

# Economic Insights: 景気後退に突き進む

2020年4月

## ボブ・バウアー、エコノミック・コミッティ

世界経済は、2月に新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）により、景気後退局面が広がり始め、3月には米国に達しました。株式・社債市場は底割れとなり、強烈な下押し圧力が市場を襲いました。

安全な逃避先がありませんでした。

株式市場の下落は小休止したようにも見えますが、新型コロナウイルスの新規感染者数が峠を越えるまで市場の混乱は続くと思われます。

前例のない規模の財政支出と金融支援によって、ウイルス感染症不況による企業の破綻が相次ぎ金融の混乱が長期化するという危機的状況は、阻止されると思われます。

### 3月に景気後退入りした模様

生産活動と消費活動の両方が大幅に抑制されていることから、グローバル GDP の縮小を回避することは不可能と思われます。

- 中国の経済成長率は1月と2月にマイナスに転じ、残念ながら統計開始以来初となるマイナス成長を記録しました。
- 中国の1-2月期の鉱工業生産は前年同期比13.5%減少しました。
- 自動車販売台数は同41.9%減、小売売上高は同20.5%減となりました。
- 欧州、日本、米国の購買担当者景気指数（PMI）は急低下し、一部では世界金融危機時の水準を下回りました。
- 米国の地区連銀製造業景況感指数は、ニューヨーク、カンザスシティ、フィラデルフィアで大幅に低下して50を割り込み、景気の縮小が示されました。
- 米国の飲食店来客数、航空旅客数、興行収入といった発表頻度の高い指標はいずれも、90%以上減少しました。
- 3月26日に米国で発表された週次新規失業保険申請件数は328万件（4月2日発表のデータは665万件）で、これまで過去最高だった1982年の件数の4倍以上となりました。

経済成長への影響は、ウイルス感染症の発生時期によって時間差が出ています。昨年 12 月にウイルスが初めて確認された中国では、2 月に経済活動停止の最悪期を迎えました。その後、企業は活動を再開しており、近いうちに生産も以前の水準をほぼ回復すると思われます。ラッシュ時の鉄道旅客数を見ると、中国の多くの都市で平常を完全に取り戻しています。先週末までは、週末の交通渋滞はほとんど見られませんでした。しかしながら、欧州の大半の国と米国では依然として活動停止が続いています。

当社独自の米国リセッションモニターは、景気後退リスクが高いことを示唆していますが、当社の考察では 3 月に既に後退局面に入ったと判断しています。当社では、米国の第 1 四半期 GDP 成長率をマイナス約 3%、第 2 四半期は歴史的な低水準となるマイナス 10% 超、第 3 四半期もマイナス約 2% と予想しています。

そして第 4 四半期によやくプラス成長を回復すると予想され、その理由は以下の通りです。

## 回復

現在の危機的局面からどうしたら抜け出せるでしょうか。少なくとも、ウイルスの新規感染者数がピークアウトし、企業活動が再開する必要があります。

中国では 1 月 15 日からウイルス感染が拡大し始め、2 月半ばに新規感染者数がピークを打ち、その後 2 週間に企業は活動を再開し始めました。2 月末には新規感染者数はピークよりも 90% 以上低下しました。欧州では 2 月にイタリアで初めて感染者が確認されました。イタリアの新規感染者数は安定しつつあり、今のところ 3 月 21 日がピークだったとみられます。スペインでもピークは近いかもしれません。米国も同様の感染サイクルであれば、新規感染者数は今後 1~2 週間以内にピークを迎えるはずですが、相当長いトンネルの先に光が見えてくるでしょう。

景気後退について考察してみます。「景気後退」とは、景気拡大のピークから下降局面の底までの期間を指します。経済活動は数カ月にわたって落ち込み、影響は実質所得、卸売/小売売上高、雇用、鉱工業生産、そして GDP に及びます。

通常、景気後退は不均衡形成による景気拡大の終焉がきっかけとなります。高すぎる債務水準、デフォルトの急増、不良債権による銀行の破綻、米連邦準備制度理事会（FRB）による大幅な利上げ、原油価格の急騰、激しいインフレ、急激な賃金上昇による企業の赤字転落、減益に伴うレイオフや失業、消費者信頼感の低下と支出削減など、要因はさまざまです。現時点では、いずれの要因も生じていません。今回の景気後退は、ウイルスの感染拡大の抑制を図って計画的に導入された政策結果と言えます。

