

Economic Insights: 債券の弱気相場とは？

2019年3月

ボブ・パウアー、エコノミック・コミッティ

現時点でそうした兆候はありません。金利とインフレに対するコンセンサスはいずれも、「長期にわたり低位にとどまる」と予想してきましたが、こうした見方は何年もの間、的確な見方でした。こうした考え方が投資家に浸透した背景には、30年に及ぶデysinフレの時代があります。関税障壁の低下により、グローバル企業は中国などの新興国で低賃金の労働者を大量に雇うことで、低コストで製品が生産できるようになりました。デysinフレの後にやってきたのは、世界金融危機とその後遺症によって10年近く続いた低成長とデフレ懸念の時代でした。そのため、緩やかなインフレと低金利が共に恒久的に続くとも今でも考えられているのです。

ところが、中国をはじめとする多くの新興国市場で長年にわたって賃金が速いペースで上昇しており、製造コストの優位性は薄れています。こうした変化に伴って一貫するテーマは、主要先進国での労働市場の逼迫と賃金上昇率の加速です。とはいえ、米国では高い生産性向上によって企業の単位労働コストが抑制されているため、利益確保のための価格転嫁の必要性にはそれほど迫られていません。しかし、賃金上昇が長引き、余剰生産能力も活用されるようになれば、結果的にインフレ率は上昇していくとみられます。そうなれば、長期金利はインフレプレミアムを織り込み、利回りは上昇します。ただし、それが起こるのは2020年以降になると思われま

今後の見通し

足元のFF金利は中立に近い（すなわち経済成長を押し上げも押し下げもしない）水準にあります。インフレも抑制されており、FRBが追加利上げを行う必要性はほとんどありません。FOMCメンバーの金利予想を表すドットチャートは2019年中の利上げはないことを示唆しており、当社も同意見です。長期国債利回りは超低水準にあり、債券投資家が世界の経済成長の一層の鈍化を懸念していることを示唆しています。

パウエル議長打席に立つ

パウエル議長率いる米連邦準備制度理事会（FRB）にとって、昨年12月はあまり良い月ではありませんでした。利上げの影響で株価は急落し、「景気後退期がやってくる！」との懸念が高まりました。パウエル議長の記者会見が事態を悪化させました。議長のタカ派姿勢は明確で、利上げや債券売却の継続が痛みを増幅させると予想されました。

しかし、世界経済の成長は減速しており、株式市場の急落にFRBも動揺しました。企業は景気後退が近いと身構え、それに備えて投資を削減しました。12月の小売売上高は数年ぶりの落ち込みとなり、欧州の企業景況感指数に誰もが悲観的となりました。

全ては昨年12月の出来事であり、パウエル議長は考えを翻しました。FRBは利上げを一時停止してタイミングを計ることにしました。債券売却ペースも緩やかになるとの見方が強まり、長期金利が低下しました。住宅ローン金利が低下し、住宅販売件数は伸びると予想されました。

こうした動きを市場は好感しました。投資家は、パウエル・プットが奏功する方向にかけました。長期金利の低下に伴ってドルが下落し、新興国市場が上向きしました。この流れは2月も持続し、市場は活気づきました。経済指標が底打ちしたことで、経済成長は持ち直すと予想されました。

そして3月になり、一通りの議論は出尽くしたと思われる頃、連邦公開市場委員会（FOMC）はハト派色を一気に強めました。ドットチャートから利上げの兆候は消えました。パウエル議長の翻意が奏功し、信頼感は回復しています。市場の楽観的見方は力強く、消費者の旺盛な消費は続いています。

株価が割高となっている目下の問題は、この先の方向性です。次の企業決算の発表シーズンが近づき、利益ガイダンスは失望に終わる可能性があります。利回りが極めて低く、スプレッドがタイトな中で、債券はなお買いの好機と言えるのでしょうか。短期であれば、格付けの高い債券への乗り換えは試す価値があるかもしれません。

ところが、株式と債券は今後の見通しについて異なるシナリオを発しています。株式を見ると楽観的見方が優勢ですが、債券は成長の終焉を警告しています。債券の見方が正しく、経済成長が精彩を欠けば、株価は下落に転じるでしょう。債券の示唆が間違っていれば、利回りは上昇し、株式リターンは小幅ながらプラスにとどまると考えられます。

現時点でインフレは問題ではなく、コンセンサスは「低水準が持続する」との見方で一致しています。しかし、賃金は確実に上昇していることから、そうした見方が完全に誤りになる可能性があります。パウエル議長は今回のゲームに勝ちましたが、年内にインフレ率が上向けば、我々はパウエル議長の今回のヒット以上のものを必要とするかもしれません。

