

景気はV字回復するのか？



市川 眞一
シニア・フェロー

今週のサマリー

新型コロナウイルスの収束後、世界各地で経済活動が再開されるだろう。欧州やニューヨークなどでの感染の増勢鈍化を受け、足下の株式市場は既にそのシナリオを織り込みつつあるようだ。また、FRBの積極的な量的緩和や、日米両国政府による財政政策が不安の緩和に一役買っていることも間違いないだろう。ただし、主要都市のロックダウン(都市封鎖)が段階的に解除されても、そのプロセスには長時間を要する見込みだ。また、感染再拡大の懸念が残るため、治療法・治療薬及びワクチンの開発が進むまで、人も企業も活動を慎重にせざるを得ないと見られる。さらに、今回のコロナショックの課程で、所得・売上の急減に直面した家計・企業は、手元流動性の確保を重視することが予想される。その結果、消費や設備投資が底入れしても、回復力は緩慢だろう。加えて、リーマンショックの経験を振り返ると、日本の場合、FRBの量的緩和によるドル余剰が、ドル安・円高によるデフレ的圧力となることも考えられる。新型コロナウイルス収束後の経済は、「V字回復」よりも、「L字」に近い「U字回復」となるのではないかと。

注目すべきポイント

□ プラス材料

- 欧州、NYで感染ピークアウトの兆候
- FRBによる異次元の金融緩和
