Economic Insights: 景気拡大の息吹

2020年7月

ボブ・バウアー（チーフ・グローバル・エコノミスト）

景気後退局面は記録的短期間で終わり、米国は新たな景気拡大に突入したとみられます。経済指標は、世界の大半で既に回復が始まっている可能性を示唆しています。一部の国・地域では新型コロナウイルスの新規感染者数が増加していますがWorldometersのデータから判断する限り、第2波の兆候は見られません。株式市場は6月に上昇し、中でも新興国市場と、ハイテク比率の高い株価指数が最も高いリターンを上げました。株式市場は夏場もゆるやかな上昇トレンドを維持するとみられますが、最高値に近づいて売り圧力が強まったり、また大統領選挙を前にボラティリティが高まる可能性があります。

記録的短期間で終わった景気後退

米国の景気循環を判定する全米経済研究所（NBER）は、前回の景気拡大期が2月に終わったと認定しました。景気拡大期間は前回の景気後退が底打ちした2009年6月から128カ月と、過去最長となりました。

3月にウイルス感染拡大を阻止するために企業活動の停止と外出自粛を求める措置が講じられ、1930年代以降で最悪となる景気後退期が始まりました。今回の景気後退の特異性はその期間にもあり、後退局面は4月～5月には終息し、わずか2～3カ月という過去最短で幕を閉じました。

NBERが景気後退の終了時期をいつと判断するにせよ、新たな拡大期は既に始まっています。これは世界の多くの地域に当てはまることで、グローバル経済は、過去数十年で最悪の景気後退から回復しつつあるとみられます。中国はパンデミックによるロックダウン（都市封鎖）から真っ先に抜け出し、政府発表の経済指標は、国内経済が1-2月の崩壊から3月に回復に転じたことを示唆しています。最悪期にあった1-2月累計の鉱工業生産は前年同期比で13.5%減少しましたが、3月に急増しました。4月は前年同月比3.9%増となり、5月はさらに加速しました。製造業購買担当者景気指数（PMI）は5月から改善し、景気拡大の加速を示唆しています。中国政府によれば、製造業はコロナ禍前の平常時の状況にほぼ戻り、6月の生産量は前年同月比で5月を上回るペースの伸びが予想されます。

一方で、中国の消費は回復が遅れており、おそらく感染に対する懸念を払拭できていないことと、北京での感染再拡大に関する報道が原因と思われます。小売売上高は1-2月累計で前年同期比23.7%減まで落ち込みました。5月は回復しましたが、依然として前年同月を2.8%下回っています。それでも、需要には回復がみられます。6月のサービス業PMIは堅調で、予想を上回りました。国家統計局発表の総合PMIは2018年半ば以来の高水準となりました。中国の経済指標はわずか数カ月の間に目覚ましく好転しています。データが正しければ、中国経済の急回復は世界経済が景気後退から脱却する一助となるかもしれません。

3月と4月に壊滅的打撃を受けたユーロ圏経済にも息を吹き返す兆候が見られます。6月の製造業PMIは47.4と、依然として景気の拡大と縮小の節目である50を下回りましたが、2020年で3番目に高い水準であり、4月の33.4からすれば大幅な改善と言えるでしょう。総合PMIは2カ月前から35ポイント近く上昇して48.5となり、7月は一層の上昇が見込まれます。日次のモビリティデータは活動の順調な回復ぶりを示しています。ドイツの5月小売売上高は前月比13.9%増加し、2月の水準を上回るとともに、前年同月比でも増加しました。フランスとスペインの5月小売売上高はさらに大幅な伸びを示しました。消費者信頼感は低水準ながらも上向きにあるとみられます。

欧州は、国債買い入れの増額と銀行向け融資プログラムの拡大という欧州中央銀行（ECB）による積極策から、恩恵を受けています。ECBはパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）による国債買い入れ規模を1兆3,500億ユーロに引き上げました。また、条件付き長期資金供給オペ（TLTRO）の直近の入札総額は1兆3,000億ユーロに上りました。この資金は、銀行がわずか1.0%の金利で特定の貸し出しに充当することができます。

さらに、緊縮財政が数年続いていた欧州では、財政刺激策が復活しています。ドイツ政府は1,000億ユーロをはるかに上回る追加の財政出動を決め、他の国でも財政赤字が拡大しています。PEPPにより、ECBの国債買い入れ規模はユーロ圏全体で予想される財政赤字に匹敵する規模になる可能性があります。雇用助成金プログラムが各国に広まったことでユーロ圏の失業率は急上昇を免れ、5月は7.7%と小幅上昇にとどまりました。ユーロ圏の景気回復は第3四半期に加速が見込まれます。

