

Economic Insights: 新しい年に新たな楽観的見方

2021年の見通し

ボブ・パウアー（チーフ・グローバル・エコノミスト）

筆者より：Economic Insightsの執筆を担当するのは今回が最後です。長らくのご愛読に感謝いたします。

2021年は2020年よりもはるかに良い年になると思われます。昨年末にかけて急増した新型コロナウイルスの感染者数と死者数は、減少に向かうでしょう。ウイルスの感染拡大は欧米の景気回復の妨げとなりましたが、ワクチンが普及すれば、春ごろには経済成長は持ち直すはずです。グローバル経済は平常に近い状態に戻るとみられ、消費者の信頼感や企業の景況感は回復するでしょう。企業利益も急速に回復する見通しです。株式市場は夏の終わりを迎える頃までは、まずまずのパフォーマンスが予想されます。いずれかの時点でインフレ率が上昇し始め、投資環境が変化するかもしれません。そうなれば、39年間続いた長期金利の低下トレンドに終止符が打たれ、株式や債券にとって逆風となる恐れがあります。

変化が進行中

今回は、1888年にサンフランシスコ・エグザミナーの前身紙に掲載されたアーネスト・ローレンス・セイヤーの詩「Casey at the Bat（ケイシー打席に立つ）」を使用しました。野球ファンの皆さんは2021年に通常のシーズンに戻って来ることを期待していることでしょう。実際のところ、誰もが通常の年になることを望んでいます。ワクチン接種が開始されたことで、そうした希望も全くの不合理というわけではありません。

新型コロナウイルスの新規感染者数と死亡者数が増加し続けていることで、米国経済は回復が遅れています。消費者信頼感は2020年12月に低下し、依然としてパンデミック前の水準を大幅に下回っています。直近のデータによれば、沿岸地域でのロックダウンにより日常の活動が制限されている影響から、家計支出と小売売上高は11月に落ち込みました。JPMorganが自行の「Chase」クレジット/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も同様で、10月に比べて緩やかな減少傾向にあります。雇用は目覚ましい増加を示していましたが、最近になってペースが鈍化しています。失業保険継続受給者数は減少傾向にありましたが、ここ数週間で減少ペースが緩やかになっています。とはいえ、米人材派遣協会がまとめる人材派遣指数は改善が続いています。

家計と企業の間には明らかな乖離が見られ、企業は回復が持続しています。12月の購買担当者景気指数（PMI）はやや低下したものの、依然として健全な水準を維持しています。ニューヨーク連銀が発表する週次経済指数によれば、12月26日までの1週間の米国GDPは前年同期比でわずかに1.32%減の水準にあり、パンデミック発生以降で最も良好な数値となりました。これは、10の週次企業データを総合したものであり、企業活動全般を公正に表す優れた指標とされています。

ワクチン接種がさらに普及すれば、企業活動は徐々に平常に戻ると予想されます。景気モメンタムは1月に入っても精彩を欠いているため、2021年第1四半期のGDP成長率はほぼ横ばいとなるかもしれません。しかし、その後は経済が力強く回復し、第2・第3四半期のGDP成長率は5～8%が見込まれます。米国のGDP成長率は、第2四半期に過去最高を更新する可能性もあります。次の冬場をワクチンによって、変異種を含め新型コロナウイルス感染の流行を抑制できれば、2022年のGDP成長率は2.5%前後のトレンドに戻ると予想されます。ワクチンの普及に伴って雇用は急増するでしょう。しかし、雇用者数はパンデミック前のピークを依然として900万人下回っており、過去最高を更新するのは2022年以降になるとみられます。

バイデン大統領打席に立つ

新型コロナウイルスの感染拡大が顕在化するまで、2020年のスタートは好調だった。

失業率は過去最低の水準に近づき、賃金は緩やかな上昇基調にあった。利益の成長に伴って投資は力強く、株式市場は家計や投資家の信頼感を好感した。全てが順調で、経済は活況を呈し2020年は堅調な年と思われた。

