

## Economic Insights: 回復は失速か？

2020年11月

ボブ・バウアー（チーフ・グローバル・エコノミスト）

欧州では、新型コロナウイルスの1日の新規感染者数が急増して経済の回復を妨げていますが、製造業は好調です。米国でも感染者数は増加していますが、経済の回復は広がっており、モメンタムは持続しています。

米国経済と中国経済が世界経済の回復を牽引しています。「10月効果」と言われるように、投資家はこれまでに10月の株式市場の調整局面を何度も経験してきましたが、今回の調整は大幅なものでした。米大統領選挙は激戦が予想され、市場は年末までボラティリティの高い状況が続く可能性があります。年明けからは緩やかな上昇トレンドに落ち着くと当社はみています。

景気回復が長続きすれば、長期金利は若干上振れするかもしれません。

### 反転、急回復、小休止

新型コロナウイルス感染拡大に伴うロックダウン（都市封鎖）による前例のない景気の落ち込みからの信じられないような急回復は第3四半期によく実現しました。ユーロ圏の実質GDP成長率は、前期比年率61.1%という驚異的な伸びを記録しました。米国のGDP成長率も年率33.1%もの急激な成長となりましたが、在庫の増加はなく、純輸出は3%ポイントのマイナス寄与でした。米国の景気回復は急ピッチで進み、11月も堅調な勢いが持続するとみられます。また、どの国よりも早く年率でプラス成長を回復した中国経済も力強い回復が続くでしょう。

第3四半期に急反発した欧州経済ですが、新規感染者数の急増と経済活動制限の再導入により景気がやや落ち込む可能性もあり、第4四半期の回復は小休止となるかもしれません。新規感染者数の7日移動平均がイタリアとスペインで2万人超、フランスでは4万人超となり、大半の欧州諸国および英国で過去最多を更新しました。幸いなことに、死亡者数は3月と4月のピーク水準を大幅に下回っています。サービス業の多くで活動が再び制限されれば成長は影響を受けるとみられますが、セクターによって状況は大きく異なります。10月の製造業PMIは前月から1ポイント近く上昇して54.4となり、2018年8月以来の高水準となりましたが、サービス業PMIは依然として景気の好不況の節目を示す50を下回っています。

リスクの高まりを受けて、欧州中央銀行（ECB）は金融市場を良好な状態に保つために、12月に追加の金融緩和を打ち出す可能性を示唆しました。具体的には、債券買い入れの増額や、貸出オペの対象を拡大することで企業が利用可能な融資枠を確保することが予想されます。また、当局は多くの国で膨

れ上がる財政赤字を見ないふりをするとみられます。同様の動きとして、英国では既に支援策が延長されています。欧州の第4四半期 GDP 成長率は若干のマイナスとなり、2021年に再びプラス成長に戻ると当社は予想しています。それでも家計には余裕があり、英国とユーロ圏の小売売上高は既にパンデミック前の水準を大幅に上回っています。アジア経済が正常化すれば、欧州も旺盛な外需から恩恵を受けるでしょう。

日本でも見通しに明るさが増している模様です。米国や欧州のような新規感染者数の増加は見られず、1日の死亡者数も1桁にとどまっています。制限措置の大半は9月に緩和されました。小売売上高は4月と5月の減少分のほとんど全てを取り戻しています。9月の鉱工業生産は4.0%増加して4カ月連続の増加となり、製造業の景況感指数は回復の持続を示唆しています。中国をはじめとするアジアの力強い回復を受けて、輸出は勢いを増しています。一方、10月のPMIはわずかに改善しましたが、気休め程度にすぎません。政府は旅行や外食を対象とした「Go To」キャンペーンの延長を検討しています。日本経済は緩やかな回復が続くと予想されます。

中国の目覚ましい回復は持続し、経済は正常に向かっています。小売業界の回復が最も遅れていましたが、9月の小売売上高は前年同月比3.3%増加しました。ウイルス感染の再拡大の懸念から、家計は数カ月間自粛ムードにありましたが、好調な小売売上高は消費全般の回復を裏付けています。ここ数カ月は輸出が好調でしたが、9月は輸入が堅調で、内需が強さを増していることが示唆されます。最新データによると、信用残高は大幅に伸び、9月末時点の社会融資総量（一般企業や個人が金融システムを通じて調達した資金）は前年比13.5%増加しました。景気は堅調に回復基調を続け、力強い成長は第4四半期から2021年にかけて持続する見通しです。

米国の新型コロナウイルスの1日の感染者数は過去最悪に歯止めがかかりません。10月31日には2日連続で9万人を超え、7日移動平均でも7万9,000人を上回って過去最多となりました。ただ、1日の死亡者数は横ばいで推移しており（過去10日間は800人前後）、春と夏に付けたピークを大幅に下回っています。

