

Economic Insights: 世界経済の減速は終わりが近いのか？

2019年6月

ボブ・バウアー、エコノミック・コミッティ

夏の終わりを迎える頃には、世界の投資環境は今とは異なり、経済成長が改善し、インフレ率がやや上昇し、長期国債利回りが緩やかに上昇していると予想されます。株式市場では、18カ月前にバリュエーションがピークを付けて以降ボラティリティが急上昇しており、今後もその状況は続くと考えられます。

金融資産の投資機会が有効なのは6~9カ月程度かもしれません。

では、6月の動向を考慮した上で、最も有望な選択肢はどれでしょうか？

世界の経済成長率が上昇するのに伴い、世界各国の長期国債利回りやインフレ率は夏場に底打ちすると予想されます。この点を踏まえると、幅広く投資する債券投資家は慎重姿勢を取り、引き続き信用力の高い短中期の債券を選択すべきです。6~9カ月の時間軸では、ハイイールド債や新興国債券で高いリターンが見込まれます。それ以降は、長期金利の上昇に伴い、債券市場は苦戦する可能性があります。

株式市場は夏場に若干の調整が起こったとしても、世界的な景気回復の兆候が2020年初めにかけて株価を緩やかに押し上げると考えられます。ドル安と各国中央銀行の緩和姿勢は、米国以外の市場がアウトパフォームする可能性を示唆しています。

割高感のある債券代替銘柄やディフェンシブ銘柄から、金融を中心に景気回復の恩恵を受けるセクターへのローテーションも予想されます。2020年後半~2021年には、世界的な長期金利の上昇が株式市場や債券市場にとって本格的な逆風になりそうです。

2009年3月に始まった投資サイクルは終わりに近づいています。今回のサイクルは、「低成長、景気後退懸念、デフレ懸念、ゼロ近辺またはマイナス圏の金利」に特徴づけられ、米国の金融資産がアウトパフォームする素地が完全に整っていました。市場はある種の移行期にあり、次回サイクルのリーダーを模索しています。移行期はボラティリティが高く明確なトレンドがないのが特徴で、まさに現在の状況を表しています。

次回のサイクルは、「インフレ率のわずかな加速、金利の緩やかな上昇、実物資産の高リターン」が特徴となるかもしれません。

しかし、それが実現するのは数年先のことでしょう。

株式市場: 上値は限定的だが、FRBが下支え

世界経済に対する適度に良好な見通しと各国中銀のきわめて緩和的な政策運営に支えられ、株式市場は年末にかけて緩やかに上昇すると予想されます。しかし、景気の加速が秋以降にずれ込めば、投資家は5月と同様に株価の下落圧力にさらされる下降気流に再び直面する恐れがあります。

6月に株式市場は幅広く上昇し、S&P500指数は最高値を更新しました。一方で、10年物米国債利回りは32カ月ぶりの低水準に落ち込みました。これは一体どういうことでしょうか。株式市場と米国債市場の相反する動きからすれば、成長見通しに対する対照的な見方を反映していると考えられます。つまり、株式投資家は世界経済が回復直前であるとみている一方で、債券投資家は、景気減速は終わっていないと確信しているようです。

真の答えは、全て中央銀行次第ということです。株式投資家は、米連邦準備制度理事会(FRB)が7月と9月の両会合で利下げを行い、最終的にFF金利は1.75~2.0%になると、楽観的な見通しをたてています。他の中銀もハト派姿勢を強めており、利下げは今や世界共通のコンセンサスとなっています。割引率が極めて低いことは将来の利益の現在価値が高いことを意味し、それゆえ株価は上昇します。

一方の債券市場はどうかというと、各国中銀は政策金利を引き下げようとしています。インフレ率は世界的に横ばいまたは低下しています。市場のコンセンサスは、「金利とインフレ率は恒久的に低水準が続く」と確信しています。そのため、債券投資家は、長期国債利回りに将来のインフレに対するプレミアムは必要ないと考えているのです。長期金利は短期金利に追随して低下しています。極めて低い国債利回りは、景気後退の前兆というよりも、超ハト派的な中銀の施策の産物といえそうです。

今後の見通し

中央銀行の意図が分かれば、国債利回りの低下も冴えない経済見通しによるものではないと説明がつきます。世界経済は年末にかけて徐々に回復が見込まれます。今後1年間に米国経済が景気後退に入る確率はごくわずかです。米中間の貿易摩擦が近いうちに再燃することはないと思われず。

こうした予想が全て正しければ、世界の株式市場は、6月の急騰からもう少し上昇するかもしれません。

市場が長期的な弱気相場に突入するとすれば、企業景況感が大幅に低下し、雇用が抑制され、失業率が上昇し、賃金上昇率や投資が落ち込むといった兆候があるはずですが、こうした景気後退の兆しが、いずれ緩和的な金融政策や利下げの効果を上回ることとなります。現時点において、こうしたシナリオを示す証左はほとんど見当たらず、今後1年間に浮上する可能性も低いと思われず。

