

## Economic Insights: メディア報道には依然として懸念が残るが、モメンタムはわずかに好転

2019年9月号

ボブ・バウアー、エコノミック・コミッティ

世界的な景気減速はなかなか収まる気配が見られません。差し迫った景気後退に対する警戒を促す報道は8月に峠を越えたようですが、回復を示す明確な兆候はいまだにほとんど見受けられません。

とはいえ、一部では景気は上向いているようです。2020年半ばにかけて世界経済は緩やかな回復が予想され、そうなれば、株式市場も小幅な上昇が見込まれます。

### 綱引き状態

この数カ月、世界経済は分岐点にあると思われる。産業活動が停滞し、景況感が低下し、米中間の貿易摩擦による緊張は高止まりの状態が続く、企業利益は伸び悩み、株式市場は下押し圧力にさらされているという悲観的な環境は、まさに景気後退の準備が整ったかのように感じられます。

その一方で、家計支出の拡大、堅調な労働市場、健全な賃金上昇、超低水準の長期金利、そして中央銀行の緩和政策が、経済を景気後退のふちから引き戻そうとしています。

世界経済は長引く景気減速の底入れを見出そうと苦戦しているようです。

こうした綱引き状態が持続し、地政学的状況も依然として改善の糸口さえ見られません。しかし、目を凝らしてよく見てください。経済指標はメディアで取り上げられている以上に強弱が混在しており、中には回復の兆しを示唆するものも見受けられます。

こうした綱引き状態が持続し、地政学的状況も依然として改善の糸口さえ見られません。しかし、目を凝らしてよく見てください。経済指標はメディアで取り上げられている以上に強弱が混在しており、中には回復の兆しを示唆するものも見受けられます。

- 小売売上高：7.5%増（予想は8.0%増）
- 鉱工業生産：4.4%増（予想は5.1%増）
- 設備投資：5.5%増（予想は5.8%増）

しかし、こうした結果には、低水準だった今年前半から前月比では連続して上向いている事実が伝えられていません。

今年の中国の経済成長率は2～5月期が底だったとみられ、6月と8月の月次データは回復しています。8月の鉱工業生産は、前年同月比の伸びは鈍化したものの、前月比では約0.4%増加しました。設備投資もここ数カ月は前月比で増加が続いており、輸出と輸入はいずれも直近の底から回復しています。自動車販売台数は前年同月比で大幅に落ち込んでいますが、過去数カ月間は順調に増加しています。（補助金が過去の販売台数を押し上げていました。）鉄道旅客数や発電量も今年前半につけた底を上回っており、企業景況感指数は若干の上昇ながら、製造業は今や景気拡大を示しています。

さらに、中国の工業部門企業利益、輸出、名目GDP、生産者物価指数、粗鋼生産、セメント生産などの各指標には、2015年に起きた製造業の景気後退（中国ショック）のような深刻な悪化は示されていません。米国企業の中国向け売上高に関する民間調査でも、同様の結果が出ています。

当社は中国の2019年の経済成長率が6%のレンジ近くで安定すると予想しています。

ユーロ圏は状況が若干異なります。9月の企業景況感指数の速報値は、予想を大幅に下回りました。製造業景況感指数は2012年のユーロ圏債務危機以来の低水準となり、世界金融危機の水準さえも下回ったドイツの結果が重石となりました。サービス業景況感指数も低下したものの、堅調を維持し、1月の最低水準を上回りました。

欧州委員会が集計した景況感指数も引き続き低下しましたが、企業と家計の間で乖離が見られ、消費者信頼感指数は概ね健全なレベルを維持しました。ユーロ圏の自動車販売台数は前年同月比では大幅に減少しましたが、2018年の自動車排出ガス基準の大幅変更に伴う低迷からは順調に回復しています。

ドイツだけは例外的に低調で、既に緩やかな景気後退局面に入ったと思われます。ドイツの製造業輸出は中国経済の減速が打撃となり、労働コストの上昇も利益を圧迫しています。フランス経済は拡大しており、企業景況感や消費者信頼感の上昇、新たな減税措置の見通し、構造改革による競争力の向上が追い風となっています。

ユーロ圏全体で見ると、銀行融資とマネーサプライは増加しており、雇用の伸びは引き続き健全で、家計には底堅さが見られます。企業景況感指数の低下から判断すると、GDP成長率は0.5%程度にとどまるとみられ、多少の下振れリスクはあります。

2019年上半期の日本経済は上振れしましたが、ユーロ圏と同様に世界的な景気減速が足かせとなっています。10月1日からの2%消費増税が、既に軟化している経済に追い打ちをかける恐れがあります。マークイットによる製造業PMIが1月の最低水準まで低下した一方で、サービス業PMIは2017年以降で2番目の高さに達しました。他の先進国と同様に、堅調な家計が日本経済を下支えしています。

