ(MLF)や公開市場操作などの手段を通じて、

銀行システムへの短期および長期の流動性供給を行う可能性があります。中国人民銀行(中央銀行)は、現時点では、インフレ懸念よりも金融システムの安定と経済成長を優先するものと思われます。

緩和的な金融政策に加え、インフラ投資、支払利息の助成、経済的な影響を受けやすい企業の税負担の軽減または免除の実施など、当局による拡張的な財政政策の展開も見込まれます。また医療機器業界などを対象にした政策支援の可能性もあります。

Q. 債券運用チームは、この困難な局面をどのように乗り越えていきますか？

予想を下回る経済指標やウイルス封じ込め対策の有効性に対する懸念の高まりなどにより、今後も市場のボラティリティが一段と高まる可能性があります。アジアでは経済への影響を考慮した緩和的な金融政策がとられることが想定されるため、アジア債券の投資戦略として今後もデフレーションを長めに維持する方針です。これにより、投資家のリスク回避姿勢が再度みられた時、クレジット部分のヘッジとなることも期待されます。

今後も低金利の環境が続き、投資家の利回り追求の需要により、市場が長期的に下支えされる展開が予想されるため、私たちは米ドル建てアジア社債、特に高利回り社債のオーバーウェイトを維持しています。米ドル建てアジア社債市場のJPモルガン・アジア・クレジット・インデックスのうち、新型コロナウイルス感染拡大の影響を直接受ける可能性のある業種は、約1.4%と考えています。

アジアの社債の中でも、私たちは中国の高利

回りの不動産デベロッパーに対して強気の見通しです。年後半に状況が安定すれば、抑圧されていた需要（繰延需要）が表面化することにより売上が回復すると考えています。不動産デベロッパーの多くは、実店舗を閉鎖し、オンライン販売に切り替えています。さらに、デベロッパーの所有する土地は分散しており、武漢を含む湖北省の土地の比率は全社平均4-5%程度にとどまると試算しています（床面積ベース）。規制緩和と市場の力強い需要を背景に年初の新発債の発行が好調だったことなどを考慮すると、多くの不動産デベロッパーは、海外の投資家からの需要を受けてすでにある程度の資金調達を完了したとみられます。これにより、市場の需給環境への懸念が軽減すると考えられます。また政府にも、デベロッパーの資金調達に関する条件を緩和する多くの政策があると考えます。

私たちは、新型コロナウイルスの直接的または副次的な影響によりクレジット・スプレッドが拡大する可能性のある業種については、投資のタイミングに注意を払っています。具体的には、マカオの娯楽、小売、レジャー、ホテル、航空業界、また香港の不動産デベロッパー、コングロマリット、そして中国の自動車販売業者などが含まれます。より大きな影響を受ける業種に対しては政府が優先的に支援を行っていくと考えられますが、そうでない業種の発行体については、保有比率の引き下げを検討します。

興味深いことに、ウイルスの封じ込めが確実に完了していないにもかかわらず、旧正月休みの前に堅調であった債券発行が再開しているものとみられます。また、新興国債券市場への資金流入は1月下旬にかけて鈍化、現地通貨建て債券は2月の第1週に流出超となりましたが、新興国の米ドル建て債券への資金流入は比較的底堅く続いています。

私たちは、引き続き現在の基本シナリオに影響を及ぼしうる、新型コロナウイルスの感染動向や世界各国の経済指標を注視していきます。

※JPモルガン・アジア・クレジット・インデックス（JACI）はJ.P. Morgan Securities LLCが算出、公表しているインデックスであり、著作権、知的財産権はJ.P. Morgan Securities LLCに帰属します。

<当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業に言及することがありますが、当該企業の株式について組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。