しかし、バリュエーションの上昇と利益予想の低下という組み合わせは、上値が限定的であることを示唆しています。また、昨年12月以降の株価上昇は、長期国債利回りの急低下が支援材料となっていたため、経済成長の加速とともに金利が上昇すれば、金利が株価上昇の足かせとなりそうです。その上、世界経済の加速が秋以降にずれ込めば、株式市場は再び下降気流に飲み込まれる恐れがあります。

そうなった場合、中期的には買いの好機であることは間違いありません。

その後に株価が上昇すれば、2009年3月から続いた長期投資サイクルのフィナーレとなるかもしれません。ボラティリティが上昇するのはサイクル末期の特徴ですが、株価はこの数カ月にわたり、ほとんど上昇せずに乱高下を繰り返しています。大幅な調整と劇的な急騰の結果、S&P500指数は2018年1月の高値から約4%の上昇にとどまっています。

今回のサイクルの終焉は、長期国債利回りの上昇がきっかけになる可能性があります。その理由を以下で説明します。

金利:長期国債利回りは底が近い

8カ月続いた10年物米国債利回りの低下トレンドは間もなく終わり、年末にかけて徐々に上昇すると予想されます。金利の上昇はいずれ、恐らく2020年後半か2021年のいずれかの時点で、株式市場やクレジット市場にとって重石になると考えられます。

35年という長いトレンドで見ると、10年物米国債利回りは1981年の15.8%から2016年の1.3%まで低下の一途をたどりました。こうした長期的な利回りの低下に加え、金融危機後の10年間に及ぶデフレ不安とほぼゼロ金利の時代だったことを考えれば、投資家がインフレ率と金利は低位にとどまると確信するのも無理からぬことです。

しかし、本当にそうでしょうか。当社はそうは思いません。永遠に続くトレンドなどありません。35年続いたトレンドも例外ではなく、あてはめやすくなっているだけです。安全資産である国債の利回りを驚くほど低水準にとどめているのは、世界経済の停滞と低インフレです。

当資料中の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。

また将来起こりうる事実や見通しを保証するものではなく、実際の実績等はここに記述されるものと大きく異なる場合があります。

複数の理由から、金利とインフレは双方とも今後変化する可能性があります。

第1に、予想される世界経済の回復が年内に鮮明になれば、長期国債利回りは上昇に転じると思われます。6月の米非農業部門雇用者数と生産労働者の賃金の急増、ならびに予想を上回る企業景況感、景気改善の最初の兆候といえるかもしれません。10年物米国債利回りが2%の水準にあることは、現在の米国名目GDP成長率4%とは相容れません。

第2に、インフレ率は、2018年半ば以降の世界経済の減速に伴う遅行効果からここ数カ月低迷してきましたが、直近のデータからは、今年のインフレの下押し圧力は解消しつつあることが示されています。労働市場の逼迫と賃金上昇は、主要先進国に一貫したテーマとなっています。米国では最近、労働生産性の急上昇が単位労働コストを抑制していますが、最終的には賃金上昇がインフレ率を少なくとも中銀目標に押し上げるとみられます。さらに、貿易面の不透明感と中国における生産コスト上昇を背景に、生産のアウトソーシングによるコスト面のメリットは限られつつあります。

グローバル企業による新興国の低賃金労働者への生産移管が原動力となった、過去25年間のデイスインフレも後退に向かっています。

今後の見通し

米国の6月の非農業部門雇用者数は回復しましたが、FRBはなおFF金利を7月と恐らく9月に再度25bpずつ引き下げるといふ、暗黙の公約を実施すると予想されます。これにより、逆イールドカーブが解消され、パウエル議長が指摘したように、景気拡大が長期化し、さらに多くの人が周縁から労働市場に戻ると推察されます。

利下げに踏み切った後、FRBが再利上げに向けて高いハードルを設定するのは間違いありません。次に利上げを行うのは、インフレ率が少なくとも数カ月間FRBの目標と一致またはそれ以上で推移してから(恐らく2020年に入ってかなりの時間が過ぎてから)となるかもしれません。

夏場に株式市場で下降気流が生じた場合、長期国債利回りもそれに連動して一段と低下する可能性があります。しかし、世界経済が予想通り上向けば、長期国債の利回りは株式市場の反発とともに上昇すると予想されます。10年物米国債利回りは年末に2.5%を付ける可能性があり、当面の間株値と利回りはともに上昇が見込まれます。

