

Economic Insights: 逆風は簡単に止まない

2020年2月

ボブ・パウアー、エコノミック・コミッティ

米国経済と世界経済が徐々に勢いを増していることを示す証左が見られる一方で、新たな逆風がモメンタムに水を差しています。中国武漢市を発生源とする新型コロナウイルス感染症が拡大し、死亡者も増えているため市場を混乱させています。

しかし、当初の報道以上に事態が深刻になれば、世界経済の成長加速はスピードを落とすだけで脱線することはないと考えます。

厄介な新型ウイルス

ここ数カ月間、世界の経済活動について楽観視する多くの理由がありました。ところが、その中に新型コロナウイルスは入っていませんでした。ウイルス感染症の影響がどれほど深刻なものになるのか、現時点では分かりません。市場の反応は素早く、銅や原油価格、株式市場は大幅に下落し、長期金利は大きく低下しています。

新型コロナウイルスの感染率、すなわち1人の感染者が何人に感染させるかを示す数字は2.6人(1.5人~3.5人)と推定されています¹。これは平均的な冬季のインフルエンザより低く、重症急性呼吸器症候群(SARS)と同程度です。幸いなことに、初期の報道によれば、新型コロナウイルスの致死率はSARSほど高くないとみられます。1月末時点で世界の感染者数は約1万人、死亡者数は213人で

あり、すなわち死亡率は100人当たり約2人です。SARSの死亡率は10人当たり約1人でした。感染したら悲劇です。時間の経過とともに死亡率が上昇するリスクもあります。

新型コロナウイルス感染拡大の経済的影響が最も深刻なのは中国で、次いで中国人観光客が最も多く旅行する国々も影響は大きいでしょう。さらなる感染拡大を防止するため、中国の春節休暇は延長されました。一部の工場は稼働を一時停止し、今四半期の小売売上高は大幅な落ち込みが予想されます。中国の第1四半期GDP成長率は、これまでの予想から2%ポイント押し下げられると推測されますが、第2四半期に大きく反発する可能性もあります。この予想が正しければ、2020年通年で見ると経済成長への影響はそれほど大きくないかもしれません。

市場が注視すべき重要なポイントは、新たな感染者数がいつピークを迎えるかです。

好転は既に始まっていた

新型コロナウイルス感染が拡大する以前に、中国の経済活動は昨年下半期から改善に向かっていました。中国の経済活動の好転は、当社が世界の経済成長の加速を確信した主な理由の一つです。景気先行指数は昨年2月に底打ちしました。GDPの公式データよりも経済活動の好不況をより明確にとらえる当社独自の景気モメンタム指標も、2019年を通して上向きしました。政府が発表する製造業景況感指数は11月に改善し、財新による中小企業の景況感指数は8月以降、景気拡大を示し続けています。12月の鉱工業生産は堅調で、新規社債発行額は2019年を通して加速しました。

ここ数カ月間、世界の経済活動について楽観視する多くの理由がありましたが、新型コロナウイルスは楽観視できるものではありません。

¹ MRC Centre for Global Infectious Disease Analysis

新型コロナウイルスは明らかに景気好転の障害となりそうです。SARSの流行拡大は世界経済に甚大な影響を及ぼしませんでした。今の中国は世界第2位の経済大国であり、世界的影響は各段に大きくなるとみられます。経済ショックの全容はいまだ不確実で、感染拡大がどのくらい長期化するのかにかかっています。SARSを参考にすると、混乱は数カ月、あるいは1~2四半期続き、その後は経済活動が一気に活発化する可能性があります。2003年の中国GDP成長率は、第1四半期から第2四半期にかけて2%ポイント低下した後に反発しました。小売売上高も急速に落ち込みましたが回復しました。春節の影響で、中国の1月と2月のデータは常にノイズが多いものの、2020年の中国GDP成長率は6%を多少下回ると予想されます。

米国経済は堅調で、2019年第4四半期のGDP成長率は2.1%（季節調整済み年率換算）となりました。GDPの詳細を見ると力強さに欠け、個人消費は減速し、投資は減少しました。輸入が大幅に減少し国内需要が低調だったことから、純輸出がGDP成長率に約1.5%ポイント寄与しました。国内最終需要は1.6%の伸びにとどまりました。

個人消費は減速し、企業の設備投資は3四半期連続で減少しましたが、ソフトウェアや研究開発といった知的財産投資は好調が持続しています。鉱山探査は2四半期連続で2桁の減少となり、原油価格も低調です。在庫は1%ポイント以上のマイナス寄与となりましたが、2020年第1四半期の持ち直しが期待されます。賃金上昇は加速しましたが、実質個人可処分所得の伸びはわずか1.5%でした。住宅市場は好調で、2四半期連続で成長に貢献しました。

