

# 回復への道筋： 次は何か？

FRANKLIN TEMPLETON THINKS™

GLOBAL INVESTMENT OUTLOOK

2020年4月

全体像に焦点を当てる

中国：新型コロナウイルス危機を  
脱する

未曾有の経済ショックは数四半期  
にわたり影響を及ぼす公算大

正常化に向けた政策的懸け橋

新型コロナウイルス危機局面で  
時代は急速に変化

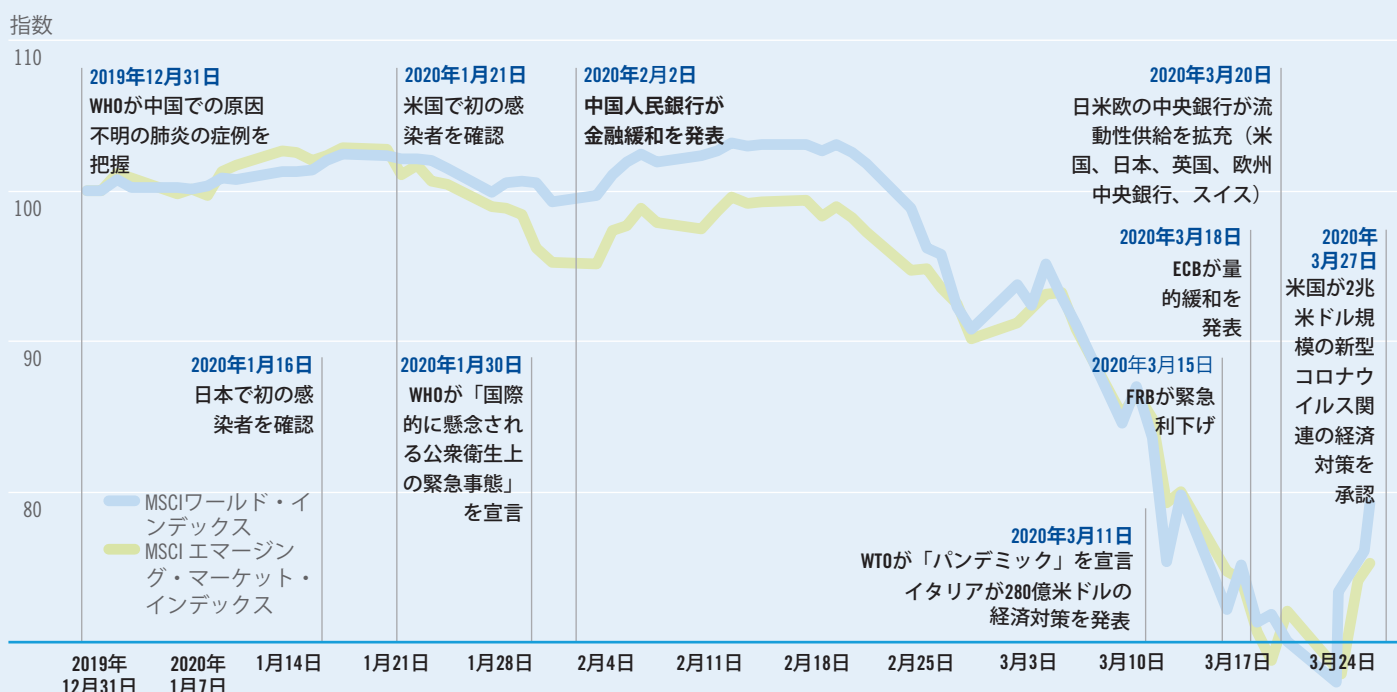


## はじめに

わずか数ヵ月前の2020年の経済・市場見通しからすれば、時代が変化したことは間違いありません。新型コロナウイルスの感染拡大は深刻かつ予期せぬショックをもたらし、世界中の人々や市場に影響を及ぼしました。多くの投資家はこの需給ショックをいかに乗り越えるべきか思案し、ここからどこに向かうのか疑問に感じています。新型コロナウイルス危機の規模が未曾有のものであることは明らかですが、弊社の運用責任者には先行き不透明かつ変動の激しい局面を幾度となく乗り越えてきた経験があります。そうした危機が終息した場合にどのような回復パターンをたどるのかその道筋を示すとともに、投資の視点をいくつか解説します。

### 2020年の目まぐるしい展開と市場のボラティリティ

2019年12月31日－2020年3月27日



出所:世界保健機構 (WHO)、ブルームバーグ、Franklin Templeton Capital Market Insights Group、MSCI、マクロボンド。各インデックスは運用されているものではなく、また、これらインデックスに直接投資することはできません。過去の運用実績は将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。データ出所に関する詳しい情報については [www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com) を参照下さい。

