

Economic Insights: 深刻な景気後退、前例のない反発

2020年10月

ボブ・バウアー（チーフ・グローバル・エコノミスト）

新型コロナウイルス感染拡大によるロックダウン（都市封鎖）とそれに伴う景気後退局面からの回復は、国によってばらつきが生じています。中国は着実に回復しています。米国の回復も引き続き力強さがあり、堅調なモメンタムは第4四半期に入っても続くでしょう。欧州と日本は新規感染者数が再び増加したことで、経済成長は7月から概ね横ばいで推移し、回復が遅れています。株式市場は9月相場にお馴染みの高いボラティリティや反落が見られ、この流れは年末にかけて続く見込みです。

年が明け、力強い利益成長見通しが現実のものとなれば、緩やかな上昇トレンドを取り戻すはずです。

世界経済の回復はまだら模様

新型コロナウイルスの感染者数や死者数の増加を受けて発動されたロックダウン措置は、各国の経済に前代未聞の大混乱をもたらした。3月と4月の失業者数は記録的水準に達しました。その後数カ月間の回復も同じくらい驚異的で、経済は過去に例を見ないペースで反転し、雇用は急回復しました。こうした目覚ましい経済成長の回復は、一部の地域・国では継続的な拡大に移行し、持続可能なペースで続いています。しかし欧州の一部や日本では感染者数が再び増加していることで、正常化への回復が遅れています。

最新の米国の指標は、経済が足元で力強く成長しており、この状況が来年にかけて続くという楽観的な見方を裏付けています。IHSマークイットが集計した総合購買担当者景気指数（PMI）と製造業PMIは2019年初め以来の高水準となりました。地区連銀景況指数は大半の地区で2018年末以来の最高値を付けました。設備投資は急速に回復し、8月の資本財（国防・航空機を除く）の新規受注は前年同月比で増加し、出荷は同ほば横ばいでした。企業景況感としては依然としてパンデミック発生以前の水準を下回っていますが、現在は上昇基調にあり、金融危機時の水準をはるかに上回っています。

家計も回復を積極的に後押ししています。住宅建設活動は活況で、住宅販売件数は堅調に推移し、住宅建設業者景況感指数は過去最高水準を更新し、住宅ローン金利は極めて低く、価格の値ごろ感から住宅ローン申請件数は前年実績を大幅に上回っています。JP Morganが自社の「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では、レイバーデー前後の特殊な支出の増加を除くと9月18日（金）までの1週間の非経常消費支出は前年同期比5.8%減となったものの、3月以来で最も高い水準となりました。tracktherecovery.orgのデータによると、9月最初の2週間の平均支出は1月比で2.7%減となりました。8月の平均支出は同5.0%減で、7月、6月と月を遡るごとに減少幅は大きくなります。失業給付の600ドルの上乗せが7月31日に期限を迎えましたが、それ以降に個人消費が減少した様子はほとんど見られません。消費者信頼感としては依然としてパンデミック前の水準を回復していませんが、底堅く、上向き傾向にあり、ブルームバーグ消費者信頼感指数は4月5日以来の高水準を付けました。

米国の新型コロナウイルスの1日の新規感染者数は、7月の急増から8月には3分の1ほど減少し、9月は横ばいで推移しました。幸いなことに、死亡者数は緩やかな減少傾向にあり、7日移動平均では9月29日に728人でした。こうした状況を背景に、発表頻度の高い指標は徐々に上向いており、OpenTableによるレストラン予約件数や米運輸保安庁が発表する1日当たり平均旅行者数は改善しています。

米国の第3四半期実質GDP成長率は25~30%と、大幅な拡大が予想されます。ウイルスの感染拡大が再発しなければ、米国では以下の理由から、経済回復が第4四半期から2021年を通じて持続するはずです。

- 個人消費が生産を上回るペースで成長し、在庫は低水準にあることから、さらなる雇用拡大や増産が見込まれる。
- 住宅建設活動が活発であることから、建設、融資、査定、販売、家具、素材といった関連分野で、堅調な雇用の伸びが予想される。
- 新規失業保険申請件数は高止まりしているものの、継続受給者数は減少傾向にあり、新規雇用が新たなレイオフを大幅に上回っていることを示唆している。
- 8月1日から遡って適用される失業給付の週300ドルの上乗せが個人消費を下支えしている。
- 家計貯蓄率は14%の高水準にあり、消費者には十分な経済的余裕がある。
- 自動車生産台数は引き続き増加している。
- 金融刺激策の効果は遅れて表れるため、景気浮揚効果は2021年を通じて続くことが予想される。