米国にはリセッションニスタと呼ばれる「不況時を自分のスタイルを守って乗り切る人々」が大勢いますが、米国経済は20カ月続いた世界経済のもたつきからの明白な回復に、最も近いところにいるかもしれません。住宅市場では、住宅販売件数で明らかな加速がみられ、住宅着工件数、中古住宅販売保留指数、住宅建設業者景況感はいずれも確実に上向いています。景気後退の懸念があれば、こうしたことは起こらないでしょう。

今年に入り低迷していた鉱工業生産も急速に回復しています。マークイットPMIは、製造業とサービス業ともにやや上昇しています。消費者信頼感指数はピークこそ下回るものの極めて好調です。求人件数は昨年11月の高水準をわずかに下回る水準にあり、レイオフの兆しはなく、労働市場は引き続き好調で雇用機会は十分にありません。

当社は、米国の経済成長率は2020年の大半の期間で2~2.5%で推移すると予想しています。

## 下振れリスク

この経済成長率予想には大きな下振れリスクがあります。地政学リスク要因は良く知られているものですが、最大の景気後退リスクは企業利益の悪化にあると当社は考えます。企業景況感指数は過去1年を通じて低迷しており、向こう1年間に景気後退局面に入ると予想する最高経営責任者（CEO）や最高財務責任者（CFO）の割合は、1月以降60%を超えています。設備投資は勢いを欠き、雇用は伸び悩んでいます。

当社はこしばらく、こうした状況を招いたのは貿易摩擦、追加関税の導入、それらをめぐる不透明感だと考えていました。しかし、最近の米国企業の利益の下方修正は、利益率の低下を示唆しています。企業景況感指数は利益の伸びと密接に結びついており、企業全体の利益はここ数年半期にわたり概ね横ばいで推移し、2018年のピークを更新していません。人件費の増加と債務負担拡大による金利コスト増が、企業利益を押し下げています。

生産性の改善によって利益率に対する圧力がある程度軽減することができ、過去2年間の利益率に追い風となりました。しかし、景気サイクルの終盤に生じる「賃金上昇率の加速」の問題は、長期化の様相を呈しています。

雇用の伸び悩みと逆イールドに加え、利益率の縮小は、米国経済がいずれ景気後退局面を迎えることを示す3つ目の明確な兆候です。

## 貿易と切り離せない企業利益

企業利益が懸念される理由は他にもあります。現在の米中間の貿易摩擦は、その基盤となる世界経済の枠組みが混乱する兆候と言えます。米国企業の利益率は1990年代以降、グローバル化を一因に上昇基調にあります。2001年に中国が世界貿易機関（WTO）に加盟したことをきっかけに、何億人もの低賃金労働者が世界の労働市場にながれ込みました。米国企業は中国の安価な労働力を活用して低コストの製品を先進国に輸出するために、生産拠点を中国に移しました。中国の安価な人件費は、先進国における労働力需要の減速と賃金の伸び悩みをもたらし、米国では、全ての製品・サービスの生産額合計に占める労働コストの割合が大幅に低下しました。生産額の残りの部分は資本や企業利益となり、それらは大幅に増加しました。

どんな景気拡大サイクルでも、いつかはサイクルの自己崩壊の芽が生じます。中国への生産移転の動きは2つの理由から、反転しつつあります。一点目は、中国に拠点を構えるグローバル企業が増えるのに伴って中国の賃金は急上昇し、中国労働者の競争力は徐々に低下したことです。二点目としては、賃金の伸び悩みと概して低調な所得は政治的な反発を生み、それが現在も米国と欧州で続いていることが挙げられます。目下の米中間の貿易摩擦はこうした反発が生み出したものと言えます。

以上の2つの理由から、企業はサプライチェーンを見直しています。この変化は先進国の労働者の交渉力を回復し、労働コストの上昇につながる公算が大きいと思われる。その結果、利益率は現在の高水準から大幅に低下することになります。実際、生産額に占める労働コストの割合はここ数十年にわたる低下傾向が多少反転しており、これを反映して利益率が低下し、利益は縮小しています。

## 今後の見通し

ユーロ圏と日本は低成長に苦戦しているものの、中国と米国で高まりつつあるモメンタムは2020年にかけて世界経済をやや押し上げると当社は予想しています。企業利益が下方圧力にさらされていることに加え、不透明感が依然として強いことから、現在進行中の景気回復は来年の終わりか、2021年の初めに息切れする可能性もあります。そうなれば、緩やかな景気後退局面が始まるかもしれません。

超低金利に後押しされた企業債務の長期的な増加が信用逼迫を招き、初期の段階にある景気下降局面を悪化させる恐れもあります。とはいえ、当面はこの景気回復を楽しみ、今後の展開を待ちたいと思います。

