

Economic Insights

Commentary by Bob Baur, Robin Anderson, and the Economic Committee
ボブ・バウアー(チーフ・グローバル・エコノミスト)、ロビン・アンダーソン

トピック・サマリー

● 「4つの葬儀と1つの結婚式」:

世界経済を俯瞰すると、4つの長期的な経済動向は過去のものとなり、マイルド・インフレ(緩やかな物価上昇)と成長の加速を要因に、「オールドノーマル」とも言える状態へと数年をかけて戻りつつあることが概観される。

● アニマルスピリット(野心的意欲)

長期停滞は終わりを迎えた模様である。指標が引き続き世界的な景気回復を実証していることから、家計や企業の信頼感は回復してきている。信頼感が戻るまでに要した期間を考えると、過信やユーフォリアに至るには程遠い。

● 世界的な景気回復が金利を押し上げている:

世界の金利は米大統領選後に大幅に上昇し、経済指標の全般的改善を受けて第3四半期に始まった金利上昇トレンドは加速した。世界的な景気回復は加速すると予想されることから、金利の上昇は今後も続くであろう。10年物米国債利回りは2017年に3%を上回る見通しである。

● アセットアロケーション流れは変わりつつある:

経済は、10年に及ぶ緩やかな成長、デフレ懸念、低金利という状態から、より好調な成長とマイルド・インフレへと転換しつつある。投資家は安全でディフェンシブな資産から、世界的な景気回復から利益を享受するシクリカルな有価証券への乗り換えを行っている。米国の上昇は既に長期に及ぶものの、このような環境下では株式市場の上昇はしばらく続く見通しである。



2017年1月号

4つの葬儀と1つの結婚式

米国および世界経済の先行きを見極めるには、現状に至る背景を理解することが重要です。すなわち、どうして今の状況にあるのか?どのようにして今の状況に至ったのか?どのような動向や力が働いたのか?これらを把握することで、これらの質問の答えを探ることで、異なる出来事の関連性を見出し、その意味合いを理解することができます。統計で事実や状況を確認し、それに関連するストーリー展開を明らかにしてこそ、将来を予測することができるのです。本稿では、過去10~20年間に起こった出来事はどのように関連付けられるのかを概説します。題して「4つの葬儀と1つの結婚式」です。

> 最初の葬儀:

2011年、コモディティ価格の高騰とともに中国やその他新興国市場への投資ブームは、ピークを迎えました。1990年代の自由貿易交渉と、それに伴い1995年に世界貿易機構(WTO)が創設されたことにより中国経済は拡大しました。中国の莫大な数の失業者、低賃金労働者を世界経済に取り入れるということは、工場やインフラ、設備への莫大な投資を意味しました。膨大な供給が必要とされ、2000年代には石油、金属、穀物の価格が最高値を更新し続けました。かつてない需要と記録的な価格高騰により、コモディティを輸出する新興国経済は超急成長し、歴史的な経済成長ブームがもたらされました。

過去のユーフォリア期と同様に、この状況が永遠に続くことが期待されました。しかし今回もこれまで同様この状況は長くは続かず、生産能力過剰を生み出しました。価格、利益率の下げ、デフレ期への突入。新たな資本投入の必要性がなくなった結果、経済成長は大幅に鈍化しました。

『持続可能でない投資』よ、安らかに眠り給え。

米国および世界経済の先行きを見極めるには、 現状に至る背景を理解することが重要。

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

➤ 2番目の葬儀:

持続可能ではない債務が積みあがってできた需要の拡大。米国の民間債務総額は、第二次世界大戦直後は対GDP比で約50%であったのに対し、その後60年にわたり拡大し続け、2005年にはほぼ300%にまで達しました。借入金で自動車が購入されるとなると、フォード社は人を雇ってその自動車を製造しなくてはなりません。消費の前倒しにより、需要も伸び、成長も加速していますが、その背景には債務があるわけです。過去60年間の新規借入の拡大が、需要の急増や急成長をもたらしたのです。欧州でもまた、過去20年の需要拡大は各国政府による債務を原動力としたものでした。

債務を原動力とする成長は、それが機能しなくなれば終了です。銀行が貸出を行わない、誰も借入を望まない、もしくは金融市場の破たん懸念などにより、債務は持続可能でなくなります。同時に、家計および企業は債務を削減し、消費が前倒しで行われなくなるため、成長は大幅に減速します。実際、過去の債務を源泉とした購入については、債務の完済又は清算が求められるので、需要は落ち込みます。『**持続不可能な債務主導の需要**』よ、**安らかに眠り給え。**

➤ 3番目の葬儀:

長期停滞、悪化した経済のファンダメンタルズは永久に回復しないとの考え。上記の2つの動向が衰退し終焉に近づくにつれ、「キャッチ=22」* =ジレンマの状況が生み出されました。つまり新興国の供給力が高まったと同時に、先進諸国の需要は真逆さまに急落したのです。供給過多と需要低迷は、過去10年に及ぶデフレ、超低成長、超低金利、異例の金融政策、家計の不安、逆戻りに対する企業の懸念などをもち、貯蓄率は高水準で推移しました。そして米国の金融危機、ユーロ圏の債務危機、その