上記の図は説明のみを目的に作成されたものであり、フランクリン・テンプレトンのいかなるファンドのパフォーマンスやポートフォリオ構成を示すものではありません。

## 主なポイント

- 我々は基本シナリオを2つの構成要素に分けています。1つは新型コロナウイルス感染拡大とその足元の影響です。もう1つは景気を支える経済ファンダメンタルズです。経済ファンダメンタルズへの影響を示す各種データ、市場の反応、世界中の経済活動への大きな重石から我々の基本シナリオは景気後退にシフトしています。我々はこのような先行き不透明な環境では分散投資が極めて重要になると考えています。中長期的な先行きは明るいと思っており、こうした極端な市場の下落を利用して徐々にポートフォリオの組み替えに着手しています。
- 中国は国内の新型コロナウイルス感染拡大の封じ込めに成功しているようです。全体的に感染者数は大きく減少しており、経済活動も再開しています。政府は封じ込めから経済の正常化に軸足を移しており、ビジネス環境の改善に向けて規制は徐々に緩和されつつあります。一方、広範囲かつ無数の行動変化が中国全土で起きています。
- 我々は、新型コロナウイルス感染拡大による総需要ショックの大きさは市場ではまだ過小評価されている可能性があると考えています。あらゆる国、地域、大陸において経済活動が停止しています。世界中の人々が外出できず、出社できず、店やレストラン、映画、スポーツイベント、休暇に行けず、何もできない状況が何ヵ月も続いた場合に、一体どうなるかについていかなる優れた経済モデルでも十分な試算を行うことはできません。世界的に前代未聞の大規模な経済ショックが起きており、今後数四半期にわたり影響は続く見通しです。
- いまのところ誰もが心に抱く大きな疑問は景気悪化がどれほど深刻なものになるのか、この先どのような景気回復が待ち受けているのかということだと考えます。3月、4月と経済活動が深刻な収縮に見舞われることは間違いありません。しかし、金融・財政政策による対応が迅速かつ断固としており、適切に策定されていることはプラス材料です。個人や企業にとってこうした財政・金融政策のポリシーミックスは景気悪化を乗り越え、堅固な景気回復に向けてお膳立てを整える懸け橋になる可能性があると考えます。

## 本稿に登場する運用責任者



**Dr.マイケル・ハッセンスタブ**  
テンプレトン・グローバル・マクロ・グループ  
最高投資責任者(CIO)



**スティーブン・ドーバー、CFA**  
株式運用部門ヘッド



**Dr.ソナル・デサイ**  
フランクリン・テンプレトン債券グループ  
最高投資責任者(CIO)



**エド・パークス、CFA**  
フランクリン・テンプレトン・マルチアセット・ソリューションズ  
最高投資責任者(CIO)



**マンラジ・セクホン、CFA**  
フランクリン・テンプレトン・エマージング株式・グループ  
最高投資責任者(CIO)

# 全体像に焦点を当てる

エド・パークス、CFA

フランクリン・テンプレートン・マルチアセット・ソリューションズ、最高投資責任者 (CIO)

ジーン・ポドカミナー、CFA

フランクリン・テンプレートン・マルチアセット・ソリューションズ、ヘッド・オブ・マルチアセット・リサーチ・ストラテジーズ

ワイリー・トレット

フランクリン・テンプレートン・マルチアセット・ソリューションズ、ヘッド・オブ・クライアント・インベストメント・ソリューションズ

明らかに世界は大規模なパンデミックの渦中にあり、リアルタイムで影響を受けています。このような時期には、ポートフォリオの構成を議論する際に全体像に焦点を当てることの重要性について再認識させられます。このような先行き不透明な時期であっても我々の運用チームは分散効果が高く、「脆弱性に強い」ポートフォリオの構築に努めています。

今のところ我々は基本シナリオを2つの構成要素に分けています。1つは新型コロナウイルス感染拡大とその足元の影響への対応です。もう1つは景気を支える経済ファンダメンタルズへの対応です。

新型コロナウイルスの話から始めます。経済ファンダメンタルズへの影響を示す各種データ、市場の反応、世界中の経済活動への大きな重石から我々の基本シナリオは景気後退にシフトしています（これは一般的なコンセンサスに沿うものです）。本稿の執筆時点で新型コロナウイルスの感染は拡大を続けており、年央にかけてピークを迎える可能性があります。これに伴い世界は急激かつ深刻な景気後退に陥る見通しです。

しかし、中国では新規感染者数が減少し、安定し始めており、経済活動もやや

上向いてきました。とはいえ、まだ外出を手控える人が多く、サービス業は動きが鈍いままです。

## 政策対応：ここからどこに向かうのか？

政策対応に目を向けると、世界の多くの中央銀行が金利をゼロ近辺にまで引き下げるなど積極的な行動に踏み切っていることは間違いありません。世界各国の金利や金融緩和と政策は実質的な下限で収束しつつあります。その意味するところは、特に米国と欧州の中央銀行はもともそれほど高くなかった水準から金利を引き下げ始め、金利は下限に迫っているということです。欧州の金利は危機前からすでにゼロに近く、政策運営の余地ははるかに限られていました。

2008–2009年の世界金融危機の際にも見られたように、資産購入プログラムなどの流動性対策をはじめ、他の政策ツールが活用されていることは明るい材料です。

市場はここからどこへ向かうのかについて、アルファベットのどの文字に似た回復軌道をたどるのか様々な議論が沸き起っています。我々の基本シナリオでは、

景気は徐々に後退するものの、明確な谷は形成せず、徐々に回復するU字型を想定しています。楽観シナリオは、景気は急激に後退し、明確な谷を形成しますが、後退局面は短期間にとどまるという想定です。悲観シナリオでは景気はいずれ最終的には回復するというL字型を予想しています。

