

# Economic Insights: 回復のペースは減速

2020年8月

ボブ・パウアー（チーフ・グローバル・エコノミスト）

米国経済は3月と4月の深刻な打撃から立ち直り、5月と6月に一気に前進しました。ところが7月に入ると、新型コロナウイルスの新規感染者数の増加に関する懸念が広まり、回復の勢いにブレーキが掛かりました。欧州と日本の経済指標は改善しており、中国経済も急速に回復しています。大半の株式、債券、コモディティの価格指数は7月に大幅に上昇しました。当面は、景気回復が株価の上昇基調を下支えする見通しです。しかし、足元の株式と債券の高バリュエーションから判断すると、分散された金融資産ポートフォリオの長期リターンは力強さに欠けるとみられます。

## 回復：困難で時間がかかる

5月と6月の米国の経済指標は、3月と4月の記録的な落ち込みから目覚ましく改善しました。6月の小売売上高は2月の水準付近まで急回復しました。サプライマネジメント協会（ISM）による景況感指数は着実な景気拡大を示しています。ダラス、カンザスシティ、リッチモンド、ニューヨーク、フィラデルフィアの各地区連銀製造業景況指数の平均は、低位だった4月のマイナス66.4から7月にはプラス12.4に急上昇し、2018年末以来の高水準となりました。住宅建設活動も活況を呈し、7月の住宅建設業者景況感指数は3月の水準を取り戻し、2019年の大半よりも上回りました。中古住宅販売仮契約保留指数は2006年半ば以来の高水準となりました。全米自営業者連盟（NFIB）による中小企業楽観指数は、2019年の平均近くまで回復しました。

当社は、企業活動が再開し人々が仕事に復帰することで、米国のV字型回復が2~4カ月持続すると予想していました。ところが6月下旬以降、新型コロナウイルスの1日の新規感染者数の増加に関する懸念が広まったことで景気回復の勢いが弱まっており、V字型回復は2カ月程度にとどまりそうです。レストランのオンライン予約サービスを提供するOpenTableのデータによれば、5月と6月の予約状況は増加傾向にあったものの、7月は横ばいでした。米運輸保安庁がまとめた7月の1日当たり平均旅行者数は約66万5,000人で、4月の約4万4,000人からは増加していますが、前月比では横ばいです。JP Morganが自行の「Chase」クレジットカード/デビットカードの使用状況を基にまとめた個人消費データも、5月、6月は上昇トレンドにありましたが、7月は横ばいとなりました。

明るいニュースとしては、新型コロナウイルスの1日の新規感染者数の7日移動平均が7月23日を境に減少に転じており、峠を越えたとみられます（8月1日時点で6万1,964人に減少）。7月23日が本当にピークだったとすると、米国経済は回復軌道に乗る公算が大きいものの、5月と6月に比べるとペースは減速するとみられます。7月に回復が一時停止したとはいえ、第3四半期のGDP成長率は急加速するはずと見られます。6月のGDPが第2四半期の平均を5%程度上回るとの想定は妥当と考えられ、その場合第3四半期が第2四半期と同じとしても、計算上ではGDP成長率は年率換算で21%となります。従って、当社が予想した第3四半期GDP成長率11.4%というよりは低過ぎたということになります。

しかし、第4四半期以降を見ると、パンデミックによる景気後退から完全に回復するのは困難で時間がかかる可能性があります。数百万人に上る労働者が依然として、一時または無期限で解雇されたままです。レジャーおよびホテル業界を中心に多くの中小企業が営業を再開できず、大手のチェーン企業でも大幅な赤字が予想されます。新型コロナウイルスは打たれ強く感染の長期化は避けられないことが判明しており、共存していくために生活様式を根本から見直す必要があるかもしれません。当社は、3月と4月の深刻な落ち込みからの回復は2021年を通じて持続するとの楽観的見方をしていますが、5月初め以降に見られた反発に比べるとかなり抑制されたペースになると考えられます。結果的に、GDPまたは雇用の観点で米国経済が前回のピークを上回るのは2022年になるかもしれません。

## 中国経済は力強く回復

中国の経済活動は完全に元に戻りました。6月の鉱工業生産は前年同月を上回るペースを回復しました。製造業の生産活動はほぼ平常時に戻り、工業部門企業利益は5月の前年同月比6.0%増に続き、6月は同11.5%増と、2カ月連続で増加しました。国家統計局が発表する7月の製造業購買担当者景気指数（PMI）は前月から小幅上昇して51.1となり、過去最低に落ち込んだ2月の35.7から大幅に改善しました。非製造業PMIは前月から0.2ポイント低下したものの54.2と好調を維持し、総合PMIは2018年半ば以降で2番目に高い54.1となりました。

中国経済を牽引しているのは引き続き不動産投資です。建設業PMIは60.5と堅調で、年初来の不動産投資は前年同期比で1.9%増加しました。経済の力強い回復を受けて、投資家は国内株式に投資しています。中国の株価指数は7月に世界の株式市場をアウトパフォームし、深セン総合指数は月間で14.2%も上昇しました。