後のギリシャおよびキプロスの債務問題、株式市場の崩壊と中国による突然の通貨切り下げ、新興国通貨暴落など終わりのみえない一連の危機の最後には、長期停滞、極端な金融政策、歴史的な低金利といった混乱が永遠に続くのではと懸念されました。しかしながら、デフレ懸念やさまざまな危機に見舞われた低成長の10年間は、停滞への構造的変化でも、永久的な「ニューノーマル」ではありませんでした。これは今までの動向、すなわち需要が急落する中で供給過多が及ぼした影響でした。世界は今、これらの不均衡の修正に取り組んでいます。リフレがデフレに取って代わり、過剰生産能力は縮小、消費者が自信を取り戻し、債務処理または債務延長により、経済成長は改善し金利や株式市況は上向いています。メディアの気を引くために喧伝され広められていた「長期停滞」や「ニューノーマル」は最初から存在していなかったのです。私たちは「オールドノーマル」へ回帰していますが、そこに到達するにはもう少し時間がかかる見通しです。

『**デフレと長期停滞**』よ、**安らかに眠り給え。**

➤ 最後の葬儀:

米国民所得に占める賃金の減少。何百万人という開発途上諸国の労働者が「世界の労働力」となるにつれ、彼らの低賃金は米国の雇用・所得にとって手ごわい競争相手となりました。加えて、自由貿易、WTO、そして中国への投資ブームが競争をさらに後押ししました。米国では1990年代中頃～2010年までの間に、製造業雇用者数はその3分の1に相当する600万人減少しました。自動化やロボットも賃金にさらなる圧力を加えました。その結果、米国内総所得に占める雇用者所得の割合は、1990年代初めから2011年には4%ポイント超下がり、およそ52%となりました。この中流階級の所得の低下が、今回の予想に反した米大統領選結果をもたらした要因とも見込まれています。

製造業の拠点が中国をはじめとする低賃金諸国へ移動したことで、労働力の需要が高まり、賃金も上昇しました。中国の労働者賃金は数倍の水準まで上昇し、それに加えて通貨高や輸送費の上昇もあり、中国には1990年代の頃のような競争力はもはやありません。これにより製造業およびその他の雇用が米国内に戻ってきています。その結果、米国内総所得に占める雇用者所得の割合は2011年以降安定しており、最近では小幅拡大しています。米国は完全雇用に近い状態にあること、中小企業は適当な労働者を確保できなくなっていること、米国経済は上向き始めていること、労働力率は低水準で推移していること、2017年には財政刺激策が実施される見通しであることを考えると、賃金は大幅に上昇するであろうと予想されます。

『中流階級所得の低迷』よ、安らかに眠り給え。

＞ 結婚式:

“景気回復”と“マイルド・インフレ”のカップル。世界的な景気回復が拡大し地歩を固めるにつれ、成長は明らかに回復しています。米国とユーロ圏の経済は共に堅調に推移しています（次のセクションを参照）。企業および家計の信頼感は拡大しており、名目成長率の加速を受け利益は増加し、設備投資にみられる景気回復の兆しはあきらか、賃金、金利は上昇傾向といえ、リフレーションの気配が広がっています。インフレは上昇するものの、穏やかな水準に留まる見通しです。デフレへの逆戻り懸念を助長させたコモディティ価格の暴落はほぼ終結したものの、価格は一段と下落する余地があるため、新たな価格上昇に牽引された深刻なインフレが生じる可能性は低いと思われます。また、米国の設備稼働率は75%と低く、中国は過剰設備の抑制にほとんど手を付けていないことから、余剰生産能力も存在しています。米連邦準備制度理事会（FRB）含め中央銀行は、当初は需要回復に対応し、賃金のさらなる上昇を推進し、国民所得に占める家計所得の割合の拡大を後押しするでしょう。

“景気回復”と“マイルド・インフレ”の結婚は、1950年代、60年代、80年代、90年代の米国経済を彷彿させる「オールドノーマル」への回帰かもしれません。10年に及ぶ危機への懸念、超低成長そして超低金利からの移行にはある程度の時間を要すると思われる、すべてがうまくいくとは限りません。国民所得に占める家計部門の割合が拡大すれば、設備投資に回される割合は縮小します。この移行が金融市場にどのような影響を与えるのかについては、後ほどまた触れることとします。現時点では、マイルド・インフレと成長の後押しは景気回復や株式市場の好影響であることから、中期的な見通しはかなり良好です。

『幸せなカップルに万歳。』

アニマルスピリット

ある意味では、世界的な金融危機からの米国経済の回復は8年前に始まっていますが、それを心から信じていた人はいませんでした。景気の二番底もしくは三番底に対する懸念が、投資家の重荷となりました。政府機関閉鎖、国債発行限度額（債務上限）、新たな規制、増税、そして直近のエネルギー価格崩落を受け、人々は不安を感じ苛立ちました。米国外でも、欧州の債務問題、新興国市場に関する懸念や中国におけるデフレ問題などがありました。企業は投資を手控え、家計は高い貯蓄率を維持しました。

しかし今、その流れは変わりつつあります（「3番目の葬儀」）。世界経済はマイルド・インフレの真っ只中にあり、米国、欧州、中国において価格はようやく上昇し始めています。それと同時に、ポピュリズムの高まるリスクはあるものの、欧・米双方において信頼感は戻ってきています。金融危機以降に消滅していた古き良き「アニマルスピリット：野心的意欲」が消費者や企業の元に戻りつつあります。世界的な景気回復は続いており、上記の「結婚式」で説明したマイルド・インフレへの移行は、指標により実証されています。

＞ 米国:

