

Economic Insights: 再開に向けた動き

2020年5月

ボブ・バウアー、エコノミック・コミッティ

4月の経済指標が明らかになるにつれて、新型コロナウイルス封じ込めの措置をきっかけとした景気後退局面入り現実味が帯びています。欧米では、企業景況感指数をはじめとする各種指標が劇的に低下しました。とはいえ、中国ではウイルス感染者数が減少し、経済活動が再開されました。欧州でも2週間前から経済活動が徐々に再開され、米国も一部で経済が動き始めています。4月の株式市場はコロナ危機後の回復を見越し、大規模な金融・財政支援策を追い風に押し上げられました。ただし、経済回復の様相が明確になるまで、今後数カ月間は株価が再び下落局面を迎えたり、膠着状態に入る可能性があります。

今回の景気後退の4つの特異性

1. 深刻かつ大幅なGDPの減少：私たちはレストラン、スポーツジムに行くのを止め、空港に行く回数も減少し、どこにも出かけていません！
2. 打撃を受けるのは一部に偏る：今回の景気後退は「中小企業不況」であり、特にサービス業に集中しています。製造業は比較的持ちこたえています。一部の大手企業は大量の人員を採用しています。
3. 短期間で終わる：ウイルスが消退する3カ月パターンに従うと予想されます。
4. 後退局面入りのタイミングが明確：経済活動が停止し、人々の外出禁止令が出されたことで景気後退が確実となりました。

回復の足取りは緩やか

欧米では企業活動が広範囲にわたり停止し、ロックダウン（都市封鎖）が実施されたことで、景気後退は厳しいものとなっています。企業景況感指数は急低下し、特に製造業よりもサービス業の方が影響は甚大でした。ユーロ圏の第1四半期GDPは前期比で3.8%縮小し、最悪期をこれから迎えるにもかかわらず深刻なマイナス成長となりました。米国では過去6週間合計の新規失業保険申請件数が3,000万件以上という、過去に例を見ない数に膨れ上がりました。3月の米国個人消費は急減し、前月比7.5%減（年率換算では61%減）と落ち込みました。今後、もっと惨憺たるデータが出てくる可能性もありますが、当然ながら発表される経済指標は「過去のデータ」です。

大事なことは、今回の景気後退が通常のものどう異なるか、という点です。通常の景気後退では、金利の上昇、インフレ率の高騰、大幅な減益、デフォルトや経営破綻の急増、人員削減といった、直前の景気拡大期に生

じた問題が原因となります。これが通常の流れです。

足元の景気後退は人命にかかわるリスクを抑制する目的から、企業活動を停止し、ソーシャル・ディスタンス（社会的距離の確保）を保つことがきっかけでした。原因が感染症固有のものであるため、景気後退の深刻度や後遺症の影響も大きく異なると考えられます。

相違点の中にはプラス材料もあります。景気後退に起因するレイオフやデフォルトといった諸問題が長引くと、消費者信頼感は極めて低い水準に悪化します。しかし、下降局面が短期間で終了すれば、信頼感はそれほど落ち込まないと思われます。実際、最近の調査では、家計の信頼感はピークから低下しているとはいえ、世界金融危機時の低調な水準をはるかに上回っています。

さらに、通常の景気後退では、後退局面に入って数カ月が過ぎてようやく景気後退が始まったことに気づくことも珍しくありません。その結果、混乱を軽減するための当局の対応に遅れが生じます。今回は開始のタイミングが明確であったため、米国政府は早い段階で大規模な金融・財政支援策を迅速に打ち出すことができました。そのため、経済活動の停止期間中に失った所得を早期に取り戻すことができる可能性があります。

このような市場環境では、景気見通しを左右するのはウイルスの感染状況です。中国と韓国の例から、あるパターンが読み取れます。毎日の新規感染者数と死者数の推移を見ると、2～3 カ月かけて増加し、同様の期間をかけて減少しています。欧州各国でも似たような傾向をたどっています。イタリアでは、1 日の新規感染者数と死者数は 3 月後半に頭打ちし、スペインとフランスでは 4 月初めがピークでした¹。米国では、1 日の新規感染者数と死者数が 4 月半ば以降に横ばいから減少傾向となり、峠を越えたとみられます。

日本やシンガポールでの流行の第 2 波を多くの方が懸念しています。しかし、データを詳しく見ると、第 1 波が若干長引いているだけのようです。現段階では、新規感染者数と死者数は減少に向かっており、人口当たりで換算すると決して多くはありません。

活動再開による緩やかな影響を展望する

感染者数と死者数の減少に伴い、政府は活動再開に軸足を移しています。この点に関しては、中国の例が参考になりそうです。中国の企業活動は再開しましたが、必ずしも完全な再開ではありません。例えば、スターバックスは 98%の店舗で営業を再開しています。建設機械大手のキャタピラーの経営幹部は、中国国内の全ての設備が稼働を再開したことを明らかにしました。ラッシュ時の鉄道旅客数を見ると、ほぼ平常時の水準に戻っています。4 月の国家統計局発表の企業景況感指数は緩やかな拡大を示し、前月比で若干改善しました。延期されていた全国人民代表大会（全人代）の開幕が 5 月 22 日に決定したことも、ウイルス封じ込めに対する党指導部の自信を裏付けています。