米国の2020年GDP成長率は引き続き2~2.5%近辺と予想されます。ボーイングの新型旅客機737MAXの生産停止は第1四半期GDPに深刻な足かせとなりそうですが、個人消費の弱さは解消される見通しです。消費者信頼感も過去最高水準にあり、労働市場の健全性を示す主要指標も良好です。企業景況感の上昇を示す一時的兆候も見られます。企業CEOの景況感も昨年第3四半期に底打ちした模様で、設備投資計画は上向いています。建築請求指数は順調に上昇しています。さらに、賃金上昇の加速を受けて、生産性の強化につながる設備への投資意欲が高まっています。これらは全て設備投資にとって好材料です。原油価格の下落は特定の業界にとっては逆風ですが、住宅ローン金利の低下に伴い、住宅建設活動は当面の間活発化すると考えます。

ユーロ圏の経済成長は2019年第4四半期に底打ちした模様です。企業景況感指数は急速に回復しており、ユーロ圏の景況感も上向き、10月に底打ちしたとみられます。冷え込んでいた製造業も回復に向かっている模様です。失業率は12月に低下し、2007年以来の低水準にあります。賃金は上昇し、産業活動や企業景況感が低下したにもかかわらず、消費者信頼感指数は労働市場の好調を受けて、2019年を通して安定的に推移しました。ユーロ圏の第4四半期GDP成長率は前期比0.1%と、極めて緩やかとなりました。とはいえ、当社は2020年のユーロ圏GDP成長率は1~1.5%に小幅に回復すると予想しています。中国の経済活動は昨年好転しており、新型コロナウイルスの感染拡大が長引かない限り、ユーロ圏の輸出は押し上げられるはずです。ドイツの自動車セクターでは構造的な問題が重石となり、回復を抑制するかもしれません。

日本経済は2020年にかけて不振が続くと予想されます。第4四半期のGDP成長率は、台風による甚大な被害と10月1日の消費税の2%増税が響き、マイナス成長となる見込みです（注：速報値は年率換算で6.3%減）。消費増税による影響からの回復は遅れていますが、2020年第1四半期に経済は緩やかな回復が見込まれます。小売売上高は10月に前月比14.2%減と急激に落ち込んだ後、11月の反発は同4.5%増にとどまり、12月も同0.2%増の増加に終わりました。失業率は2.2%と極めて低水準を維持していることから、消費者信頼感も急回復し、サービス業活動指数にも回復がみられます。製造業の景況感指数も上向いていますが、実際の産業活動や輸出を示す指標は依然として低調です。日本の2020年GDP成長率は0.5~1%と予想されます。財政刺激や2020年東京オリンピックも景気の押し上げに寄与するでしょう。世界貿易が回復すれば、それも経済成長に寄与すると思われます。全体として、2年近く続いている世界経済の減速からの回復の波は、第4四半期の後半に始まったばかりです。新型コロナウイルスは数カ月間にわたり景気加速に水を差すかもしれませんが、一時的なイベントであってトレンドではありません。一方で、各国中央銀行は極めて緩和的で、金利は超低水準で推移しています。消費者信頼感

堅調で、底堅さを維持しており、労働市場は逼迫し賃金は力強く上昇しています。さらに、貿易摩擦は緩和し、先行指標は上向いています。新型コロナウイルス感染症が終息し、第2四半期に入れば、経済指標の好転はもっと明確になるはずです。

新型コロナウイルスは数カ月間にわたって景気加速に水を差すかもしれませんが、これは一時的なイベントであってトレンドではないと予想します。

今後の投資見通し

金利の低下局面は続くのでしょうか。1月31日の10年物米国債利回りは1.5%、10年物ドイツ国債はマイナス0.43%でしたが、こうした低水準の金利で推移するとは考えられません。新型コロナウイルスの感染者数がピークを迎えれば、金利は2019年末の高値かそれをやや上回る水準に徐々に上昇すると予想されます。

言うまでもないことですが、各国中銀が利回りを押し上げることはないでしょう。米連邦準備制度理事会（FRB）は今年FF金利を据え置く姿勢を明確にしています。さらに、インフレ率が低位にとどまれば、25bpの追加利下げを実施する可能性もあります。イングランド銀行（英中銀）は利下げ観測にもかかわらず、政策金利を据え置きました。これは景況感の改善と経済活動が上向くとの見通しを反映していると思われるのですが、この見通しが実現しない場合、3月に利下げを行うと予想されます。