12月に発表された指標、とりわけ消費者および企業の景況感調査結果は好感できる内容でした。ミシガン大消費者信頼感指数は2004年以来の高水準となり、コンファレンスボード消費者信頼感指数は2001年の水準に達し、ブルームバーグ消費者信頼感指数は2007年以来の好調な1年を記録しました。シカゴを除くすべての地域の製造業景気指数も前月から上昇しました。

その一因としては、好調な雇用市場が挙げられます。失業保険新規申請件数は95週間連続で30万件を下回っています。失業率は米国全土において大幅に低下しており、11月の失業率は387の大都市圏の内271都市で前年の水準を下回りました。例えば、弊社が本拠を置くアイオワ州の場合、農産物価格の下落による悪影響があるにもかかわらず、雇用状況は非常に良好です。州都のデモインの失業率は3.0%を割り、アイオワ州立大学のあるエイズの失業率

は1.8%と米国内最低の水準にあります。斜陽産業が集中するラストベルト地帯の悩めるデトロイトでさえ失業率は5.1%と、雇用市場は堅調です。その一方で、11月の動向指数はやや期待外れの結果となりました。個人所得は横ばいとなり、実質個人消費支出は僅か0.1%の伸びに留まりましたが、季節外れの温暖な気候や光熱費の低迷などもその一因にあります。3カ月平均で見た場合、実質個人消費は2.7%の伸びと、第3四半期の伸び率である3%を僅かに下回っているだけです。アニマルスピリットを示唆するもう一つの良好な兆候としては、2016年11月の貯蓄率が5.5%と前年同月の6%を下回ったことが挙げられます。企業の数値はもう少し良好です。主要な先行指数である耐久財受注（航空機を除く）は11月に0.5%増加しました。資本財受注は0.9%増加し、過去6カ月の内4カ月で増加を記録しました。

住宅関連指標は好悪まちまちでした。住宅建設業者の景況感は11年来の高水準に上昇しました。その一方で住宅着工件数は19%近く減少し、特に集合住宅の着工件数は45%の大幅減となりました。住宅着工許可件数も約5%減となりましたが、着工件数の先行指標である一戸建ての許可件数は0.5%増加しています。12月に住宅ローン金利は4.18%と年初来最高水準まで上昇しましたが、それが売上件数の減少には依然として至っておらず、中古住宅販売件数は0.7%、新築住宅販売件数は5.2%増加しました。購入者が金利のさらなる上昇から逃れるために前倒して住宅購入に踏み切った場合、12月の数値は一段と上昇する可能性があります。

第3四半期の実質国内総生産（GDP）の確報値は僅かながら上方修正されました。成長率は3.2%から3.5%へ、個人消費支出の伸びは2.8%から3.0%へそれぞれ上方修正されました。設備投資に加えて州政府や地方政府の支出も上方修正されました。純輸出が引き続き成長を下支えており、主に大豆輸出が単発的に増加したことに支えられ、0.85%ポイント増加しました。企業利益は前年比2.1%増と、約2年振りに増加に転じました。以下の表は米国経済成長見通しの一部です。米国経済成長見通しの完全版は本稿末尾の表を参照ください。

米国経済見通し	2015 (A)	2016 (E)	2017 (E)
実質GDP	+2.6%	+1.7%	+2.9%
国内最終需要	+3.1%	+2.1%	+2.7%
自動車販売台数	17.4m (5.8%)	17.3m (-0.8%)	17.5m (1.4%)
鉱工業生産	+0.3%	-0.9%	+1.0%
住宅着工件数（百万）	1,108 (10.7%)	1,200 (8.0%)	1,320 (10.0%)
税引後企業利益 （国民所得生産勘定）	-8.5%	+1.7%	+5.1%
連邦財政収支（会計年度）	-\$0.4T	-\$0.6T	-\$0.6T
失業率（軍人を除く）	5.3%	4.9%	4.5%
消費者物価指数（CPI）	+0.1%	+1.3%	+2.0%
消費者物価指数（CPI）除く食品&エネルギー	+1.9%	+2.3%	+2.2%
GDPデフレーター	+1.1%	+1.4%	+2.0%

出所に関しては、最終頁に掲載されている表を参照

A - 実績値

E - 予想値

▶ 米国以外:

中国のデフレは終わり、生産者物価指数は前年同月比3.3%の上昇と、5年来の高い伸びとなりました。11月の工業部門企業利益は前年同月比14.5%増となり、2015年の2.3%減から大幅に回復しました。企業景況感の勢いは若干失われたものの、堅調を維持しました。製造業購買担当者景況指数（PMI）は51.4へ僅かに低下し、非製造業PMIも54.5へ低下しました。不動産販売は減速しているものの、非常に高い水準からの減速であることから、不動産セクターは依然として成長の主要な牽引役です。収益の伸びや生産者物価の上昇、電力使用量の伸び、そして貨物輸送の増加などはすべて、生産活動の着実な回復を示唆しています。

▶ 中国人民元の新通貨バスケット:

