

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、見え始めた回復の兆しを弱めています。中国経済は回復が進んでいます。

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資家には損失となりました。経済活動の再開に伴って株式市場にはさらなる上昇余地があるかもしれませんが、現在のバリュ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そうです。

世界経済は速やかに回復

例年であれば、北半球の8月は動きが鈍くなり、静かな月になるはずでした。人々は休暇を取り、市場には活気がなく、アメフト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です。こうしたいつもの夏を今年も過ごすことができれば、どんなに良かったことでしょう。それでも、ウイルスのパンデミッ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実に続いています。

米国の7月分となる従来の経済指標は、引き続き予想を大幅に上回りました。一部の経済指標は、予想以上となった前回から上方修正されており、反発の勢いは一段と強まりました。住宅建設活動は活発で、中古住宅および新築住宅の販売件数は急増し、特に新築住宅販売件数は2006年末以来で最も高い水準を付けました。住宅建設業者景況感指数は1998年以来の最高値となりました。住宅ローン申請件数は昨年の水準を大幅に上回っています。木材先物価格は3月に1,000ボードフィート当たり251ドルで底打ちし、現在は同900ドル超で取引されており、住宅価格の上昇傾向が続くことが示唆されます。住宅着工件数は2月以来の高水準となり、住宅建設許可件数は全米で増加しています。

耐久財受注は6月の前月比7.7%増に続いて7月は同11.2%増と、予想を大幅に上回りました。資本財（国防・航空機除く）の受注と出荷はいずれも、前年同月比でほぼ横ばいでした。小売売上高は回復して過去最高を更新し、7月の家計所得と個人消費は引き続き増加しました。鉄鋼生産は11週連続で増加しています（ただし、依然として前年実績を大幅に下回っています）。地区連銀景況指数は全ての地区で拡大を示しています。新規失業保険申請件数は季節調整前ベースで減少が続いて82万1,600件となり、高止まりしているとはいえ4カ月ぶりに100万人を割り込みました。また8月の非農業部門就業者数は137万人増となりました。

米国では新型コロナウイルスの1日の新規感染者数が7月に増加した影響で、発表頻度の高い指標は伸び悩みました。しかし、感染者数は7月23日にピークを迎えたとみられ、新規感染者数の7日移動平均は直近では4万1,240人に38.3%減少しています。そのため、

日次および週次の指標は8月に好転しました。具体例を挙げると、OpenTableによるレストランの予約件数は増加し、米運輸保安庁がまとめた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需要は7月の横ばいから、増加に転じています。JP Morganが自行の「Chase」クレジットカードの使用状況を基にまとめた週次の個人消費データも、7月は横ばいでしたが、8月中旬に景気後退後の最高となりました。

ウイ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を順調に進むはずですが、第3四半期の実質GDP成長率は年率換算で約25%と、大幅になる可能性もあります。

活動再開が広がり、仕事に復帰する人が増えるにつれて、第4四半期のGDP成長率は5%以上になると当社は予想しています。しかし、多くの一時解雇や企業活動停止が無期限となった場合、2021年の回復ペースは鈍化するかもしれません。その場合、GDP成長率は過去平均の2.5%程度にとどまると予想されます。それとは反対に、2021年第1四半期に安全なワクチンが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2四半期持続し、GDPおよび雇用は予想よりも早期に過去最高に達する可能性があります。

日本経済は様々な困難に直面しています。昨年10月に消費税率を2%引き上げた影響で経済は急速に冷え込みました。その直後に大型の台風19号の直撃を受け、数千万人に避難勧告が出され、広範囲に及ぶ洪水が発生し、数十名が亡くなりました。今年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波が起こりました。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ました。

それでも、経済は緊急事態宣言以降、緩やかながら回復しています。IHSマークイットがまとめた企業景況感指数は上昇に転じました。輸出は増加し、消費者信頼感や企業の景況感も低水準ながら上向き、個人消費は改善しています。7月の鉱工業生産は急増し、底から大きく浮上しています。人々の移動を示すモビリ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べて活動状況は大幅に改善しています。与党の支持率は高く、総選挙は2021年10月まで実施する必要がないことから、安倍首相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波が収束すれば、日本経済の回復は徐々に勢いを増すと当社は考えます。