だが3月から4月にかけて、新型コロナウイルスの感染症が猛威を振るった。

企業活動は停止し、雇用は失われ、街並みは異様な静けさに包まれた。在宅勤務やステイホームが求められ、人々は動きを止めた。

企業活動の停止は過去に例を見ない景気後退局面をもたらした。

感染の拡大に歯止めがかからず、死者数は増加の一途をたどり、ショックは世界中に広がった。

投資家は狼狽売りに走り、株価は急落した。

FRBが緩和に動いて国債を買い支えたことで、市場は落ち着きを取り戻し、投資家の不安は和らいだ。

春になって暖かくなると、感染拡大は一段落した。

6月に株価は反発し、センチメントを押し上げたが、上昇したのはグロース株ばかりだった。

夏の間活動が弱まっていたウイルスは、秋になって気温が下がると再び感染が爆発した。

ロックダウン、マスク着用、ソーシャルディスタンスが人々にできる最善策と思われたが、優れた研究者が感染を予防するワクチンを開発した。

そして今、米国は希望に満ちた新年を迎えている。

レストランでの外食、スポーツ観戦、クルージング、旅行も以前ほど怖くなくなった。

感染力の高いウイルス変異種は依然としてリスクであり、公的債務は膨れ上がっているものの、

投資家は霧の向こうを見通し、企業利益が再び増加すると考えている。

リスクは現実のものであり、株式のバリュエーションは割高で、

インフレ率は今にも上昇する状況にあるが、

運が良ければ、当面の間はそうしたリスクも低下するだろう。

今回のゲームでは財政プログラムが勝ったが、市場に再び不安が広がれば、コロナに打ち勝つために我々はバイデン次期大統領にヒット以上のものを必要とするかもしれない。

特にドイツなど欧州の一部諸国では、1日当たりの新規感染者数と死亡者数の急増が続いています。厳格なロックダウンの導入と経済指標の悪化は、英国のEU離脱に伴う貿易協定がほぼ成立したにもかかわらず、ユーロ圏は第4四半期に若干のマイナス成長となることを示唆しています。ユーロ圏企業景況感指数は11月に急低下しましたが、12月は反転して落ち込みのほとんどを取り戻しました。小売売上高はなお年初の高水準を大きく上回っているものの、11月に急減した模様です。米国と同様に、欧州のGDP成長率はワクチン接種の普及と外出禁止の解除によって、第2四半期までに1桁台半ば、おそらく年間では4%まで押し上げられる見通しです。

パンデミック発生時点で、日本経済は2019年10月の2%の消費税増税による冷え込みから完全に回復していませんでした。そのため、コロナ禍に伴う景気後退からの回復がもたついています。新規感染者数の急増を背景とする外出自粛から、2020年12月の消費活動は横ばいだったと思われます。一方で、世界経済の成長は日本経済を後押ししており、中国の景気回復と米国の需要により、日本の輸出は驚くほど堅調に推移しています。在庫はほぼ10年ぶりの低水準にあり、今後、製造業生産高が大幅に増加することを示唆しています。企業の景況感は回復しつつあり、製造業PMIは2019年5月以来の高水準となっています。労働市場は改善し、失業率は2.9%の超低水準に低下しました。2021年に日本経済は堅調に成長すると予想しています。

中国の経済成長は政府主導の大規模な景気刺激策が牽引する格好で、急拡大が続けると予想されます。小売売上高は対前年比でようやく大幅に増加しましたが、2020年1-11月期は前年同期比で4.8%下回っていました。国営企業の設備投資は大幅に増加していますが、民間企業の投資は大きく出遅れています。新型コロナウイルス関連製品の材料輸出が活発だったことから、中国の貿易黒字は過去最高を更新しました。中国の2021年GDP成長率は、景気的好転が進むにつれて7～8%のレンジに達する可能性があります。

今後の見通し

2021年の経済成長は、新型コロナウイルス感染症に一部左右されるでしょう。有効なワクチン接種の迅速な普及は、正常化、雇用の堅調な伸び、レジャーおよびホテル業界の回復をもたらすと思われます。在庫水準が極めて低いことから、雇用の大幅な伸びと生産量の増加につながるはずです。ドル安、中国の旺盛な需要、コモディティ価格の上昇、超低金利が新興国の景気回復を後押ししているため、力強い回復が持続すると予想されます。2021年は、レジャー、旅行、外食、社会的集会、スポーツ観戦での声援、教会での唱歌など、これまで制限されていた活動が再開される年になりそうです。コロナ禍からの回復は素晴らしく、希望にあふれたものになるかもしれません。

金融市場の見通し

投資家は楽観的な見通しを立てていますが、株式市場のパフォーマンスを見ればそれも無理からぬことでしょう。2020年の米国経済は、1930年代以降で最も深刻な景気後退局面に陥り、失業率は大恐慌以来の高水準に達し、1918年のスペイン風邪以来となる最悪のパンデミックが発生し、1960年代（当時原油は廃棄もできないくらい価値がなかった）以来の最も激しい抗議行動が起きた一方で、S&P500指数は3月の安値から67.9%急上昇し、年間でも16.3%上昇しました。ラッセル2000指数は、3月23日の水準からほぼ2倍となり、年間でも18.4%上昇しました。