中国外貨取引センター（CFETS）は人民元の通貨バスケットを調整し、バスケットを構成する通貨は13から24へ増加しました。新たに追加された通貨の中では韓国ウォンの構成比率が最も大きく、指数に占める割合は約10%となっています。全体では、依然として米ドルの比率が22.4%と最大を占めています。通貨バスケットの調整により、人民元の為替レートは影響を受ける見通しです。J.P.モルガンの分析によると、ウォンを加えることにより、人民元の下落幅は予想されていたほど劇的なものとはならず、将来的なドル高の影響を相殺する可能性があります。さまざまな政治不安にもかかわらず、ユーロ圏景況感指数は上昇を続けています。イタリアを見ても、政局の混乱や銀行システムからの逆風にもかかわらず、信頼感の上昇しています。12月には、消費者信頼感指数は4ポイント上昇し111となり、製造業信頼感指数は年初来最高値を付けました。イタリアの製造業PMIは1ポイント上昇し53.2となりました。他国においても堅調な景況感が確認されています。フランスの製造業PMIは53.5へ上昇し、新規受注は2011年5月以来の好調な水準となりました。ドイツの製造業PMIは1ポイント超上昇し55.6と、2014年1月以来の高水準を付けました。スペインにおいては、54.5から55.3へ上昇しています。ドイツの景況感指数は過去数年来の高値を記録しました。ユーロ圏ではリフレが実現しており、ドイツの生産者物価指数は3年来で初めて年率換算でプラスに転じました。

直近の日本の指標も全般的に良好な内容でした。鉱工業生産指数は前月比1.5%の上昇となり、製造工業生産予測指数は12月および2017年1月ともに前月比2%強の上昇と、

企業は好調持続を予想しています。11月の実質輸出は3.4%増加しました。製造業PMIは51.9と、11月は小幅上昇となりました。12月の全国企業短期経済観測調査（短観）は、業況判断指数が2015年第2四半期ぶりに改善しました。インフレも落ち着いており、11月のコア消費者物価指数は10月の0.3%から0.2%へ軟化しました。実際、東京都区部のコアコアCPI（生鮮食品とエネルギーを除くが酒類は含む）はデフレ圏に戻っています。

▶ 今後の見通し:

リフレおよび信頼感の高まりへの移行を背景に、米国経済の成長は一段と加速する見通しです。好調な労働市場や着実な賃金上昇に支えられ、個人消費は2.5%~3.0%の水準で増加する見通しで、消費の伸びは一段と加速する可能性もあります。石油採掘量も低水準から急速に増加しており、新規投資を支えています。景況感指数は、中小企業や大企業を問わず、大統領選挙後に大幅な伸びを見せており、今後健全な設備投資が再開される可能性を示唆しています。新たに再認識されたアニマルスピリットがもたらす活力に支えられ、2017年にGDPは3%程度成長する見通しです。

しかしながらある時点で、金利の上昇が米国経済の足かせになると予想されます。弊社の予想が示す通り、2018年後半に成長は大幅に鈍化する可能性があります。2017年が進むにつれ、その可能性に注視していこうと思います。

中国では、経済成長率がたとえ目標の6.5%を下回るにしても、名目成長率の加速、企業利益の伸び、安易な信用供与に加えて、追加的な景気刺激策が経済成長を下支えすると見込まれます。名目成長率の最低値は前年に付けた6%であると思われます。膨大な債務残高は依然として大きなリスク要因ではありますが、リフレにより是正されています。ユーロ圏の堅固な景況感指数は、ユーロ圏経済の緩やかな回復が今後も続くことを示唆しています。ユーロ圏経済の成長は引き続き、弊社の予想では1.5%~2%の範囲で推移する見通しです。日本経済は、輸出業者や製造業者は円安の恩恵を受けることから、成長が見込まれます。強固な信頼感およびアニマルスピリットの高まりは、株価バブルや根拠のないユーフォリアに変貌しない限り、非常に望ましいことです。長期に渡り企業や家計が高水準の貯蓄を維持し、支出を控えていたことを考慮すると、世界経済が古き良き「アニマルスピリット」から古き良き「バブル」へ移行するには、長い時間を要すると思われます。

世界的な景気回復が金利を押し上げている

2016年春に始まった世界的な景気回復の拡大は、「長期低金利」の姿勢を試すものとなっています。金利指標の大半は雑音のように捉えられていたため、第4四半期の初頭にそれが実現すると思っていたのはごく少数でした。9月の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、3人のタカ派委員が金利の正常化開始（利上げ）を主張したものの、何の方向性も得られませんでした。発表された議事録では米国経済の好調さが示され、金融市場は12月の利上げを確信していたものの、確定事項ではなく、より好調な指標待ちでした。10月末には、指標は一段と改善し、コモディティ価格が上昇に転じたことから、リフレの気配が漂っていました。米国のインフレ率は数カ月にわたって米連邦準備制度理事会（FRB）の目標値に近付き、債券市場は世界的な経済成長の気配を感じ始めました。

直近の指標はこうした認識を実証するものとなりました。米第3四半期実質国内総生産（GDP）の成長率は3.5%となり、続く第4四半期も引けを取らない水準となる見通しです*。雇用も順調に増加しており、信頼感も高まっています。その結果、FRBは12月、FF金利の誘導目標を1年ぶりに0.25%引き上げました。対照的に、欧州中央銀行（ECB）、日本銀行およびイングランド銀行は金融政策を据え置き、緩和姿勢を維持しています。ECBは資産購入プログラムを2017年末まで期間延長することを決定し、月次購入額を小幅減額しました。欧州における不安定な政治情勢から、ECBは大規模な緩和策を維持せずにはいられなかった模様です。ECBのドラギ総裁は、購入額は縮小するものの、量的緩和を延長するとのメッセージを表明しました。

▶米大統領選挙への関心:

予想に反したビッグ・サプライズほど市場の注目が集まるものではありません。米大統領選前の憶測は総じて、トランプ候補が勝利した場合、市場は暴落するだろうというものでした。予想に反したトランプ氏の勝利により、堅調な経済成長に対して関心が集まり、金利は急速に上昇しました。10年物米国債利回りは即座に年初来最高水準の2.6%を付け、その後年末に2.44%まで低下しました。ドイツの10年物国債利回りも同様の展開となり、マイナス0.19%から約0.4%のプラス利回りまで上昇した後、年末には0.2%まで低下しました。2016年の大半を通してマイナス圏で推移していた日本の10年物国債利回りもプラス圏に戻りました。直近の金利動向については以下の表をご参照ください。

金利	12/31/2013	12/31/2014	12/31/15	12/15/2016 (最高値)*	07/08/2016 (最低値)*	12/30/2016
2 year	0.38%	0.66%	1.05%	1.27%	0.61%	1.19%
10 year	3.03%	2.17%	2.27%	2.60%	1.36%	2.44%
10-2 spread	2.65%	1.51%	1.22%	1.33%	0.75%	1.25%
30 year	3.97%	2.75%	3.02%	3.16%	2.10%	3.06%

※12カ月の最高値と最低値、過去12カ月間の10年物米国債利回りを基準

出所: Bloomberg

※1/27発表の2016年第4四半期の国内総生産（GDP）速報値は、市場予想の2.2%増を下回り、年率1.9%増と、前四半期の3.5%増から大きく減速した。大豆輸出の急減が押し下げ要因となった。ただ個人消費は堅調で企業投資も上向いており、今後も米経済の拡大は続くと思われる。

>2017年に金利は上昇:

12月に利上げは実施されましたが、2017年には何が見込まれるのでしょうか？FOMCにおいては、見通しがタカ派的な見解に変更されたことは予想外の展開でした。2017年の経済成長予想は2.1%で据え置かれていましたが、2017年の利上げ予想回数は中央値で3回に引き上げられました。金融市場はそれを上回る経済成長を見込んでおり、弊社としては、国内総生産（GDP）は2.9%の成長と予想しています。第4四半期の利上げは、成長見通しの改善、景気後退リスクの低下、デフレ懸念の低減など、妥当な根拠に基づいたものでした。実際、経済見通しや原油価格と共に、インフレ見通しも上昇しています。ブレント原油価格は12月末に1バレル＝56ドルの水準を上回っており、5月までに一段と上昇する可能性があります。その結果、2017年に総合インフレ率は最低でも2.0%を付ける見通しです。

2017年に10年物米国債利回りは3%台の水準まで上昇すると弊社は予想しています。ただし、その水準まで上昇するには、ECBと日本銀行による量的緩和の縮小に加えて、ドイツ国債と日本国債の利回りが現在の低水準から上昇している必要があるでしょう。成長の加速、信頼感の改善、企業利益の拡大など、現在の良好な経済環境は債券利回りの上昇を確実に後押しするでしょう。金利の上昇はイールドカーブのステープ化および銀行利益の増加を意味することから、新規の貸出が促進され、信用供与がなされるでしょう。

政治的背景は、財政刺激策の1つである税・規制改革に加えて防衛支出とインフラ支出の増大に移行しています。米国経済は力強さを増していますが、依然として実際の刺激策は実施されていません。今後提案・可決される可能性のある財政刺激策の性質が明確になるまでは、金利は横ばいで推移すると予想されます。弊社による2017年12月時点の利回り予想は以下の通りです。

金利	2017年12月末
FF金利	1.38%
2年物米国債利回り	1.75%
10年物米国債利回り	2.75%-3.25%
2-10年のスプレッド	1.0-1.5%

2018年に関しては、利回りは一段と上昇すると思われ、少なくとも2018年前半、金利は3.5%以上の水準まで上昇すると見込まれます。しかしながらある時点で、高金利は米国経済の足かせとなり、金利の正常化が経済に浸透するにつれ、成長鈍化、株式市場の調整または緩やかな景気後退などに対する懸念を引き起こすことになるでしょう。

アセットアロケーション： 流れは変わりつつある

セクション1の最後に論じた大幅な経済の移行は確実に進んでおり、体制の転換は長期にわたる可能性があります。金融動向はそれに伴い既に変化しています。過去10年に及ぶ長期的な投資テーマは、「3番目の葬儀」で指摘した不安要因を反映したものでした。ポートフォリオは価格上昇よりも安全・収益・ディフェンスを優先するポジションニングが取られ、数十億ドルの資金が株式投資信託から債券ファンドへ流れました。その結果、2011年頃から2015年まで安全かつ確実な資産の長期的なアウトパフォームが続きました。

しかし2016年第1四半期に米ドルが下落に転じ、原油価格が底入れしてから、その状況は変わり始めました。まず最初にエネルギーおよび資材関連企業が上昇し、その後に金融および鉱工業セクターが続きました。2016年2月11日の底値から、これらのセクターはそれぞれ

36.5%、27.8%、45.9%、27.0%上昇しています。S&P 500指数の上昇幅はそれを僅かに下回るものの、それでも26.9%と大幅に上昇しています。安全でディフェンシブな成長企業により構成されているセクターが最も低迷し、生活必需品セクターは僅か5.1%の上昇となりました。また、米国債も大きな打撃を受けて、バークレイズの長期米国債指数は7.9%下落しました。ディフェンシブ銘柄からシクリカル銘柄へのローテーションは第4四半期を通して続きました。低迷していた銘柄が上昇したことから、12月には利益の確定売りや粉飾決算のケースもあったようです。

