

Economic Insights: インフレの「死亡説」は大げさなのか？

2019年4月

ボブ・バウアー、エコノミック・コミッティ

コンセンサスに反し、インフレは死なず

現在の長期国債利回りは、将来のインフレ・プレミアムをほとんど織り込んでいません。ドイツと日本の10年物国債利回りはゼロ近辺にとどまり、米国の2年物国債と10年物国債の利回り格差(スプレッド)は0.2%を下回っています。投資家は、インフレと長期金利は「長期にわたり低位にとどまる」との見方で概ね一致しているようです。

市場の見方は正しいでしょうか？ 当社はそうは思いません。

しかし、現時点で過去の実績はコンセンサスを裏付けています。インフレが低位にとどまっているのにはいくつかの理由がありますが、最大の理由は、1990年代半ばの貿易障壁の低下です。これをきっかけにグローバル企業は新興国の低賃金労働者を大量に雇い、製品を低コストで生産できるようになりました。そして、低コストの輸入製品がインフレ率を全体的に押し下げました。こうした外部委託は先進国の労働者に賃金競争をもたらし、賃金の伸びは抑えられ、国内で生産される製品の価格上昇も抑制されました。

ごく最近では、金融危機からの回復の遅れもインフレ抑制の一因となりました。景気後退の再発に対する不安が需要を冷え込ませ、貯蓄率の上昇につながりました。高い失業率や大幅な余剰生産能力を背景に、企業はコストを低く維持することが可能でした。しかも、需要は力強さを欠いていたため、企業は価格を引き上げたいと考えたとしてもほとんどできませんでした。

直近の20年間を振り返ると、技術革新が物価の抑制に寄与してきました。オンライン小売企業が熾烈な市場競争を生み出し、消費者は販売者間の価格比較が容易にできるようになりました。景気が拡大しているにもかかわらず賃金が伸び悩んでいた背景には、労働者がAI(人工知能)ソフトウェアやロボットに取って代わられたことも考えられます。最近の経済指標はインフレの弱さを示しており、ユーロ圏と日本のインフレ率はそれぞれ1%と0.5%付近で停滞しており、米国でも今年も目標を下回っています。

低インフレがあまりにも長く続いたため、現在の状況がこの先永遠に続くとは投資家が考えるのも無理からぬことです。しかし、インフレを押さえつけている力は減じ始めています。金融危機後に見られた需要の低迷、懸念、低成長は解消されました。新興国市場との賃金競争は、1990年代半ばほど熾烈ではありません。それどころか、中国では賃金が急激に上昇しています。その結果、一部の中国企業は生産拠点をコストの安いアジア諸国に移したり、中には米国に工場を建設する企業もあります。最新技術は依然としてインフレの抑制圧力となっていますが、生産性の大幅な向上で経済成長や需要も押し上げられており、企業は以前より値上げしやすい環境にあります。今年の低インフレは2018年の世界的な景気減速と関係があると思われるかもしれませんが、それも既に終わりかけているとみられます。

米国のみならず、英国、欧州、日本でも労働市場は逼迫しており、賃金上昇率は加速しています。企業が価格決定力を取り戻せば、健全な賃金上昇をもたらす、最終的にインフレ率の緩やかな上昇につながるでしょう。「長期にわたり低位にとどまる」というコンセンサスは今後数年間に崩れ、将来のインフレ率がリスク・プレミアムとして長期国債利回りに再び織り込まれていくと当社は考えます。

金利:経済成長の好転を待つ

経済成長と景気後退をめぐる懸念が高まったことを受けて、米国とドイツの長期国債利回りは昨年末に急低下し、株式市場も急落しました。ところが、景気減速は終わりつつあるとの見方から、世界の株式市場が劇的な株価急騰を演じたにもかかわらず、長期国債利回りはその後も3月末にかけて低下し続けました。長期に及ぶ強気相場が終わりに近づくと、様々な意見が交錯することがよくあります。世界の経済成長と貿易が回復に向かっている今、株式投資家は株価の最後の跳躍を見逃すまいと身構えています。債券投資家は、景気減速が終わったとの見方に確信が持てないようで、安全な先進国の国債に逃避しています。

米連邦準備制度理事会(FRB)、欧州中央銀行(ECB)、日銀はいずれも年内の政策金利据え置きが予想されることから、短期国債の利回りは現水準から大幅に変動することはないと思われます。長期国債利回りの見通しは、経済成長と株式市場の動向次第です。株式市場が再び下落基調となれば、米国債利回りは2%台前半まで低下する可能性があります。一方で、株式市場に楽観的見方が持続し、米国や中国の経済が昨年の減速から立ち直れば、長期金利は年末にかけて緩やかに上昇するかもしれません。景気後退がなければ、米国の名目GDP成長率は目下の4~5%のレンジでしばらく推移するとみられます。このことは、長期金利が今後2~3年にわたって上昇に向かうことを示唆します。

