

Economic Insights: 回復の勢いは弱まる

2020年12月

ボブ・バウアー（チーフ・グローバル・エコノミスト）

欧州と米国で第3四半期に見られた際立った景気回復は、勢いが弱くなりました。欧州ではほぼ全域で新型コロナウイルスの新規感染者数が急増しており、第4四半期のGDP成長率は若干のマイナスとなる可能性があります。米国では第4四半期もプラス成長が確実視されますが、欧州と同様に新規感染者数が急増しているため、2021年初めの経済成長は押し下げられるかもしれません。

間もなく市販されるワクチンが普及すれば、来春には経済は再び力強く回復するとみられます。中国経済は完全回復が間近ですが、日本経済は極めてゆっくりした足取りで進んでいます。

株式市場は楽観論に満ち溢れていますが、2021年は穏やかな上昇に留まると思われます。ただし、本年末の利益確定の動きには要注意です。

思い出の11月

思い出して、あの11月のことを
市場は急騰し、鼓動が高まった
思い出して、11月のあの時を
投資家は興奮を抑えられず、目がギラギラしていた
思い出して、11月の日々を
株価が急上昇し、怖気づく人など一人もいなかった
思い出して、そして思い出がよみがえったら
疑問を感じてみて

12月が深まれば、懐かしく思い出さだろう
株価が急騰した11月のあの頃を
12月が深まれば、誰もが思い出さはずさ
利益があふれ燃えるような11月を
12月が深まれば、思い出さないといけない
そして疑問を感じてみて

これは1960年に公演されたミュージカルの名作「ファンタスティックス」の中で歌われた「Try to Remember」の替え歌で、オリジナルは作曲家のハーベイ・シュミットと作詞家のトム・ジョーンズが作った大変美しい歌です。それにしても、投資家にとって2020年11月のような月はめったに経験できるもので

はありません。誰もがこの 11 月を記憶にとどめ、同じようにポートフォリオを輝かせてくれる月が再び来るだろうかと思いを巡らせることでしょう。ダウ工業株 30 種平均 (NY ダウ) は 11.8% 上昇し、月間上昇率としては 1987 年 1 月以来の最大となりました。小型株で構成されるラッセル 2000 指数は 18.3% 上昇し、統計開始の 1978 年以降で最大の月間上昇率となりました。株価は全面高の様相を呈し、月間リターンがマイナスとなった指数はほとんどありませんでした。

債券投資家にとっても好調な月となりました。クレジットスプレッド (期間が同じ社債と米国債の利回りの差) は縮小し、多くの社債保有者に良好なリターンをもたらしました。長期米国債の利回りは概ね横ばいで推移し、主要な米国債指数でさえ若干上昇しました。

これらの上昇には正当な裏付けがあり、持続するのでしょうか。少なくとも当面は続くと当社は考えます。

感染者数の増加と経済活動の鈍化

新型コロナウイルスのパンデミックは依然として猛威を振っています。世界経済は過去 80 年間で最悪の景気後退局面から、引き続き抜け出そうと奮闘しています。冬場を迎えた北半球の多くの国では、感染の再拡大が回復の妨げとなっています。ロシアでは 10 月半ば以降 1 日の新規感染者数と死亡者数の 7 日移動平均が連日、過去最多を更新しています。欧州各国も 9 月下旬から感染者数が急増し始めました。幸いなことに、イタリア、スペイン、フランス、ドイツ、オーストリアでは、1 日の新規感染者数は 11 月半ばにピークアウトしました。米国では 10 月上旬から新規感染者数が増加しました。感染拡大が比較的抑えられていた日本と韓国でも、欧米と比べると少ないものの感染者数は急増しています。

感染の第 2 波や第 3 波が発生しているにもかかわらず、ロックダウン (都市封鎖) に伴う景気後退からの回復は続いています。中国は「ファーストイン・ファーストアウト (最初に景気が落ち込んだが、最初に抜け出す)」の景気拡大に向けて邁進しており、世界経済の回復を牽引するとみられます。中国の第 4 四半期 GDP 成長率は過去最高を更新し、他の主要国には達成できそうもない伸び率になる見通しです。中国の景気回復を主導しているのは製造業で、減税、利下げ、貸出の緩和、輸出税の還付、年金および保険料支払額の減額といった大規模な財政刺激策に後押しされています。輸出は当初パンデミック関連の機器・設備に対する外需が下支えしました。10 月の鉱工業生産は前年同月比 6.9% 増となり、3 月の 1.1% 増、8 月の 5.6% 増から改善しています。工業部門企業利益も急速に回復しています。