日本経済はコロナ危機の前から、昨年10月の消費税率引き上げで冷え込み始めていました。2019年第4四半期のGDP成長率は年率換算で前期比マイナス7.1%となり、2020年第1四半期もマイナス2.2%でした。6月の国内経済には2つの異なる動向が見られました。一方では、鉱工業生産は4月の前月比9.8%減に続いて5月も同8.8%減と一段と落ち込みました。他方で、消費者行動は明らかに上向いており、5月の小売売上高は前月比で2.1%増加しました。アップルのモビリティデータによると、日本の活動状況は改善が続き、1月の水準付近まで回復しています。6月の総合PMIは40.8と、依然として極めて低調ながらも上昇しています。回復は既に始まっていますが、ペースは緩やかで、道のりは長いと思われます。

3月と4月に崩壊／活動停止した米国経済は、5月に一気にギアを上げました。地区連銀製造業PMIは、ニューヨーク、フィラデルフィア、リッチモンド、カンザスシティ、ダラスでゼロ付近またはプラス圏となり、ほとんどが大幅に予想を上回りました。5月の小売売上高は前月比17.7%増と飛躍的な伸びを見せ、コンセンサス予想の8.4%増を大きく上回りました。労働統計局が発表する非農業部門就業者数は前月比250万人増となり、750万人減とする予想を大きく覆す結果となりました。6月の非農業部門就業者数は同480万人増と、過去最大の伸びとなり、予想の平均値を160万人上回りました。5月のシカゴ連銀全米活動指数は、GDP成長率で8%近い成長に相当する過去最大の伸びを記録しました。5月の経済指標が上昇トレンドとなった背景には、経済活動が再開し、人々が職場に復帰したことがあります。活動停止からの回復は6月前半まで続きましたが、最近になって南部の複数の州で1日の新規感染者数が再び過去最多を更新したことで、回復の勢いはやや弱まっています。レストランのオンライン予約サービスを提供するOpen Tableによれば、予約状況はこの数週間で減少しています。J.P. Morganが自行のクレジット／デビットカード「Chase」の使用状況を基にまとめた個人消費データは、4月半ばから着実に伸びていましたが、6月後半に急速に冷え込んでいます。このデータはパンデミックの第2波を示唆しているわけではありませんが、感染拡大に対する不安心理が続く限り、正常化には時間がかかると予想されます。

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。

4月に急激に悪化した景気は、まるで地中深くの地下から地上階まで高速エレベーターに乗ったかのように5月に急反発し、記録的な落ち込み後のV字型回復となりました。今後の米国の景気回復は階段を1段ずつ上るような軌道に変わり、足踏み状態と回復が交互に続く可能性があります。現在はそうした踊り場の1つだと思われます。4月の落ち込みからの景気回復は再度新たな勢いを得て数週間続く可能性が高いと予想されます。

ただ、経済再開の当初の勢いは9月までには失われ、その後の景気回復はより漸次的になりそうです。第3四半期のGDP成長率は堅調で年率10%近いと予想されますが、それ以降は緩やかな回復が長期化するでしょう。失業保険継続受給者数は高止まりしており、レイオフの発表も続いています。サービス業における一部の中小企業は事業を再開せず、GDP成長率と就業者数がコロナ禍以前のピークを試すのは2022年になると思われます。

それにもかかわらず、個人所得は下支えされており、雇用者数は大幅に増加し続けています。景気は堅調に回復基調を続け、2021年の成長率は2.5%近くかそれ以上の水準となり、年末にかけてやや鈍化すると思われます。

景気見通し

世界中で、コロナ禍による景気の落ち込みから持ち直しの動きが進んでいるようです。一部の国・地域（特にインドと中南米）は依然として、遅れて始まった感染拡大への対応に追われています。ただ、本レポートで取り上げたデータは、それ以外の大半の国で景気回復が始まっていることを示しています。

中国は景気悪化に最初に取り組んだ国であり、政府関係者によると、景気は急速に回復しています。他の国は中国のパターンを踏襲する可能性があります。価格と経済指標は上振れという同じメッセージを発しています。株式市場は回復が見込まれ、四半期として過去20年間で最も良好な景気回復を予想しています。WTI原油価格は1バレル当たり40ドルに上昇し、銅価格は3月の底から27%上昇、CRB原材料価格指数は4月以降に小幅上昇しています。ブルームバーグのコモディティ先物価格のブロード指数は3月の底から10.3%上昇し、バルチック海運指数は5月半ばの5倍近くとなっています。

夏場に景気が上向くとの見通しは現実味があるように見えます。真の不安要素は、ウイルス感染の第2波がインフルエンザ流行期の秋から冬にかけて重なる可能性があることでしょう。懸念されるのは、当社がトラックしている国のうち、新規感染者がゼロになった国はないという事実です。幸運にも、コロナによる致死率は低下の一途をとどっている模様です。第2波による経済の混乱は2020年ほど深刻ではないと思われます。