株式市場見通し:転換期

確かに、米国株式市場はクリスマス以降に驚くほどの勢いで上昇しました。S&P500指数は4月だけで3.9%上昇し、昨年末から4月30日までの上昇率は17.5%に達しています。力強い上昇であることは間違いありませんが、先週のS&P500指数は2018年1月の高値をわずかに2.5%上回る水準でした。つまり、昨年12月の底値からようやく元の水準に戻ったにすぎないのです。世界の大半の株価指数は年初来で大幅に上昇していますが、最高値を更新した指数はほとんどありません。

こうしたボラティリティの高いレンジ相場に対する一つの説明として、長期に及んだ景気サイクルが終わりに近づいているという考え方があります。これまでの約10年間、金融危機からの回復ペースは非常に緩慢で、危機再発に対する不安が根強く、FRBは金利を低く抑え、インフレ率は極めて低水準が続いてきました。こうした環境は業績が堅調なグロース株に有利に働き、特に米国のハイテク関連のグロース銘柄は厳しい時期においても安全な避難先となりました。米国の株価指数は過去10年にわたり、他の市場を大きくアウトパフォームし続けました。2009年3月31日~2017年12月31日において、S&P500指数のリターン(配当再投資後)は年率17.3%でした。

超低水準の金利とインフレが続く長期サイクルは、ついに終わろうとしているのかもしれませんが。加えて、FRBはインフレの「合わせ技」政策、つまりインフレ率が目標を下回る期間が10年続いた場合、目標を上回る10年間で相殺する方針を採用することを検討しています。市場はある種の転換期を迎えており、投資環境は大きく様変わりする可能性があります。過去にアウトパフォームした資産も新たな投資環境では好調が持続しない場合があります。

トレンドのない市場

最高の投資テクニックとは、長期トレンドを特定し、その波に乗ることです。過去10年間には様々なトレンドがありました。一方、転換期とは目立った長期トレンドがないことを意味します。昨年12月の株価急落を受けたFRBの方向転換により、下振れリスクは軽減された可能性があります。確かに株式市場の潜在的な下落幅は狭まったかもしれませんが。その反面、米国株のバリュエーションは高水準を回復し、これ以上の上振れ余地も小さくなっています。1年以上前から当社が主張してきたように、高い投資リターンを得るのは簡単ではありません。

投資へのインプリケーション

昨年クリスマス以降の株式市場の急上昇にも関わらず、当社は慎重姿勢を維持し、保守的な投資スタンスをとっています。今後、投資環境が様変わりする可能性があるためです。一貫したテーマである労働市場の逼迫と賃金上昇率の加速が、最終的に足元のインフレ指標に波及し、インフレ率は今年後半から恐らく2020年初めには、FRBの目標に向けて上昇するとみられます。そうなれば、長期国債利回りはインフレ率の上昇を不確実性としたリスク・プレミアムを織り込み始め、年末にかけて上昇するでしょう。金利の上昇は株式市場の重石となるため、株式投資家には景気敏感セクターではなくディフェンシブ・セクターを引き続き選好することを推奨します。当社はインフレ率と長期金利の上昇に伴い、低金利が持続するとのコンセンサスは徐々に崩れると思われれます。

従って、債券投資家は質の高い短中期債を引き続き選好すべきと考えます。「金利は長期にわたり低位にとどまる」とのコンセンサスの見方が最終的に放棄されれば、バリュー株、金融株、不動産、コモディティ資産に対する需要が高まるでしょう。

最新の世界経済見通し:減速からの脱却

まず、2018年の景気減速の背景について簡単に振り返ります。現在の世界経済の拡大局面は、金融危機後まもなく始まりました。しかし、ユーロ圏の債務危機とそれに伴う米国の景気後退再発に対する懸念を始め、不安定な動きが続きました。2015年には新興国市場の通貨危機、コモディティ価格暴落、中国株急落を背景に、世界経済の成長率は頭打ちになりました。中国はその間、財政、金融、貸出のあらゆる面の各種施策によって経済を後押しし、これが世界的な景気の押し上げにつながりました。その結果、コモディティ価格は反発し、産業活動は上向き、世界の経済成長は同時に回復しました。

昨年、中国政府は融資環境を引き締め、国内経済は再び減速しました。このため中国向けの輸出が減少したことから、先進国とユーロ圏の経済成長を阻害しました。FRBの利上げを受けて、投資リターンは1年間にわたり低迷しました。しかし、クリスマス以降、中国の刺激策拡大による経済成長の加速とFRBの利上げ停止を投資家が見込む中で、世界の株式市場は劇的な上昇局面を迎えました。目下、景気は回復基調にありますが、今回は中国からの景気押し上げ効果は従来よりも弱まるとみられます。今回の刺激策は減税が中心で、融資やインフラ投資の大幅な拡大と同様の効果をもたらさない可能性があります。

