

Economic Insights: 潮目は変わった

2020年6月

ボブバウアー、エコノミック・コミッティ

コロナ禍をきっかけとした景気後退局面は短期間で終わりましたが、影響は甚大でした。企業は利益を失ったどころか、活動停止で売上げが立ちませんでした。中国経済は当初の反発が長続きせず、回復は遅れています。米国経済は4月に底を打ったとみられます。従来の経済指標が好転するのは6月になると思われませんが、経済の活動状況を示す代替指標は既に上向いています。株価指数は5月の大部分で膠着状態にありましたが、最終週になって好調に上昇しました。クレジット市場はFRBの大規模な支援を受けて上昇しました。経済が成長を取り戻し、活動再開がこのまま続けば、株価も再び緩やかな上昇トレンドになるでしょう。

最悪期は過ぎたのか

ここ数週間に発表されたユーロ圏、米国、日本の従来の経済指標は、極めて低調な内容でした。鉱工業生産は急減し、小売売上高は落ち込み、企業景況感指数は過去最低を大幅に更新し、住宅関連指標も急激に悪化しました。米国の新規失業保険申請件数は引き続き高位で推移し、ウイルスの封じ込め措置に伴う活動停止から5月22日までの10週間の合計が4,080万件に達しました。これほどの数字は過去に例がありません。

外出禁止令が広く発動された影響で、経済の急速な冷え込みが広範囲に及んだことは明らかです。経済の大部分が閉鎖され、企業は利益を失ったどころか、売上げが立ちませんでした。惨憺たる決算発表が予想されますが、発表されるデータは既に過去の記録です。経済が再開され、景気後退の最悪期は過ぎ去ったと思われる。

世界の新型コロナウイルスの新規感染者数と死亡者数は依然として増加傾向にあり、特にブラジルとインドで急増しています¹。一方で、先進国ではパンデミックのピークは越えたと思われる、欧州、日本、米国では日次の新規感染者数と死亡者数は減少しています。今のところ、感染拡大の第2波も見られていません。人口当たりの感染率の低下を受けて、経済再開が始まっています。

中国は世界のどこよりも早く1～2月にウイルスの感染拡大に見舞われ、経済の再開もトップランナーで、その後目覚ましく回復しています。製造業の活動は概ね再開され、通常の稼働レベルに近づいています。住宅や自動車の販売、鉱工業生産、不動産投資、電力消費はいずれも昨年水準を上回っています。大気汚染も通常水準に戻りつつあります。5月の国家統計局発表の製造業景況感指数は前月からわずかに低下しましたが、引き続き景気の拡大を示し、新規受注は上昇しました。

とはいえ、消費者行動の正常化は遅く、小売売上高は1年前の水準を依然として大幅に下回っています。人々は仕事に復帰していますが、週末のレジャーの出足は鈍く、5月23、24日に最も混雑した時間帯の交通量は2019年の水準を約3分の1下回りました²。

投資家の楽観的見方が強まる

金融市場で4月に見られた上昇基調は5月に入っても持続し、S&P500指数の配当込みのトータルリターンはプラス4.8%となり、MSCIオール・カンントリー・ワールド指数は4.2%上昇しました。信用リスクの低下に伴って社債価格も上昇し、同年限の社債利回りと米国債利回りのスプレッドは縮小しました。米国30年債利回りは12bp上昇し、パークレイズ長期米国債トータルリターン指数は1.9%下落しました。広範なコモディティ指数は上昇し、金属、金、銀の価格も値を上げました。

史上最悪レベルの経済崩壊の最中にあるにもかかわらず、投資家は景気後退の先にある経済再開と成長を見据えて楽観視している感があります。株式市場と債券市場はともに、政府の大規模な支援策や中央銀行の安全装置によって下支えされており、投資家は政府の支援を信じています。今のところ、この考えは間違っていないようです。当社は4月の段階で、市場は1～2カ月は膠着状態が続き、再び緩やかな下落局面を迎える可能性もあると予想していましたが、実際はそうなりませんでした。大方の予想よりも早期に経済が再開しており、株式市場を引き続き押し上げるエネルギー量は想定よりも多いようです。押し目買いの意欲は極めて強いとみられ、米国の株式市場は今後数カ月にわたり、2月の高値を試す展開となるでしょう。しかしその近辺では、強い戻り売り圧力が想定されます。

好材料としては、5月の非製造業景況感指数は若干上昇し、消費者セクターに勢いが戻り始めていることを示唆しています。しかし、中国を除く世界各国では依然としてパンデミックが収まらないため、輸出セクターは低迷が続いており、景況感指数の中の新規輸出受注は過去最低を記録した2月をわずかに上回る水準でした。とはいえ、全体としては、中国経済はわずか数カ月で驚くほど回復しています。これは、中国以外の世界各国が通常に戻る上での先行事例となるでしょう。