- 米国、日本などでの積極的な財政策

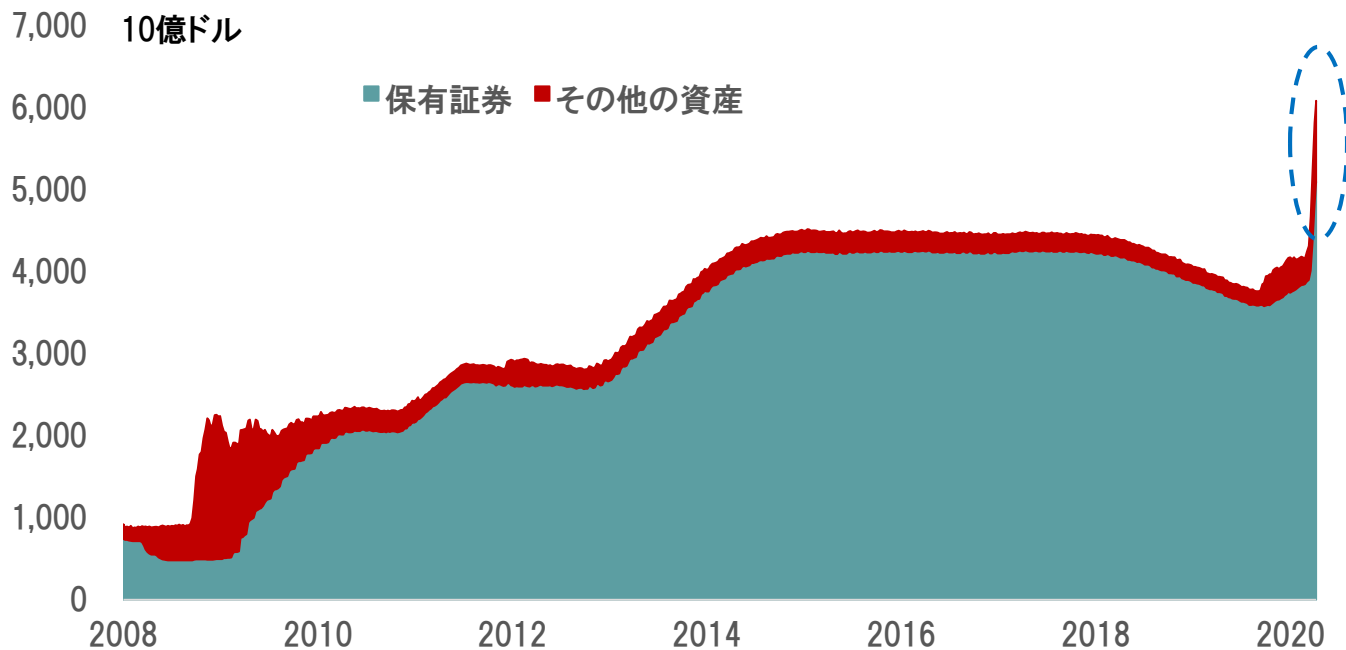
□ マイナス材料

- 日本の感染拡大
- 世界主要都市におけるロックダウン状態の長期化
- 現金重視への社会的変化

ピクテ投信投資顧問

新型コロナウイルスによる世界的な経済危機は、イタリア、スペイン、そしてニューヨークなどで感染拡大の増勢が鈍り、新たな局面に入った。また、FRBによる急激な量的緩和拡大など各国の政策対応も、信用不安の緩和に貢献しつつある。一方で、都市封鎖の完全解除には時間を要し、現金重視の姿勢から消費・設備投資には慎重な姿勢が続く可能性がある。

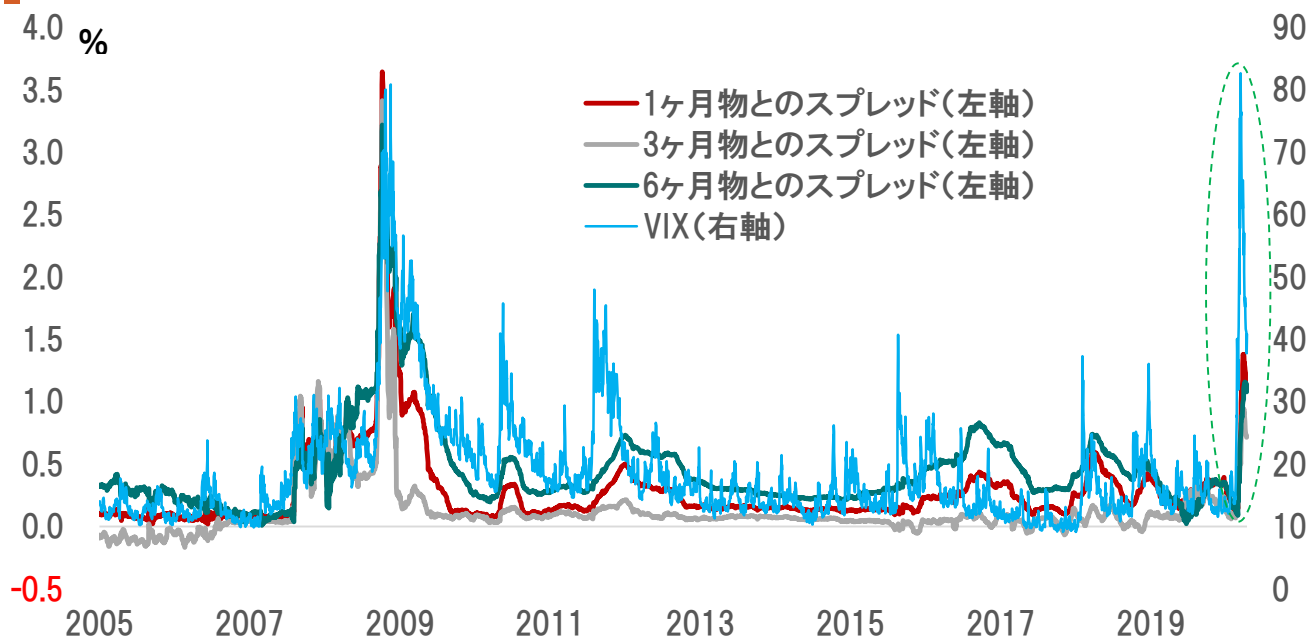
FRBの資産残高



期間: 2008年～2020年4月
出所: FRBのデータよりピクテ投信投資顧問が作成

FRBは、6週間で資産規模を大幅に拡大、流動性の供給を行っている。さらに、4月9日には追加の資金供給策を発表、民間の信用リスクを積極的に肩代わりする姿勢を示した。この米国中央銀行の対応は、リーマンショックの際の危機管理を遥かに越えるものと言えよう。トランプ政権の財政政策との組み合わせで、経済の精神安定剤になっているようだ。