2016年のシクリカル銘柄および米国株式市場全般の上昇は、景気後退リスクの大幅な低減や成長の加速、企業利益の増加などの見通しに加えて、より良好な事業環境に対する期待を受けたものでした。金利も上昇していますが、それはすべて妥当な、同様の根拠に基づいたものです。

＞ 今後の見通し

マイルド・インフレを伴うより良好な成長への移行は、はたして株式市場にどのような影響をもたらすのでしょうか？少なくとも2017年中旬、おそらくそれ以降も、株式市場は好影響を受けると弊社は予想しています。株式市場を動かす主要因は、将来の経済成長、企業利益、リスクなどに対する見方です。弊社が経済成長に対して強気の見通しを立てている根拠は、本稿や前稿のレポートで説明している通りです。これまでのところ、発表されている指標もこれらの見通しの正当性を立証しています。

＞ 利益:

企業利益が増加している兆候も確認されています。米国全土の企業利益は2.1%増加しており、S&P 500指数構成企業の過去12カ月の利益は前年同期比で14.9%、営業利益は同8.4%増加しています。さらに、名目成長率の加速は企業利益の増加をもたらすことから、業績は急速に向上しています。中国の名目成長率は2017年に9%と、ここ数年来の高水準に達する可能性があります。米国経済の第3四半期の名目成長率は5%と、ここ2年で最高の水準を記録していますが、2017年を通して成長は加速する見通しです。

＞ リスク:

成長および利益見通しが株価の上昇を示唆しているのであれば、リスクはどうなのでしょう？現時点では、主なリスクとして、金利が成長の足かせとなる水準まで上昇してしまうことが挙げられます。その金利水準がどの程度なのかは分かりませんが、10年物米国債利回りは3%を大きく上回ることはないと思込まれます。2017年下半年までに利回りがその水準に達する可能性は低いとみています。中国やその他新興国市場の債務残高も大きなリスクですが、先進国経済の名目および実質成長率が加速することにより、問題は先送りになるでしょう。








政治リスクも大きく、とりわけ欧州では、2017年に複数の選挙が控えており、ポピュリスト運動が域内を席卷しています。急激な変化が起こる可能性は低いと思われませんが、依然としてユーロ圏株式はアンダーウェイトとするのが妥当と思われれます。米国の最大の政治リスク要因は貿易に対する新政権の姿勢でしょう。トランプ大統領の貿易顧問候補は、従来よりも自由貿易に否定的であるように思われれます。次期大統領は貿易に対する極端な姿勢の一部は撤回していますが、今後も貿易問題は注視する必要があります。

＞ 結論:

株式市場の上昇は今後も続くと思われれますが、大統領の就任後、市場はある程度の調整局面に入る可能性があります。少なくとも第2四半期の後半までは、株式をオーバーウェイトとすることを推奨します。弊社としては、米国株、特に金融、鉱工業、テクノロジー（ソーシャルメディアを除く）関連銘柄を選好します。日本株も世界平均を上回る可能性があります。日本株への投資は米ドルでヘッジする必要があると思われれます。債券投資に関しては、金利の上昇が緩やかであり続けた場合には、米国のハイイールド債および投資適格債が好ましいパフォーマンスを期待できるでしょう。

<補足資料>

Table I: Global Economic Trends

			Real GDP	CPI	Unemployment Rate	Benchmark Rate EOP	10 yr. Treasury Rate EOP
	<u>US:</u>	2013	1.9%	1.5%	7.4%	0.25%	3.03%
		2014	2.4%	1.6%	6.2%	0.25%	2.18%
		2015	2.4%	0.1%	5.3%	0.38%	2.27%
		2016 F	1.7%	1.3%	4.9%	0.62%	2.46%
		2017 F	2.9%	2.0%	4.5%	1.13%	3.00%
			<u>Canada:</u>	2013	2.0%	0.9%	7.1%
2014	2.4%			1.9%	6.9%	0.75%	1.78%
2015	1.1%			1.1%	6.9%	0.50%	1.39%
2016 F	1.3%			1.5%	7.0%	0.50%	1.71%
2017 F	2.1%			2.0%	6.9%	0.50%	2.00%
	<u>UK:</u>			2013	1.7%	2.6%	7.6%
		2014	3.0%	1.4%	6.3%	0.50%	1.75%
		2015	2.2%	0.0%	5.4%	0.50%	1.96%
		2016 F	2.0%	0.7%	5.0%	0.25%	1.23%
		2017 F	1.3%	2.0%	5.3%	0.25%	1.60%
			<u>Eurozone:</u>	2013	-0.3%	1.3%	12.0%
2014	1.1%			0.4%	11.6%	0.05%	0.54%
2015	2.0%			0.0%	10.9%	0.05%	0.63%
2016 F	1.6%			0.3%	10.2%	0.00%	0.25%
2017 F	1.4%			1.2%	9.8%	0.00%	0.50%
	<u>Japan:</u>			2013	1.5%	0.4%	4.0%
		2014	-1.0%	2.7%	6.3%	0.10%	0.31%
		2015	0.6%	0.8%	3.4%	0.10%	0.26%
		2016 F	1.0%	-0.2%	3.3%	-0.10%	0.04%
		2017 F	1.3%	1.0%	3.2%	-0.10%	0.10%
			<u>Australia:</u>	2013	2.0%	2.5%	5.7%
2014	2.7%			2.5%	6.1%	2.50%	2.75%
2015	2.4%			1.5%	6.1%	2.00%	2.88%
2016 F	2.8%			1.3%	5.8%	1.50%	2.76%
2017 F	3.0%			2.1%	5.7%	1.50%	3.00%
	<u>China:</u> Official Statistics			2014	7.3%	2.0%	
		2015	6.9%	1.4%		4.35%	
		2016 F	6.0%	2.0%		4.25%	
		2017 F	5.7%	2.0%		4.00%	