これが実現するか、あるいは株式市場が再び下落局面に直面した場合、長期国債利回りは年半ばにかけて一段と低下するでしょう。経済成長の鈍化が最も顕著だったドイツや日本の国債利回りがマイナス圏にある点も、10年物米国債利回りの重石となっています。とはいえ、当社は世界の経済成長について楽観視しており、長期国債利回りは今年半ばに底打ちし、年末にかけて上昇すると予想しています。賃金上昇の加速はコモディティ価格にも浸透しており、コモディティ総合指数は昨年と安値から大幅に上昇しています。つまり、インフレは完全に消滅したわけではなく、ただ休眠状態にあるだけと思われる。

逆イールドカーブ

10年物米国債の利回りが3カ月物国債の利回りを下回るという、最近の逆イールドカーブがトップニュースとなっています。過去数十年間にわたり、逆イールドはほぼ間違いなく景気後退局面の前触れとなってきました。しかし現時点においては、当社はそれほど警戒していません。景気が後退した過去のケースでは、逆イールドカーブの状態はしばらく（数日ではなく数週間）続き、逆転の幅も顕著（百分の数%ポイントよりはるかに大幅）でした。また、イールドカーブ全体が逆転（すなわち2年物国債利回りが10年物国債を上回る状態）していましたが、まだその状態には至っていません。さらに、FRBが過去10年間にわたって長期国債利回りを抑制してきたことを考えると、足元の逆イールドカーブが何かを示唆しているとは思えません。

その上、イールドカーブが逆転したのは、FRBによる積極的な利上げが中立を超えた引き締め領域に入り、債券投資家が景気後退の到来を確信した時期と重なります。投資家が安全な逃避先として長期国債を買ったために長期国債利回りが低下したと思われる。利回りが極めて低水準にあることから、FRBは引き締めスタンスを弱めています。また、逆イールドカーブは、さまざまある景気後退指標の一つにすぎず、他に警鐘を鳴らしている指標はほとんどありません。

株式市場見通し：株価上昇は続くのか？

恐らく続かないでしょう。世界の株式市場は2019年に入って驚くほどの勢いで上昇しています。当社がトラッキングしている世界47の株価指数のうち、第1四半期のリターンがマイナスとなったのは2つだけでした。特に好調なのは中国で、上海総合指数は22.9%上昇、深セン総合指数は33.7%上昇、小型株指数は35.4%上昇しました。同期間に金利は大幅に低下し、債券投資家も大きなリターンを手に入れました。バークレイズ米国ハイイールド社債指数は第1四半期に7.3%も上昇しました。世界の経済成長が加速するとの期待感に各国中央銀行の突然のハト派姿勢の高まりが相まって、上昇に拍車をかけました。金利の低下と賃料収入見通しの回復を受けて、不動産投資信託（REIT）の価格も急騰しました。

今後の見通し

株式市場にとって最悪のシナリオは、世界経済の大部分が深刻な景気後退に陥ることでしょう。以下で述べるように、世界の経済成長は安定し、景気回復の兆しも見えているため、このシナリオが現実化する可能性は低いと思われます。そのため、深刻な景気後退に伴って株式市場が壊滅的な弱気相場に入るとはなさそうです。

株価にとってもう一つの問題は、インフレ率の上昇や経済成長の加速などを背景に、長期金利が大幅に上昇することです。足元のインフレ率や期待インフレ率は落ち着いているため、米国債利回りが2019年中にサイクルの最高値を更新する公算は極めて小さいとみられます。投資家は「長期にわたり低位にとどまる」とのコンセンサスを頑なに信じているため、インフレ率が中央銀行の目標値以上で持続するという証左がみられない限り、金利が3%を大幅に上回ることはないと思われます。

クリスマス以降の力強い上昇にもかかわらず、株式市場は2018年中につけた最高値を更新していません。そのため、株式市場が2019年に現水準から大幅に上昇するとの見通しに熱狂する気にはなれません。株式市場と債券市場は世界経済に対して異なるシナリオを示しています。超低水準の国債利回りは、緩やかな経済成長見通しを示唆しています。一方で、クリスマス以降の力強い株価上昇は、経済の堅調な回復と健全な利益成長に対する楽観の見方を表しています。債券市場が正しければ、経済成長に対する懸念が再燃し、株価は下落するでしょう。一方で、債券市場が間違っていれば、金利は間違いなく上昇し、株価はバリュエーションの低下と共に下落すると思われます。2018年1月にバリュエーションがピークを付け、昨年の株式市場の混乱を引き起こしたのは後者です。

株式市場について楽観的なシナリオを一つ挙げるとしたら、金利が低位にとどまり、同時に世界経済の成長鈍化が止まるというケースと思われる。その場合、企業利益の増加と共に株価は緩やかに上昇すると予想されます。ただし、米国の名目経済成長率が4%~5%の水準にある中で、10年物米国債の利回りが2.5%を下回る水準が続くとは考えにくい状況です。目下のバリュエーション水準で得られるリターンは限定的であることから、株式投資家は慎重姿勢を取る時期だと当社は考えます。

