

Economic Insights

Bob Baur (ボブ・バウアー)

プリンシパル・グローバル・インベスターズ チーフ・グローバル・エコノミスト

トピック・サマリー

● 米国の雇用市場が過熱

米国の経済成長は力強く、賃金上昇は上向き、労働者は労働市場に戻り始めている。労働年齢の男性の労働参加率は低く、依然として多少のスラックは残るものの、好調な雇用拡大が持続し、賃金上昇率は年内に3%を超えると予想される。

● 株式市場と債券市場

株式市場のもたつきは夏場を通して続くと予想されるものの、米国を中心とした世界経済の力強い成長が、今年後半からおそらく2019年にかけて株式市場の回復を後押しすると予想される。そのタイミングでのリスク低減を推奨する。

● 金利

長期債利回りは当面レンジ圏で推移する見通しであるが、世界経済の力強い成長を受け、金利は近いうちに一段と上昇すると予想される。

● 地域別の最新経済見通し

米国の力強い経済成長は2019年も続く見通しであり、インドも同様に数少ない成長国だ。それ以外の国では経済成長は徐々に減速しており、2019年にかけても減速基調は続くと予想される。



Economic Insights 2018年7月

米国の雇用市場が過熱

7月の米国雇用統計は、統計の欠点が生じ膨らみとなりました。あらゆるニュースサイトやビジネス番組、そして多くのツイッターのアカウントが雇用統計の不思議について話題にしました。主要3項目はいずれも堅調で、非農業部門就業者数は前月比15万7,000人増、失業率はわずかに低下して3.9%、直近3カ月の平均時給は前年同期比2.74%増と小幅上昇が続き、今サイクルで最大の伸びとなりました。しかし、統計の詳細を見ると雇用市場の過熱を示唆しています。

労働省統計局がまとめた7月の非農業部門就業者数の15万7,000人増は、市場予想を若干下回りました。しかし、これだけでは幾つかの重要な点を見逃してしまいます。5月と6月の就業者数は合計で5万9,000人と大幅に上方修正され、トイザラスの事業閉鎖に伴って3万3,000人が職を失ったとみられ、さらに地方自治体でも、おそらく教育関係の季節調整によって就業者数が2万2,000人減少しましたが、この季節調整は計算が難しいと言われていています。つまり、実際の雇用統計は見た目よりはるかに好調と考えます。

> 依然として「スラック」がある

3.9%という失業率は過去数十年で最低に近い水準です。高卒未満の失業率は過去最低を更新しています。フルタイムの仕事を希望する人を含む不完全失業率は7.5%と、2001年5月以来の低水準となっています。求人件数は失業者数を上回っており、企業は応募総数を増やそうと、採用基準を緩和したり、研修の機会を提供しています。その結果、労働者はベビーブーマーの退職者数を上回るペースで労働市場に戻っています。生産年齢人口に占める就業者の割合を示す就業率は60.5%と高水準で、これ以上の上昇余地は小さくなっています。主要な働き手である35～54歳男性の労働参加率は上昇していますが、過去のサイクルと比べると大幅に低い水準です。要するに、雇用市場は逼迫しているものの、労働市場に連れ戻す余地のある人々がまだ十分に残っていると考えます。

※当資料は、2018年8月6日付で作成された「Economic Insights July 2018」を和訳したものです。

世界経済の拡大は2019年に入っても続く見通しですが、そのペースは鈍化する見込みです。金融市場も現在ほど順調とは言い切れないでしょう。

Bob Baur • Chief Global Economist, Principal Global Investors

＞ 関税

貿易問題は雇用統計に影響を及ぼしていない模様です。7月の製造業雇用者数は3万7,000人増となり、過去12カ月の平均である2万7,000人増を上回る伸びとなりました。この増加幅は1995年以降最大であり、前年同月比2.6%増という伸び率も1984年以来の急伸びです。製造業は追加関税によるコスト増よりも、熱延鋼材のコスト低下の恩恵の方が勝っているとみられます。しかも、今のところ追加関税が拡張計画に悪影響を及ぼしている様子はありません。