F - Forecast, EOP - End of Period

Source: International Monetary Fund, OECD & Sovereign Group, China NBS, Principal Global Investors

Table II: U.S. Economic Indicators

Indicator	Level			Y/Y			Level			Y/Y %		
	Sept-16	Oct-16	Nov-16	Sept-16	Oct-16	Nov-16	2015	2016 F	2017 F	2015	2016 F	2017 F
1 Industrial Production Index (2007=100)	104.2	104.3	103.9	-1.0%	-0.8%	-0.6%	105.2	104.1	105.1	0.3%	-0.9%	1.0%
2 Capacity Utilization Rate, Total Industry (1997=100)	75.4	75.4	75.0	-1.0	-0.9	-0.7	76.7	75.4	76.2	-2.0	-1.7%	-1.1%
3 Total Private Housing Starts (SAAR)	1,052	1,340	1,090	-11.5%	24.9%	6.9%	1,112	1,200	1,320	10.7%	8.0%	10.0%
4 Total Light Vehicle Sales (YTD)	13,044.1	14,409.3	15,783.7	0.4%	0.2%	0.1%	17,387.2	17,300	17,500	5.8%	-0.8%	1.4%
5 Civilian Labor Force (thousands)	159,907	159,712	159,486	1.9%	1.7%	1.3%	157,166	159,189	160,691	0.8%	1.3%	0.94%
6 Civilian Employment (thousands)	151,968	151,925	152,085	2.0%	1.8%	1.8%	148,857	151,455	153,498	1.7%	1.7%	1.3%
7 Total Unemployment (thousands)	7,939	7,787	7,400	-0.2%	-1.4%	-6.6%	8,309	7,734	7,193	-13.7%	-6.9%	-7.0%
Indicator	Level			Y/Y %			Level			Y/Y %		
	Q1-16	Q2-16	Q3-16	Q1-16	Q2-16	Q3-16	2015	2016 F	2017 F	2015	2016 F	2017 F
8 After-Tax Corporate Profits (billions \$, quarterly)	1,550.5	1,636.7	1,679.4	-5.3%	-1.7%	4.3%	1,583.8	1,610	1,692	-8.5%	1.7%	5.1%
9 Index of Hourly Compensation Non-farm Business (2009=100, quarterly)	155.6	117.3	118.4	2.4%	2.7%	3.0%	114.5	117.7	121.1	2.9%	2.8%	2.8%
Indicator	Annual			Monthly			Monthly			Annual		
	2013	2014	2015	Jun-16	Jul-16	Aug-16	Sept-16	Oct-16	Nov-16	2016 F	2017 F	
10 Consumer Price Index, All Urban Consumers Y/Y%	1.5%	1.6%	0.1%	1.0%	0.9%	1.1%	1.5%	1.6%	1.7%	1.3%	2.0%	
11 Consumer Price Index, Ex. Food & Energy Y/Y%	1.8%	1.7%	1.8%	2.2%	2.2%	2.3%	2.2%	2.2%	2.1%	2.3%	2.2%	
12 Non-farm Payroll Growth (thousands)	2,311	3,015	2,744	271	252	176	208	142	178			
13 Unemployment Rate, All Workers	7.4	6.2	5.3	4.9	4.9	4.9	5.0	4.9	4.6	4.9	4.5	
14 Unemployment Rate, All Workers, >15 Weeks	3.9	3.0	2.3	2.0	2.0	1.9	2.0	2.0	1.8	-	-	
15 Unemployment Rate, Adult Men	7.0	5.7	4.9	4.5	4.6	4.5	4.7	4.6	4.3	-	-	
16 Unemployment Rate, Adult Women	6.5	5.6	4.8	4.5	4.3	4.5	4.4	4.3	4.2	-	-	
17 Unemployment Rate, Teenagers (16-19)	22.9	19.5	16.9	16.0	15.6	15.7	15.8	15.6	15.2	-	-	

Y/Y% - Year Over Year Percent, F - Forecast, SAAR - Seasonally Adjusted Annual Rate, YTD - Year to Date

Source: Federal Reserve Board, U.S. Census Bureau, Bureau of Labor Statistics, Bureau of Economic Analysis, U.S. Dept. of Commerce, Principal Global Investors