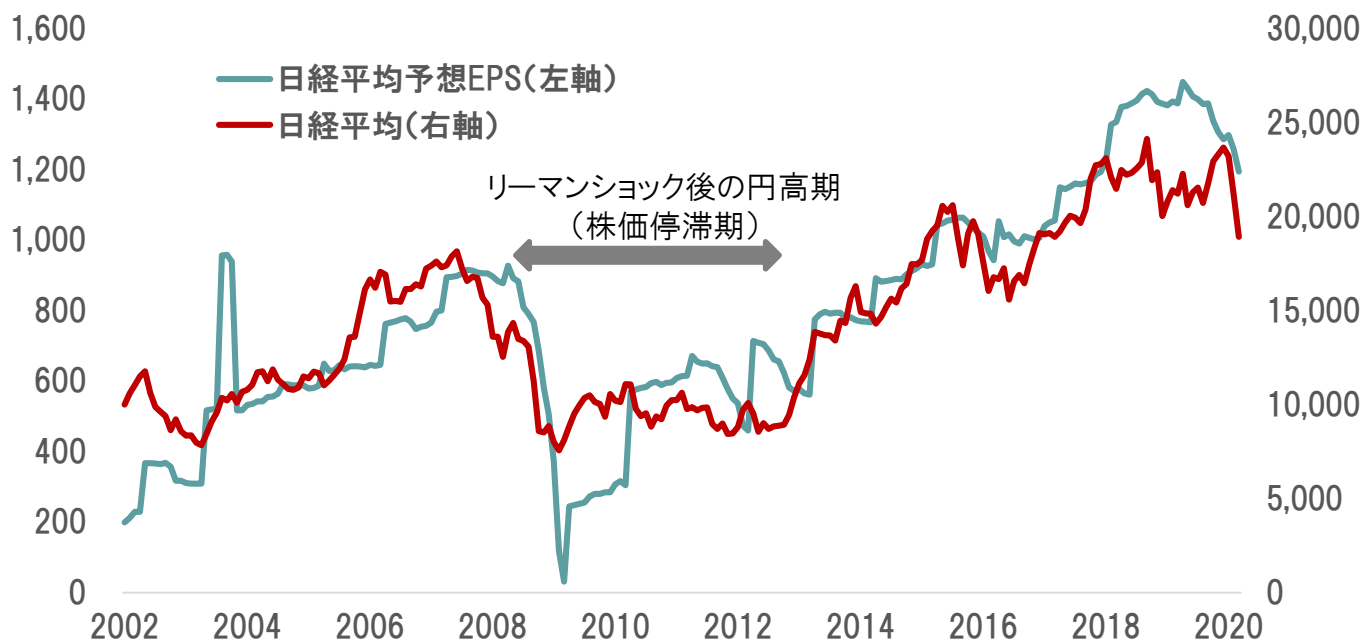
LIBOR-OISスプレッドとVIX指数



期間: 2005年～2020年4月17日
出所: Bloombergのデータよりピクテ投信投資顧問が作成

新型コロナウイルスを受けた都市封鎖により、所得減・売上減に直面する家計・企業の急増から、経済の先行き、特に信用リスクに厳しい見方が広がった。ただし、FRBの急速な量的緩和を受けて、足下、米国の金融市場は取り敢えず落ち着きを取り戻しつつあるようだ。LIBOR-OISスプレッドは、3月13日の国家非常事態宣言前の水準まで低下した。

日経平均と構成銘柄の1株利益(EPS)



株価は経済を映す鏡と言える。日経平均は、長期にわたり構成銘柄の1株利益(EPS)に連動してきた。リーマンショックの後、年間にわたって株価が低迷したのは、企業業績の回復が遅れたことが要因だ。足下、日本株もリバウンドしているが、中期的な観点から考えると、むしろ新型コロナウイルスの世界的な収束後、企業の経営環境の改善速度に大きく影響されるだろう。