## 投資のアイデア

こうした枠組みは、今年の国債利回り急低下が、米国を中心に先進国の差し迫った景気後退リスクを過大評価していたことを示唆しています。そのため、10年物米国債利回りが1.4%で底打ちし、景気回復が利回りに上昇圧力をかけるとみられます。

一方、ユーロ圏経済は精彩を欠いており、欧州中央銀行（ECB）は当面、追加金融緩和を維持する見通しです。従って、10年物ドイツ国債利回りはゼロ%を大幅に下回る水準にとどまり、こうした欧州の超低水準の金利によって、10年物米国債利回りの2%超への上昇は妨げられると思われれます。利回りが2%を突破した場合、米国債は短期のトレード目的で購入する価値がありそうです。

米国の経済成長の再開を示す明確な証左は徐々にしか顕在化しないとみられるため、FRBは10月にFF金利を更に25bp引き下げると予想され、追加利下げが実施された場合、それ以降は長期にわたり政策金利は据え置かれると考えます。

金融政策の長期継続が予想されるもう1つの理由は、FRBが現在2%を下回るインフレ率の乖離を「補う」戦略の策定を議論している点にあり、「平均で2%のインフレ率」が目標とされると思われれます。（インフレ率の目標下振れ期間を補うために、目標からの上振れを容認）いずれにせよ、FRBは次の景気後退まで政策を据え置く可能性が高いと考えます。

こうした背景を踏まえ、債券投資家は信用力の高い社債を引き続き選好することを推奨します。企業のレバレッジは急上昇しており、次の景気後退に先駆けて信用ストレスが急拡大するとみられるため、高い信用力と健全なインタレスト・カバレッジが不可欠です。ハイイールド債や新興国ユニバースの中で流動性と信用力が最も高い債券の一部に資金を振り向けて、若干高い利回りを追求するのもよいかもしれません。それ以外では、2020年のどこかの時点までは国債への投資は回避し、欧州社債も同様に回避することを推奨します。現在の高価格がファンダメンタルズ価値を反映しているとは考えにくく、割高と思われれます。

株式はどうでしょうか。米国株は過去最高値付近にあるものの、2018年1月以降は緩やかな弱気相場の中で推移しており、直近のS&P 500種株価指数を見ても当時の水準を3%しか上回っていません。2018年1月はバリュエーションもピークをつけ、現在の株価収益率（PER）は昨年初めの水準を大幅に下回っています。FAANG（フェイスブック、アマゾン、ネットフリックス、アルファベット）に代表される大型ハイテク株が2009年3月以降の長期上昇局面を主導してきましたが、ハイテク株のアウトパフォームは昨年6月に終わりを迎えました。パッシブ投資家にとっては好環境ではありません。

米国外に目を向けると、各市場の総合指数は過去最高値近くに戻っていません。ストックス欧州600株価指数は2015年4月の高値を5%以上下回っており、日経平均株価が昨年10月の高値に達するには10%以上の上昇が必要です。MISCIエマージング・マーケット指数は2018年1月の高値から20%以上下げています。

景気の大規模な拡大がない限り、低金利による株式市場の押し上げ余地は限界に達したというのが現状です。金融緩和による株価の大規模な後押しももはや期待できず、各国中央銀行には更にハト派的になれる余地は残っていません。株式市場は膠着状態が続いています。

米国史上最も緩慢な景気後退からの回復と時を同じくして、米国株式が2009年3月からの10年間に4倍に上昇した背景には、金利の低下があったことを考慮するべきです。現在の株価は将来の利益または配当の現在価値を反映していると考えられます。金利の低下に伴い、将来の利益が変化しなくても現在価値は上昇します。株価が更に上昇するには経済成長の加速が必要とされ、景気改善が顕在化することが期待されます。

10月は不安定な値動きとなる可能性があり、過去の実績も物語っています。世界経済が予想通り来年にかけて緩やかに上向けば、株価は少なくとも小幅な上昇が見込まれます。S&P 500種株価指数は過去最高値を更新し、他の総合株価指数も過去最高値（またはその付近）を回復すると思われれます。遠からず景気後退局面に入ると予想される中で、株式のバリュエーションは高止まりしているため、投資家は慎重姿勢を維持することを推奨します。ただし、海外株式がより割安であるとしても、当社は米国大型株を他の指数よりも選好します。景気サイクルの終盤では通常、小型株はアンダーパフォームします。当社はディフェンシブセクターと景気敏感セクターのバランス型ポートフォリオを維持する意向です。有配株と債券代替銘柄は極めて割高で、ハイテク株はパフォーマンスのピークをとうに過ぎています。9月初めにはバリュー株への短期的なローテーションが見られましたが、短命で終わりました。長期的にはこうしたローテーションが続くとみられるものの、向こう数カ月は予想されません。投資家はバランスの取れたポートフォリオを堅持し、慎重姿勢を維持すべきでしょう。

## 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