これは、通常の景気後退とは全く異なり、いきなり襲ったショックが発端となっているため、今後の展開も変

則的なものになりそうです。各国の政府・中銀は既に、大規模な財政政策や金融政策に乗り出しています。過去に例のない規模です。米国では、先に発表された 1,000 億ドルを上回る資金供給や FRB による数兆ドル規模の債券購入に加えて、2 兆 2,000 億ドルの救済法案が成立しました。欧州中央銀行（ECB）は、国別限度額を緩和した上で 7,500 億ユーロの新規債券購入を決めました。政策金利はいずれの国もゼロ%近辺です。英国、オーストラリア、日本、ニュージーランド、ノルウェー、カナダ、スイス、インド、スウェーデン、台湾、シンガポールなども大規模な救済措置を打ち出しています。

こうした大規模な支援策により、米国の家計は通常の景気後退時にみられるような信頼感の急低下を回避する可能性があります。確かに、失業率は経済活動停止を受けて急上昇する見込みです。しかし、今回の下降局面は経済不均衡によるものでなく、場合によっては短期間で終息すれば、企業や消費者は活動停止のショックの先にある景気回復を見越して、予想よりも迅速に平常時を回復する可能性があります。

少なくとも正常化することを願うばかりですが、現時点では予想は推測に過ぎません。

## 経済の見通し

アジア以外の国・地域の第 2 四半期の経済成長率は、大幅な落ち込みが見込まれます。米国は第 3 四半期のいずれかの時点でまずまずの景気回復が顕在化すると予想されます。米政府の所得補助が賃金喪失分の多くを補填し、仮に問題が長期化した場合でも、政府による更なる現金給付が期待できそうです。議会は既に第 4 段階の対策法案を協議しています。米国企業の活動再開は緩やかなものにとどまり、V 字回復は見込み薄ですが、経済成長率は第 4 四半期から 2021 年にかけてトレンド水準に回復する見通しです。日・欧の景気回復はより緩慢となり、景気回復の開始時期も今年後半と推測されます。

当社は、米国経済に関する極めて弱気な見通しに過度に惑わされるべきではないと考えます。加えて、ウイルス感染の治療法が早期に開発される可能性もあります。気候が温暖になればウイルスの感染拡大が抑制され、自宅待機を強いられているファミリーは日光浴を切望するでしょう。

ウイルスの感染拡大は長期的な影響を及ぼすとみられますが、その規模は未知数です。グローバリゼーションは既に後退しつつありましたが、今回のウイルスショックが致命的な一打となるでしょうか？在宅でのテレワークの急拡大により、都市の中心部にオフィスを構える就業形態は後退するのでしょうか？オンラインによる宅配サービスが、小売業者や商業施設に追い打ちを与えるのでしょうか？中国が権威主義国家のメリットを強調し欧州で同盟関係を構築する中で、米中関係はどうなるのでしょうか？数カ月にわたりオンライン授業を余儀なくされた学校や大学は、従来と同じ形態が維持されるのでしょうか？非常に多くの疑問が浮上していますが、先行きはほとんど見通せない状況です。

## 市場動向

3月は極めて低調となりましたが、いくつかの米国債指数はプラスのリターンを上げました。小麦と金の価格は上昇したものの、当該ポジションを取った投資家はほとんどいませんでした。当社がトラックしている世界47の株価指数のうち、上昇した指数はありませんでした。下落不可避の材料が多数ある中で、株式市場の落ち込みは強烈でした。

ウイルス感染から最初に回復した国として、中国の株式市場の下落率が最も小幅になりました。上海総合指数は4%の下落にとどまり、9.4%の下落で第1四半期を終えました。一方、S&P500指数は11.0%下落し、第1四半期には18.6%下落しました。同指数は3日間の急反発にもかかわらず、3月27日時点で高値から25.1%下落しています。それでも、世界の株価指数の中ではパフォーマンス上位に入っています。