中国経済の回復はサービス業にも拡大しており、背景には家計への重石が徐々に軽減されていることがあります。小売業界は勢いを増し、10 月の小売売上高は前年同月比 4.3% 増、自動車販売台数は同 12.6% 増でした。住宅価格も堅調で同 4.3% 上昇し、住宅着工件数は同 4.5% 増加しました。国内の不動産投資は同 12.7% 増加し、2018 年 7 月以来の伸びとなりました。

中国経済の回復とここ数年の急速な成長は、少なくとも一部は債務の大幅な増加が寄与しました。債務は最終的に返済しなければならないことに留意する必要があります。最近ブルームバーグが報じたところによると、中国のクレジットスプレッドは直近で拡大しており、これは一連の地方政府所有企業のデフォルトが要因となっている可能性が高いと思われます。債務水準が極めて高いことから、こうした急成長が中期的に持続することはあり得ないでしょう。

欧州では新規感染者数が急増し、経済活動に対する規制が再導入されました。人々の移動を示すモビリティデータの低下は、規制によって経済成長が妨げられていることを意味します。ユーロ圏のサービス業の景況感指数は経済活動の大幅な縮小を示し、11月のマークイット購買担当者景気指数（PMI）は、拡大と縮小の分かれ目である50を大幅に下回る41.3に低下しました（9月は48.0）。製造業PMIは10月から1.2低下して53.6となりましたが、それでも景気拡大を示しており、欧州経済の供給サイドはなお成長を続けています。消費者行動の低下により、GDP成長率は第4四半期にマイナスとなるかもしれませんが、2021年初めにワクチン接種が実現する可能性があることと、暖冬になる見込みであることは、2021年第2四半期までにGDP成長率が力強く回復する明るい材料となるでしょう。

日本では景気回復が進んでいます。そのスピードは緩やかですが、より持続可能と言えるかもしれません。中国がアジアの経済成長の原動力となる中で、日本の10月の実質輸出は9月から4.5%増加し、5カ月連続で前月比増加となりました。第3四半期のGDP成長率は、輸入の急減を背景に純輸出が12.1%増加したことに牽引されて、前期比年率で21.4%と大幅な伸びを示しました。内需は相変わらず低調ですが、明るい兆しも見られます。サービス支出は10月に増加した可能性が高いと思われます。モビリティデータは上昇傾向を示し、大企業と中小企業の景況感は改善を続けています。鉱工業生産は4カ月連続で増加し、第3四半期の民間企業のコア機械受注も前期比0.2%増となり、増加に転じました。世界第3位の経済大国である日本が、2021年を通じて着実に回復することを期待しています。

米国の新型コロナウイルスの1日の新規感染者数、死亡者数、入院患者数が過去最多を記録し続けていることが、第2四半期の大幅な落ち込みからの回復に対する打撃となっていることは間違いありません。それでも回復の足取りは続いており、10月の指標は力強い上昇基調を示しました。国防・航空機を除く資本財の実質出荷は2015年以降で最も高い水準となりました。国民所得と生産勘定から計算される米国全体の利益は、第3四半期に過去最高を記録しました。新築および中古住宅販売は2006年以来の最高となっています。米国の購買担当者景気指数も上昇しており、全米住宅建設業者協会（NAHB）の住宅建設業者景況感指数（HMI）は3カ月連続で過去最高を更新しました。米人材派遣協会の人材派遣指数は引き続き改善しており、雇用の伸びは異例の水準で、10月の家計調査によると、新規雇用は220万件以上でした。

11月は、モビリティデータ、OpenTableによるレストランの予約件数、運輸保安局の航空便利用者数がいずれも小幅に低下/減少しました。JPモルガンチェースのChaseクレジットカードの使用状況とtracktherecovery.orgが追跡する個人消費データも、同様の動きを示しました。それでも、堅調な勢いが続くと考えられます。

- 在庫は極めて低い水準であり、在庫の積み増しは経済成長を後押しすると思われる。
- 世帯形成は急速に増加している。住宅ローン金利は過去最低水準にとどまっており、住宅価格は急上昇している。これらすべてを背景に、住宅活動は引き続き活況を呈するだろう。
- 輸出が低位にとどまっている一方で輸入が急増し、純輸出がGDPを押し下げた。他国の経済が回復すれば、米国の輸出は成長にプラス寄与しよう。
- 企業がコスト削減と生産性向上に努めているため、設備投資は活発な状況が続くとみられる。
- 雇用の伸びは好調を維持しており、雇用拡大による総所得の増加と依然として高い貯蓄率は、消費者が購入を続けるために十分な資金を保有していることを意味する。

米国の第4四半期GDP成長率は年率5~8%の見込みですが、既にその大半を実現しています。最近の感染拡大の影響によって、2021年第1四半期の成長率は鈍化する恐れがありますが、その後はワクチン接種の普及により、数四半期にわたり4~5%のペースで加速し、2021年末には過去最高を更新すると予想されます。