これらが追い風となり、米国の第4四半期GDP成長率は6~8%と予想されます。一方、安全で有効なワクチンが実用化されなければ、多くの一時解雇や企業活動停止が無期限となり、2021年のGDP成長率は長期トレンド並みの2.5%に減速する恐れがあります。

中国は世界の経済成長を牽引しているもう1つの国で、コロナ禍による景気後退から驚異的な回復を遂げています。8月の製造業指標は堅調でした。財新/マークイットが発表した製造業PMIは53.1と、ほぼ10年ぶりの高水準となり、鉱工業生産は前年同月比5.6%増加し、以前の上昇トレンドに戻りました。設備投資は前年同月の水準にわずかに届きませんでした。信用残高の伸び率は上昇しています。世界各国からの堅調な需要を背景に、輸出は同11.6%増に加速しました。住宅価格は同4.9%上昇し、不動産販売件数は増加しています。小売売上高は今年に入って初めて前年同月を上回り、回復の広がりを示唆しています。中国経済の着実な成長は2021年も持続すると予想されます。

欧州と日本ではウイルス感染の第2波が既に景気回復の勢いを弱めています。9月のユーロ圏のマークイットPMIはかなりの落ち込みとなり、総合PMIは2ポイント近く低下し、辛うじて景気の拡大を示す50.1となりました。PMIの内訳を見ると、サービス業と製造業で全く相反する動きとなりました。ユーロ圏の多くの国では観光業が経済成長の担い手となっており、新規感染者数の増加がサービスセクターに甚大な打撃を及ぼしています。製造業PMIは53.7と、景気判断の分かれ目となる50を大きく上回る堅調な水準でしたが、ドイツでさえ企業景況感指数の伸びは鈍化しています。英国では企業景況感などの経済指標は夏場を通じて非常に力強い反発を示しましたが、ウイルス感染の新たな波を受けて伸び悩んでいます。

日本でも同様に景気回復の勢いに陰りが見られます。マークイットPMIは景気の縮小を示す領域にとどまっています。個人消費、鉱工業生産、企業景況感、消費者信頼感が大きく回復しているものの、なおコロナ禍前の水準を大幅に下回っています。欧州と日本の1日当たりの新規感染者数の急増は、入院者数と死者数の大幅な増加を伴っていないため、検査件数の大幅増が一因となった可能性があります。また、日本と欧州は第4四半期に景気回復基調が再開すると予想します。

今後の見通し

世界経済は壊滅的ともいえる景気後退から急ピッチで回復していますが、欧州と日本でのウイルス感染者数の急増を受けて、回復にはばらつきが生じています。米国と中国の回復が世界の景気を牽引しています。コモディティ価格は9月にほぼ横ばいとなったものの、3月以降の上げ幅の大半を維持しており、世界経済の回復と今後の回復の継続見通しを裏付けています。各国中央銀行の金融緩和により、短期金利は数年にわたり低水準に維持される見通しです。

コロナ危機による景気後退をきっかけに世界経済はリセットされ、新たな長期の拡大局面に向かうのでしょうか。それとも、現在の景気回復は一時停止に過ぎず、これまでの長期景気拡大で積み上がったマイナス要因が再び顕在化するのでしょうか。この問題については判断が付きません。とはいえ、2020年初頭に見られた広範囲にわたる低調な企業利益は、企業がこれを契機にコスト削減、生産性の向上、さらに歴史的な低水準にある金利を背景に債務の借り換えを図ったことで、解消されつつあります。

安全・有効かつ広く入手可能なワクチンが実用化されれば、景気の新たな長期拡大局面は間違いなく始まると言えるでしょう。秋口から冬場にかけて深刻なウイルス感染の第2波が起きなければ、世界経済は新たな拡大局面を迎えると思われます。

金利とインフレ率は低位にとどまるのか？

米連邦準備制度理事会（FRB）による9月会合後の方針とコミットメントの変更により、FF金利は2023年まで0~0.25%のレンジに維持されることがほぼとど確実となりました。欧州と日本の政策金利がマイナス圏にとどまる中で、イングランド銀行も他の中銀に追随しマイナス金利政策（NIRP）の導入とを検討しています。大半の先進国中銀による多額の債券購入へのコミットメントに加えて、短期金利が数年にわたりゼロ近辺に維持されていることが、長期国債利回りの大きな下押し圧力になっています。2021年初めまで、10年物米国国債利回りが1%に上昇するとは考えにくい状況です。