新型コロナウイルス感染収束後の人・企業の行動

□ 新型コロナウイルス感染再拡大への懸念

- ロック・ダウン(都市封鎖)は一気に解除されるわけではない
- 封鎖が解除されても、人・企業の活動自粛は続く

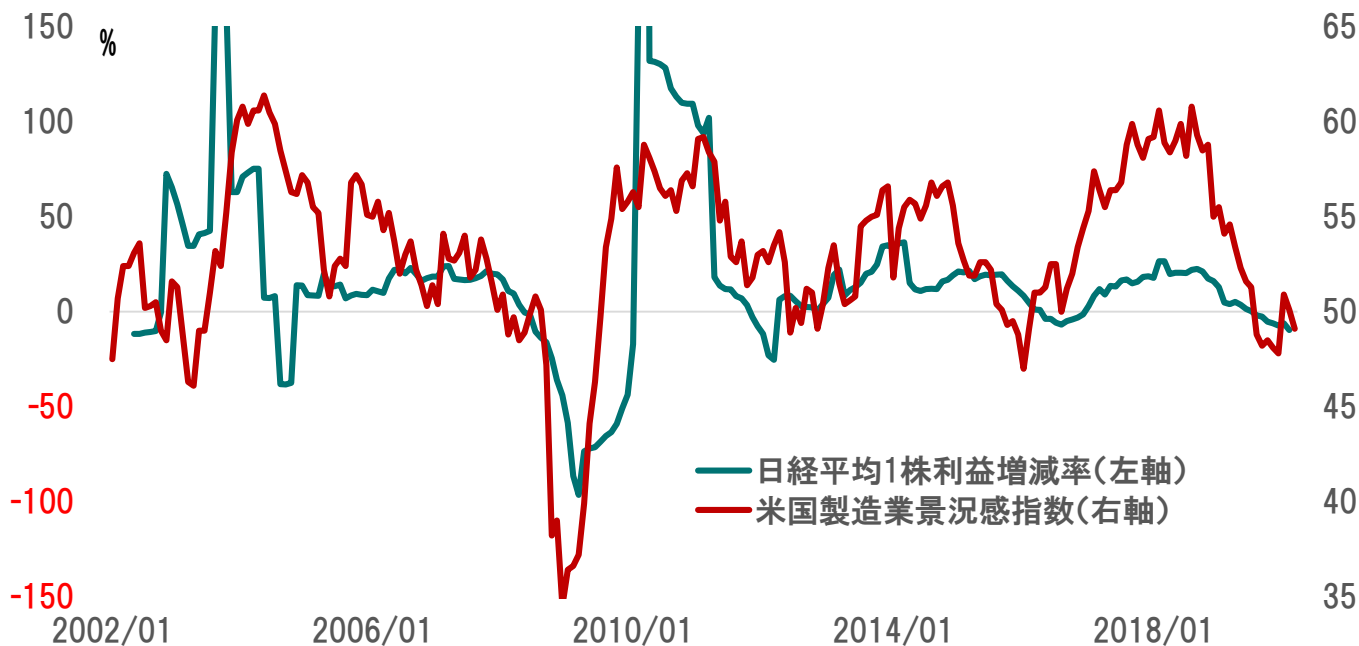
□ 当面は手元流動性確保へ

- 家計・企業は消費・設備投資を絞る可能性が高い

出所:ピクテ投信投資顧問が作成

新型コロナウイルスが一旦収束しても、感染再拡大への懸念は簡単に消えないだろう。その場合、人も企業の活動の正常化には慎重にならざるを得ないと考えられる。さらに、今回の危機下において、所得・売上が急減した多くの家計・企業は、深刻な現金不足に直面した。当面、手元流動性を確保する意識が働き、消費や設備投資には慎重にならざるを得ないだろう。

