

Economic Insights: 将来のリターンをどこに見出すのか？

2019年7月

ボブ・バウアー、エコノミック・コミッティ

貿易摩擦の悪化と期待外れに終わった米連邦準備制度理事会(FRB)の利下げを受けて、株式市場は夏場に再び下落局面を迎える可能性があります。しかし、世界経済が予想通り加速すれば、株式や社債への投資は9~15カ月のスパンで妥当なリターンを生むとみられます。ただし、それよりも長い期間で見ると、高い投資リターンを上げることはかなり難しくなると予想されます。

金融資産の投資リターンをめぐる状況

良好な投資リターンが獲得出来るアセットクラスは、経済環境に左右されます。目下、景気減速の波が中国から世界に拡散しています。トランプ政権が関税や貿易摩擦などの不確実性の震源地となっていることで、状況は一段と深刻化しています。

この点に関して、ポイントは以下の2つです。

▶経済成長の加速を示唆する兆候は複数あります。先月のEconomic Insightsで、当社は「グローバル経済は分岐点にあるようだ」と指摘しました。世界的な景気減速局面は約20カ月にわたり続きました。これは、金融危機以降では平均的な長さですが、当初の予想よりも長期且つ大きく落ち込みました。6月には悲観論が蔓延し、景気がさらに減速する可能性も十分にありました。当社は当時、景気は7-9月期後半に好転し、来年にかけて持続すると考えていました。しかし、景気の明らかな好転を示す証拠はほとんど見られませんでした。ところが、ここにきて景気回復の兆しが散見されるようになり、景気減速の終わりが近いことが示唆されています。

経済協力開発機構(OECD)が集計する景気先行指数では、中国と他のOECD非加盟主要5カ国の双方の指数が4カ月連続で上昇しています。OECD全加盟国の総合指数は、ほぼ横ばいで推移しており、近いうちの好転が予想されます。コモディティ価格指数はさらに下落する兆候はなく、間もなく落ち着くとみられます。ばら積み船の運賃を示すバルチック海運指数は今年に入って急上昇しています。台湾では最近、経済指標や企業景況感が予想を上回っており、韓国でも6月の鉱工業生産が予想を上回りました。これは、アジア経済が景気減速から脱する目前であることを示唆しています。

さらに、欧州と日本では、健全な労働市場と好調な賃金の伸びを背景に家計とサービス部門は堅調を維持しています。ドイツの6月小売売上高は12年ぶりの大幅な伸びとなりました。米国の7月雇用統計は堅調で、雇用が創出され、賃金も伸びていることが窺えます。米国の国民所得・生産勘定(NIPA)における労働者賃金は大幅に上方修正され、家計は健全で、十分な貯蓄と実質所得の増加に幸福感と満足感が確認されました。ユーロ圏の企業景況感総合指数は第2四半期の初めに底打ちしたとみられ、サービスセクターの企業景況感は堅調を維持しています。今回の下降局面が景気後退につながるとは考えられず、経済成長率は今年後半にはトレンド付近の水準に戻ると予想されます。

▶ただし、景気サイクルは終盤にあります。米国企業の景況感が低水準且つ悲観的で、最近の設備投資に勢いがないうことについて疑問視する声も聞かれます。これは貿易問題をめぐる不透明感も一因となっていますが、それよりも、米国のNIPAデータが大幅に上方修正されたことで理由が明確になりました。すなわち、上記の労働者賃金の大幅な増加は米国企業の利益から捻出されたものであり、最終利益は2016年以降、増加するどころかほぼ横ばいで推移しています。金利コストの増加や賃金圧力の上昇といった費用の増加に売上高が追い付かないため、利益が伸びていません。金利コストの増加は、FRBによる利上げから時差を伴って影響が出るものであり、売上高の伸び悩みは世界経済の減速が原因です。賃金上昇圧力は労働市場が逼迫しているためです。企業のCEOの表情がさえないのも無理もありません。利益がなければ投資もできず、打つ手がないというのが現状です。

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。

大局的に見ると、利益の伸び悩みは、米国の景気サイクルが一部の見方以上に終盤に近いことを示唆しています。利益が横ばいまたは減少していることは、たとえペースが穏やかであってもこの先景気後退が待ち受けていることを表す、典型的かつ長期的な3つの兆候の一つです。ただし、それまでにはもうしばらく時間がかかるでしょう。