長期国債利回りの急低下を受けて、長期国債を保有していた投資家は1月に好調なリターンを上げました。ブルームバーグ・バークレイズ長期米国債指数の1月のリターンは6.8%となりました。向こう6～9カ月の期間では、信用力の高い短中期の社債と新興国債券を推奨します。利回りが上昇するか、経済問題が悪化した場合、これらの債券は相対的に高い利回りとある程度の安全性を提供すると思われます。

株式市場の動向は、S&P 500指数は2019年8月から今年1月半ばにかけて18.3%高と大きく上昇した後、ここ2週間に反落し、1月17日の最高値から3.7%下落しました。S&P 500指数が最高値を更新する局面では楽観的な見方が大勢を占め、高揚感が高まり、バリュエーションが極めて高水準になっていたため、相場はいつ反落してもおかしくない状況でした。下落のきっかけを待っていただけで、新型コロナウイルス感染症が大した大問題にならなくても、別の材料によって相場は調整局面を迎えたものと思われます。今後、相場は一段と下落し過熱感が解消される可能性が高いとみられます。

新型コロナウイルス感染症が大した問題とならなくとも、何か他の要因により相場は調整を迎えたであろうと思われます。
今後、相場は一段と下落して過熱感が解消される可能性が高いとみられます。

市場コンセンサスは既に投資家に押し目買いを推奨していますが、時期尚早かもしれません。中国での新たな感染者数はここ数日落ち着いているというだけで、ピークを打ったわけではありません。とは言うものの、感染者数のピークが過ぎれば、世界経済は今後改善する可能性が高いことから、株式市場は小幅な上昇が見込まれます。

ただし、リスクリワード・レシオは上昇しています。S&P500指数は2009年3月初めの666から直近では約5倍の3300に、11年間足らずで驚くべき上昇を記録しており、現水準から上値余地は限られるでしょう。長期にわたる値上がり局面の最後の数パーセントの上昇幅を狙うのは常にリスクが伴います。

企業の利益予想は2019年でさえ、引き続き下方修正されています。昨年の早い段階で、S&P500指数構成企業の2019年の1株当たり営業利益予想は160ドル台半ばでしたが、3四半期の決算が過ぎた現段階で、前年同期比わずかに3.8%増の同157ドル強となっています。賃金コストの増加が加速しているため、2020年の前年比11.2%増の同175ドルという利益予想は確かに楽観的過ぎるかもしれません。それでも、当社はおそらく年央までは株式に対する選好を維持します。新型コロナウイルス感染症をめぐる懸念が解消し、世界経済が上向けば、株式市場は第2四半期に再び過去最高値を試す展開になると予想されます。

当社はここ数カ月、米国と米国以外、ならびに各セクター間でバランスの取れたポートフォリオを推奨しています。大幅な下落に注意する必要があるとはいえ、これが引き続き適切なアプローチになると考えます。

Disclosures

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものです。本資料は、特に記載がない限り、資料作成時点でプリンシパル・グローバル・インベスターズ（以下、「PGI」）及びグループ関連会社において信頼できると考えられる情報源に基づいて作成された英文の訳文です。本資料と原文の内容に齟齬がある場合には、英語の原文が優先されます。適用法令で規定されるものを除き、本資料中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を保証するものではありません。本資料は一般的な情報のみを含んでおり、あらゆる投資家の投資目的及び経済状況を考慮しておらず、特定の投資助言や推奨、ないし、一般的な市場等に関する将来の投資成果を示唆または保証するものではありません。本資料中の見解及び予測等は本資料作成時点のものであり、事前の予告なく変更される場合があります。特定の投資や有価証券に関するあらゆる言及は、売買または保有等を推奨、示唆するものではありません。

いかなる場合にも、PGI 及びグループ関連会社、またその役職員等は、本資料及び本資料中で提供される情報やデータの誤り及び内容に起因して発生した損害については、一切の責任を負いかねます。

過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものではなく、投資判断を行う際に依拠すべきものではありません。本資料に記載の数値は、特に記載がない限り、米ドル建てとなっています。投資に際してはリスクが含まれるものであり、元本を毀損する場合があります。

本資料は将来の予測情報を含みますが、完全な史実に基づくものと見做すべきではなく、それらの予測が将来実際に起こる保証はありません。また、投資に関する完全な情報が記載されているものとして依拠されるべきではありません。

本資料中の情報は、弊社の文書による事前の同意が無い限り、その全部又は一部のコピーや配布はご遠慮ください。

プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社

〒100-0011 東京都千代田区内幸町 1-1-1 帝国ホテルタワー

電話：03-3519-7880（代表） ファックス：03-3519-6410

代表者：代表取締役社長 板垣 均

ホームページ：<http://www.principalglobal.jp>

金融商品取引業者登録番号：関東財務局長（金商）第 462 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