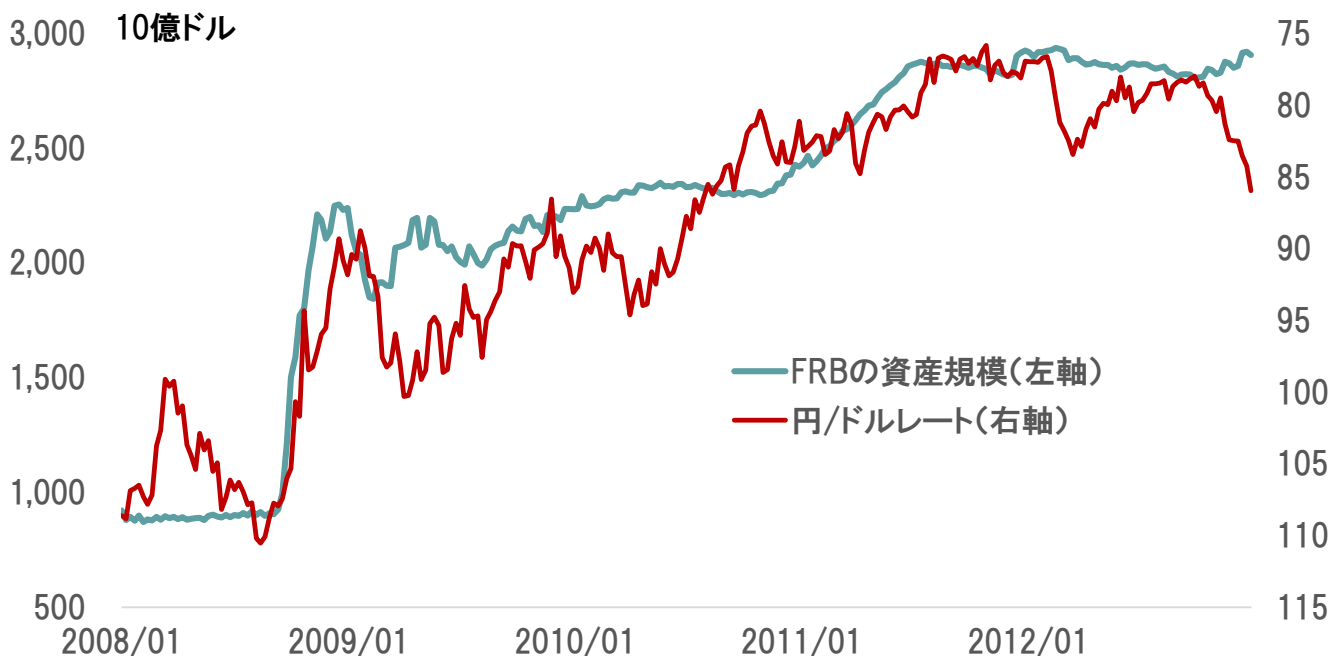
日経平均のEPS増減率と米国製造業景況感指数(PMI)



期間: 2002~2020年3月
 出所: Bloombergのデータよりピクテ投信投資顧問が作成

日経平均のEPS増減率は、米国の製造業景況感指数(PMI)に連動する。例えば2019年、国内での四輪車販売520万台に対し、米国における日系メーカーの販売台数は649万台に達していた。日本の上場企業の稼ぎ頭である自動車産業が、米国でのビジネスに業績が大きく左右されているわけだ。日本経済全体の回復力も、米国の影響が大きいだろう。

リーマンショック期におけるFRBの資産規模と円/ドル相場



期間: 2008~2012年
 出所: FRB、Bloombergのデータよりピクテ投信投資顧問が作成

リーマンショック期、日本経済・株式市場が5年間にわたって低迷した理由の1つは円高だった。FRBが量的緩和(QE)を強化、国際金融市場でドル余剰感が強まり、ドル安局面となったのである。現在、FRBは急速な量的緩和を行っており、経済正常化後も直ぐに流動性を回収することは難しいだろう。その結果、ドル余剰感から再びドル安になる可能性は否定できない。

景気は「L字」に近い「U字」?

□ 世界的に景気回復力は弱い

- 慎重な人・企業の行動
- 家計も企業も手元流動性の確保へ
- 日本はドル安・円高のリスク

□ 長期的にはバブルの可能性

- 中央銀行の流動性回収は難しい
- FRBは民間の信用リスクを肩代わり
- 通貨価値には下落圧力

出所: ピクテ投信投資顧問

足下、最大の経済対策は新型コロナウイルスの感染収束だ。ただし、その後については、人・企業共に活動再開に慎重で、特に現金保有を重視するだろう。その結果、景気のリcovery力は強くなく、「L字」に近い「U字」となる可能性がある。一方、FRBをはじめ中央銀行が大量に流動性を供給すると、いずれ資産バブルが起こり、長期的には通貨価値が下落するのではないか。