我々の見方はU字型に強く傾いていますが、回復局面では大きな浮き沈みが見込まれます。回復が遅れるのは、需要ショックにより企業と家計が圧迫され、失業率の上昇やデフォルトの増加につながる可能性が高いからです。これが回復局面を通じて総需要にぬぐいがたい下振れ圧力をもたらします。明るい材料として、我々の基本シナリオでは、新規感染者数のピーク、抗ウイルス薬の改良、季節要因に基づく追い風などの観点から見て、2020年第2四半期が終わる前にウイルスの最悪期を迎えると予想しています。回復テンポが鈍く、浮き沈みを伴うU字型になる可能性もあります。興味深いことに、また、典型的な市場の動きになります。市場は短期的にはセンチメントに左右される傾向があり、中長期的にはファンダメンタルズに反応する傾向があります。

とりわけ株式市場のバリュエーションは今回の危機以前から割高感があり、いわゆる「完璧な株価 (priced for perfection)」の状態だったという見方もありました。バリュエーションに割高感がある場合、センチメントが上下に大きく変化すると、市場は急激な反応を示す傾向があります。

“ 先行き不透明な時期であっても、我々の運用チームは分散効果が高く、『脆弱性に強い』ポートフォリオの構築に努めています。 ”

## 感情的要因を区別する

大局的にみると、市場のボラティリティが高まったことは明らかです。我々は今回の新型コロナウイルス危機を、需要と供給の両面で観察できる成長に対するショックであるとみています。以前から指摘してきたように、こうした先行き不透明な環境では分散投資が重要になります。

我々は中長期的な見通しは明るいとみており、今回の極端な市場の下落を利用し

て徐々にポートフォリオの組み替えに着手しています。もちろん、短期的には新型コロナウイルス危機の影響でさらに数ヵ月間は値動きの荒い展開は続くと思料しています。

我々はリターンをもたらすファンダメンタルズ面の経済的要因に起きていることと感情的要因を区別しようとしています。そうすることでマクロ経済的な背景に注目したいと考えています。我々はこのようにポートフォリオを調整しようと考えてい

ます。感情的影響にとらわれずに長期的な投資機会が存在すると思われる先を見据えます。ここしばらく蚊帳の外に置かれていた資産クラスへの分散投資にも努める方針です。

# 中国：新型コロナウイルス危機を脱する

マンラジ・セクホン、CFA

フランクリン・テンプルトン・エマージング株式・グループ 最高投資責任者 (CIO)

中国は国内の新型コロナウイルスの封じ込めに成功しているようです。全体的に感染者数は大きく減少しており、ウイルスの発生源である湖北省でさえ経済活動を再開しています。

中国は短期的に新型コロナウイルスの封じ込めに多大な代償を払いましたが、いまや新たな局面に移行しており、新規感染者は中国国外が中心となっています。当初は厳しく、容赦ないと思われていた対応はその正しさが証明されており、世界の他の地域でも必要とされているようです。中国政府は封じ込めから経済の正常化に軸足を移しており、ビジネス環境の改善に向けて規制は徐々に緩和されつつあります。一方、広範囲かつ無数の行動変化が中国全土で起きています。

## 経済指標：回復の見通し？

直近の中国の経済指標は現代において最悪の水準にあります。2020年1-2月の期間を見ると、社会消費品小売総額は前年同期比20%減、輸出は同17%減、固定資産投資は同25%減、工業生産は

同13%減となりました。世界的にボラティリティが高まっていることから、世界の投資家の多くはいまのところこうした経済指標には注目していない可能性があります。他国でも同様の事態に見舞われることを示唆していると考えます。

今年はいままでのところ経済指標は悲惨な内容ですが、景気は2020年第2四半期から回復に転じ、2020年の国内総生産 (GDP) 成長率は5%を下回ると予想しています。中国政府は雇用を優先し、すでにGDPを2010年比で倍増させる目標 (今年は6%成長が必要) を断念しています。

歓迎すべきプラス材料は原油価格の下落です。原油の純輸入国 (60%を輸入に依存) として中国には追い風となり、消費者、大半の企業、中央政府にとって直接的な支援要因になります。原油価格が1バレル40米ドルを下回ると、政府には思いがけない大きな利益となり、同20-30米ドルになると、歳入が200-400億米ドル押し上げられると予想されます。

## 経済対策

中国の指導者層は現在、GDPより雇用を重視しています。経済指標は今後もしばらくは低迷する可能性が高く、今後も景気テコ入れ策を温存してきた中国政府からの政策発表が見込まれます。

金融政策は預金準備率の引き下げを通じてすでに緩和され、流動性と金融市場を支えてきました。中国人民銀行が新型コロナウイルス感染拡大の影響を受けた業種の支援に向けて低利の特別借り換え資金を提供するとともに、商業銀行も影響を受けた企業を対象に貸出金利を引き下げています。さらに、財政部は中小企業向けの利息補助や地方政府向けの支援に乗り出しています。

我々の見方では、特にサービス業で雇用の大きな受け皿となっている中小企業に対しては支援を拡大する必要があると考えます。我々は雇用の支援に向けて減税、各種手数料の引き下げ、信用支援の拡大などの所得対策が打ち出されると予想しています。

