

Economic Insights: 景気回復の広がり

2020年9月

ボブ・パウアー（チーフ・グローバル・エコノミスト）

米国では8月に入って新型コロナウイルスの新規感染者数が減少し、景気回復の広がりが示されました。一方、欧州の新規感染者数は増加し日本でも第2波が発生したことで、見え始めた

金融市場にとって8月はリスクオン・モードの月でしたが、長期金利がじりじりと上昇し、安全資産である国債を保有する投

エーションを考慮すると、株式の長期リターンは限定的となり

世界経済は速やかに回復

であれば、北半球の8月は動きが鈍くなり、静か 月 ずでした。人々は休暇を取り、市場には活気がなく、アメのプレシーズンが始まり、子供たちは新学期が始まる時期

クが契機となった惨憺たる後退局面からの力強い反発は着

米 の7月分となる従来の経済指標は、引き続き予想 大 りました。一部の経済指標は、予想以上となった前回から 方修正されており、反発の勢いは一段と強まりました。住宅

特に新築住宅販売件数は2006年末以来で最も高い水準を ました。住宅建設業者景況感指数は1998年以来の最高値 りました。住宅ローン申請件数は昨年の水準を大幅に上 ています。木材先物価格は3月に1,000ボードフィート当 251 900 住宅価格の上昇傾向が続くことが示唆されます。住宅着工 は2月以来の高水準となり、住宅建設許可件数は 米

財受注は6月の前月比7.7%増に続いて7月は同11.2%増 予想を大幅に上回りました。資本財（国防・航空機除く） 注と出荷はいずれも、前年同月比でほぼ横ばいでした。小 上高は回復して過去最高を更新し、7月の家計所 人 は引き続き増加しました。鉄鋼生産は11週連続で す（ただし、依然として前年実績を大幅に下回っていま ）。地区連銀景況指数は全ての地区で拡大を示しています。

82

1,600件となり、高止まりしているとはいえ4カ月ぶりに100万 人 割り込みました。また8月の非農業部門就業者数 137 人

米 では新型コロナウイルスの1日の新規感染者数が7月 影響で、発表頻度の高い指標は伸び悩みました。しかし、 は7月23日にピークを迎えたとみられ、新規感染者 7日移動 は直近では4万1,240人に38.3%減少してい

日 および週次の指標は8月に好転しました。具体例を挙げる OpenTableによるレストランの予約件数は増加し、米運輸 庁がまとめた1日当たり平均旅行者数は、7月は約66万 5,000人と前月比で横ばいでしたが、8月に入ると徐々に増加し 70万人近くまで回復したとみられます。自動車用ガソリンの 7月の横ばいから、増加に転じています。JP Morganが「自行 Chase」クレジット/デビットカードの使用状 た週次の個人消費データも、7月は横ばいでしたが、8月中 景気後退後の最高となりました。

ルスの感染拡大が再発生しなければ、米国経済は回復軌道 調に進むはずで、第3四半期の実質GDP成長率は 約25%と、大幅になる可能性もあります。

再開が広がり、仕事に復帰する人が増えるにつれて、第4四 のGDP成長率は5%以上になると当社は予想しています。 し、多くの一時解雇や企業活動停止が無期限となった場 2021

GDP成長率は過去平均の2.5%程度にとどまると予想され 2021 1

入手できる見通しが立った場合、米国経済の回復はさらに2四半 続し、GDPおよび雇用は予想よりも早期に過去最高に達

日 経済は様々な困難に直面しています。昨年10月に消費税率 2% 大型の台風19号の直撃を受け、数千人に避難勧告が出さ 広範囲に及ぶ洪水が発生し、数十名が亡くなりました。今 4月には新型コロナウイルスによる緊急事態宣言が発令されま した。2カ月の活動自粛が明けた後、感染の第2波が起こりまし そして直近では、安倍首相が健康上の理由で辞任を表明し