米国と同様に、欧州の一部の国では8月にウイルスの新規感染者数が増加し、回復の勢いを弱めた模様です。IHSマークイットのサービス業PMIは、好調だった7月の54.7から8月は好不況の節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もわずかに低下して51.7となりました。しかし同時に、アップ

ルによるモビリティデータは全ての国でやや上昇しました。国別の企業景況感指数を見ると、ドイツ、フランス、イタリア、ベルギーは8月に緩やかな上昇トレンドを維持しました。欧州委員会が集計する消費者信頼感指数も小幅上昇しています。欧州経済は緩やかな回復が持続すると当社はみています。

中国の製造業の目覚ましい回復は8月も続きました。7月の経済指標は好調で、製造業はほぼ平常時の状況に戻ったとみられます。7月の鉱工業生産は前年同月比4.8%増加し、工業部門企業利益は6月の同11.5%増に対して7月は同19.6%増となりました。設備投資は同1.6%減にとどまりました。住宅価格は上昇しており、住宅着工件数も好調です。エバーコアISIリサーチは中国の国内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月は前年同月の85～90%の水準まで回復する見込みです。家計は依然として低調で、7月の小売売上高は上向いたものの前年同月比では1.1%減と、前年割れが続いています。中国は年初からのGDP減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。

今後の見通し

世界経済は景気後退から回復しつつあります。中国経済は最初に落ち込みましたが、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、一時停止にすぎないと思われます。

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、回復の進行にブレーキが掛かるのは間違いなく、景気の二番底に陥ることも考えられます。

当社は、第2波が広がらない限り景気回復は持続すると予想します。

FRBが新たなインフレ・ターゲットを示す

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たり平均で2%にする」というものです。そのため、インフレ率が10年ぐらい目標を下回った場合、インフレが制御不能にならない限り、FRBは長期間2%を上回ることを容認することになるでしょう。

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になります。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ます。その理由として、以下の事柄が挙げられます。

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、インフレ率がしばらくの間2%を上回っても懸念しないと思われます。

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金利を引き上げることにはなさそうです。

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トレードオフ、すなわちフィリップス曲線が機能しなくなったという問題が内在しています。フィリップス曲線に基づく、失業率を低下させるには、物価上昇を容認する必要があります。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と考えています。

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れ、その結果インフレは顕在化せず、フィリップス曲線は過去の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あり、今起こっていることは継続すると考えがちです。また、あ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確信します。過去を将来に当てはめようとするのです。FRBの新たな方針は、経済の実際の構造的変化よりも、過去20年間の経験からの推定に基づいている可能性があります。フィリップス曲線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。数年経てば、その結果は明らかになるでしょう。

市場動向

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しただけで、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日には過去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め、安全資産と国債の指数は冴えない展開となりました。ハイ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少なくともプラスのリターンを確保し、クレジットスプレッドは概ね若干縮小しました。

市場見通し

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って、今後数年間に債券投資家がまずまずのリターンを得ることは難しいとみられます。

FRBが政策の変更によって物価を押し上げたいと考えていることは明らかで、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ます。米国の長期債利回りは上昇する気配を見せており、いずれかの時点でそれが実現すると予想されます。そのため、当社は償還期限が短い（2-4年）債券への投資を堅持します。これらの債券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れると考えます。

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 선호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ているため、当社が以前に指摘した景気敏感株へのローテーション（主役の交代）はまだ機が熟していません。グロース株とハイテク株から景気加速の恩恵を受ける景気敏感株への転換の兆候

は、3月以降少なくとも2回見られましたが、いずれも短命でした。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が、そ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が、それが顕在化するには、インフレ率の上昇とイールドカーブのスティープ化を示す確固たる証左が必要で、しばらく時間がかかるかもしれません。

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伴い、主要株価指数はさらに上昇する可能性があります。それでも、当社は慎重な姿勢を崩しません。経済指標の上振れは少なくなるでしょう。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時的ではなく、無期限であることが間もなく明らかになるかもれません。

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予想します。

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

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