データは再始動を示唆

ユーロ圏経済は、3月にコロナ禍の影響が大打撃となりました。一例として、最大の経済国であるドイツの第1四半期のGDP成長率は年率換算マイナス8.6%となり、個人消費は同マイナス12.2%もの急激な落ち込みとなりました。4月の状況はさらに深刻でしたが、ドイツ経済は5月に景気の底入れを試す展開となりました。景況感指数はユーロ圏全体で最近ようやく上向いているものの、引き続き金融危機時に付けた最低水準付近にとどまっています。IHSマークイットが発表したユーロ圏の4月の総合購買担当者景気指数（PMI）は13.6となり、2月の51.6から2カ月で史上最大の低下となりましたが、5月は31.9まで回復しました（50が景気の拡大と縮小の節目）。PMIのうち見通し指数が大幅に回復したことは、企業が状況の改善を予想していることを示唆しています。

さらなる好材料として、欧州連合（EU）はコロナショックから立ち直るための大規模な財政支援パッケージ案を発表しました。欧州委員会は債券発行を通じて総額7,500億ユーロを調達し、そのうち5,000億ユーロを補助金として、2,500億ユーロを融資として加盟各国に提供することを提案しました。提案では、資金は各国の規模ではなく、コロナ禍の深刻さに応じて配分される初の形態となります。この提案が可決されれば、EUはリスク負担と責任を共有する真の財政同盟に向けた第一歩を踏み出すこととなります。各国はEUの名の下に共同で債券の返済義務を負い、これによりEUは個別の27カ国の集まりではなく、一つの単位として行動することになります。EU主要国がこれまでリスクの共有に一貫して反発してきたことを考えると、ドイツがこの提案を支持したことは注目に値します。これが実現すれば、ユーロ圏が最終的に分解するリスクが低下するため、ユーロにとってポジティブなニュースと言えます。

日本では安倍政権が他国に追随して、金融危機時の経済対策の総額を大幅に上回る、GDP比10%以上の追加の景気支援パッケージを導入することを閣議決定しており、経済の再開に合わせ、こうした支援策が景気を後押しするとみられます。一部の経済指標は既に若干上昇しています。5月の消費者態度指数とIHSマークイット総合PMIはなお過去最低の領域にあるものの、ともに若干ながら上昇しました。日本でのApple mapのナビゲーション利用件数は5月末に4月の底から約20%増加しました。東京の地下鉄利用者数も過去数週間に増加しており、このことは、東京が緊急事態解除の最後の都道府県であったことを考えると、重要な意味を持ちます。4月が景気後退の底だったと考えられます。

米国でも経済再開が進んでおり、経済指標の改善が見込まれます（既に幾つかは改善）。4月の資本財受注・出荷は大幅減となりましたが、減少幅は予想ほど大きくありませんでした。消費者信頼感指数はやや上昇し、金融危機時の低水準を上回って底堅く推移しています。週間住宅ローン申請件数はここ数週間に増加し、前年同期比では約9%増加しました。4月の新築住宅販売件数は3月から若干増加し、住宅価格も底堅さを維持しています。5月の地区連銀景況指数は大半が4月から上昇し、予想を上回りました。

代替経済指標も、極めて低水準からとは言え、過去数週間は上昇傾向にあります。具体的には、1) 運輸保安局の航空便利用者数、2) 米人材派遣協会の週次の人材派遣指数、3) Wardsによる新車販売台数、4) ShowingTimeによる不動産のモデルハウスの内覧者数、5) 米国勢調査局による企業の納税者番号の申請件数、6) Flightradar24が追跡する世界の運航便数、7) Smith Travelによるホテルの販売可能客室当たり売上高、8) Homebaseによる中小企業従業員の労働時間などで、いずれも増加または上昇しています。経済が再始動していることに疑問の余地はありません。

世界中で持ち直しの動きが進行

米国の労働市場は、悲観派の予想よりも速いペースで改善しています。確かに、5月22日の週は雇用喪失が進む中で210万人が新たに失業保険を申請しましたが、継続受給者数は400万人以上大きく減少しており、一時解雇された従業員のうち相当数が職場復帰していることがうかがえます。経済再開の勢いが強まるに連れて、継続受給者数は向こう数週間に急速に減少するはずです。

当社は、米国の第2四半期GDP成長率は損失の大半が4月に集中する形で、年率20%～25%の大幅なマイナスになると予想しています。5月には景気回復が始まっており、6月は回復の力強さが増すと考えます。第3四半期のGDP成長率は10%近辺、場合によってはそれ以上の回復もありそうです。ただ、その後の景気回復の足取り

は漸進的となる可能性があり、GDP成長率は数四半期3%強で推移した後、2021年の残りの期間はトレンド成長率を若干上回る水準に減速するとみられます。

こうした景気回復は中国のパターンを踏襲しており、中国では、産業活動がかなり迅速に正常化した一方で、家計はウイルス感染の懸念が払拭されず、通常の生活行動に戻るペースは緩やかです。加えて、米国中小企業の一部で操業停止が続く見通しで、2022年ぐらゐまで雇用喪失が完全には回復しないかもしれません。例えば、OpenTableの予測によると、コロナ禍で米国のレストランの4分の1が廃業に追い込まれる恐れがあります。そうは言っても、消費者はおそらく政府からの現金給付を背景に、全般的に安心感を持っています。4月の個人所得はコンセンサス予想の前月比5.9%減に対して、同10.5%増と急回復しました。一時的な所得を消費に回す機会が限られる中で、家計貯蓄率は33%に急上昇しています。