“中国は現在の難局をある程度見越しており、また政府の支援もあり、比較的粘り強さを発揮してきました。主要経済諸国の中では、中国は新型コロナウイルスの影響が最も少ない国の1つになる可能性があります。”

また、新分野（5G、ハイテク関連）と旧分野（道路、鉄道など）双方で今年はインフラ投資が拡大すると予想しています。各地方特定のニーズに合わせて地方府の政策支援も拡充される見通しです。

不動産市場では長期的な改革は続けられています。足元では柔軟な対応が必要です。土地の売却収入は地方政府にとって不可欠であり、建設プロジェクトは雇用の伸びを後押し、不動産市況の好調は消費を喚起します。不動産デベロッパーはいまのところ資金調達先が概ねシャドーバンキングに限られており、資金支援（もしくは規制変更）が必要になる可能性があります。

中国政府は活用できる政策手段が多く、財政資金も豊富です。例えば、中央政府の財政赤字はGDPの2.9%と少なく、金利水準が高いことから、利下げ余地も大きくなっています。中国の指導者層は持続的な数値目標を採用しています。

### 企業をめぐる先行き楽観論

中国は現在の難局をある程度見越しており、また政府の支援もあり比較的粘り強さを発揮してきました。主要経済諸国の中では、中国は新型コロナウイルスの影響が最も少ない国の1つになる可能性があります。内需関連企業は輸出企業など海外収益への依存度が高い企業に比べ回復が早いとみられることから、我々は内需関連企業に注目しています。

中国は新型コロナウイルスの封じ込めに続いて、2月は隔離規制の下で人々を職場に復帰させる方針に切り替えました。3月は稼働率を引き上げており、様々な高頻度のオルタナティブデータから生産は80%を上回る水準まで回復したことが示唆されています。4月は生産の正常化が一段と進むと予想しています。

2020年第1四半期は中国国内でのサプライチェーンの問題が広がりましたが、第2四半期は欧米諸国の経済活動の停止に伴い外需が苦戦するとみえています。これまでのところ2020年の通期見通しを修正する企業はほとんどなく、大半の企業が第1四半期決算の結果を待っています。我々は4月以降に下方修正が行われる可能性が高いと予想しています。大半の企業は新型コロナウイルスに左右される環境に適応していますが、先進国市場の需要破壊により一部の企業では業績が一段と落ち込む見通しです。売上高、純利益、市場予想は下方修正される必要が高まると考えます。

アジアの他の国々がロックダウンに踏み切っているため、短期的には中国に生産拠点が戻る可能性もありますが、その一方で長期的には世界のサプライチェーンを欧米やその他の地域に戻す動きが広がる可能性は高くなっていると考えます。影響が現われないうちに世界的に生産拠点のローカル化が一段と進行するとみられます。

しかし、中国経済は現在、内需が中心となっており、我々は内需関連企業について明るい見方をしています。消費関連株の多くは目的的には軟調な展開になる可能性があります。多くの地域で需要が遅れているからですが、需要が崩壊しているわけではありません。同様に、金融株とセメント株についても2020年第1四半期は冴えず、その後、一般的に回復に向かうと予想していますが、国有銀行は景気のコトコトに向けて収益を犠牲にして「国家への奉仕」を迫られる可能性があります。大きなダメージを受けるのは外需関連企業や旅行・娯楽関連企業になるとみられます。

また、企業が粘り強さや適応力を発揮している際立った例もあります。中国の何百万人もの学生は課外授業を数日でオンラインに切り替えました。医療機器メーカーは国内危機に対応して人工呼吸器や集中医療機器を急ピッチで生産しただけでなく、イタリアなど新型コロナウイルスの影響を受けた海外の国にも率先して供給しています。インターネットやクラウドコンピューティングの企業ではユーザーやデータの数が急増しています。多くの欧米諸国で見受けられるような時代遅れのネットインフラによる制約は見られません。

### ポートフォリオへの影響

- 先入先出法：新型コロナウイルスは中国で封じこめられました。いまや欧米諸国における需要破壊とそれに関連する流動性、企業のストレスが大きな経済リスクの源になっていると思われる。
- 我々は需要の積み上がりと政府の景気対策により国内経済は2020年第2四半期に急回復すると予想しており、この場合、主に先進国市場の経済活動が先行きのリスク要因になると考えます。
- 成長見通し：我々は中国は他の市場

をアウトパフォームすると予想しています。しかし、世界各国で打ち出された大規模な金融・財政のポリシーミックスによって、先進国市場において新型コロナウイルスの急速な蔓延に伴う経済的影響が食い止められる可能性もあります。我々が予想する中国のV字回復につながるかどうかはなお不透明です。

- 中国株については近年のアウトパフォーマンスにより、昨年末にMSCIエマージング・マーケット・インデックス<sup>1</sup>における組入比率が35%から41%に引き上げられました。投資家は中国株の重要性の高まりを認識する必要があると考えます。
- 我々が注視している長期的な問題点は以下の通りです。

- 欧米諸国における需要破壊の程度と期間。短期的にはデフレショックに見舞われる可能性が高くなっていると考えます。金融システムに過剰な負荷がかからないことが重要です。
- キーテクノロジー、医療、工業製品のサプライチェーンへの影響と、エンドユーザーが安定供給の確保にどのくらいの対価を支払うかという問題。
- Eコマース（電子商取引）やクラウドコンピューティングの拡大などテクノロジーが一段と急速に普及する可能性が高いことから、永続的な行動変化が追い風になりうる企業が恩恵を受けると考えます。