企業は経済活動を概ね再開していますが、中国の家計は慎重な姿勢を崩していません。消費者が多くを占める週末の交通量は改善しましたが、依然として平常時の水準を下回っています。レストランの営業は再開されたものの、空席が目立ちます。自動車販売台数は底を打ちましたが、通常の販売ペースを大きく下回っています。3月の鉱工業生産指数は前年同月比で1.1%の低下にとどまりましたが、小売売上高は同15.8%減となり、1-2月の20.5%減から小幅改善に終わりました。経済活動が回復しても、欧米の家計は中国の家計と同様に慎重姿勢を続けることは確実です。

欧州各国で緩やかな経済活動が再開されてから約2週間が経ちました。例えば、スウェーデンは全国規模のロックダウンを実施しませんでした。オーストリア、デンマーク、ノルウェー、チェコ共和国では、他国より若干早く経済活動が再開されました。現時点で、活動再開が新規感染者数の急増をもたらした証左は見られません。

米国でも経済活動の再開が進んでいます。発表頻度の高い指標の中には既に上昇に転じたものがあります。具体例を挙げると、自動車用ガソリンの需要は3月半ばからの落ち込みの約5分の1が回復しました。住宅ローン申請件数は大幅減少の4分の1を取り戻しました。米調査会社スミストラベルリサーチは、4月初めの米国ホテル客室稼働率が26%と依然低水準ではあるものの、若干上昇したと指摘しています。運輸保安局による航空便利用者数は96%減少後、僅かながら増加に転じました。J.P.モルガンのリサーチによると、「Apple Mapsでのナビゲーション利用件数、FlightRadar24.comが追跡する世界の運航便数、1010data.exabel.comが調査する個人支出額、Womply.comがトラックするレストランの売上高」の一時的増加が示されました。これらのデータの一部は事例証拠ですが、人々が見かけだけでも平常を望んでいることは明らかです。

欧米の第2四半期GDP成長率は、4月のロックダウンと経済活動停止によって並外れた落ち込みなると予想されます。米国の月次データからは、5月に景気の相応の改善が見られ、6月には堅調に回復し、7月と8月に急回復することが示される見通しです。四半期別では、米国のGDP成長率は第2四半期に年率換算でマイナス20~25%と大きく落ち込んだ後、第3四半期に急速に回復に転じて10%近いプラス成長が予想されます。

それ以降については、米国の経済回復の道のりは長いと思われる。財政による資金援助にもかかわらず、一部の中小企業は廃業に追い込まれるでしょう。中国と同様に、ウイルス感染に対する懸念は完全には払拭されず、貯蓄を増やしたいとの消費者心理から個人支出の拡大は抑制されると考えます。コロナ危機の最中に失業した全ての労働者が次の職に就くのは、2022年初め以降になるかもしれません。米国の経済成長率は今年後半から来年初めにかけては3%前後となり、その後は減速して、2021年の年末まではトレンド成長率で推移する見通しです。ただし、この予想は、2021年の秋口から冬季にウイルス感染症の流行がもたらす悪影響によって、変動する恐れがあります。

欧州での景気回復は米国よりも力強さに欠け、足取りも遅いと予想されます。イタリア、スペイン、フランスでは

ウイルスの感染率と死亡率が極めて高く、とりわけ厳しい経済活動の停止措置が実施されました。財政政策の内容をめぐる意見の食い違いから資金の供給は遅れ、必要な額にも達していません。欧州中央銀行（ECB）が企業への支援を担っています。ECB の融資プログラムと債券買入れの規模は大幅に拡大されました。ユーロ圏の GDP 成長率は第 3 四半期にプラスになるのは確実と思われるものの、景気回復は期待するほど力強くはないでしょう。当社が先月のレポートで示した疑問については、見通しが多少明らかになってきました。中国と他の国・地域との関係は著しく悪化しています。新型コロナウイルス感染の真の発生源をめぐり疑念が広まっており、信頼関係の改善は難しいと思われるため、中国がアジアや欧州で同盟関係を拡大するのは困難になりそうです。今回のコロナ禍で、医薬品をはじめ特定の製品のサプライチェーンが広範囲に及ぶことへの危険性が明らかになりました。従って、現在の反グローバル化のトレンドが強まる恐れがあります。在宅でのテレワーク、オンライン授業、従来型の実店舗といった生活様式に関する疑問の一部が解決するにはまだ時間がかかりそうです。

市場動向

大半の投資家にとって、4 月のリターンは、極めて低調に終わった 3 月とはほぼ正反対の結果となりました。当社がトラックしている世界の株価指数のうち、モンゴルを除く全市場が上昇しました。ナスダック総合指数は 15.4% 上昇し、世界 47 の株価指数のうち上昇率が第 2 位となりました。S&P500 指数に投資していた投資家は 3 月の 12.5% 下落後に、4 月は 12.7% のプラスリターンを上げました。3 月 23 日の安値からは 30.2% と好調なリターンとなりましたが、これは言うまでもなく、2 月 19 日に付けた高値からの 33.9% 急落後もポジションを持ち続けた場合に得られるリターンです（2 月 19 日から 4 月末までの累積リターンは -14.0%）。債券市場でも同様に利回りが反転し、市場は大幅な変動に見舞われました。