3月の相場急落のスピードと深刻さからは、投資家のパニックが一部要因となったことがうかがえます。加えて、リスク水準を一定に保つことが求められるクオンツ・ファンドによる強制売却によって（相場が下がれば下がるほど、売りを迫られる）、拍車がかかりました。これは、1987年10月19日のブラックマンデーの際に暴落を加速させた「ポートフォリオ・インシュランス」による売りに類似しています。ただし、強制的な売りはほぼ一巡したようです。

市場は、今回の急激な景気悪化が新たな金融危機につながるリスクにさらされており、広範な活動停止による中小企業の資金難がデフォルトを引き起こせば、金融危機が生じる恐れがあります。

株式市場では、S&P500指数は3月の安値から更に20%程度下落し、最高値から50%下落して1,700を付けるリスクがあります。この水準は現実味があるものの、大規模な支援策を踏まえれば最も可能性の高いシナリオとは考えにくいです。

## 今後の見通し

要するに、今はまだ買いの好機ではなさそうです。当社の投資戦略は、欧米でのウイルス感染拡大は中国と同様の道筋をたどる、という見方を前提としています。ウイルスショックの経済面の混乱は第2四半期後半に収束し始めると予想されます。つまり、夏場に経済の回復が始まると思われれます。最終的に、株式市場は今年下半期には直近の損失のかなりの部分を取り戻す可能性があります。

経済が回復軌道に乗れば、市場の重しは去ったこととなります。新規感染者数が峠を越えて欧米の経済活動が再開されるまで、市場は広範にわたり荒れ模様が続くと予想されます。欧米の経済活動が再開しても、コロナウイルス感染拡大の懸念が再燃して市場は再び下落し、3月の安値を試すか底割れす

る展開になるかもしれません。経済が回復するのは今年後半になると見られるため、そうした下落局面は（おそらく5月か6月）各ポートフォリオで株式をオーバーウエートする絶好の機会になるでしょう。

今後6～9カ月を見通すと、当社は、ヘルスケア、公益事業、生活必需品といった今般アウトパフォームしているディフェンシブセクターよりも、金融、一般消費財、素材、テクノロジーなどの景気循環セクターを愛好します。また、新興国株式を米国以外の先進国株式よりも愛好しますが、その理由は、米国が超低金利であるため一段のドル安が見込まれることです。金利は超低水準で推移する公算が大きいと思われます。FRBを始め各国中銀は2021年終盤まで政策金利を引き上げることはなさそうです。とはいえ、経済が成長軌道を回復すれば、長期金利には緩やかな上昇圧力がかかると予想されます。これはイールドカーブのステープ化につながり、金融株にとって好材料になると考えます。こうした動きは既に始まっています。安全資産である国債の利回りは非常に低く、長期投資家にとっての魅力は薄れています。残存期間が長い米国債、ドイツ国債、日本国債への投資は回避するべきでしょう。

ハイイールド社債のクレジットスプレッドは大幅に拡大していますが、これを主導しているのは原油価格の急落を受けたエネルギー企業の社債です。非エネルギー企業のハイイールド社債利回りは、今のところ格付けの追加引き下げのリスクを打ち消せるほど高くないかもしれません。当社は、FRBが購入している信用力の高い投資適格社債と地方債をハイイールド社債よりも愛好します。信用力の高いハイイールド社債の中には、利回りがそれより若干高い銘柄もありそうですが、短中期の投資適格社債と地方債のポジションを継続します。FRBが積極的にこれらの債券を購入するため、急落を免れると思われるためです。

これらの推奨は実質的に戦術的なものです。長期投資家は、現在の新型コロナウイルス感染拡大と財政・金融両面からの大規模な支援パッケージによって、2020年代の投資環境が変化する可能性について考慮すべきです。当社は、2020年代の投資環境は2009年3月以降のそれとは大きく異なる可能性があると考えます。基調的な金融の枠組みが変化するに伴い、市場では大きな変調、つまり弱気相場への転換が通常生じます。このような下落局面は多くの場合、投資環境の大きな変質が起きる際の境目となってきました。今回の弱気相場も例外ではないと考えます。

## 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