新規感染者数が増加しているとはいえ、米国での活動制限は今のところ限定的です。感染の第2波がこれ以上深刻化しない限り、米国経済の回復の力強いモメンタムは2021年まで持続するとみられます。設備投資は活発で、資本財（国防・航空機除く）の出荷は前年の水準を大きく上回っています。資本財の新規受注も過去最高に達し、投資の一層の堅調を示唆しています。住宅活動も活況で、住宅建設業者景況感指数は2カ月連続で過去最高水準を維持しています。世帯形成が急増していることから、住宅着工件数と住宅販売件数の好調は続くでしょう。

地区連銀による製造業景況指数は一律に堅調ぶりを示しています。マーケットによる景気指数も好調で、10月の総合PMIは2018年7月以来の高水準となりました。サービス業はパンデミックで深刻な

打撃を受けましたが、サービス業 PMI も 2018 年 6 月以来の高水準を付けました。雇用も着実な増加が見込まれ、米人材派遣協会がまとめる人材派遣指数も改善が続いています。コンファレンスボードによる雇用指数は、失業率が 5%未満だった 2016 年 11 月と同水準となりました。雇用の力強い伸びと高い貯蓄率は、2021 年に入っても個人消費を喚起するはずで

米国の GDP 統計からは第 3 四半期の驚異的な景気回復が裏付けられたほか、景気回復の持続に向けた明確な兆候が示されました。実際、在庫投資はやや減少しました（在庫の増加が GDP の押し上げ要因ではありません）。パンデミックに起因した生産減少を受けて在庫は極めて低水準にあるため、在庫の積み増しにより鉱工業生産は増加基調にある見込みです。さらに、輸入が輸出よりもはるかに急ピッチで回復したことで、純輸出（輸出-輸入）が成長率に 3%ポイントと通常よりも大きくマイナス寄与しました。他の諸国がパンデミックに伴う景気後退局面から回復するにつれて、米国の輸出は急増し、成長率を大幅に押し上げるとみられます。

米国の第 4 四半期の実質 GDP 成長率は 4%~6%のレンジになると当社は予想します。2021 年初めに安全で有効かつ入手可能なワクチンが実用化されれば、その後数四半期にわたり 3%以上のペースで景気回復は続くと思われます。ワクチンが実用化されなければ、レジャーおよびホテル業界の回復は遅れ、2021 年の GDP 成長率は 2.5%程度のトレンド付近にとどまると予想されます。

### 今後の見通し

世界の経済活動は第 3 四半期に驚異的な回復を示した後、回復の勢いは徐々に弱まっています。欧州では、深刻なウイルス感染の第 2 波を受けて制限措置が再導入されたことで、世界経済は明らかにエアポケットに入っています。これまでのところ、米国では新規感染者数の増加が経済成長を妨げるには至っていません。米運輸保安局がまとめた 1 日当たりの平均旅行者数、専門調査会社コーナーストーン・マクロ発表の週次小売店の来店者数、さらに Tracktherecovery.org が追跡する個人消費データはいずれも、緩やかながら増加傾向が続いています。新興国については、好調な中国の需要、超低金利、ドル安がファンダメンタルズ面の好材料となっています。各国中銀は支援的な姿勢を維持しており、追加の財政刺激策が近く導入される見込みです。

景気回復は緩やかになったとはいえ、停滞していません。2021 年末まで世界的な景気回復は持続すると予想されます。

### 市場動向と大統領選挙

米国の株式投資家はこれまで 9 月と 10 月に、不運なイベントに見舞われました。1929 年はウォール街大暴落が生じ、1987 年のブラックマンデーでは過去最大級の暴落を記録し、1998 年にはロシアの債務デフォルトに直面し、2008 年には世界金融危機に伴う急落を目にしました。今年、投資家は S & P500 指数でみて 9 月の最高値からの 10.6%下落と、最高値付近から 10 月 30 日までの 8.9%下

落という、2度の急落局面を耐え抜きました。最初の急落では財政支援策が小規模にとどまることへの懸念、2番目はウイルス感染の急増が要因となりました。現時点で、S&P500指数は直近2カ月間で6.6%下落しているものの、年初来ではなお1.2%上昇しています。今回の選挙シーズンでは、市場のボラティリティが年末まで解消されないかもしれません。