でも、経済は緊急事態宣言以降、緩やかながら回復してい IHS

した。輸出は増加し、消費者信頼感や企業の景況感は低水 ながら上向き、個人消費は改善しています。7月の鉱工業生産 増し、底から大きく浮上しています。人々の移動を示すモ ティデータによると、緊急事態宣言に伴う自粛期間中に比 活動状況は大幅に改善しています。与党の支持率は高く、 拳は2021年10月まで実施する必要がないことから、安倍 首 が辞任した後も政策の大きな転換はないと思われます。第2 収束すれば、日本経済の回復は徐々に勢いを増すと当社は

米 と同様に、欧州の一部の国では8月にウイルスの新規感染者 IHS

ービス業PMIは、好調だった7月の54.7から8月は好不況の 目をわずかに上回る50.1に大幅に低下しました。製造業PMI 51.7

業景況感指数を見ると、ドイツ、フランス、イタリア、ベルは8月に緩やかな上昇トレンドを維持しました。欧州委員会計する消費者信頼感指数も小幅上昇しています。欧州経済は

の製造業の目覚ましい回復は8月も続きました。7月の経済指

7月の鉱工業生産は前年同月比4.8%増加し、工業部門企業利6月の同11.5%増に対して7月は同19.6%増

1.6

住宅着工件数も好調です。エバーコアISIリサーチは線航空旅客数が大幅に増加していることを示しており、8月年同月の85~90%の水準まで回復する見込みです。家計はとして低調で、7月の小売売上高は上向いたものの前年同月

比 1.1

GDP 少分を取り戻す数少ない国の一つになるかもしれません。

落ち込みましたが、後退局面からの脱却でも先頭に立っています。米国では大規模な財政・金融支援策が経済の立ち直りを下支えしています。新興国では、超低金利、ドル安、中国からの新たな需要が景気回復に大きく寄与しています。欧州と日本では新規感染者数の増加で回復ペースが鈍化していますが、一時停止にす

コモディティ価格の上昇は堅調な景気見通しを裏付けています。米国では過去最低の住宅ローン金利を背景に、住宅市場サイクルが活況を呈しています。住宅価格の急騰と株価指数の最高値更新によって家計の純資産は増加し、購買力と消費者信頼感を押し上げ、初期段階にある景気拡大を持続させています。目下のところインフレは落ち着いており、米連邦準備制度理事会（FRB）は長期にわたり金融緩和を維持する見通しです。ただし、ウイルスの第2波が広がれば、回復の進行く、景気の二番底に陥ることも考えられます。

2

フ・ー・ト

パウエルFRB議長はオンライン開催となったジャクソンホール会議で、FRBの方針の歴史的な転換について説明しました。FRBは物価の安定と持続的な雇用の最大化の2つを目標に掲げていますが、数年前に第一の目標を具体化し、「最大で一律2%のインフレ目標」を導入しました。今回示した新たな目標は「柔軟な平均インフレ・ターゲット」、すなわち「インフレ率を一定期間にわ

2%

が10年ぐらい目標を下回った

い限り、FRBは長期間2%を上回ることを容認することになるで

雇用目標の変更はより微妙な内容です。FRBは今後、雇用目標を超える「上乗せ分」ではなく、目標の「不足分」だけに重点を置くこととなります。FRBが雇用の最大化を追求することで、過度に力強い雇用の伸びや失業率の極端な低下に対する懸念は後退するでしょう。これら二点の変更は、FRBがインフレ抑制から雇用の堅調な伸び促進に、政策の中心をシフトすることを意味してい

賃金の伸びのペースが高まり、より多くの人々を労働人口に引き付けたことで、ヒスパニック系とアフリカ系アメリカ人労働者の失業率は2018年から2019年にかけて過去最低水準に達し、失業率全体も50年ぶりの低水準となりました。FRB高官は、所得格差

の緩和に加えて、これまで周縁にいた人々（仕事に戻れる状態でありながら職に就いていない人々）の労働市場への復帰を促進する上で、超低水準の失業率はメリットがあると認識していました。このため、FRBは雇用と経済が過熱するのを容認し、インフ

2%

結論として、FF金利は当面、現行の過去最低水準に維持される見通しです。二点目として、いずれ賃金の伸びが加速するでしょうが、それに伴うインフレを抑制するためにFRBが予防的にFF金利