Eラーニング、オンライン医療、在宅勤務の促進につながる事業などにも投資機会があると考えます。

ポートフォリオでは、消費のプレミアム化、デジタル化、医療、テクノロジーなどの長期的なテーマに基づいたポジションとなっています。足元では新型コロナウイルスをきっかけにこうした長期的なテーマに当てはまる商品の採用や行動が加速していることから、我々のポートフォリオの変更はこれまでのところ限られたものとなっています。

## 未曾有の経済ショックは数四半期にわたり影響を及ぼす公算大

Dr.マイケル・ハッセンスタブ

テンプレートン・グローバル・マクロ・グループ、最高投資責任者(CIO)

言うまでもなく全世界はいまや、金融市場のみならず、日常生活においても、未曾有の事態に直面しています。我々の一番の思いは世界中の家族、友人、顧客、同僚の安心安全にあります。残念ながら、我々の共同体、そして個人の安心安全に対する脅威は今回の新型コロナウイルス危機だけで終息するわけではありません。現在、耐え忍んでいる未曾有の経済・金融市場ショックは2008年の世界金融危機より深刻で、戦後に訪れたどのショックよりも破壊力がある可能性があると考えます。

新型コロナウイルスがパンデミックになる前から世界は危険な状態にあり、このことが事態を一層複雑にしています。地政学的リスクの高まり、貿易問題をめぐる緊張、政治的二極化のエスカレート、先進国の放漫財政、主要経済国の永続的な低金利、クレジットセクターの過剰債務によって経済・金融市場ショックに極めて脆い環境がもたらされました。我々は数四半期前からこうしたリスクについては懸念しており、2019年から安全資産への投資を追加し、様々な新興国の組入れを調整することでポジションを組

み替えてきました。我々は新型コロナウイルス危機や直近の原油価格の急落をはっきりと予想していたわけではありませんが、こうした未知の引き金によって脆弱なシステムが瀬戸際に追い込まれる可能性があることについては懸念していました。

不幸にも我々はいまやその一線を踏み越え、世界の経済活動に突如として大規模な混乱が生じています。これまでに相場は大きく売り込まれ、前代未聞の政策介入も行われていますが、我々の見方で

は総需要ショックの大きさは市場ではまだ過小評価されている可能性があります。米国のGDPは過去に北東部で一週間続いた風雪によって支障を来したことが何度かありました。新型コロナウイルス危機はこれまでの数百倍もの破壊力があり、あらゆる国、地域、大陸の経済活動が停止しています。世界中の人々が外出できず、出社できず、店やレストラン、映画、スポーツイベント、休暇に行けず、何もできない状況が何ヵ月も続いた場合に、一体どうなるかについていかなる優れた経済モデルでも十分な試算を行うことはできません。前代未聞の大規模な経済ショックが起きており、今後数四半期にわたり影響は続く見通しです。

我々の評価では、財政・金融政策による対応も同様に前例がないものですが、十分ではない可能性があります。多くの国がゼロ金利の下限に達しており、中央銀行のバランスシートも急拡大しています。十年間続いた緩和政策によって金融緩和の限界効果も大きく低下しています。財政政策については米国の経済対策の狙いは消費の喚起ではなく、ソーシャル・ディスタシング（社会的距離）政策のための経済的な応急措置にあります。財政政策の乗数効果は小さく、経済効果は限られるとみられます。さらに、大規模なレイオフによって消費者行動は変化し、安全性と貯蓄を優先するあまり支出は削減される可能性が高くなっています。歴史が証明しているように、雇用が危機前の水準に戻るには数年を要します。2008年の世界金融危機後では6年を要しました。

危機時に社会的支援を行う取り組みは確かに重要です。しかし、需要サイドを穴埋めするには十分ではない可能性があります。これほど短期間にこれほど多くの総需要が破壊されることも、これほど多くの職が失われることも過去にはありませんでした。

投資の観点からすると、世界的に経済への影響が初期段階にある中、さらにリス

“これほど短期間にこれほど多くの総需要が破壊されることも、これほど多くの職が失われることも過去にはありませんでした。”

クをとるのは時期尚早だと考えます。我々は現在、特定の安全資産への投資に注目する一方、国内経済が比較的底堅く、利回りが高い一部の新興国を重視しています。利回りが低いか、あるいはマイナス圏にある先進国の債券は歴史的な低金利で上値余地が限られており、我々はこうした先進国の債券とは異なる資産にアルファを追求しています。我々の目標は、脆弱な資産クラスとは相関関係が低いポジションを構築し、高いインカム収入を確保しながら投資資金を保全することにあります。また、投資機会が生じた際に直ちにそうした投資機会を利用できるように、キャッシュや米国短期国債の保有を高めておくことも重視しています。我々は世界金融危機の際も同様の運用方針を採用しており、当時も危機がピークに向かっている間はディフェンシブなスタンスで臨み、その後、初期の回復局面で価格の歪みを適宜利用する戦略に舵を切りました。