その後はどうなるのでしょうか。FRBが政策方針を「平均インフレターゲット」に大きく変更したことには、投資家に対してFRBがインフレの押し上げに真剣であることを確信させる意図がありました。FRBは金融危機以降一貫してインフレ率の小幅上昇を望んでいますが、まだ成功していません。平均インフレターゲットへの方針変更は、金融政策が有効性を失いつつあるか、既に有効性を失ったことを示したと言えるでしょう。

FRBの政策の失敗による最も重要な政策変更は、新たな金融緩和ではなく、断固とした金融緩和と大規模な財政刺激策、そして米国を中心に予算制限の欠如の組み合わせにありそうです。

こうした政策面の重要な変化のほかにも、コロナ禍によって、サプライチェーンの一部を自国に戻す動きが加速しています。企業が生産コストを低く抑えるために、中国などの新興国の低賃金労働者を活用してきたことから、20年以上に及びグローバルイゼーションはインフレを下押ししてきました。

グローバルイゼーションが後退するとともに、それがもたらした低インフレも解消されるかもしれません。財政・金融政策の変化の影響と企業の国内回帰トレンドの加速を踏まえれば、2020年代にコンセンサスとなっているインフレ水準をやや上振れることは、容易に想像がつくでしょう。

金融市場の見通し

8月下旬、株式市場は調整局面入り間近に見えました。過去のバターンによれば、9月と10月は値動きが不安定な月であり、株価が急落に見舞われることもありましたが。今年3月以降、相場は大幅に値上がりしており、上昇を牽引した銘柄には完全な景気回復が織り込まれました。投資家はかなり強気で、下振れリスクに対するプロテクションの必要を考慮していた投資家はほぼ皆無だったため、プロテクションは極めて安価になっていました。ところが9月に相場は下落し、大半の金融市場にとって素敵なものにはなりません。日本は市場全般が上昇した数少ない国の1つです。9月の国債利回りは横ばいで、クレジットスプレッドは小幅拡大したため、良好なリターンを上げた債券指数はほとんどありませんでした。

それでも、株式の基調的なファンダメンタルズには、概ね底堅さが見られます。世界経済は回復を続けており、企業利益の伸びは加速するでしょう。深刻なウイルス感染の第2波を除き、相場的大幅下落を引き起こすような要因は見当たりません。それにもかかわらず、9月に見られたボラティリティと弱含みは年末まで続く恐れがあります。米大統領選シーズン中は不透明感が高まり、選挙結果の行方は当面分からないかもしれません。トランプ大統領とバイデン候補のどちらが勝っても、株式市場低迷のきっかけとなる可能性があります。経済指標は予想を下回る時期がいずれ来ると思われます。

短期的には慎重な姿勢が正当化されるものの、向こう1年では株式市場は緩やかに上昇する見通しです。FRBを始め各国中銀は積極的な緩和政策を維持すると推測され、追加の財政出動が行われる可能性が高いでしょう。ワクチンは来年初めに実用化されるめどが立ったとみられ、家計と企業の正常化を後押しするはず。企業は堅実にコスト削減を図ったことから、利益は再び成長する見込みです。第4四半期に株式市場が一段と下落すれば、来年に向けた投資機会となり得ます。

ハイテク株の上昇モメンタムは9月に弱まりました。リフレ政策が実施される公算が大きいため、当社は素材や資本財といった景気の加速局面で有利なセクターを推奨します。このような環境ではイールドカーブがスティープ化するため、金融株も好調となるはずですが、積極的な緩和政策がそれを阻止しています。総合的にみて、当社は米国株を選好しますが、リフレ政策の後押しによって、新興国株式は来年も上昇すると考えます。

1年間の投資期間で考えると、債券投資家は好ましいリターンを得ることは難しいため、当社は債券より株式を選好します。安全資産である国債の利回りは極めて低いため、国債への投資は回避すべきでしょう。債券の中では、国債より若干高い利回りを有する社債や新興国国債を選好するのがよさそうです。ただし、これには注意点が二つあります。長期金利の上昇による損失を防ぐために、償還期限が短い（2～4年）債券への投資が良い選択と言えるでしょう。また、クレジットスプレッドは2021年に小幅縮小する可能性があり、我々は信用力の高い債券に投資機会があると考え、我々の各投資家のリスク許容度に応じた債券を選択することも可能と考えます。

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