FRBの方針変更には、長期間想定されてきたインフレと失業率の

FRB

高官は景気の拡大期と後退期、および逼迫した労働市場とスラックを通じて、何十年にもわたりインフレ率が低位にとどまるのを見ています。それゆえ、失業率が低下してもインフレは上昇しないため、雇用の伸びを促進することが米国経済のメリットになる

インフレと失業率のトレードオフはもはや存在しないという見方は、米国経済に構造的変化が起きているとの考えから生まれたものです。新たなテクノロジーとグローバル化の相互作用により、財・サービスの供給は需要を大幅に上回る水準に維持さ

ものとなったとする見解です。

将来は現在の続きになるだろうと考えるのが人間の自然な習性で

るトレンドが長期化すればするほど、将来も持続するとより強く

FRB

たな方針は、経済の実際の構造的変化よりも、過去20年間の経験

のトレードオフがなお有効で小休止の状態に過ぎないのであれば、FRBは想定を上回るインフレに直面するかもしれません。数

金融市場はリスクオン・モードにありました。新興国市場ではいくつかの株価指数が下落ただけで、8月は株式投資家にとって好調な月となりました。相場の上昇を牽引したのはダウ・ジョーンズ輸送株平均で、同指数は8月に12%以上上昇し、28日最高を更新しました。これに対して、長期利回りが上昇したた

イールド債や新興国債券といったよりリスクの高い債券の指数は

概ね若干縮小しました。

FRBの新たな政策の枠組みは、米国の短期債利回りを今後数年間、極めて低い水準に維持すると思われれます。また、米国10年物債利回りにも長期的に大きな下方圧力がかかるでしょう。さらに、クレジットスプレッド（同年限の米国債利回りと社債利回りや新興国債利回りとの差）は、3月のピークから大幅に縮小しました。超低利回りとクレジットスプレッドの持続的な縮小によつ

FRB

は明らかで、インフレ率の上昇はある程度水準まで許容されるでしょう。FRBは最終的には少なくとも目的を達成すると思われる。米国の長期債利回りは上昇する気配を見せており、いずれ

2-4

は長期利回りが上昇する場合、それを利用する機会を提供してく

超低水準の利回りを理由に、当社は国債への投資を回避し、それよりも多少利回りが高い社債や新興国債券を愛好します。ただし、投資家が安心感を持てるリスク特性を有し信用力の高い債券への投資を維持します。クレジットスプレッドはすでに小さく、スプレッドがさらに縮小する余地は限られています。

ハイテク株とグロース株がそれ以外を大きくアウトパフォームし

は、3月以降少なくとも2回見

た。8月はナスダック総合指数がまたしても大幅に上昇しました。いずれは方向転換が起きるという考えに変わりはありません

のステイプ化を示す確固たる証左が必要で、しばらく時間がか

短期的には、世界経済が活動を再開し、人々が仕事に復帰するに

なるでしょう。株価の最高値更新は、市場の極めて楽観的な見通しを織り込んでいます。米大統領選をめぐってボラティリティの高まりも予想されます。コロナ禍による労働者の解雇の多くが一

長期的に見ると、現在の高バリュエーションは株価が伸び悩むことを示唆しています。2021年にかけて当社は依然として楽観的な見方をしていますが、その前に膠着状態または調整局面に入ると

当資料中の意見および予測等は作成時における判断であり、予告なく変更されることがあります。また将来起こりうる事実や見通しを保証するものではなく、実際の実績等はここに記述されるものと大きく異なる場合があります。

Disclosures

当資料は、情報の提供のみを目的として作成されたものです。

当資料に掲載の情報は、弊社及びプリンシパル・ファイナンシャル・グループの関連会社において信頼できると考える情報源に基づいて作成された英文の訳文です。当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。適用法令にて規定されるものを除き、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。当資料中の分析、意見および予測等は作成時における判断であり、予告なく変更されることがあります。

当資料中の情報は、弊社の文書による事前の同意が無い限り、その全部又は一部をコピーすることや配布することは出来ません。

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