＞ 賃金

専門家は賃金の伸び悩みを懸念していますが、単純に時間の問題のようです。賃金の上昇ペースは過去の景気サイクルよりも遅いとはいえ、インフレ率も低水準であり、賃金は確実に上向いています。雇用コスト指数は前年同期比2.8%上昇と、今サイクルで最大の伸びとなりました。賃上げを予想する中小企業の割合は過去最高近くに達し、消費者も同じように期待しています。企業景況感には賃上げを実現させるのに十分に健全な水準にあります。従って、賃金の上昇トレンドは今後加速するはずですが、

＞ 今後の見通し

今後目を向けると、雇用市場は好調が続く見通しです。7月の一時雇用者数は前月比2万7,000件増と急増し、前年同月比でも3.3%増という力強い伸びを示し、今後も堅調な雇用の拡大が見込まれます。さらに、企業利益は好調で、生産性の伸びは回復しつつあり、企業はより労働者を必要としていると考えられます。賃金上昇率は年末までに3%を超え、個人消費を下支えするでしょう。力強い経済成長と極めて健全な雇用市場は、米連邦準備制度理事会（FRB）にとって利上げの裏付けとなるものと予想します。足元のダイナミックな景気動向は、株式市場をさらに押し上げるでしょう。

株式市場と債券市場

米国株式市場の7月までの年初来リターンはまずまずの結果で、ダウ・ジョーンズ工業株価平均のトータルリターンは+4.1%、S&P500指数は+6.5%となりました。S&P500指数を牽引しているのは一般消費財セクターとハイテクセクターで、いずれも年初来で12%以上上昇しています。ナスダック総合指数は11.1%と大幅に上昇し、小型株も好調でラッセル2000指数は8.8%上昇しています。米国以外の世界の株価指数はそれほど好調ではなく、MSCI世界指数（除く米国）は3.2%下落、MSCI新興国市場指数は6.1%下落しました。

米国の金利は今年に入って0.5%ポイント以上上昇しており、債券投資家はハイイールド債と短期債を除いてマイナスイターンとなっています。米国総合債券指数とグローバル総合債券指数はいずれも年初来で約1.5%下落、パークレイズ長期米国債指数は4.4%下落となりました。原油はコモディティの中で最大の勝ち組で、2桁前半の価格上昇となっています。コモディティ全体の指数は横ばいで、銅価格は世界経済の成長減速の余波を受けて14.2%下落しています。

＞ 株式見通し

株式投資家は、夏の間は慎重になった方がよさそうです。企業の利益見通しは好調で、2018年は通年で25%の増益が予想されます。一方で、ドル高に加えて、賃金や信用コストの上昇といった下振れ要素もあります。S&P 500指数は4月1日以降着実な上昇基調をたどっていますが、1月に付けた高値水準に近づくと生じる利益確定の動きは、夏場を通して続くかもしれません。米中の貿易問題は悪化の様相を呈しており、短期的なリスク要因です。米ドルはドル高圧力が強いいため、新興国市場の資産が再び混乱に陥る恐れがあります。そうなれば、先進国の株式市場にも悪影響が及びかねません。8月に相場が下落した場合、公益事業、ヘルスケア、不動産といったディフェンシブセクターにとって好機となりそうです。

世界の株価指数は、8月に一時下落した後に回復し、再び上昇軌道に乗って1月の高値もしくはそれ以上を更新する可能性もあります。米国のグロース株は7月末の数日間に大幅に下落しましたが、2018年後半の上昇相場で主導権を取れないほどではありません。市場が持ち直した場合、投資家はポートフォリオのリスク低減と資本の保護を図ることを推奨します。2年物米国債利回りが3%を上回り、10年物米国債利回りが3.5%を超えた場合、世界の株式市場に悪影響が及び、混乱に陥る恐れがあります。

