

野村証券  
フィデューシャリー・マネジメント部  
木須 貴司

### 世界を覆う不安～新型コロナウイルスが資産運用へ与える影響について

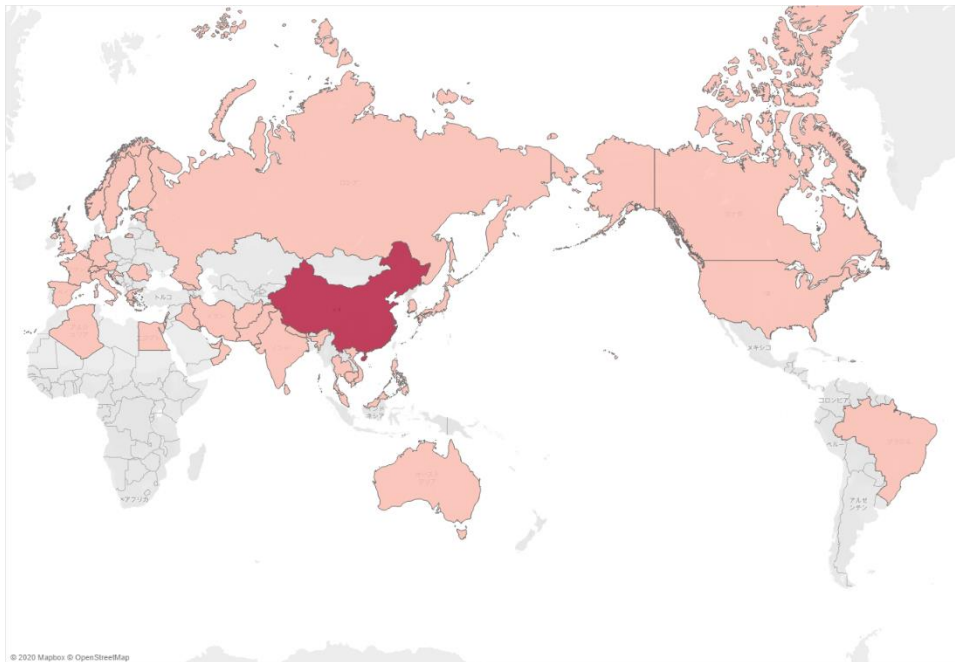
中国・湖北省武漢で発生した新型コロナウイルス(CODIV-19)の感染拡大が続いています。2020年2月25日時点で中国を中心に感染者数は7万8千人を超え、死者も2500人を超えています。本稿では、このウィルスが経済および資産価格に与える影響について考察します。

#### 新型コロナウイルスの感染拡大の状況

2月25日時点で世界全体の新型コロナウイルスの感染者は7万8千人を超えました。中国だけではなく、日本や韓国、イタリアなどでも感染者が増加しています(図表1参照)。新型コロナウイルスによる死者数も中国を中心に2,500人超となっています。

感染者・死亡者数の数は、2003年に流行したSARS、2012年に中東を中心に感染が広がったMERSをすでに上回っています。2009年に発生した新型インフルエンザや1957年の香港風邪、1918年のスペイン風邪と比べれば、まだ感染者・死亡者数は少ないものの、流行終結が見通せないため、予断を許さない状況です。

