



# マーケットは「楽観視」が過ぎるのか… コロナ禍初期の反応から振り返る「市場のラグ」 【ファンドマネジャーの見解】

アセットマネジメントOne  
ファンドマネジャー  
すかだ ゆきなり  
**須賀田 進成**



- 中東の原油供給減少長期化、過去に「類似の経済活動抑制」の事例少なく…市場の反応は？
- コロナ禍の振り返り:マーケットが事態の深刻さを認識したのは、3月中旬に中国の経済統計が大崩れしてから
- 市場はいつごろから景気悪化シナリオを織り込むのか？5月の主要国ハードデータ発表のタイミングを警戒

## ■ 中東の原油供給減少長期化、過去に「類似の経済活動抑制」の事例少なく… 市場の反応は？

執筆時点(4月2日)では、トランプ大統領がイランとの停戦を示唆したことで、終戦期待から株高・金利低下・貴金属高の展開となっています。もっとも、この間、中東湾岸諸国の原油生産・精製設備に損傷が認められており、原油価格は高止まりする可能性があります。こうした中、イエメンのフーシ派が参戦を表明したことで、極端なシナリオとして中東産原油の供給が途絶するリスクを指摘する声もあります。

筆者は、中東からの原油供給減少が長期化する場合、米国のような産油国を除き、多くの国で経済活動が抑制されると見込んでいますが、エネルギーおよび石油製品不足に起因する経済活動の抑制は過去に例が少ないため、事前に取得できる情報の範囲では、その重大性や深刻さを十分に織り込むことが難しく、結果として事態の進展とともに市場の評価が急速に修正される可能性がある、と考えています。

## ■ コロナ禍の振り返り:マーケットが事態の深刻さを認識したのは、3月中旬に中国の経済統計が大崩れしてから

前例のない事象の発生とマーケットの反応の例として、コロナ禍を振り返ってみたいと思います。

2020年1月、コロナウイルスの感染拡大に対して、中国政府はロックダウン(都市封鎖)という感染の封じ込めを実施し、不要不急の経済活動が制限され、外出も禁じられました。中国では毎年1-2月は春節の時期にあたるため、この期間のハードデータは3月にまとめて公表されますが、2020年3月に公表された中国の1-2月の経済統計は、鉱工業生産が前年比▲13.5%、小売売上高は同比▲20.5%と大幅なマイナスとなりました。この時、市場コンセンサスは小幅なマイナスであり、大幅なネガティブサプライズでした。

下記図表の通り、株式市場は中国経済の悪化を受けて、大幅に下落したことが確認できます。データが出るまで、市場は事態の深刻さを認識できていなかったと言えます。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。  
※当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一の見解ではないものもあります。  
※巻末記載の注意事項を必ずお読み下さい。

# マーケットは「楽観視」が過ぎるのか… コロナ禍初期の反応から振り返る「市場のラグ」 【ファンドマネジャーの見解】



## ■ 市場はいつごろから景気悪化シナリオを織り込むのか？5月の主要国ハードデータ発表のタイミングを警戒

中東有事の発生から1カ月が過ぎ、中東からの原油・ガス、そして関連製品の供給減少が始まっており、経済活動の停滞リスクが徐々に高まっています。

エネルギーと石化製品の多くを中東に依存するアジア圏では、すでに経済活動を抑制するよう当局が動いている国もあります。韓国では自動車の利用制限や節電要請が行われているほか、タイでは電力消費を抑える省エネ対策の実施やガソリン販売時間の短縮などの対策が実施されています。

原油の供給制約に対しては、金融政策も財政政策も根本的な解決とはならず、事態が長引くようであれば、本邦でも経済活動の自粛が検討される可能性はあると考えます。

先行性の高い企業のセンチメントでは投入価格(原材料等の仕入れ価格)の上昇が起きていることが確認されており、物価面ではすでに影響が出ているとみられます。ただし、生産量については3月分に関しては在庫の取り崩しで部分的に対応したとみられ、早期終戦および原油不足が解消する場合、影響は少ないでしょう。しかし、事態が長期化する場合、早ければ5月に発表されるハードデータから生産や消費の減少が確認され始めるとみており、それらを確認してようやく、経済活動の悪化が資産価格に織り込まれるのではないかと考えています。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

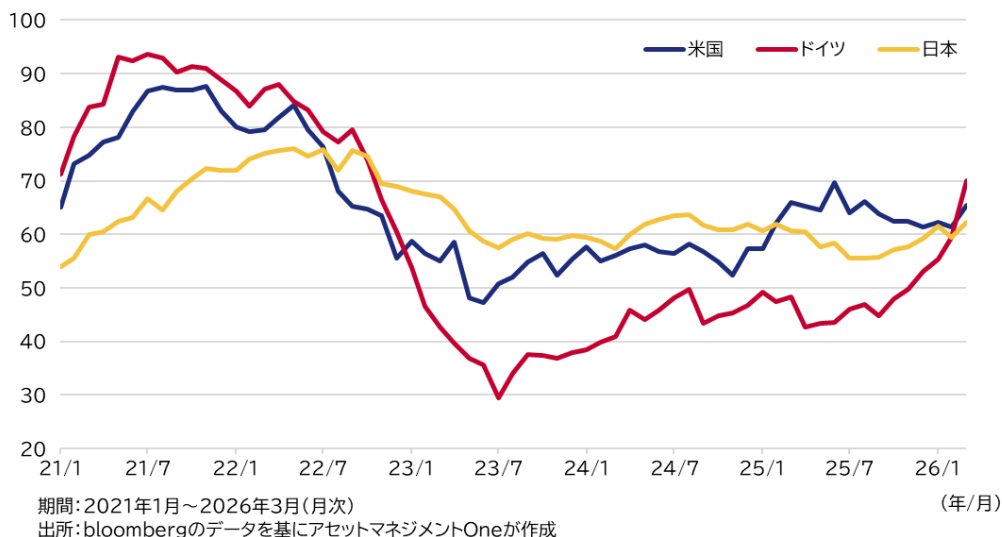
※当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一見解ではないものもあります。

※巻末記載の注意事項を必ずお読み下さい。



# マーケットは「楽観視」が過ぎるのか… コロナ禍初期の反応から振り返る「市場のラグ」 【ファンドマネジャーの見解】

### 主要国の製造業PMI投入価格指数の推移



市場が織り込むインフレ期待は、目先1年程度の短期見通しで大きく上昇しましたが、中長期の見通しを示す「5年先5年の期待インフレ」で見ると、安定しています。FRBやECBからは中長期のインフレ期待が安定的であるため、利上げを急ぐ姿勢は見せませんでした。

しかし、前述のコロナ禍のケースのように、影響が深刻なものの前例がないため、市場がその事態を過小評価している可能性があり、今後織り込みが急速に進む可能性には注意しておくべきと考えます。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。  
※当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一見解ではないものもあります。  
※巻末記載の注意事項を必ずお読み下さい。



## 投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

### 【投資信託に係るリスクと費用】

#### ● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券(REIT)などの値動きのある有価証券等(外貨建資産には為替リスクもあります。)に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

#### ● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

##### ■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料:上限3.85%(税込)

換金時手数料:換金の価額の水準等により変動する場合があるため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額:上限0.5%

##### ■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用(信託報酬):上限年率2.463%(税込)

※ 上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料:上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用(上限額等を含む)を表示することはできません。

手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

※ 費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書(交付目論見書)をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となる場合があります。

### 【ご注意事項】

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。

● 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。

● 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

● 投資信託は、

1.預金等や保険契約ではありません。また、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。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。

2.購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。

3.投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。