2009年3月から継続している株式市場の上昇相場を支えてきたのは、金利と借入れコストの低下です。力強い経済成長が米国の長期債利回りをより正常な水準に押し戻そうとしており、株式投資家や債券投資家を不安にさせています。つまり、株式市場は長期的な頭打ちの初期にあると考えられます。そのため、今後数年間は高い投資リターンを上げることはかなり難しくなるとみられ、資本の保護が重要になります。

金利

レンジ相場

先進国の金利はしばらくの間、狭いレンジ内で推移しています。10年物日本国債利回りは日銀の政策目標を背景に、過去2年間はゼロ%近辺にとどまっています。10年物ドイツ国債利回りは5月半ば以降、0.3%~0.5%の間で変動しています。10年物米国債利回りは5月以降、2.8%~3.1%の間で下値を固める展開となっています。2年物米国債利回りは過去1年で急上昇しました。最近の米国金利の推移を以下の表に示しています。

Interest Rates	12/31/2015	12/31/2016	12/29/2017	05/17/2018 (High)*	09/07/2017 (Low)*	08/03/2018 Current
FFR**	0.5%	0.75%	1.5%			2.00%
2-year	1.05%	1.19%	1.88%	2.56%	1.27%	2.64%
10-year	2.27%	2.44%	2.41%	3.11%	2.04%	2.95%
10-2 spread	1.22%	1.25%	0.53%	0.55%	0.77%	0.31%
30-year	3.02%	3.07%	2.74%	3.25%	2.66%	3.09%

*12-month high and low, based on the 10-year Treasury bond high and low over the prior 12 months

**Upper bound on the range of the fed funds rate

Source: Bloomberg

理論的には、米国の長期国債利回りは、いずれは前年比の名目成長率にやや近い水準で推移することになります。利回りは先進国中銀が実施した異例の政策による下押し圧力を受けて、2010年以降の「自然な水準」を下回っていました。政策効果が徐々に薄れるのに伴い、長期国債利回りは再び上昇する見通しで、その時期はおそらく秋口になるでしょう。

10年物米国債利回りの狭いレンジ相場は3カ月続いているという見方と、6カ月という見方があり、期間のとらえ方は各自まちまちです。前回の下値固めは2016年12月から2017年9月まで9カ月間続きました。この点から判断すると、金利がレンジ上限を突き抜けるのは数カ月先であり、欧州中央銀行（ECB）による金融緩和縮小を踏まれば、ドイツ国債利回りの上昇と時期が重なる可能性もあります。金融株とコモディティ価格の弱さに加えて、米国債先物市場で投機的なショートポジションが積み上がっていることから、利回りはまず低下し、2.6%を付けることも考えられます。ただし、上昇局面が再開すれば第三の波によって利回りは押し上げられ、年内に3.5%を付ける可能性もあります。こうした高い利回りは株価にとって逆風となるため、その水準で高止まりすることはないかもしれません。

短期金利

株式市場が大きく崩れない限り、FRBはFF金利の引き上げを9月に加えて12月にも実施すると思われます。低水準のインフレ率と経済成長の緩やかな減速を背景に、FRBは2019年3月にFF金利をもう1回引き上げた後に利上げを小休止し、中立金利について見直すことになるでしょう。その時期までに市場が混乱する可能性もあり、そうなった場合にはFRBは一段の金融引き締めを思いとどまるかもしれません。下表の当社予想では2019年の株式市場の大幅な下落は想定していませんが、これは確実とはいえません。

Interest Rates	Year-end 2018	Year-end 2019
Federal Funds	2.38%	2.88%
2-Year UST Yield	2.5%-2.75%	2.75%-3.25%
10-Year UST Yield	3.0%-3.25%	3.0%-3.25%
2-10 Year Spread	0.25%-0.5%	0.0%-0.5%