図表 1 新型コロナウイルスの感染地域

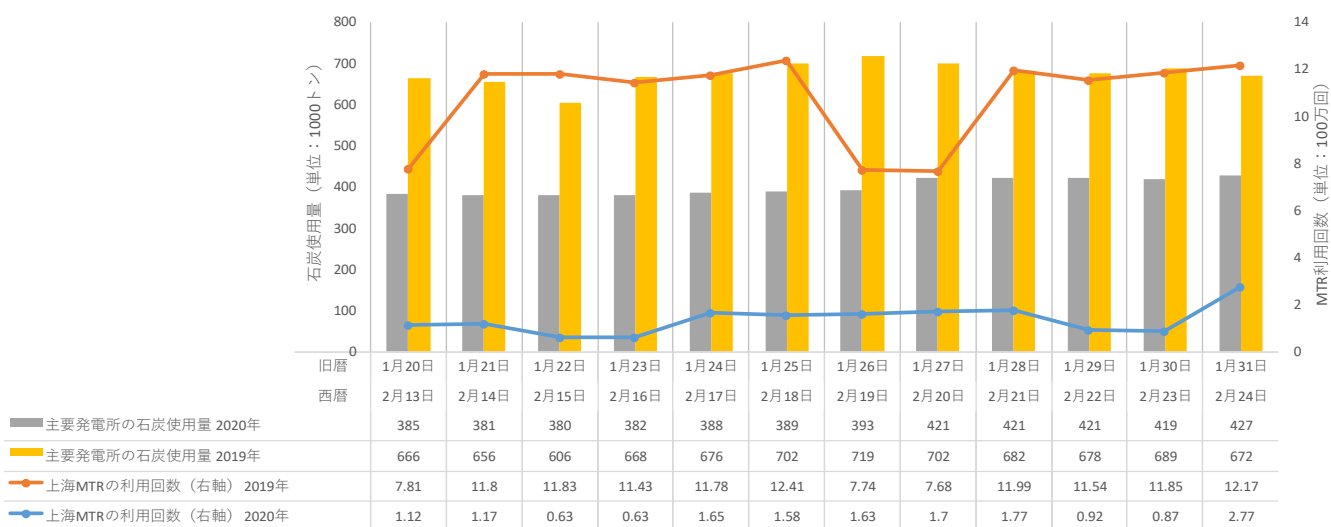


(注) 2020年2月27日末時点。ダイヤモンドプリンセス号での感染者は日本としてカウント

(出所) WHOのSituation Report-38より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

図表 2 中国の経済統計データ(発電所の石炭使用量・MTR 利用回数)



(注) 旧暦では、西暦の1月25日が新年(春節)にあたり、中国では、日本と同様に新年から初三日までは法定休日  
(出所) Nomura International のレポートより野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

### 中国の経済成長率への影響

すでに中国の1-3月の経済成長率にネガティブな影響を与えることは不可避と言ってよいでしょう。図表2は、春節後の今年と昨年の同時期の上海のMTR(地下鉄)の利用回数と中国の主要発電所の石炭使用量を比較したものです。2020年は、いずれも昨年と比べて大きく低下しており、経済活動が過去と比べて低迷していることがわかります。

このような経済活動の低迷により中国の2020年1-3月実質GDP成長率は、ベースケースでも従前より少なくとも2%ほど低下すると当社では予測しています(図表3参照)。これは他のリサー

チ機関も概ね同様で、2-3%程度、1-3月期の中国の実質GDP成長率は前期から低下するとの見通しがコンセンサスのようです(2020年2月25日時点)。足元の状況はベースケースの想定よりバッドシナリオに近づいているため、下落幅はもっと大きい可能性もあります。

2008年の金融危機以降、世界の経済成長をけん引してきたのは、中国でした。そのため、中国単独での景気低迷であっても、世界経済に悪影響をもたらすと考えられます。

図表 3 中国の実質 GDP 成長率(年率換算)の予測

シナリオ	詳細	2019年 10-12月	2020年 1-3月	2020年 4-6月	2020年 7-9月	2020年 10-12月	2020年 通期
従前の予測	COVID-19発生前の予測	6%	5.8%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%
ベースケース	2月末まで経済活動が低迷	6%	3.0%	6.5%	6.2%	5.9%	5.5%
バッドシナリオ	4月中旬まで経済活動が低迷	6%	1.0%	5.5%	6.4%	6.0%	4.8%
深刻なシナリオ	6月末まで経済活動が低迷	6%	0.5%	1.5%	6.8%	6.2%	3.9%

(注) 2020年2月中旬時点の予測

(出所) Rob Subbaraman, Ting Lu, Craig Chan, Chetan Seth), "Anchor Report - How the Coronavirus COVID-19 will impact the world economy"(17 February 2020), Nomura より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

## 中国以外、日本の経済成長率への影響

加えて、新型コロナウイルスは、中国以外の地域の経済へも悪影響を与えられと考えられます。その影響の与え方としては二つあると思われれます。

### ① 中国の需要低迷、景気低迷の影響を受ける (含むサプライチェーンの分断)

現在、世界の多くの国が様々な形で中国経済に依存しています。

オーストラリアなどの資源国は、中国へ銅や石炭などを輸出しています。中国の景気動向とこういった資源国の景気の連動性は近年、非常に高く、中国の景気低迷により資源国の経済も悪化すると考えられます。欧州などでも中国への輸出依存度が高い国が少なくありません。このような中国との貿易依存度が高い国も中国の需要低迷の影響が及ぶと考えられます。