しかし、最終的には、10年物米国債利回りが3%を突破した昨夏のように、国債利回りの上昇がクレジット市場と株式市場の逆風となる恐れがあります。

世界経済見通し: 景気減速は解消へ

2018年半ばに始まった世界的な景気減速は、貿易摩擦の再燃を背景に深刻化し長引きましたが、第3四半期には底打ちが見込まれます。貿易面の重石が悪化しなければ、第4四半期に世界経済の回復が鮮明になるでしょう。

現在、世界経済は分岐点にあると思われます。昨年末の世界的な景気の下局面は大方の予想よりも長期化し、深刻化しています。主要グローバル企業の間で広がる景況感の悪化は、貿易問題をめぐる不透明感の再燃から5月に悪化しました。リスクが高まっているのは明らかです。最大の懸念材料は、企業が景気拡大に疑念を抱き、景気後退が迫っているとの判断から投資と雇用を抑制し、賃金の伸びを抑えることですが、この状況は顕在化しておらず、先進国では家計が引き続き成長を牽引しています。

ただし、経済は脆弱な状態にあるとみられ、景気回復を示す証拠は見当たりません。

とはいえ、2018年に世界経済の下降局面をもたらした要因は解消に向かっています。中国は融資規制を緩和し、減税と新たなインフラ投資を通じた景気の押し上げを図っています。フランスの抗議運動とドイツの自動車排ガス規制問題に起因する、ユーロ圏に対する短期的な逆風は解消しました。各国中銀は緩和姿勢に転じており、金利は大幅に低下しています。中国経済が上向けば、ユーロ圏と先進国の輸出拡大につながるでしょう。昨年末あたりに見られた米国の過剰在庫は徐々に縮小しており、貿易摩擦は米中の交渉再開により和らぎつつあります。

これらの足かせが解消するのに伴い、景気は今後改善が見込まれます。

景気が改善した場合、今回の景気減速局面は2008年の金融危機以降で3回目の一時的減速、そして、2015年に起きた製造業の景気後退の再現になるでしょう。当時の落ち込みは深刻だったものの、最終的に消費者に影響は及びませんでした。

2015年当時は、健全な家計支出が米国の景気後退入りを阻止しましたが、今回も同様の結果になると予想されます。

米国 現在の景気拡大は2019年7月に11年目に突入し、米国史上最長を更新しました。貿易問題をめぐる不透明感は中小企業には影響しておらず、同セクターの事業拡張計画と楽観的見方はこれまでで最も高い水準近くにありま。労働市場の逼迫と堅調な賃金の伸びが、労働市場への復帰を促しており、総家計所得は増加しています。賃金が下位10%の労働者層で雇用が最も大幅に伸びており、賃金も最も速いペースで上昇しています。消費者信頼感が高止まりの状態です。活発な設備投資が生産性上昇率の堅調な回復をもたらしており、現在、生産性の伸びは2%を優に上回り、ここ数年で最高となっています。

今後の見通し

穏やかなインフレと3%超の賃金の伸びは生活水準の向上を意味しており、家計支出は着実かつ底堅いペースを維持しています。第2四半期のGDP成長率は在庫の減少で伸び悩んだ模様ですが、在庫の圧縮は今後のGDPの伸びにとって追い風です。住宅市場は住宅ローン金利の低下と住宅価格上昇率の鈍化により、今年の成長率にプラス寄与する見込みです。賃金の伸びは堅調な水準での横ばいが続いていますが、今後は加速し、単位労働コストの抑制に向けた設備投資を促すとみられます。当社は、米国の2019年および2020年のGDP成長率を2~2.5%と予想しています。足元の米国史上最長の景気拡大局面は、少なくとももう1年続くとみられ、2019年の時間の経過とともに景気改善が明らかになると考えます。

欧州 昨年夏場のユーロ圏の経済成長率は、フランスの「黄色いベスト」抗議運動と自動車排ガス規制問題によって鈍化しました。長引く政治リスクは企業の景況感に悪影響を与え、中国経済の減速がユーロ圏の輸出を押し下げています。一方で、個人消費は逼迫する労働市場と賃金上昇率の加速の恩恵を受けており、ユーロ圏全体が景気減速入りするのを防いでいます。欧州中央銀行(ECB)は、必要であれば追加の刺激策を辞さない構えを示し、そうしたECBの姿勢が景況感と投資を下支えすると思われる。

今後の見通し

英国のEU離脱に関する目下の交渉、EU首脳陣の新たな顔ぶれといった地政学的要因から、不透明感が広がっています。とはいえ、欧州経済の見通しはやや明るさを増し、控え目ながらも楽観的な見方が生まれています。中国経済が安定化したことは、ユーロ圏の輸出にプラスの影響を及ぼすと思われる。欧州域内の大半の国が好調な経済を維持しており、賃金上昇率は高水準にあります。失業率も低下して今や7.5%と10年振りの低さです。フランスの抗議運動は終息し、自動車販売台数は回復しています。ユーロ圏の今年の成長率は1%のレンジ内にとどまるかもしれませんが、年末から2020年にかけて、緩やかに加速する可能性があります。