市場動向

6月は大半の株式市場と債券市場が好調に推移しました。S&P 500指数は1.8%上昇しましたが、米国以外の多くの株価指数がそれを上回りました。MSCIエマージング・マーケット・インデックスは7.0%上昇、MSCIオール・カントリー・ワールド・インデックスは3%上昇しました。6月のリターンはまずまずでしたが、第2四半期を通じて素晴らしい結果となりました。S&P 500指数は19.95%上昇し、1998年第4四半期以来の大幅な伸びとなりました。当社がトラックする47の株価指数のうち、下落したのはモンゴル・トップ20指数のみでした。
市場が中央銀行による大規模な安全装置に下支えされる中、債券投資家も総じて市場環境から追い風を受けました。第2四半期にクレジット・スプレッドが顕著に縮小するのに伴い、ハイイールド債やその他の分散化した（ただし、よりリスクの高い）社債に投資するファンドの投資家は、堅調なリターンを上げました。安全資産である長期国債の投資家も、6月と第2四半期に国債利回りが横ばい乃至若干の上昇にとどまったため、リターンはプラスとなりました。

今後の見通し

短中期債券の投資家は、FRBを始め各国中銀による金利引き上げを心配する必要は当面ないでしょう。インフレが問題化するとは考えにくく、FRBが2021年いっぱいFF金利を0～0.25%のレンジに据え置くことは確実と思われます。

中銀による大規模な債券購入を受けて、米国、ドイツ、日本の国債利回りには来年初めにかけて緩やかな低下圧力がかかる見通しです。しかし、利回りは既に極めて低い水準かマイナス圏にあり、向こう1～2年に一段と低下する公算は小さいため、大きなリターンを期待する余地はなさそうです。加えて、経済が回復軌道に乗るのに伴い、利回りは逆に大幅な上昇圧力にさらされると思われます。そのため、安全資産である長期国債への投資は回避するべきでしょう。

社債、地方債、新興国債券の幅広い分野で利回りがいく分高くなっています。投資適格債のスプレッドは既に大幅に縮小しているため、さらなるスプレッドのタイト化によるリターンの余地は限定的です。ハイイールド債や新興国債券のクレジット・スプレッドは依然として一段の縮小余地があるため、これらのセクターを投資適格債よりも選好します。ただし、これらの高リスクセクターでは信用力の高い債券への投資を堅持し、また、来年の長期金利の上昇リスクを回避するため、償還期限の短中期を選好します。

株式市場では6月に物色の裾野が広がりました。ラッセル2000指数は急騰したナスダック総合指数と概ね歩調を合わせて上昇し、6月と第2四半期にS&P500指数をアウトパフォームしました。市場参加者の拡大が実際に相場の上昇継続の条件であり、経済の成長軌道は継続すると思われるため、株式市場は緩やかな上昇トレンドが予想されます。S&P　500指数は向こう数カ月間に今年2月の高値を試す展開も考えられますが、その後は売り圧力にさらされるとみられます。米大統領選を前にボラティリティが復活するかもしれません。

景気が上向くのに合わせて最も良好なパフォーマンスが期待される素材、資本財、金融、一般消費財など、景気敏感セクターを選好します。また、小型株、新興国株式への選好を維持します。両セクターとも6月は好調となり、良好なパフォーマンスが持続すると思われます。ドル安、景気の回復傾向、コモディティ価格の上昇はいずれも、新興国株式を選好する妥当な理由となるでしょう。6月にハイテク株とグロース株が大幅上昇した背景には、米国での新規感染者数の持続的な増加をめぐる懸念があったかもしれません。当社はハイテク株のモメンタムは近く後退すると予想していますが、6月はまだこれを裏付ける展開は見られませんでした。ただし、ハイテク株はラッセル2000指数やMSCI新興国指数に比べると、既に上昇の勢いは弱まっています。

これらの推奨は実質的に9カ月間程度を投資期間とする戦術的なものです。世界経済の回復を背景に、株式市場は少なくとも当面は上昇基調が続くはずです。来年にかけての景気回復の力強さに関しては多くの不透明感があり、第2波が生じる恐れもあります。

さらにその先を展望すると、株式のバリュエーションと債券の価格はかなり割高で、長期の投資リターンは冴えないものとなる可能性があります。長期的に株式で堅調なリターンを上げる可能性が最も高いのは、過去10年間の投資環境とは反対にバリュー株や景気敏感株へのローテーションの動きを活用することです。

今のところ景気は回復軌道にある模様で、各投資家のリスク許容度に合わせ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。短期的には堅調な推移を予想しています。

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

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