また、中国は貿易の相手方としてだけでなく、グローバル企業の生産拠点としても重要な役割を担っています。中国の生産拠点が停止することによりサプライチェーンが分断される可能性があります。実際、自動車メーカーの中国工場の稼働停止によりサプライチェーンが分断され、日本の工場が稼働停止になったケースがあります。

さらに、業種別にみても特に航空業界や旅行業界は、中国人旅行客の低迷により悪影響を受

けそうです。日本国内においても中国人旅行客のインバウンド需要が経済成長に一定の寄与をここ数年してしていました。このような業界では売上げの低迷や倒産が増える可能性が高いと考えられます。

### ② 中国と同様に新型コロナウイルスの感染が拡大

日本や韓国、イタリアなどでは感染源が特定できない感染が相次いでいます。これは感染拡大の初期の事象と考えられます。感染拡大が続くと中国と同様に経済活動が低迷し、経済成長率も低下すると考えられます。

弊社エコノミストの2月中旬の段階での主に①の影響を考慮した世界全体および日本の経済成長率の見通しは図表4の通りです。ベースケースでも世界全体の2020年1-3月期の実質GDP成長率は、従前の予測と比べて1%以上低下するとしています。

## これまでの市場の反応

当初は、株式市場は冷静な反応でしたが、2月24~27日には株式市場も大きく反応しました。この間の市場の動きをまとめると以下の通りです。

図表4 世界全体の実質GDP成長率(年率換算)の予測

	2020年 1-3月				2020年 4-6月				2020年 7-9月				2020年 10-12月				2020年 通期			
	従前	ベース	パッド	深刻	従前	ベース	パッド	深刻	従前	ベース	パッド	深刻	従前	ベース	パッド	深刻	従前	ベース	パッド	深刻
グローバル	3.2%	2.0%	1.2%	0.7%	3.2%	3.4%	2.8%	0.8%	3.3%	3.3%	3.3%	3.4%	3.5%	3.5%	3.4%	3.4%	3.3%	3.1%	2.7%	2.1%
米国	1.9%	1.8%	1.8%	1.2%	1.8%	1.7%	1.3%	0.9%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	1.8%	1.7%	1.5%	1.3%
日本	0.2%	-1.6%	-2.3%	-2.8%	0.1%	-0.6%	-1.1%	-3.1%	-0.4%	-0.7%	-0.4%	0.1%	0.9%	0.9%	1.1%	1.5%	0.2%	-0.5%	-0.7%	-1.1%
オーストラリア	2.0%	1.3%	1.1%	1.1%	2.0%	1.8%	1.4%	1.0%	2.2%	2.2%	2.1%	1.7%	2.3%	2.2%	2.1%	1.3%	2.1%	1.9%	1.7%	1.3%
アジア (日本除く)	5.0%	3.1%	1.7%	1.1%	5.1%	5.5%	4.7%	1.7%	5.2%	5.5%	5.5%	5.8%	5.5%	5.5%	5.4%	5.6%	5.2%	4.9%	4.4%	3.6%
欧州	0.8%	0.5%	0.4%	0.0%	0.9%	0.6%	0.4%	-0.5%	1.0%	0.7%	0.6%	-0.2%	1.2%	0.9%	0.9%	0.4%	0.9%	0.7%	0.6%	-0.1%
英国	0.4%	0.5%	0.4%	0.0%	0.9%	0.8%	0.7%	-0.2%	1.1%	0.6%	0.6%	-0.1%	1.5%	1.0%	1.0%	0.6%	1.0%	0.7%	0.7%	0.1%

(注) 2020年2月中旬時点の予測

(出所) Rob Subbaraman, Ting Lu, Craig Chan, Chetan Seth), "Anchor Report - How the Coronavirus COVID-19 will impact the world economy" (17 February 2020), Nomura より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

このレポートは、年金基金運用および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運用および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