世界経済見通し: 景気回復の兆候

株式市場は12月に、景気後退が差し迫っている兆候が拡大し始めたことを受けて急落しました。中国経済は2018年を通じて大きく減速し、欧州と日本の第4四半期の景気回復は小幅にとどまりました。FRBがFF金利を引き上げて従来のタカ派路線を踏襲したことも、深刻な状況に拍車をかけました。米国のホリデーシーズンの売上高は過去最高を更新したものの、センチメントは株価に合わせて急落しました。

12月末には広範囲にわたって落ち着きを取り戻し、投資家が景気減速の終わりを期待する中で、株式市場は上昇しました。これまで株価は景気回復に先駆けて上昇してきましたが、3月末の失速は、投資家が相場急騰を裏付ける景気回復を示す指標の確認待ちしていることが原因かもしれません。景気回復の兆候は表れ始めており、世界経済は第2四半期に安定化したのちに年内は緩やかに加速する見通しです。

米国: オーストラリアを追いかける

昨年第4四半期の米国のGDP成長率は年率では2.2%と低調でしたが、前年同期比では3%と堅調に拡大しました。しかし、政府機関閉鎖が1月まで続いたことで、景気回復は小幅にとどまるとみられます。この下押し要因に加え、季節調整上の問題（商務省経済分析局はこの問題を解消できていないようです）により、第1四半期のGDP成長率は2%未満にとどまった可能性もあります。

米国のGDP成長率は、年内は約2.5%のトレンドに回復すると予想します。地区連銀の企業調査は既に低下の一部を取り戻し、消費者信頼感指標は従来の低水準から上昇しています。中小企業業観度指数は3月にやや上昇しました。家計の信頼感が堅調を維持しているのには理由があります。求人数は過去最高を更新し続けており、賃金の伸びは加速し、金融危機で最も打撃を受けた労働者層の失業率は過去最低水準に急低下しました。米国の総家計所得の指標は3月に前年比5.4%上昇と、過去10年間以上で最大の上昇幅を記録しました。

今後の見通し

現在の米国の景気拡大が7月まで持続すれば、米国史上過去最長を更新することになります。米国も景気拡大期の最長記録を更新中の現在のオーストラリアのように、次の景気後退期が27年後となることはないと思われますが、後退局面入りしたとしても、緩やかにとどまり、数四半期先になる見通しです。賃金と雇用の一段の伸びがカギを握りますが、両者とも活況を呈しています。米国勢調査局の家計調査によると、2018年の新規雇用は288万件と過去30年以上で3番目の規模となりました。プライムエイジ（25-54歳）の労働参加率は大きく上昇し、企業が新規労働者を引き寄せていることを示しています。

設備投資は、米国の資本ストックの老朽化と2017年末の減税・雇用法によるインセンティブを背景に、2018年の7%ほど際立っていないものの、堅調なペースで拡大し続ける見通しです。設備投資の底堅さは、最近の生産性上昇率の加速が持続することを示唆しています。生産性向上は生活水準の改善、信頼感の拡大、活発な個人消費の継続につながります。当社は米国の2019年のGDP成長率は設備投資の底堅さと個人消費の力強い伸びを原動力に、2.5%程度になると予想します。

景気後退の前触れがくすぶっているとの見方もあります。第1四半期初めのデューク大学による米国の最高財務責任者（CFO）調査では、過半数近くが2019年に米国で景気後退が生じると予想していることが示されました。ただし、景気後退に陥る可能性は低いと思われます。FRBは積極的な姿勢を見せておらず、インフレは抑制されています。現在、家計債務は問題ではなく、在庫も過大な水準にはありません。雇用者数は良好で、企業利益はなお拡大しています。通常、景気後退の前触れとなる不均衡は全く見られていません。

欧州: 労働市場の逼迫、賃金の上昇

ユーロ圏の経済指標は全くの期待外れの内容となっています。製造業の活動鈍化、中国の輸入需要の減少、そして政治面の緊張が2019年入り後もユーロ圏の経済成長を抑制しています。イタリアは景気後退（テクニカル・リセッション）に陥り、ドイツも中国の景気減速を背景に、景気後退目前のところまで来ました。3月の最新の企業景況感指数は引き続き小幅低下しています。しかし、雇用の伸びは力強く、失業率は10年ぶりの低水準にあり、この状況が賃金の伸びに上昇圧力をかけ、ひいては家計消費を押し上げています。