2008年の世界金融危機の後がそうであったようにV字回復を見込む向きもあるようです。そうなる可能性もありますが、我々の見方ではその可能性は低そうです。我々は最終的にU字回復になると予想しており、そのU字の幅がどのくらい広くなるかは依然不透明です。パンデミックがいつまで続くのか、どこまで拡散するのか、ロックダウンの指示はいつまで必要なのかはなお未知数です。また、失業率の上昇、深刻な経済苦境、前代未聞の財政介入というこれまでもとは正反対の世界に足を踏み入れることで、社会がどのような姿を見せるのかも不透明です。失業率は低水準（3.5%）にありながら今

回の危機が訪れる前から米国では経済格差がすでに社会対立の火種になっていました。景気の急激な悪化でこうした問題は深刻化するとみられます。逆境を糧に人々がひとつにまとまるのか、あるいは二極化が進むのかまだわかりません。新型コロナウイルス危機後の時代の金融市場はこうした懸念によって形作られることとなります。



# 正常化に向けた政策的懸け橋

Dr.ソナル・デサイ

フランクリン・テンプレートン債券グループ、最高投資責任者(CIO)

いまのところ誰もが心に抱く大きな疑問は、景気悪化がどれほど深刻なものになるのか、この先どのような景気回復が待ち受けているのかということだと考えます。経済活動の大部分が実質的に停止されることで、3月、4月と経済が非常に深刻な収縮に見舞われることは間違いありません。しかし、金融・財政政策による対応が迅速かつ断固としており、適切に策定されていることはプラス材料であると考えます。

米連邦準備理事会 (FRB) は無制限の量的緩和 (QE) 政策を発動し、資産購入の対象を社債や上場投資信託 (ETF) にも広げました。また、企業、家計向けの資金支援策として新たな措置を発表しました。先頃米国で承認された財政対策法案は、影響を受けた個人への現金支給、失業給付の拡充、小規模企業や病院、医療センターの支援などが柱となっています。

個人や企業にとってこうした財政・金融政策のポリシーミックスは景気悪化を乗り切り、堅固な景気回復に向けてお膳立てを整える懸け橋になる可能性があると考えます。今回のポリシーミックスを救済措置と呼ぶと見当違いになりそうです。というのも個人や企業が現在直面している苦境は、予期せぬ外的ショックによってもたらされたものであり、個人や企業の軽率な行動によるものではないからです。どんなに有効な事業戦略をもってしても企業はその影響から逃れることはできなかったでしょう。とはいえ、今後の行方は主として現在のシャットダウンがいつまで続くのかにかかっています。現在の規制が数ヵ月かそれ以上続いた場合、雇用の喪失や倒産というダメージの修復には長期間を要すると考えます。しかし、今後数週間で現在の対策が緩和され、

経済の正常化に向けて動き出すことができれば、私の見方では、V字回復が引き続き最も有力なシナリオになります。現時点でU字型やL字型のシナリオ (後者は不況を意味します) は基本シナリオというよりテールリスクになると思います。

他の国も断固とした経済対策を発動していることも指摘しておかなければなりません。当初は曖昧な態度をとっているように見えた欧州中央銀行 (ECB) も、ユーロ圏の経済を支え、金融の安定を保証する決意を表明しました。ドイツは財政収支の均衡という長年の公約を破棄しました。そしてユーロ圏の多くの政府は今回の危機対応の資金を調達するユーロ共同債の発行支援で合意しており、これも異例の対応です。G7 (主要7ヵ国) についてはグローバルな協調対応の欠如を心配する声も多くなっています。しかし、新型コロナウイルス・ショックという共通の事象が事実上、同時対応を可能にしており、同じ効果をもたらすと考えます。一方、世界経済の成長の重要なけん引役であるアジアでは快方に向かっているとみられ、世界的なサプライチェーンの機能が徐々に回復することなどにより世界経済の回復を後押しすると考えられます。

危機後の景気回復の先行きを見通す上で重要と思われるもう1つの要因についてお話します。これまでの危機の教訓として深刻な景気後退は生産の喪失という点ではダメージを長引かせる可能性があります。景気後退が銀行危機を伴わない場合は、ダメージは大幅に緩和されます。新型コロナウイルス危機が直撃した際、米国景気は堅調で、失業率は過去最低水準にあり、金融セクターも健全な状態にありました。FRBによる迅速かつ目標を絞った支援のおかげで銀行危機が起きる可能性は極めて低く、その結

果、ダメージは少なく、景気回復が後押しされると考えられます。

景気が回復軌道に乗れば、貴重な投資機会が訪れると考えます。一部の債券市場は流動性や市場のストレスによる影響を大きく受けており、信用の質のファンダメンタルズはそこまで悪化していないにもかかわらず、それに反してスプレッドは大きく広がっています。投資適格債はもちろんのこと、ハイイールド債でさえ特に優良銘柄の中にはファンダメンタルズが魅力的な銘柄があり、そうした銘柄の物色を開始する好機であると考えます。投資適格債の中には2月は10ベーシスポイント (bps) で推移していたスプレッドが、直近では300bps近くまで広がっている銘柄もあります。現在の市場の混乱が投資機会を生み出していることは明らかです。地方債市場におけるレバレッジ取引の解消もファンダメンタルズ面で値ごろ感のある銘柄への投資機会を提供しており、モーゲージ証券も同じ状況になると予想しています。従来からインカム収入と質を重視する我々の地方債グループの戦略はこうした局面で特に真価を発揮してきました。