米国

米国経済はソフトパッチ(景気の踊り場)を脱したようです。消費者信頼感に政府機関の閉鎖や昨年12月の市場の混乱に伴う一時的な低迷から持ち直しており、個人消費も回復しています。企業の設備投資の先行指標であるコア資本財受注は、過去3カ月に大幅増加しました。製造業景況感指数は依然として低下しているものの、近く底打ちが見込まれます。世界経済は改善しつつあり、米中も通商協定に取り組んでいる模様であり、景気の軟調は解消するとみられます。

今後の見通し:米国経済には多くのプラス要因があります。経済は3%で成長していますが、過熱感の兆候はほとんどありません。賃金上昇率の加速がインフレ率をやや押し上げる可能性があります。実現するに至っていません。賃金の伸びは加速しているものの、賃金のインフレ率への主な波及経路で企業の利益率を悪化させる単位労働コストは減少しています。むしろ、単位労働コストが増加したとしても、企業に生産性向上のための設備投資を促すことで、生産性は押し上げられる可能性があります。生産性の伸びは上昇傾向にあり、過去3四半期に大きく加速しました。時間当たり生産量の増加が続けば、米国経済の潜在成長率は上昇することになります。潜在成長率は、経済がインフレ圧力を生むことなく成長可能な速度であり、潜在成長率が高まるほど、景気拡大は長期間の持続が可能となります。当社は2019年と2020年の米国GDP成長率を2.5%と予想しています。

このような見通しの実現を阻む要因として、何が挙げられるでしょうか。米国の景気後退の前兆となる典型的な不均衡を除けば、外的ショックが要因となる可能性が最も高そうです。FRBは2020年にかけて現在の政策維持が予想され、そうなれば金融政策の過度な引き締めという障害は除外されます。一方で、貿易摩擦の悪化は大きなリスクです。米国、メキシコ、カナダの3カ国間の新通商協定は議会が承認しておらず、米中間の貿易交渉の行方も流動的です。これらのリスク要因や他の外的リスクが顕在化しなければ、米国経済は今後さらに数四半期、恐らく2021年まで堅調に推移すると思われる。

欧州

欧州の第1四半期のGDP成長率は、ユーロ圏諸国の景気後退懸念を和らげました。GDP成長率は季節調整後年率換算で1.5%と、予想を上回りました。製造業のハードデータと鉱工業生産は景況感指数や購買担当者景気指数を上回っています。鉱工業生産指数は12月に底打ちしたと思われます。小売売上高は2月に3%近い伸びを示し、失業率は再び10年ぶりの低水準を更新しました。実際に失業率は低調な経済成長にもかかわらず、昨年0.8%ポイント低下しました。

今後の見通し： 中国経済は横ばい／回復しつつあり、その恩恵は今後数四半期に欧州の製造業と貿易活動に波及するはずですが、2017年ほどの規模にはならないかもしれません。経済成長率が予想を上回っているため、今年は金融政策による追加刺激の必要が低くなると考えられます。

日本

景気回復が見られない主要地域・国の代表が日本です。3月の鉱工業生産指数は予想外に低下し、輸出は昨年12月以降、前年同月比で減少しています。一方、労働市場は依然として過去数十年で最も好調です。欧州と同様、日本の輸出と製造業も2019年後半に中国経済の回復の恩恵を受けるはずですが、家計支出の伸びも、10月実施予定の消費税率引き上げを前に回復すると思われます。

今後の見通し： 2019年の日本の経済成長率は1%と予想されますが、下方リスクが見込まれます。景気が減速し始めれば、消費税率引き上げは延期される公算が大きくなります。

中国

減税、預金準備率の引き下げ、貸出基準の緩和といった刺激策が奏功しているとみられ、中国の第1四半期のGDP成長率は予想を上回りました。中国の主要企業景況感指数は4月に2カ月連続で景気拡大を示唆し、当社独自の景気モメンタム指標も上向いています。

今後の見通し： 中国の今年の経済成長率は政府目標レンジの6.5%近くになると予想しています。ただし、過剰債務と環境汚染などの長期的な逆風に加えて、人口動態の悪化が経済成長に対する長引く重石となるでしょう。

中国以外の新興国市場

中国経済の回復は主な貿易相手国に恩恵をもたらす見通しですが、景気刺激策の項目を踏まえると、その恩恵は従来よりも小さくなると思われます。実際2016年とは異なり、工業原材料コモディティ価格の年初からの改善は小幅にとどまり、4月初めに以降はいく分下げ戻しています。FRBが現在の金融政策を継続すれば、新興国の経済成長を下支えするとみられます。

今後の見通し： 新興国は世界経済の緩やかな回復で、全般的に恩恵を受ける可能性がありますが、その大きさは国によって異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