逆イールドカーブ(長期国債利回りが短期国債利回りを下回る状態)は、ほぼ確実に信頼できる景気後退の前兆であり、既にそのメッセージを発信しています。そして米国の雇用統計は、過去数カ月間に雇用の伸びが減速していることを示しており、これが3つ目の前兆です。これらの前兆はリードタイムが長いので、年内に景気が後退する恐れはなく、来年もまだ大丈夫でしょう。ただし、サイクル終焉の到来を告げる警告には間違いありません。

投資リターン見直し

上記のフレームワークは、投資家にとって向こう2~3年間の市場見直しを示しています。しかし、このフレームワークは「スケッチ」に過ぎず、明確な筋道や長期的なトレンド、あるいは何れのパッシブ指数に投資すれば今後数年間にわたって堅調なリターンを享受出来るかは示していません。ここでは、金融市場で予想される幾つかの興味深い変化に注目します。

株式市場のリターン:各国中銀のハト派的な金融政策と堅調な第2四半期決算が追い風となり、世界の株式市場は6月に好調なリターンを上げ、7月末まで概ね底堅く推移しました。しかし、7月のFOMC会合でのFRBの利下げやパウエル議長の発言に対する失望感、トランプ大統領の新たな関税に対する懸念、世界経済の改善を示す兆候の遅れを受けて、世界の株式市場は夏場に再び下落局面を迎える可能性があります。ただし、秋口にかけて景気拡大が顕在化すると想定すれば、悲観的な見方の台頭による一段安の局面は、9~15カ月のスパンでの買いの好機となるはずで、調整が起こらない場合でも、株式市場は2020年の晩春以降にかけて小幅上昇する可能性が高いと思われる。

過去数カ月に世界経済をめぐる懸念が高まる中で、投資家が選好したセクターは、長期的に利益成長が見込める大型ハイテク株、或いは、不動産投資信託や公益事業など配当利回り重視の債券代替銘柄でした。こうしたディフェンシブセクターの相対バリュエーションは極めて高水準に達しています。従って、中期的な投資に対しては、世界経済の緩やかな回復から恩恵を受ける景気敏感株に通常ウェイトを置いたバランス型ポートフォリオを推奨します。米国株が他の先進国市場をアウトパフォームするとみられ、景気が予想通り改善すれば、新興国の株式も良好なパフォーマンスを上げるかもしれません。

米中貿易摩擦の問題が、先日米国より発表された「中国からの残りの輸入品に対する10%追加関税」で収まらずに大幅にエスカレートすれば、こうした明るい見通しが後退するのは間違いありません。とはいえ、トランプ大統領が一方向的に貿易摩擦を過剰に煽った場合、次回大統領選の再選見直しは危うくなると思われる。中国は追加関税に対し報復措置に出る可能性が高いものの、金融緩和と年内の世界経済の緩やかな回復によって貿易面の打撃は軽減されるとみられます。

これらの前兆はリードタイムが長いので、年内に景気が後退する恐れはなく、来年もまだ大丈夫でしょう。しかし、サイクル終焉の到来を告げる警告には間違いありません。

債券市場のリターン:ハイイールド債と長期米国債の投資家を筆頭に、2019年は債券投資家にとって極めて好調な年となっています。1-7月期のブルームバーグ・バークレイズのグローバル・ハイイールド社債指数は13.1%、長期米国債指数は11.1%のリターンを上げました。国債価格は利回りの急低下を受けて大幅に上昇し、社債も米国債に対するスプレッドが縮小して値上がりしています。債券価格の継続的上昇については疑問視されますが、全ては長期金利の動向次第です。

それでは、長期金利の見直しはどうでしょうか。FRB、欧州中央銀行ともに、9月に政策金利を引き下げ、その後も長期にわたり超低水準に維持すると予想されます。株式市場が貿易摩擦や金融政策面の問題により再び下落局面を迎えれば、短期的に債券利回りが一層低下することもあり得ます。それ以降に関しては、債券利回りは2020年末までに底打ちするとみられます。

その理由はインフレ率の上昇です。今年インフレ率は概ね低下傾向にありますが、世界経済の減速度ほどの低下ではなさそうです。FRBの地区連銀が注目する複数のインフレ指標はFRBの目標付近を維持しており、今年はほとんど軟化していません。米国とユーロ圏の高水準の在庫が企業に値引きを促したことも、今年のインフレ率を抑制してきましたが、在庫は取り崩されつつあり、価格低下に歯止めがかかると考えられます。賃金の上昇と労働市場の逼迫がインフレ率に上昇圧力を掛けるはずで、インフレ率がやや上昇することに加えて、世界経済の改善が債券利回りの底打ちを促すとみられます。