一方で、中国の家計は慎重姿勢を崩さず、感染に対する懸念が完全には払拭できていないためと思われる。月末の数日間に新規感染者数が若干急増した影響で、個人消費が正常化するまでもうしばらくかかるとみられます。6月の小売売上高は前年同月比で1.3%減となり、前年割れが続いています。これに対して、自動車販売は極めて好調です。中国はパンデミックに伴う景気後退から最初に脱し、目覚ましい回復を遂げており、こうした状況は続くと思えます。

## 欧州の状況

欧州は回復が進行中です。英国の6月の小売売上高は前月比で13.9%増加し、7月の総合PMI速報値は57.1と大幅に上昇し、数年ぶりの高水準となりました。ユーロ圏の7月の総合PMIは54.8となり、2018年半ば以降で最も高い水準です。ユーロ圏の消費者信頼感指数は低水準ながらも上向いています。ユーロ圏の第2四半期GDP成長率は年率換算でマイナス40.3%という、信じがたい数字になりましたが、第3四半期は2桁成長を達成するはずと見られます。

複数の要素が欧州経済を下支えしています。新型コロナウイルスの新規感染者数は低位にとどまり、ロックダウンの解除も順調に進んでいます。中国経済が力強く反発していることで、中国向け輸出が順調に回復している欧州企業の景況感が上向いています。加えて、給与補助制度のおかげで失業率の急上昇は抑えられています。

そしておそらく最も重要なこととして、欧州委員会が策定した経済復興計画には、財政同盟に向けた最初の一步になると思われる内容が盛り込まれています。復興基金として7,500億ユーロがEU予算に上乘せられました。この基金はEUが借り手となって借金し、加盟国に融資や助成金として配分されます。基金の目的は、加盟国の長期的な潜在成長力を高めるための投資プロジェクトに資金を提供することです。これは財政統合に向けた真の一步と言えます。今回の復興基金により、EUが借入れを行い、加盟国から徴収する税金で返済するという原則が確立されました。欧州の回復は続くと思われます。

## 日本の困難な状況は長期化

日本経済は昨年10月の消費税率引き上げによる景気の冷え込みからの回復に苦戦していますがパンデミックによって困難はさらに長期化しています。経済指標はここにきて小幅に回復し始めていますが、1日の新規感染者数は急増しており、8月1日には過去最多の1,464人に達しました。

鉱工業生産指数は6月に前月比2.7%上昇し、1月以降で初めて前月比での上昇となりました。小売売上高は6月に前月比13.1%増と大幅に増加し、2020年初めの水準まで戻りました。消費者信頼感指数は4月の記録的な低水準からやや上向いているものの、低迷しています。企業景況感指数は依然として経済活動の縮小を示しています。第3四半期の指標は大幅に上昇する見通しですが、回復のペースは緩やかで道のりは長いと予想されます。

## 景気見通し

世界的に、パンデミックに伴う景気後退局面からの回復が進んでいます。中国と一部の東南アジア諸国では景気が順調に回復しつつあり、欧米は力強く回復し始めています。世界の株価は回復が見込まれ、4カ月間としては過去数年で最大の上昇幅が予想されています。大半のコモディティ価格は上振れという同じメッセージを発しています。CRB原材料価格指数は、1月の高値からその後につけた底までの約半分を回復しました。欧州のブレント原油価格は4月の底から2倍以上に上昇しています。経済活動の優れた指標である銅価格は急騰し、3月半ば以降35%上昇しました。

パンデミックがもたらした景気の落ち込みからの急回復期は過ぎた可能性が高いと思われますが、運行指標は向こう1~2カ月の間は引き続き好調を示すでしょう。一部の諸国では依然として1日の新規感染者数が高止まりしているか急増しており、特にインド、多くの中南米諸国、イラン、インドネシア、フィリピンではその傾向が顕著です。

新興国の回復は他の諸国より遅れると思われるものの、中国経済の力強い成長、超低金利、ドル安によって押し上げられています。世界経済の速やかな回復は年末まで続く見通しです。2021年についても当社は楽観視しています。ただし、有効なワクチンが開発されるか人々がウイルスとの共生方法を習得するまでは、景気見通しは引き続きやや流動的となりそうです。

## 市場動向

7月も株式と債券は力強いリターンを上げ、コモディティ価格の指標も幅広く上昇しました。S&P 500指数は5.5%上昇しました。7月のMSCIエマージング・マーケット指数は上記の要因から8.4%上昇し、米国をアウトパフォームしました。最も高いリターンを上げた中国の一部の株価指数には届かなかったものの、ダウ輸送株20種は7月に9.0%と異例の大幅上昇を記録しました。