FRB が極めて迅速な対応に乗り出したことで、株式市場は押し上げられました。FRB が 3 月半ばに緊急利下げを行い、FF 金利が 0.0%~0.25% に引き下げられたことが、米国債券市場に対する大型の安全装置となり、最終的に FRB のあらゆる支援策が拡充されました。2 兆ドルを大きく上回る追加の財政支出が打ち出され、更なる支援策が協議されたことも、ラリーを加速させる要因となりました。

3 月末以降の市場の急反発からは、投資家がコロナ危機の先にある、経済活動再開に伴う企業の利益成長に注目していることがうかがわれます。過去のパターンによると、株式市場では急落後に下落分の 50~62% を回復する局面が頻繁に見られました。S&P500 指数は 4 月 29 日終値時点で、このレンジの上限まで反発しています。また、S&P 500 指数構成企業の第 1 四半期の利益予想は既に大幅に下方修正されているものの、今後発表される経済指標を踏まえると、なお楽観的過ぎるかもしれません。現時点で小幅減益を予想する第 2 四半期業績も極めて楽観的に見えます。加えて、4 月最終週までの反発局面は過去に相場を牽引した銘柄に偏った上昇でした。これらの点はいずれも、さらなる上昇は期待しにくいことを示唆しています。最終的な景気回復とウイルス関連の材料も大部分が既に株価に織り込まれています。

現在は景気後退の最悪期を過ぎたばかりです。夏場から秋口にかけて景気が上向くのに合わせて、株式市場は緩やかな上昇が見込まれます。今後の景気回復の多くが織り込み済みで、上値余地もほとんどないとみられることから、6 月にかけて相場はいったん下落して膠着状態になると予想されます。株式市場では弱気相場からの当初の急反発後、底値を試す動きが散見されますが、FRB による大規模な安全装置を踏まえると、S&P500 指数が 2200 の底まで大きく下げることがなさそうです。いずれかの時点で企業業績に対する悲観論が再浮上するとみられ、S&P500 指数が 2600 以下の水準まで反落する可能性もあります。その場合、株式をアンダーウェイトしている投資家にとっては、絶好のエントリーポイントとなるでしょう。

投資家はどう対応すべきでしょうか

当社は過去 1~2 カ月間に大型グロース株とハイテク株を選好してきました。こうした過去のリーダーは、市場が膠着後に次の上昇に向けて動意づく局面で、引き続きアウトパフォームするとみられます。経済が回復軌道に乗れば、広範な勝ち組銘柄まで上昇トレンドの裾野が広がるでしょう。6~9 カ月の投資期間では、小型株、エネルギー、素材、一般消費財、金融セクターなど、経済成長が加速する局面で有利な銘柄を選好します。また、新興国株式を米国以外の先進国株式よりも選好しますが、その理由はドル安が見込まれるためです。

債券に関しては、FRB を筆頭に各国中央銀行は長期にわたり短期金利を超低水準に維持すると推測され、向こう 1 年間は大半の期間で低金利が続くことが確実です。米国、ドイツ、日本の長期国債利回りも、中銀の大規模な債券購入により低水準にとどまる見通しです。ただし、これらの長期国債利回りは年後半に景気回復に伴って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ィープ化につながり、金融株にとって好材料になると考えます。残存期間が長い安全資産への投資は回避するべきでしょう。

FRB による投資適格債と一部の地方債とハイールド債に対するほぼ無制限とも言える安全措置により、クレジットスプレッドが一段と大幅に拡大することは考えにくい状況です。当社は残存期間が短期から中期の利回りが高い高格付け社債と地方債を選好します。

今は長期的な投資判断を下すタイミングではありません。株式市場は数年にわたり冴えないリターンが続く可能性もあります。

慎重姿勢を維持すべきと考える一つの理由は、景気後退期にやるべきことがあるからです。すなわち、経済の不均衡を一掃する、債務を解消する、質素な生活スタイルを身につける、資産を低調な投資先から堅調な投資対象に移す、ことが挙げられます。ただし、今回の変則的な景気後退ではこうしたことは起こらず、景気後退局面に入る前から存在する問題は、景気後退後も課題として残ると思われます。米国企業全体の利益は過去 5 年間横ばいで推移しており、利益率は低下しています。従って、景気が一時的に回復した後に経済悪化の第 2 波が、おそらく 2021 年後半または 2022 年にかけて起こる可能性があります。これは単なる予測ではありません。今後数年間にわたり二番底のサプライズまたは予想外の業績悪化が生じる確率を検討するための

備忘です。当面は最大限に投資することが有効と考えます。今年については前向きな見方ができますが、投資の枠組みにおける大きな変化に注視していなければなりません。

1 新型コロナウイルスの感染者に関するデータは全て <https://www.worldometers.info/coronavirus/> より

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