中国経済のさらなる回復は、輸出が回復軌道に乗ることにも左右されますが、この点はもちろん、他の国・地域の景気回復次第です。欧州と日本の第2四半期GDP成長率は、前期比年率マイナス25%が予想される米国よりもさらに深刻な落ち込みが見込まれます。日本はコロナ危機前から大幅な経済不振に陥っており、コロナ禍が追い打ちをかけました。ユーロ圏はパンデミックに伴う苦境への対応が遅れており、第3四半期の景気回復は小幅にとどまりそうです。

それでも、世界中で持ち直しの動きが進んでいます。台湾の4月の鉱工業生産はハイテク製品主導で増加しました。こうした展開は多くの場合、世界経済が力強く成長する前兆となってきました。コモディティ価格はコロナ危機の底値から大幅に上昇し、正常化を示すもう一つの兆候と言えます。銅価格は3月の底から14%上昇、CRB原材料価格指数は数ポイント上昇、ブレント原油価格は4月21日以降82%急騰しており、これまでのところ良好な展開を見せています。

大きな不確実要素の一つは、北半球でインフルエンザの新たな流行シーズンが始まる晩秋から冬場にかけて、コロナウイルスの第2波が起きるかどうかです。当社は、たとえ第2波が起きても、経済への悪影響は壊滅的というほどではないとの楽観的見方をしています。

今後の見通し

長期間アウトパフォームしてきたハイテク株へのオーバーウエイトを削減する時期と言えるでしょう。市場全体にとって明るい材料は、5月後半の株価上昇がハイテク大手以外の多くの銘柄に裾野が広がったことです。5月は小型株、バリュー株、さらに素材セクターがアウトパフォームしました。相場の上昇継続には、このようなローテーションがさらに進む必要があり、当社は実際そうした展開を予想しています。従って、6～9カ月の投資期間では、素材、金融、資本財といった景気敏感セクターや、小型株、バリュー株など景気の回復局面で有利な銘柄を引き続き選好します。

ドルの貿易加重指数は3月にピークを打ち、それ以降は若干低下した水準で横ばいとなっています。当社は来年にかけてドル安が進行すると予想します。この予想が正しければ、新興国株式を後押しする環境となるかもしれません。新興国株式は長期間、米国を中心に先進国の株価指数をアンダーパフォームしてきました。しかし、景気が底入れして米ドルがピークを打てば、景気の好転とともに新興国株式は上昇が見込まれます。当社は先月、米国以外の先進国株式に対し、新興国株式がアウトパフォームする見通しを示しました。5月はこうした展開にはならず、常にそのリスクが伴うものの、当社は長期的にこの見方を維持します。

債券投資家に関連する見通しとしては、FRBを筆頭に各国中央銀行はおそらく2021年末まで短期金利を超低水準（ゼロかほぼゼロ）に維持すると推測されます。米国、ドイツ、日本の長期国債利回りも、中銀の大規模な債券購入により低位にとどまる可能性があります。ただし、これらの長期国債利回りには景気の加速に伴って緩やかな上昇圧力がかかると予想されるため、安全資産とされる長期国債への投資は回避すべきでしょう。

FRBによる一部の社債、地方債、ハイイールド債に対する安全措置はほぼ無制限と言えます。これらの債券と、同等の年限の米国債との利回りスプレッドはさらに縮小すると予想されます。当社は国債よりも、これらの各債券セクターの信用力の高い銘柄を選好します。金利上昇リスクを避けるために、残存期間が短中期の債券への選好を維持すべきでしょう。

繰り返しになりますが、これらは1年以下の投資期間を想定した戦術的なものです。バリュー株と景気敏感株へのローテーションは長期的な判断になる場合もありますが、来年末から2022年にかけて通常よく見られる経済面の問題が生じる可能性があります。長期的には、現在のバリュエーションと期待が非常に高いため、株式市場連動型のパッシブ運用のリターンはそれほど高くないと思われます。株式投資でプラスのリターンが期待できるのは、今後10年間の新たな投資環境が本格化する中で市場内部のローテーションから利益を上げられるアクティブ運用になる可能性が高いでしょう。当面は、景気が上向くのに合わせて、各投資家のリスク許容度に応じて、ポジションを最大限に維持することが有効と考えます。短期的には前向きな姿勢を維持すべきです。現在は楽観的な姿勢をとりつつも、やや警戒を要する局面と思われます。

（脚注）

- 1.新型コロナウイルスに関するデータは全てWorldometersより
- 2 .Ned Davis Researchより

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。

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