トランプ大統領とバイデン前副大統領の見解や公約には大きな違いがあります。選挙結果には様々なシナリオがあるものの、少なくとも9~12カ月間を見通すと、金融市場のパフォーマンスは予想されているほど大きな違いはなさそうです。選挙結果の主なシナリオとしては、次の3つが考えられます。(1)現状維持、(2)バイデン氏が大統領に当選するが、ねじれ議会となる、(3)民主党がホワイトハウス、上下両院をともに制する。(2)と(3)のシナリオでは企業に対する規制が強化され、(3)のシナリオでは税率の引き上げを含む増税が実施され、長期的に株式市場の堅調なリターンに逆風になるとみられます。ただし、いずれのシナリオでも、パンデミックに対応するための財政刺激策の第4弾として、大幅な財政支出が追加されるのは間違いなく、規模は両党で異なるものの、かなり大胆なインフラ支出が打ち出される公算が大きいと思われる。

経済と企業利益の持続的回復、FRBによる積極的な金融緩和、今後実施されると目される大規模な財政支援という複合的要因が、少なくとも当面は株式市場のプラス材料になるはずで、現時点で市場のバリュエーションは高止まりしており、中期的な上昇トレンドが緩やかになるものと考えます。バイデン政権の下では、経済が政権の優先課題に沿って再調整されるのに伴い、経済成長は若干減速することも考えられます。そうなれば、長期金利はやや長く低水準にとどまると考えられます。

選挙結果のシナリオがこれほど大きく異なるにもかかわらず、金融市場への影響がほとんど変わらないのはなぜでしょうか。1つには、金融緩和や財政政策は世界的なトレンドであり、どちらの候補が勝利するかにかかわらず持続するからです。財政政策とグローバル化の後退について考えてみましょう。1980年代以降、金融政策は景気後退対策の重要な手段となってきました。FRBは金利を引き下げて、消費と投資を刺激してきました。1970年代には、財政政策は高インフレと景気停滞を引き起こすという、不当な非難を受けていました。現在では、経済の再活性化のために、大規模な財政支出とFRBの積極的な債券買入れが協調的に実施されており、主要先進国ではどこも同じです。

グローバル化はここしばらく、徐々に後退して来ました。過去20年間に中国の賃金が急上昇した結果、中国の競争力は1990年代に比べてはるかに低下しています。さらに、グローバル化に取り残されたり、中国に雇用を奪われた人々が支持するポピュリスト政策が、アウトソーシングのトレンドを減速させました。今やパンデミックは、自国経済とサプライチェーンの中国への依存を見直す、もう一つの理由となっています。選挙結果にかかわらず、雇用を米国に戻す動きは今後も続く可能性が高そうです。

## 金融市場の見通し

各国中銀の資金を一部原資とする巨額の財政支出と、グローバル化によってもたらされたデスインフレの後退という組み合わせは、今後 10 年間でコンセンサス予想を上回るインフレによって特徴づけられることを示唆しています。これは各国中銀の目標でもあります。目標の 2%あるいはそれをやや上回る持続的なインフレは、長期国債の利回りがある程度上昇することを意味します。インフレ率の緩やかな上昇は、名目成長率が加速することも示唆しています。このような投資環境の変化は、グロース株とハイテク株から、素材や資本財、金融といった景気の加速局面で有利なセクターや小型株（これらはいずれもここ数年アンダーパフォーム）へのローテーションを引き起こすと思われます。

夏場以降、そうしたローテーションの兆候が数回見られましたが、いずれも短命で終わり、トレンドの長期的な変化をもたらしませんでした。新型コロナウイルスの生存期間の長さや感染の複雑性によって、持続的なローテーションと相場の新たな上昇局面を促す力強い回復が阻害されています。冬場のインフルエンザ流行期のピークは 12 月と 1 月になると推測されます。米大統領選をめぐる不透明感に加えて、新型コロナウイルスの感染規模は予測できないため、来年初めにかけては慎重な姿勢が正当化されるでしょう。

その後は概ね楽観できる見方を当社は変えていません。ワクチンの実用化は確実で、治療法も向上しています。世界経済と企業利益は引き続き回復する見通しです。名目成長率の上昇は株式市場にとってプラス材料になるでしょう。当社はバランスの取れた米国資産のポートフォリオの堅持が望ましいと考えていますが、今後の市場のローテーションは新興国株式にとっても追い風になる可能性があります。このローテーションが進行中であることを示す兆候は、イールドカーブのスティープ化、新たなドル安局面、コモディティ価格の長期的上昇です。

債券投資家が好ましいリターンを得ることは難しいでしょう。長期国債の大半でインフレ調整後のリターンがマイナスであるため、長期国債への投資は慎重になるべきかと考えます。当社はハイイールド債、優先株、地方債、新興国債券といった非伝統的な債券に収益機会があると考えています。ただし、クレジットスプレッドは利益を生む可能性が低く、長期金利は徐々に上昇するとみられるため、信用力が高く償還期限が短期から中期（2～4 年）の債券に投資機会があるでしょう。

## 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