クレジットリスクと長期デフレーションにおける債券の堅調なリターンには、2つの要因が寄与しました。米国の長期債利回りが歴史的な低水準に低下したこと、FRBが超緩和的な金融政策を打ち出し、企業の破綻が信用危機を招くのではないかと投資家の懸念を抑えたことです。バークレイズ米国ハイイールド指数とバークレイズ長期米国債指数は、それぞれ4.7%と4.2%のリターンを上げました。欧州と新興国の社債指数のリターンも概ね良好でした。

## 今後の見通し

金利は短期・長期ともに過去最低水準あるいはマイナス圏にあり、年末まで大きな変動はないと予想されるため、債券投資家はさらなる良好なリターンを見出しにくい状況です。FRBはFF金利を2022年末までゼロ%近辺に維持するとみられます。

このため、FRBは長らく2%のインフレ目標の変更を検討してきましたが、最終判断が9月のFOMC会で示されるかもしれません。当社はインフレ目標が、「一定期間にわたり、平均で2%のインフレ率」に修正されると予想します。従って、10年間にわたり2%を下回ってきたインフレ率は2%以上のインフレ率が示現された期間により相殺されることとなります。そうなれば、FF金利がゼロ%近辺に恒久的に維持される可能性があります。

パンデミックが長引くことがなければ、年末から来年にかけて長期国債利回りにはやや上昇圧力がかかる見込みです。債券投資家はこうした上昇圧力に備えて、短中期の社債を保有することで、社債と国債の利回りスプレッドがさらに若干縮小することが期待できます。ただし、スプレッドは既に大幅に縮小しており、社債にもリターンの余地はあまり残っていません。

長期志向の株式投資家に対しては、いずれかの時点で、株式市場において着実な成長が見込まれるグロース株から景気敏感株へローテーション（主役の交代）が生じる可能性が高いことを申し上げてきました。景気敏感株には力強い経済成長が追い風となります。一方、グロース株は金融危機後の10年間のように、低成長、超低金利、低インフレの環境下でパフォーマンスが好調となる傾向があります。同期間にグロース株とハイテク株は大幅にアウトパフォームしました。

当社はかなり前から、2020年代の投資環境は2010年代とは大きく異なると考えています。新たな投資環境は、1)グローバル化の後退、2)パンデミックに伴うロックダウン（都市封鎖）に対応した大規模な財政支出、3)大量の国債購入を伴う中銀の政策支援— これらを要因とする「小幅なインフレの上振れ」に特徴づけられると思われます。このような環境下では当社が考えるローテーションの活用により市場を上回る成果を上げることが期待され来年にかけてそのローテーションが始まると予想しています。

既にそれは始まっている兆候があります。超大型ハイテク株、さらにはナスダック総合指数の株価モメンタムは弱まり始めているようです。7月のダウ輸送株20種と新興国株式のリターンは、景気敏感株の好調ぶりを示す好例と言えます。さらに市場では投資対象の裾野が広がっており、ラッセル2000指数は3月に市場が底入れして以降、ナスダック100指数と概ね歩調を合わせて上昇しました。S&P 500指数は7月9日以降、ナスダック総合指数をアウトパフォームしました。セクター別では、素材セクターは3月以降S&P 500指数を上回るパフォーマンスを上げ、資本財セクターもアンダーパフォームから抜け出しました。

どんな形のローテーション（主役の交代）でも始まれば、それは断続的で不規則な動きを示すとみられます。当社アナリストは引き続き、パンデミックの最悪期が過ぎた場合、ローテーションに備えてポートフォリオを調整することが、満足できるリターンを得るために最適な方法になると考えています。株価売上高倍率（PSR）、株価収益率（PER）のいずれをみても、現在のバリュエーションは極めて割高であるため、株式市場全体の長期的な上値余地は限られるかもしれません。バリュー株とグロース株のバ

リュエーションには非常に大きな乖離があります。主要株価指数が伸び悩んだとしても、長期にわたりアンダーパフォームしてきたセクターへのローテーションが、ある時点でまずまずのリターンをもたらす可能性があります。

当社はグロース株とハイテク株よりも、今後は素材、資本財、一般消費財など景気敏感セクターを選好します。長期国債利回りがある程度の上昇圧力にさらされた場合、金融株は有利になりそうです。こうした利回りに対する上昇圧力はいずれかの時点で生じるとみられ、生じるか否かではなく、タイミングの問題となるでしょう。ドル安が進行し、金利は超低水準にあるため、新興国株式は引き続きアウトパフォームする公算が大きく、投資家は同セクターを重視すべきと考えます。

短期的には、景気後退からの回復を背景に、世界の株式市場では緩やかな一段の上昇が見込まれます。S&P 500指数は過去最高値を更新し、3400~3500のレンジに上昇する可能性があります。米大統領選に先駆けて、また、パンデミックの影響下の投票結果をめぐる問題が生じかねないことから、おそらくは大統領選後も高いボラティリティが想定されます。

## 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