投資へのインプリケーション

2019年にかけての金利上昇は、長期債を保有する投資家が損失を被りかねないことを意味しています。さらに、来年に株式市場が混乱すれば、信用ストレスが再燃するとみられます。そうした難局を乗り切るには、信用力の高い投資適格社債が最善の策になると思われます。ただし、2019年はリターンが良好な債券を見出すのは難しそうです。従って、元本の安全性を考えると、投資家は利回りがそれぞれ3%と3.5%の2年物米国債と10年物米国債から得られる低水準のリターンでも、許容できると考えるでしょう。

地域別の最新経済見通し

米国

米国経済は第2四半期の際立った成長ペースから若干減速する可能性もありますが、すべての指標が年内の成長率は3%以上となることを示唆しています。好調な個人消費、依然として高水準の家計貯蓄率、堅調な設備投資、活発な労働市場が見通しにとって重要な要素です。生産性の伸びは上向いており（前四半期は2%以上の公算大）、賃金上昇率と家計支出の加速トレンドを支えるとみられます。名目GDP成長率は前年比5.4%となり、2006年以降の最高を記録しました。このことは、堅調な企業の売上高と利益の伸びが持続し、低調だった今年前半の株式市場が後半に反転・上昇相場になるものと予想します。

活発な経済活動にもかかわらず、インフレ圧力は引き続き抑制されています。従って、FRBは緩やかな利上げペースを維持することが可能で、ボラティリティは当間の間、低水準で推移すると予想されます。

住宅価格の急上昇、住宅ローン金利の上昇、住宅の供給不足が消費者の購入意欲を低下させていることから、住宅市場の動きは鈍くなっています。とはいえ、世帯形成は従来の水準に戻りつつあります。25~34歳の世代の雇用は平均を上回るペースで増加しており、極めて多くの若年層がなお親と同居しています。そのため、住宅市場を活性化させ、2009年以降の住宅市場の上昇局面を持続させるような累積した需要が積み上がっています。さらに、建設関連の雇用は前年比4.4%増加しており、住宅建設業者の景況感は引き続き高水準です。

貿易摩擦がメディア報道を賑わせ、投資家との意見交換の場で最初に聞かれる質問が貿易問題であるとはいえ、消費者信頼感や企業の景況感は依然として堅調で、不透明感の本格的には現れていません。今回の景気拡大局面は2019年6月末までは確実に持続し、米国史上最長を更新するものと予想します。

欧州

ユーロ圏の第2四半期の実質GDP成長率は年率1.4%と、第1四半期と概ね同水準にとどまりました。年初の経済成長の低迷は悪天候が要因であった可能性があるものの、長引く経済低迷に一時的要因はほとんど見当たりません。2018年は2%の経済成長に届く可能性が依然としてあるものの、前半の低迷を受けて達成はより困難になっています。7月の企業景況感指数はまちまちの内容となり、小幅低下する中で安定化の動きも見られました。第2四半期の小売売上高は前期を年率2.3%上回り、6月は堅調な拡大を示しました。賃金の伸びは加速し、労働市場は引き締まりつつあり、年内は個人消費が成長を押し上げるとみられます。

欧州では輸出依存度が高いことから、貿易が引き続きユーロ圏の経済と市場に対する重要なリスクとなっています。最近の米国との貿易摩擦の「停戦合意」は、欧州にとっては明るい材料であろうと思われます。ユーロは対米ドルで下落しており、1ユーロ=1.12ドルまで下落が見込まれることから、欧州の輸出企業の支援材料になりそうです。インフレ率は小幅上昇し、失業率は低下が続いています。企業景況感指数はGDP成長率が2%を上回ることを示唆しています。景気拡大はもう1年続く可能性が高く、その場合、ユーロ圏史上最長を更新することになります。