債券投資家は中期的に国債を回避するべきでしょう。国債は割高でリターンはほとんど得られません。世界経済の見直しは改善しており、高リスク債券の短期リスクについては管理可能と思われることから、当社は利回りの高い社債を選好します。

長期的に良好なリターンを見込むことは困難かもしれない

9～15カ月のスパン後については、投資家は慎重姿勢を取り、流動性を維持するべきです。今後12～18カ月に景気後退に陥る可能性は小さいと思われませんが、2021年には現実味を帯びるかもしれません。真の脅威は、インフレ率の加速と予想を上回る長期利回りと考えます。確かに、インフレ率と長期金利は永遠には言わないまでも、「長期にわたり低位にとどまる」との見方が広まっています。このコンセンサスの根拠は、30年間の利回り低下局面とそれに続く10年近い超低金利、抑制されたインフレ率が、今後も同様の環境が続くと想定を十分正当化しているという考えです。

しかし、長期的に見れば、この根拠は妥当ではありません。過去25年間のディスインフレはグローバル化によってもたらされた可能性が高く、低賃金の新興国への生産のアウトソーシングによって製造コストと製品価格は低く抑えられました。このような低コストが先進国の賃金にも下押し圧力を加えたことから、価格の上昇が全般的に抑制されました。もはや、サプライチェーンを広範囲に展開することのコスト優位性は確実に失われつつあります。中国の労働コストは急激に上昇しており、労働生産性を考慮すれば米国の製造コストの競争力は大幅に高まっています。

このフレームワークは、投資家にとって向こう2～3年間の市場見通しを示しています。しかし、このフレームワークは「スケッチ」に過ぎず、明確な筋道や長期的なトレンド、あるいは投資家がどのパッシブ指数に投資すればこの先数年間に良好なリターンを得ることが出来るかは示していません。

さらに、米国、英国、欧州で行われた最近の選挙結果を見ると、アウトソーシングは自国産業にとってマイナスであるとの認識が示されました。貿易障壁が高まっているのはそのためです。新興国の賃金上昇と貿易摩擦の両方が、グローバルサプライチェーンの見直し、さらには需要の源泉近くへの生産拠点の移転につながっており、その結果、コストと価格の上昇およびインフレ率の加速が予想されます。

さらに、深刻な金融危機によって労働市場と生産設備に極端な余剰が生じましたが、こうした余剰が吸収され始めるのに数年を要しています。米国、欧州、日本に見られる賃金上昇と歴史的に低い失業率は、余剰労働力が縮小していることを示唆しています。従って、賃金と価格の上昇圧力が強まるのは確実です。各国中銀はようやく金融政策が後手に回っていることを自覚するかもしれません。長期にわたるディスインフレの要因は消滅しつつあります。

真の脅威

インフレ率の小幅加速と長期金利の上昇の可能性は、2021年以降の投資環境を困難なものにするかもしれません。金利が上昇すればデフォルトリスクの上昇も見込まれ、社債市場は苦戦を強いられる可能性があります。資金調達コストは過去10年間、極めて低い水準で推移しており、それが融資の借り換えを可能にしたことで、効率性の低い企業の存続を可能にしたと思われます。金利の上昇はゾンビ企業の経営に打撃を与えることになり、住宅ローンの金利上昇によって世界的に住宅建設は冷え込むと予想されます。

9～15カ月のスパン後については、投資家は慎重姿勢を取り、流動性を維持するべきです。今後12～18カ月に景気後退に陥る可能性は小さいと思われませんが、2021年には現実味を帯びるかもしれません。真の脅威は、インフレ率の加速と予想を上回る長期利回りと考えます。確かに、インフレ率と長期金利は永遠には言わないまでも、「長期にわたり低位にとどまる」との見方が広まっています。このコンセンサスの根拠は、30年間の利回り低下局面とそれに続く10年近い超低金利、抑制されたインフレ率が、今後も同様の環境が続くと想定を十分正当化しているという考えです。

しかし、長期的に見れば、この根拠は妥当ではありません。過去25年間のディスインフレはグローバル化によってもたらされた可能性が高く、低賃金の新興国への生産のアウトソーシングによって製造コストと製品価格は低く抑えられました。このような低コストが先進国の賃金にも下押し圧力を加えたことから、価格の上昇が全般的に抑制されました。もはや、サプライチェーンを広範囲に展開することのコスト優位性は確実に失われつつあります。中国の労働コストは急激に上昇しており、労働生産性を考慮すれば米国の製造コストの競争力は大幅に高まっています。

とはいえ、かなり先のことであり、実際にこうした悲観的なシナリオが実現するかどうか分かりません。

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。

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