今後の見通し

第3四半期GDP成長率の驚異的な回復や、春以降に債券および株式市場に広がる楽観論は、大規模な財政支出に加えて、積極的な金融政策が世界的に実施されていることが主因です。米当局は財政支出の規模を数兆ドル拡大し、米連邦準備制度理事会（FRB）も潤沢な資金供給を行って債券市場に対する安全装置を提供しています。ECBは貸出チャネルの機能を維持するために新たな資金を投入し、EUも危機による打撃を緩和するため、加盟国向け融資、補助金で構成される7,500億ユーロの基金の導入計画を打ち出しました。大半の国で同様の政策措置が講じられています。

問題は今後の展開です。当社は、ジョージア州の上院の決選投票の結果にかかわらず、米国では2021年1月までに第4段階となる経済対策が承認されると予想しています。次の支援法案に対する上院共和党議員の賛同を得るため、ムニューシン財務長官がFRBに返還要求する4,550億ドルの未使用資金が支援パッケージの一部に充てられる可能性があります。欧州ではより厄介な問題が浮上しています。ポーランドとハンガリーが7,500億ユーロの復興基金の承認を拒否しました。新たな資金の分配ルールでは一部加盟国への資金配分が禁止される可能性があり、このルールに影響を及ぼそうとする思惑があるようです。両国はEUからの資金配分で恩恵を受ける立場にあるため、最終的に対立は解決されると思われませんが、これにより復興基金からの資金配分に時間がかかり、景気回復が遅れる恐れがあります。

グローバル経済の回復は、冬場に新型コロナウイルスの新規感染者数が急増することにより、停滞するか

もしません。ただし、景気は春先までには堅調な回復軌道に戻り、良好なモメンタムを示すとみられます。新規ワクチンが 1 つ以上は広く入手可能となり、世界経済は着実にある程度の正常状態に戻ると思われます。パンデミックに伴う異例のショックに対する反応として混乱や断絶が生じ、イノベーションが否応なく促されたことで、新たな正常状態における経済が変化するのはほぼ間違いのないでしょう。

当社は今後数年をかけて、長期的な「ニューノーマル」が実際にどのようなものかを見極めていきます。

金融市場の見通し

今後を目を向けると、6～12 カ月の中期的な時間軸と、2020 年代の残りの期間といったはるか長期の時間軸を区別することが極めて重要です。当社アナリストはここ数カ月の間、長期的な投資環境は、2021 年や 2022 年初めに経験する環境とは大きく異なると提言しています。

11 月の大幅な上昇局面（実際には 3 月の底値以降の上昇）を受けて、12 月には大規模な年末の利益確定売りが起こる可能性があります。ワクチンが実用化される公算が大きく、企業利益が急増し、グローバル経済が回復基調を続け、金利が超低水準にあり、多くの景気刺激策が今後も実施される見通しであることから、株式市場は 2021 年半ばまたはそれ以降にかけて穏やかな上昇が見込まれます。

株式投資家は既に高揚感に浸り、米国株式市場のバリュエーションが極めて割高となっているため、現時点からの上値余地はおそらく限られるでしょう。プット/コール比率は、投資家が相場下落をほとんど心配していないことを示しています。PER は前回の強気市場のピークあるいはその水準付近にあります。とはいえ、S&P500 指数は来年夏までに 4000 の大台に達する可能性があると思われる。

パンデミックに伴う不透明感、中央銀行が提供する大規模な安全装置、さらには政府による様々な支援策によって、ハイテク株とグロース株が大きくアウトパフォームする絶好の環境が生み出されています。ただし、グロース株とバリュー株のバリュエーションの大幅な乖離はピークを打った模様です。ワクチン接種の普及で正常化が進めば、小型株、新興国株式、ならびに素材、エネルギー、資本財、金融といったセクターにとって良好な環境となるでしょう。年末の利益確定売りで調整が生じた場合、ポートフォリオのリバランスを行い、グロース株とハイテク株のオーバーウエートを解消する好機になるかもしれません。一段とドル安が進む可能性が高いため、新興国株式は大きな恩恵を受ける可能性があります。

債券投資家に関連する見通しとしては、各国中銀は向こう 1～2 年の間、短期金利を極めて低水準に維持する見込みです。安全資産である長期国債の利回りは、来年から 2022 年にかけて緩やかな上昇圧力がかかると予想されます。保有債券の満期を 2～4 年の範囲に維持し、新興国市場、ハイイールド債、地方債、優先証券を活用して、質の高い非伝統的な債券を選好したいと考えます。長期国債への投資は慎重になるべきでしょう。

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