＞中国

6月の主要経済指標と7月の購買担当者景気指数（PMI）は、中国の経済成長が鈍化していることを裏付けました。景気低迷と米国による関税導入をめぐる懸念から、人民元は6月半ば以降急落しています。中国政府は景気減速に歯止めをかけ潜在的な貿易問題に対処するために緩和姿勢に転じており、企業・家計向けの減税・料金値下げ、政策金利の引き下げ、財政支出の迅速化、銀行に対する融資継続の要請などの措置を講じています。経済成長率は年内にも6%台前半に鈍化する可能性があり、政府は経済成長率を暗黙の目標である6.5%近辺に維持するため、必要な政策行動を取ると考えられます。

＞日本

日本の実質GDP成長率は第1四半期にマイナスに落ち込んだものの、4-6月期は年率2.5%に急回復した模様です。当社は2018年通年のGDP成長率は1.0～1.5%になるとの予想を維持しています。7月の日経PMIは若干低下したとはいえ、依然として景気拡大と悪化の分岐点である50を上回って推移しており、第1四半期の落ち込みは一時的であったことが示唆されます。労働市場は有効求人倍率が1.62倍、失業率が2.4%の超低水準となるなど、引き続き極めて逼迫しており、経済成長の大きな支援要因となっています。小売売上高は第2四半期に急増したものの、依然として2017年第4四半期の水準を下回っています。日銀は長期にわたり無担保コール翌日物金利を-0.1%、10年国債利回りをゼロ%に維持する方針を堅持しています。日銀が10年国債利回りの変動許容幅を0.2%に拡大したことは、金融機関が緩和策に伴う収益悪化の影響を乗り切れることを後押しするとみられます。これらはいずれも、日銀の極めて異例の金融政策が終了からはほど遠いことを示しています。

＞新興国市場

中国経済の減速、貿易戦争をめぐる舌戦の応酬、金融緩和の後退、米長期債利回りの上昇、相対的なドル高が、新興国市場の株式、債券、経済成長にとって阻害要因となっています。新興国市場の輸出ペースは世界経済の成長と共に若干鈍化しています。年初来、銅価格と原材料価格指数は下方圧力にさらされており、新興国市場にとってもう一つの逆風となっています。それでも、世界経済は依然として健全なペースで拡大しており、ある程度の緩衝材の役割を果たしています。

＞インド

新興国経済が低迷する中でインドは例外となっています。第1四半期は経済大国の中で景気が最も好調となり、実質GDP成長率は前年同期比7.7%と目覚ましい伸びを示しました。2017年第4四半期のGDP成長率も7.2%とほぼ同程度に堅調でした。インドは過去数年間に、銀行の資本増強、州売上税改革、闇取引を浄化するための突然かつ劇的な紙幣切り替えなどに伴う多数の不確実性を乗り越えてきました。こうした変化が、現在進行中の堅調な景気回復の土台となっています。株式市場もインドの変貌ぶりを好感しており、S&P BSEセンセックス指数は目下、1月の高値を大幅に上回り、2016年2月の底値からピークまで67.6%と力強く上昇しています。

＞今後の見通し

米国経済は力強く前進しているとはいえ、世界の経済成長は昨年からの緩やかな減速が続く見通しです。複数の要因から、2019年には景気が更に減速し、市場のボラティリティが高まること示唆されています。FRBの利上げの道筋と市場の期待の間には大きな乖離が残っており、こうした見解の相違が市場の混乱拡大を招く恐れがあります。来年、FF金利が2.75%あるいは3%に近づくにつれ、借入れコストの上昇が経済成長や企業利益を損なうかもしれません。3%を超える賃金の伸びは引き続き個人消費を支援するとはいえ、企業利益を圧迫すると予想されます。ECBの新総裁が2019年末までに誕生する予定ですが、この点も不透明要因となっており、同時にECBは利上げに着手する可能性があります。日本でも2019年終盤に消費増税が予定されており、日本の経済成長を押し下げられることも考えられます。世界経済の拡大は2019年に入っても続く見通しですが、そのペースは鈍化する見込みです。金融市場も現在ほど順調とは言い切れないでしょう。

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