# 新型コロナウイルス危機局面で時代は急速に変化

スティーブン・ドーバー、CFA  
株式運用部門ヘッド

世界中がいまや「新型コロナウイルス危機局面」にあり、新型コロナウイルスによって社会、文化、経済がかつてないほど急速に変化しています。今回のパンデミックの期間や深刻さがわからないだけに、投資家にとってどのような投資機会や脅威が待ち受けているのか予測するのは困難です。

ここ数週間で起きたことは注目すべきことです。比較的好調でなおかつ改善しつつあった経済指標と歴史的な低水準の失業率を支えに、米国株式市場が2月19日に過去最高値を更新したかと思えば、世界経済はフリーズし、ほぼ停止することを余儀なくされました。世界の株式市場は35%以上下落し、その後、急反発しました。

景気の先行きをめぐる議論の焦点は、不況に向かっているのか、あるいはV字型、U字型、L字型のいずれの回復になるのかということにあるようです。財政・金融政策の対応に際立った違いがあるだけに、大恐慌と比較することには賛成しません。大恐慌の際は政策当局が金融政策を引き締め、間違った財政支援を行い、貿易障壁を引き上げ、銀行や産業に対する規制を強化しました。政策当局はそうした間違いから学んでおり、現在の世界の対応は当時とは正反対のものとなっています。我々は投資家として、新型コロナウイルスの封じ込めと治療、政府による財政・金融政策の対応、投資する企業への影響を注視しています。

## 概説

投資家はポートフォリオのリスクというより先行き不透明感に直面しています。市場は毎日、記録的な乱高下に見舞われています。同時に、様々な資産クラスの値動き（米国国債を除く）と一部の株価が高い相関関係を示しています。これは行方の知れない新型コロナウイルス感染拡大の期間や深刻さ、その経済的影響に対する先行き不透明感が市場に広がっているためだと考えます。通常であれば、プロの投資家はリスクに着目し、測定可能な確率を用いて未知の結果の可能性に対応します。現在、我々が直面している先行き不透明感はこのパンデミックの期間や深刻さを評価できないという点で異質なものです。今回の新型コロナウイルス感染拡大の期間や医療面の結果、コストをより適切に評価できるようになれば、市場のボラティリティは低下する可能性が高くなると考えます。

霧に包まれる企業の収益予想：今後数四半期の収益を予想することに二の足を踏む企業が相次いでいます。多くの企業が少なくとも今後数四半期は大幅減益となる見通しです。しかし、企業のバリュエーションは、長期的な収益見通し、バランスシートの強さ、キャッシュフローの質に基づくものと考えます。

企業や投資家にとってキャッシュは王様です：不安のパンデミックが資本市場を直撃しており、資産の換金売りが見境な

く行われています。これは前代未聞のダッシュ・フォー・キャッシュ（換金ダッシュ）であり、個人や企業は所得やキャッシュフローの急減に備えてキャッシュが必要になると予想しています。投資家は主に流動性の高い株式市場を通じて、即刻現金化しています。マネー・マーケット・ファンド市場は過去最高水準にあります。

企業はバランスシートを強化しています：今後は企業はバランスシートの強化を、投資家は個人投資家を中心に一層の不測の事態への備えを迫られる可能性があります。

自社株買いの動きは後退するでしょう：とりわけ米国の企業は低金利や減税措置を利用して自社株買いを進めてきました。自社株買いによって市場に流通する株式数が減少するため、企業の1株当たり利益（EPS）は押し上げられます。自社株買いは株式市場への資金流入の大きなけん引役となっており、2019年は米国の株式市場への資金流入額の平均約40%を占めました。自社株買いによって米国の流通株式数は過去最低水準にあります。また、S&P500指数の採用企業は、過去20年間で純利益の合計額に等しい資金を配当と自社株買いにつぎ込んできました。自社株買いは米国以外ではそれほど一般的ではなく、私は自社株買いは今後数年間で大きく減少すると予想しており、配当の伸びも鈍化する可能性があります。新たに打ち出された米国の経済対策では、支援を受ける企

“我々は投資家として、新型コロナウイルスの封じ込めと治療、政府による財政・金融政策の対応、投資する企業への影響を注視しています。”

業に2年間の自社株買い制限を課しています。これまでのところ少なくとも15社が自社株買いの停止を自主的に発表しています。自社株買いの減少でEPSの伸びは今後数年間は鈍化する見通しです。

見渡す限りに広がる財政赤字：米国議会はすでに財政支出を倍増させる法案を可決しており、実際に財政支出は拡大する可能性が高くなっています。他の多くの国についても同様です。新型コロナウイルス感染拡大がきっかけとなり、財政赤字の規模を気につけない現代貨幣理論(MMT)型の政策が発動されています。問題は、いったんこうした「一時的な」政策が導入されると、永続的なものになる可能性が高いということです。景気が回復に転じれば、キャピタルゲイン課税を含めて税金は引き上げられる可能性が高くなります。投資家はポートフォリオにおける投資判断に際して現在の税