パフォーマンスが好調だったのは、米国だけではなく。この1年間に、MSCIエマージング・マーケット・インデックスは15.6%上昇し、米国を除くMSCIオール・カンントリー・ワールド・インデックスは8.2%上昇しました。債券投資家でさえ、大半が満足できるリターンを獲得しました。金利が前例のない低水準に急低下したため、長期米国債の保有者は多大な利益を上げました。ブルームバーグ・バークレイズのグローバル総合インデックスは9.2%上昇しました。原油を除けばコモディティにとっても2020年は好調な年でした。

過去においては、現在のように楽観的なムードが広範に広がり、パフォーマンスが好調となり、投資家が強気の見方にとられる局面は、売却して利益を確定するシグナルとなってきました。今回もそうなのでしょうか。この点でも過去を振り返ると、答えは常に「イエス」です。1929年やニフティフィフティ相場の1972年、日本の1989年、ITブームの1999年、原油相場が高騰した2008年のいずれの局面でも、投資家にとって「新たな時代」は到来しませんでした。通常、投資家のユーフォリアは悪い結末を迎えます。問題はその時期で、今がそのタイミングの一つと言えます。

ただし、その時期はまだ来ていないかもしれません。株式市場と経済をめぐる環境が極めて良好であるという、投資家のコンセンサスの認識自体は間違いではありません。現在の好調な環境が2021年の大半の期間続くと考えられる、ファンダメンタルズ面の十分な理由があるように思われます。第一に、景気サイクルは後退局面から脱却したばかりで、潜在成長率に追いつくのに有利な状況にあります。第二に、流動性は潤沢で、金利は過去最低水準にあり、金融環境は極めて緩和的です。第三に、政府の政策が引き続き支援材料となるはずです。FRBを含む各国中銀は、経済が完全に回復するまで金融緩和策を維持することを公約しています。米国では追加の財政パッケージが既に承認されました。最後に、ワクチン接種の普及により正常への回帰が進む見通しです。消費者が大幅な繰延需要を満たそうとするのに伴い、成長率は加速すると予想されます。

とは言うものの、投資家の熱狂ぶりとは株式市場の極めて割高なバリュエーションからすると、リスクは高く、それが外れる可能性は小さいでしょう。2020年3月以降の大幅な上昇と企業利益の回復予想を勘案すると、明るい見通しの大部分は既に現在の株価に織り込み済みと思われます。一方、主なリスクとしては、現下の超緩和的な金融環境が維持されず、長期金利が上昇することが挙げられます。

当社は以前、2010年代終わりから2022年終盤以降にかけてインフレ率はやや上昇する可能性が非常に高いと指摘しました。1980年代の世界の自由貿易交渉の進展を受けてグローバル化が進み、それに伴い30年間にわたるデフレーションがもたらされました。特にパンデミックの発生源となった中国への対応をめぐるグローバル化が徐々に衰退するにつれて、低インフレも後退するとみられます。さらに、世界的に実施された大規模な財政支援と金利抑制のための積極的な金融政策の組み合わせによって、需要が供給よりも速いペースで創出されると思われます。そして、退職者人口が生産人口を上回ることが確実な人口動態も、供給を上回る需要の伸びにつながると予想され、これらの点はいずれも、今後、重大な金利リスクがあることを意味します。

当社は強固なファンダメンタルズによる下支えを踏まえ、2021年については楽観的な見通しを維持し、6～12カ月の期間で株式市場を前向きにみています。セクター間でバランスの取れた株式ポートフォリオを維持し、ハイテク株とグロース株のオーバーウートは回避します。最近の好調なパフォーマンスと低いバリュエーションを踏まえ、米国小型株に一定の資金を振り向けることもよいかもしれません。ドル安基調が続く公算が大きいため、新興国株も良好なオーバーウートの対象となり得るでしょう。ただし、10年物米国債利回りに注視する必要があります。利回りが1.5%を上回るか、急速に1.5%に上昇した場合、株式は大幅な反落に見舞われやすくなると思われます。利回りが2%に達した場合、米国株式市場は長期的なピークを迎えることが見込まれ、これが2022年に生じる可能性があります。

債券投資家に対しては、満期が2～4年の質が比較的高いハイイールド債や新興国債に対する推奨を堅持します。2020年代後半には、より良好な債券の投資機会が浮上するでしょう。インフレ率がコンセンサス予想を上振れすれば、金融資産ではなく、商業用不動産や住宅、農地、コモディティといった実物資産が2020年代のパフォーマンスレースに勝利することも考えられます。

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