国内株式(TOPIX): -6.3%  
 米国株式(S&P500):-10.8%  
 国内債券(Nomura BPI総合):+0.2%  
 外国債券(FTSE WGBI 円ヘッジ):+0.5%  
 米国ハイールド債(ICE BofA US HY):-2.0%  
 日本債券10年金利:-0.06%→-0.11%  
 米回国債10年金利:1.47%→1.26%

株式などの景気動向に敏感な資産が売られ、倒産リスクがあるハイールド債の価格も下落しています。その一方、日本国債や米回国債の金利は低下し、価格は上昇しました。為替は米国金利が大きく低下したことやリスクオフの流れから円高となっています。

### 短期～長期の影響をどう考えるか

今回の新型コロナウイルスはすでに市場が反応している通り、短期的(1年以内)にはリスク性資産にネガティブな影響を与えられと考えられます。また、不確実性が上昇するため、市場のボラティリティを増加させる要因にもなると考えられます。

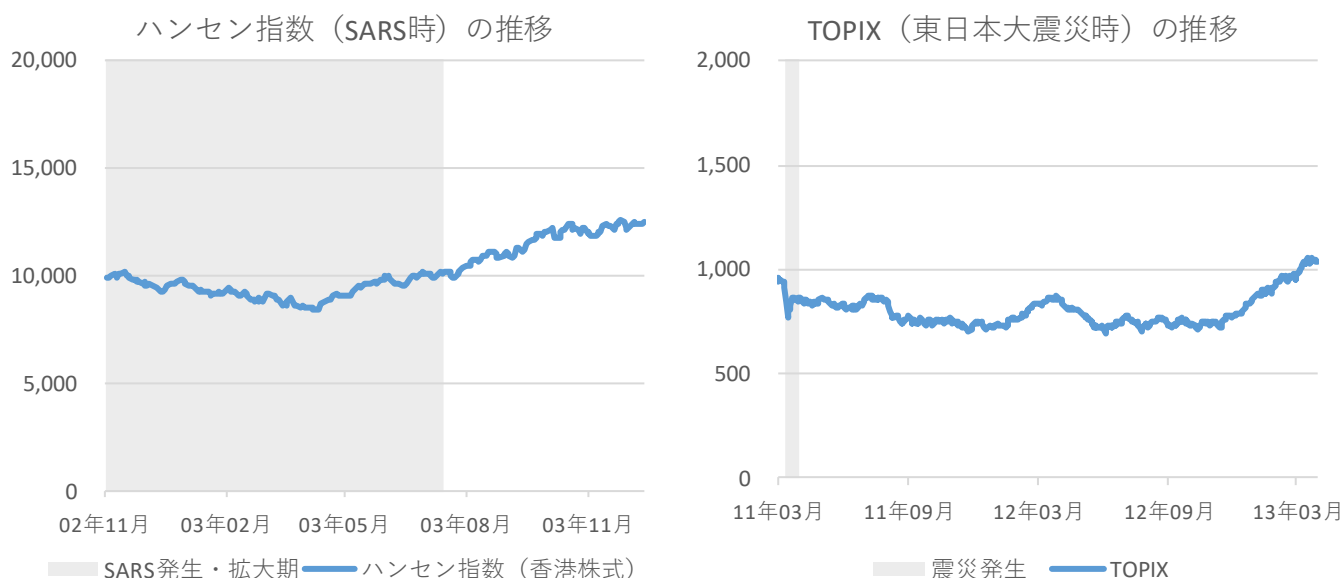
しかし、長期的な影響度合いは慎重に考える必要があると思われれます。新型コロナウイルスは、

確かに短期の経済活動を低迷させていますが、致死率は低く、人口動態に影響を与えるほどの死者数が発生しているわけでもありません。また、長期的な生産性や経済構造に影響するような事象でもありません。あくまで一過性のショックで、長期的には影響は軽微ではないかと考えます。

実際、2003年のSARS流行の際には、株価は一時的に大きく低下しましたが、その後復活しています(ただし、野村総合研究所のリチャード・クー氏はSARSの時と比べて中国が高齢化していること、過剰債務問題が未解決であることなどを理由に悲観的な見方をしています)。一過性の事象という意味では、2011年の東日本大震災は、新型コロナウイルス以上の多数の死傷者を出し、サプライチェーンの分断を引き起こしました。その際も株価は2年程度で復活しています(図表5参照)。