今後の見通し

欧州経済の目先の見通しは低調なものの、下半期には上向く見込みです。今年の景気に対する下押し圧力の多くは好材料に転じており、中国の輸入需要の落ち着きが欧州の輸出を大きく押し上げるとみられます。企業と家計の信頼感、企業景況感指数が示唆するほど落ち込んでおらず、ドイツとフランスの企業景況感に既にやや上向いています。ECBは景気減速への対処として、金利の据え置き期間に関するガイダンスを年末まで延長し、新たな流動性供給策を発表しており、これは銀行システムに対する強力な支援材料です。財政政策も欧州議会選挙後に更に緩和されるとみられます。当社は欧州のGDP成長率は今年から来年にかけてプラスを維持するものの、1~1.5%の冴えない水準になると予想します。

日本: 好調な雇用市場

2018年第3四半期にマイナス成長を付けた後、日本経済の回復は小幅にとどまっています。世界経済の成長と国際貿易の減速から、製造業は低迷しています。企業利益は数年間の堅調な伸びから一転して減少していますが、事業が縮小している様子はありません。大都市の賃貸オフィスの空室率は1990年代半ば以来の低水準にあり、賃料上昇率が加速しています。

家計消費はタイトな雇用市場を背景とする良好な所得の伸びに支えられ、引き続き経済の牽引役となるでしょう。日本の労働市場は驚くほど逼迫しており、失業率は1993年以降で2番目に低い2.5%と超低水準です。有効求人倍率は1.63倍と1973年の一時的な急上昇以降の最高水準にあり、職を望む人は誰でも就労できる状況です。人口の減少にもかかわらず、総就業者数は引き続き増加しています。2019年の経済成長率は1%前後が予想され、消費税が引き上げられた場合、多少の下振れリスクがあります。

中国: 景気対策

中国では景気刺激策の効果がまもなく顕在化しそうです。中国の昨年の成長率の鈍化は、債務増加の抑制という公的目標のために自ら招いた側面もありました。過剰債務により将来、金融危機が発生する事態を防ぐことが目的であったと思われます。中国経済にはこの重しに加えて、国内主要都市における環境汚染の軽減といったもう一つの阻害要因もありました。さらに、米国との貿易摩擦、世界経済の減速も加わり、中国経済の低迷が懸念されるようになりました。

- 所得税・付加価値税減税
- 流動性改善のための預金準備率引き下げ
- 環境規制の適用緩和
- 貸出基準緩和

直近の企業景況感指数の改善は、景気が既に安定化していることを示唆しています。設備投資は増加し、小売売上高の伸びは減速を脱しました。民間のレポートによれば、銀行貸出は急増しています。当局のデータに基づくと、2019年の経済成長率は6%前後となる可能性が高いものの、2020年には刺激策が一巡して景気押し上げ効果は薄れる見通しです。

新興国市場: 好ましい追い風

インドはここ数年半期、世界の主要国の中で最も経済成長率が高くなっています。モディ政権は発足以来、いくつかの変革を実施しました。それらは当初、経済を下押ししましたが、長期的にはプラスの効果をもたらしており、インドの直近の成長率7%はその効果の表れです。成長率は2018年終盤に小幅低下しましたが、持ち直しつつあると当社は考えます。インドの企業景況感指数は小幅に上昇し、製造業の新規受注指数は好調です。センセックス指数は過去最高値をうかがう勢いで、インフレ率は少なくとも今のところ抑制されています。インド中銀は0.25%の追加利下げを実施する見通しです。GDP成長率は引き続き6.5~7%のレンジ圏で推移する可能性があります。

中国の成長率が年内に上向けば、アジアを中心に新興国諸国を後押しするでしょう。さらに、米国金利は大幅に低下しており、ドルは最近の高値を更新する展開とはなっていません。これらのイベントに加えて、世界経済の成長が徐々に加速すれば、今後、新興国市場にとって良好な追い風になると考えられます。

Disclosures

本書は情報の提供のみを目的として作成されたものです。本書中の情報は、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していますが、適用法令にて規定されるものを除き、本書中の情報・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。本書中の分析、意見等はその前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の情報は、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。

また、本書中の情報はあくまでも投資に関する一般的なものであり、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。本書中の情報は貴社の投資目的、特定のニーズ、または財政状況を考慮したものではありません。投資判断をする前には、その投資がお客様の投資目的、特定のニーズ、および財政状態にとって適切であるかをご検討ください。

MSCI指数は、MSCIが開発した指数です。当指数に関する著作権、およびその他知的財産権はMSCIに帰属しており、書面による許諾なしにデータを複製・頒布・使用等することは禁じられております。MSCIおよびその関係会社は、データの独創性、正確性、完全性、商品性、使用目的への適合性について保証するものではなく、当指数の使用に伴ういかなる責任を負いません。

記載の内容は過去の実績値であり、将来を約束するものではありません。

プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社

住所：〒100-0011 東京都千代田区内幸町1-1-1 帝国ホテルタワー 11階

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