日本

消費税増税が行われるかどうかの問題です。消費税率の8%から10%への引き上げが10月に予定されています。第1四半期のGDP成長率は年率2.2%の上振れとなり、第2四半期の個人消費は力強さが示されました。世界経済の減速を受けて輸出は依然として低調ですが、5月の鉱工業生産指数は前月比2.3%増となりました。製造業の景況感は低下しているものの、2016年の低水準を上回っており、サービス業の景況感は引き続き力強さを示しています。雇用市場は依然タイトで、失業率は2.4%と極めて低水準です。

今後の見通し

日本では雇用市場の力強さが賃金上昇率を押し上げ、家計支出を下支えています。民間の調査によれば、設備投資は底堅く推移しており、2020年の東京オリンピックは活発なインフラへの公的支出を促すでしょう。中小企業に対する金融機関の貸出意欲はなお旺盛です。消費税率が引き上げられた場合、第3四半期の成長率は加速すると思われるのですが、第4四半期に受ける反動は大きくなりそうです。消費税率の引き上げが見送られれば、日本の今年の経済成長率は1%のレンジ内で推移する可能性が高いと思われます。

中国

経済指標の軟化は、さらなる景気刺激策の発動につながる公算が大きいです。中国経済の減速をもたらした債務の伸びに対する規制は撤廃され、資金は潤沢です。金利と税率は引き下げられ、銀行の預金準備率は低下し、公的資金によるインフラ支出は急増しています。それでも、6月の中国の製造業の景況感指数は低調で、5月の鉱工業生産と投資は引き続き軟調となりました。ただし、5月の小売売上高の大幅増を見れば分かる通り、中国全体の成長率は第2四半期に安定化した可能性もあります。

今後の見通し

生産関連の各種データで構成される当社独自の景気モメンタム指標は上向いており、成長率が改善したことを示唆しています。当局のデータに基づくと、2019年の経済成長率は政府目標である6.0~6.5%になると予想されます。一方、2020年以降は刺激策が一巡し、労働力人口は減少し始め、債務の増加がさらなる景気刺激政策の実施を妨げることから、成長率は鈍化する場合があります。

新興国

コモディティ価格は下押し圧力にさらされ、貿易摩擦が続いていることから、新興国経済への追い風は力強さに欠ける模様です。輸出依存の新興国の成長率は低迷しています。景況感指数は6月も引き続き低下し、その平均値からは製造業が広範に縮小していることを示しています。

今後の見通し

長期的な資本流入と銀行の比較的高い融資意欲から判断すると、信用問題は深刻ではないことが分かります。特に、ドル安と金利の大幅な低下を踏まえればなおさらです。先進国経済が好転すれば、新興国諸国の経済の改善を力強く下支えすると考えます。

Disclosures

Unless otherwise noted, the information in this document has been derived from sources believed to be accurate as of April 2017. Information derived from sources other than Principal Global Investors or its affiliates is believed to be reliable; however, we do not independently verify or guarantee its accuracy or validity. Past performance is not necessarily indicative or a guarantee of future performance and should not be relied upon to make an investment decision.

The information in this document contains general information only on investment matters. It does not take account of any investor's investment objectives, particular needs or financial situation and should not be construed as specific investment advice, an opinion or recommendation or be relied on in any way as a guarantee, promise, forecast or prediction of future events regarding a particular investment or the markets in general. All expressions of opinion and predictions in this document are subject to change without notice. Any reference to a specific investment or security does not constitute a recommendation to buy, sell, or hold such investment or security, nor an indication that Principal Global Investors or its affiliates has recommended a specific security for any client account.

Principal Financial Group, Inc., Its affiliates, and its officers, directors, employees, agents, disclaim any express or implied warranty of reliability or accuracy (including by reason of negligence) arising out of any for error or omission in this document or in the information or data provided in this document.

Any representations, example, or data not specifically attributed to a third party herein, has been calculated by, and can be attributed to Principal Global Investors. Principal Global Investors disclaims any and all express or implied warranties of reliability or accuracy arising out of any for error or omission attributable to any third party representation, example, or data provided herein.

All figures shown in this document are in U.S. dollars unless otherwise noted.

This document is issued in:

Japan by Principal Global Investors (Japan) Ltd. (Kanto Local Finance Bureau (Kinsho) No. 462,
Japan Investment Advisers Association,
The Investment Trusts Association, Japan

This material is not intended for distribution to, or use by any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution or use would be contrary to local law or regulation.

©2017 Principal Financial Services, Inc. Principal, Principal and the symbol design and Principal Financial Group are trademarks and service marks of Principal Financial Services, Inc., a member of the Principal Financial Group. Principal Global Investors is the asset management arm of the Principal Financial Group

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