もちろん、こういったショックの後にリスク性資産の価格が回復した背景には「景気の悪化に対して適切な政策対応が行われた」、という条件付きであることには留意が必要です。すなわち短期的な景気低迷に対して金融緩和、あるいは財政出動を政府(含む中央銀行)が行うことが前提で

図表 5 SARS(2003年)の際の香港株式指数、東日本大震災の際の TOPIX の推移



(出所) Bloomberg より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。



す。したがって、今後の政策対応の動向には注視が必要です。

### 保険リンク証券への影響

新型コロナウイルスは保険リンク証券の3つのセクターに影響を与える可能性があります。まず死亡率上昇がトリガーとなっている超過死亡リスクを有する保険リンク証券、次にパンデミックリスクを有するCATボンド、最後にスペシャリティ取引の一部です。最初の超過死亡リスクを有する保険リンク証券については、新型コロナウイルスの致死率が低いため、ほぼ影響はないと思われます。

次にCATボンドについては、今回の新型コロナウイルスにより世界銀行が2017年に発行したCATボンド(IBRD CAR Series 111-112)には元本毀損の可能性があります。このCATボンドのトリガー条件は以下の通りです。

	クラス A	クラス B
1. 継続日数	84 日超	84 日超
2. 死亡者	2,500名以上	250名以上
3. 感染者数 (84 日移動平均)	250名以上	250名以上
4. Confirmation Ratio (確認率)	20%以上	20%以上
5. 増加率	0%超	0%超
6. 20名以上の死亡者発生国	2カ国以上	2カ国以上

トリガーにヒットしてもクラスAであれば、16.7%しか元本は毀損しないため、CATボンド全体に与える影響は軽微です。

最後にスペシャリティ取引についてです。スペシャリティ取引とは、ロケット発射失敗に備えた保険やイベント(興行)の中止に備えた保険など大数の法則に従わない、特殊な保険リスクを有する取引を指します。数多くのイベントが新型コ

図表 6 本稿の主張のまとめ～新型コロナウイルスの資産価格への影響

	短期 (1年以内)	中期 (1-3年)	長期 (3年以上)
株式	ネガティブ	?	影響なし
債券 (信用リスクなし)	ポジティブ	?	影響なし
信用リスク (クレジット)	ネガティブ	?	影響なし
為替	?	影響なし	影響なし
保険リンク証券	ほぼ影響なし	影響なし	影響なし

(注) 中期については、新型コロナウイルスの感染拡大が現在進行中のため、「?」としています。

(出所) 各種資料より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

ウイルスの影響により開催中止となっており、スペシャリティ取引の一部に含まれる興行停止保険のリスクを有している場合は損失が発生する可能性があります。ただし、このスペシャリティ取引は、保険リンク証券全体の中では極めて限定的な取引であるため、こちらもそれほど大きな懸念ではないと考えられます。

### どう行動すべきか

主な資産に関して、短期・中期・長期でどのような影響があるか本稿の主張を整理したものが、図表6です。

短期的には、ボラティリティ(リスク)の増加が見込まれるため、ボラティリティ投資が有効的な手段となるかもしれません。また、資産を機動的に変更できるのであれば、一定の投資機会が存在すると思われます。

一方で、長期的な投資ホライズンを前提に投資が行われている場合は、資産配分をすぐに見直す必要性は少ないのではないかと考えます。

なお、2020年2月に更新した弊社の主要資産の期待リターン・リスクは投資期間を5年以上としているため、今回の新型コロナウイルスの動向(1月末頃までの状況)を検討は行ったものの、織り込む必要はない、と判断しています。

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成されたものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

いずれにせよ、国内でも感染拡大が続いています。仕事や投資よりも手洗いうがいを励行し、まずは自分や周りの人たちが感染しないように気を付けることの方が大事かもしれません。

— 次号のお知らせ —

次号は

**3月16日(月)**

発行予定です。

#### 野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.43%(税込み)(20万円以下の場合)、2,860円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

#### 野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142号  
加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、野村資本市場研究所

発行:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2  
アーバンネット大手町ビル  
TEL: 03 (6703) 3991 FAX: 03 (6703) 3981  
Email: [nenkin@jp.nomura.com](mailto:nenkin@jp.nomura.com)

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。