率の低さと同時に、今後見込まれる増税についても考慮する必要があると考えます。

現在の株式市場について：世界的に中央銀行が国債の利回りをゼロ、場合によってはゼロ未満に引き下げ、政府が大幅に財政支出を増やす中、株式市場は相対的に大幅なアウトパフォーマンスが見込まれます。米国国債と比較して株式の配当利回りは過去最高水準にあり、利回りを求める投資家を魅了しています。また、特にバランス型ファンドの機関投資家や個人投資家がポートフォリオを組み替えることも、株式には一定の支援材料になると予想しています。3月の見境のない株式市場の売りは相対的に見て格好の買い場を投資家に提供していると考えます。

グローバル株式投資について：今年は中国株がアウトパフォームしていますが、ア

ジア株全般も同様です。最近のドル高によって外国株式は割高感が相対的に薄れています。世界のいたるところで仕事や生活がリモートで可能になった以上、現在のシャットダウンを糧に世界のハイテク企業は一段と競争力を強めるとみられます。中国のインターネット業界がこれに該当します。

人々の健康や、現在の危機が経済にもたらす影響を黙って見過ごすわけにはいきません。この困難な時代に皆様方と皆様方のご家族の健康を祈ってやみません。

#### 巻末注記

1. 各インデックスは運用されているものではなく、また、これらインデックスに直接投資することはできません。インデックスにはいかなる運用報酬、その他諸費用等も含まれていません。過去の運用実績は将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。
2. 主要7カ国(G7)は、先進7カ国(カナダ、フランス、ドイツ、イタリア、日本、英国、米国)で構成される国際的な政府間経済組織です。

#### リスクについて

**すべての投資には、元本の割り込みの可能性を含むリスクが伴います。**債券価格は通常金利と逆方向に変動します。そのため、ポートフォリオで保有する債券の価格が金利上昇の影響を受け変動した場合、ポートフォリオの価値は低下する可能性があります。外国証券への投資には為替変動、経済および政局の不透明感など特別なリスクを伴います。新興国市場の投資では、同じ要因に関連してのリスクが増大する一方で、市場規模や低流動性に関連したリスクや証券市場を支える法制度、政治・経済構造、社会基盤の未整備といったリスクも伴います。このような投資においては、大幅な価格変動が発生する場合があります。高利回りは、低格付け証券や、場合によっては、証券の価格低下に伴う高い信用リスクを反映します。金利変動は証券価格や利回りに影響を及ぼす可能性があります。米国国債は償還日まで保有した場合、元本および利払いが保証されます。株価は、個別企業、特定の産業、業種、市場環境全体などの影響により急速かつ大幅に変動する場合があります。

分散投資は利益を保証するものでも損失リスクを回避するものでもありません。

## 重要事項

当資料は一般的な情報提供のみを目的としたものであり、個別の投資助言または証券の売買、保有、または投資戦略の採用に関する推奨や勧誘を行うものではありません。また法律上、税務上の助言を行うものではありません。

当資料のなかで示された見解ならびにコメント、意見、分析は、当資料作成時点のものであり、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料で提供された情報は、すべての国、地域、市場に関するすべての重大な事実に関する完全な分析を目的とするものではありません。

### すべての投資には、元本の割り込みの可能性を含むリスクが伴います。

当資料の作成には、第三者を情報源とするデータが使用されている可能性があります。フランクリン・テンプレトン（「FT」）は当該データに関して独立した照合、検証、監査は行っていません。FT は、本情報の利用によって生じたいかなる損失に対しても一切、責任を負いません。当資料のコメント、意見、分析に対する依拠については、利用者ご自身でご判断ください。

金融商品、サービス、情報はすべての管轄区域で入手可能なわけではなく、米国以外では、他のFT関連会社および/または現地法および規則が承認するその販売会社によって提供されます。個別の管轄区域における金融商品およびサービスの提供に関する詳細な情報については、専門家の助言を受けることをお勧めします。

詳細につきましては[www.franklinresources.com](http://www.franklinresources.com)をご覧ください。

CFA® 及び Chartered Financial Analyst® はCFA協会の米国における登録商標です。

<当資料のお取り扱いにおけるご注意>

- 当資料は、情報提供を目的として、フランクリン・テンプレトン（フランクリン・テンプレトン・リソース・インクとその傘下の関連会社を含みます。）の資料をもとに、フランクリン・テンプレトン・インベストメンツ株式会社が翻訳した資料であり、特定の金融商品取引の勧誘を目的とするものではありません。
- 投資信託は値動きのある有価証券（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、元本は保証されているものではありません。
- 投資信託は預貯金ではありません。したがって、元本は保証されておらず、投資した資産の減少を含むリスクがあることをご理解の上、お申込み下さい。
- 投資信託は預金等や保険契約と異なり、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関を通じてご購入頂いた場合は、投資者保護基金の保護の対象ではありません。
- 当資料は各種の信頼できると考えられる情報源を元に作成されていますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料中、記載されている内容・数値・図表・意見・予測等は、本資料作成時点のものであり、将来の市場動向、運用成果等を示唆・保証するものではなく、また今後予告なく変更されることがあります。
- 当資料にかかわる著作権その他の一切の権利は引用部分を除き当社に帰属します。当資料の一部又は全部の無断での使用・複製は固くお断りします。

### フランクリン・テンプレトン・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第391号

加入協会／ 一般社団法人投資信託協会

一般社団法人日本投資顧問業協会

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