Baseline Economic Forecasts for 2017-2018, by Quarter

Baseline Forecasts

A. Growth in Real GDP - Qtr-Qtr (% Change, Annualized):

	1st QUARTER 17		2nd QUARTER 17		3rd QUARTER 17		4th QUARTER 17		2015 ACTUAL		2016 FORECAST	
	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast				
Real GDP	16,973.3	3.0%	17,093.7	2.9%	17,209.0	2.7%	17,322.9	2.7%	16,397.2	2.6%	16,670.9	1.7%
Personal Consumption Expenditure:	11,735.3	2.7%	11,811.5	2.6%	11,888.3	2.6%	11,965.6	2.6%	11,214.7	3.2%	11,519.2	2.7%
Durable Goods	1,628.2	4.0%	1,644.3	4.0%	1,660.5	4.0%	1,676.9	4.0%	1,498.1	6.9%	1,575.6	5.2%
Non-Durables	2,533.6	3.0%	2,552.4	3.0%	2,571.3	3.0%	2,590.4	3.0%	2,439.3	2.6%	2,498.5	2.4%
Services	7,588.5	2.3%	7,629.9	2.2%	7,671.5	2.2%	7,713.3	2.2%	7,310.3	2.8%	7,479.0	2.3%
Gross Private Domestic Invest.	2,882.0	5.8%	2,921.2	5.6%	2,952.9	4.4%	2,982.8	4.1%	2,869.0	5.0%	2,817.9	-1.8%
Bus. Fixed Invest.	2,241.6	4.4%	2,264.1	4.1%	2,286.8	4.1%	2,307.4	3.7%	2,200.2	2.1%	2,193.7	-0.3%
Structures	451.9	2.0%	454.2	2.0%	456.4	2.0%	456.4	0.0%	452.1	-4.4%	440.8	-2.5%
Equipment	1,052.6	5.0%	1,065.5	5.0%	1,078.6	5.0%	1,091.8	5.0%	1,072.5	3.5%	1,042.0	-2.8%
Intellectual Property Products	739.1	5.0%	746.4	4.0%	753.7	4.0%	761.2	4.0%	680.0	4.8%	714.3	5.1%
Residential Invest.	605.4	8.0%	617.1	8.0%	626.2	6.0%	635.4	6.0%	564.5	11.7%	591.4	4.8%
Change in Inventory	35.0 -		40.0 -		40.0 -		40.0 -		84.0 -		17.1 -	
Net Exports	-527.2 -		-531.1 -		-533.3 -		-535.5 -		-540.0 -		-543.0 -	
Exports	2,190.4	3.3%	2,206.7	3.0%	2,221.4	2.7%	2,236.3	2.7%	2,120.6	0.1%	2,137.0	0.8%
Imports	2,717.6	3.0%	2,737.8	3.0%	2,754.7	2.5%	2,771.8	2.5%	2,660.6	4.6%	2,680.0	0.7%
Gov't Purchases of Goods & Services	2,923.5	1.2%	2,932.4	1.2%	2,941.4	1.2%	2,950.4	1.2%	2,883.7	1.8%	2,908.8	0.9%
Federal	1,129.8	0.8%	1,132.0	0.8%	1,134.3	0.8%	1,136.5	0.8%	1,113.9	0.0%	1,122.1	0.7%
National Defense	672.2	1.0%	673.9	1.0%	675.6	1.0%	677.3	1.0%	672.0	-2.1%	669.0	-0.5%
Non-Defense	457.5	0.5%	458.1	0.5%	458.7	0.5%	459.2	0.5%	441.3	3.3%	452.6	2.6%
State & Local	1,793.7	1.5%	1,800.4	1.5%	1,807.1	1.5%	1,813.8	1.5%	1,768.2	2.9%	1,785.4	1.0%
Real Final Sales	16,938.3	2.9%	17,053.7	2.8%	17,169.0	2.7%	17,282.9	2.7%	16,300.6	2.4%	16,643.8	2.1%
Real Domestic Final Sales	17,465.5	2.8%	17,584.8	2.8%	17,702.3	2.7%	17,818.4	2.6%	16,841.7	3.1%	17,188.5	2.1%
y/y	2.7%		3.1%		2.9%		2.8%					
	1st QUARTER 18		2nd QUARTER 18		3rd QUARTER 18		4th QUARTER 18		2017 FORECAST		2018 FORECAST	
	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast
Real GDP	17,440.5	2.7%	17,557.3	2.7%	17,633.5	1.7%	17,649.0	0.4%	17,149.7	2.9%	17,570.1	2.5%
Personal Consumption Expenditure:	12,043.4	2.6%	12,121.7	2.6%	12,182.0	2.0%	12,212.3	1.0%	11,850.2	2.9%	12,139.9	2.4%
Durable Goods	1,693.4	4.0%	1,710.1	4.0%	1,718.6	2.0%	1,722.8	1.0%	1,652.5	4.9%	1,711.2	3.6%
Non-Durables	2,609.6	3.0%	2,628.9	3.0%	2,642.0	2.0%	2,648.6	1.0%	2,561.9	2.5%	2,632.3	2.7%
Services	7,755.4	2.2%	7,797.7	2.2%	7,836.4	2.0%	7,856.0	1.0%	7,650.8	2.3%	7,811.4	2.1%
Gross Private Domestic Invest.	3,015.3	4.4%	3,048.2	4.4%	3,061.8	1.8%	3,047.4	-1.9%	2,934.7	4.1%	3,043.2	3.7%
Bus. Fixed Invest.	2,330.6	4.1%	2,354.0	4.1%	2,377.7	4.1%	2,388.2	1.8%	2,275.0	3.7%	2,362.6	3.9%
Structures	458.7	2.0%	461.0	2.0%	463.2	2.0%	463.2	0.0%	454.7	3.2%	461.5	1.5%
Equipment	1,105.2	5.0%	1,118.8	5.0%	1,132.5	5.0%	1,135.4	1.0%	1,072.2	2.9%	1,123.0	4.7%
Intellectual Property Products	768.7	4.0%	776.2	4.0%	783.9	4.0%	791.6	4.0%	750.1	5.0%	780.1	4.0%
Residential Invest.	644.7	6.0%	654.1	6.0%	654.1	0.0%	654.1	0.0%	621.0	5.0%	651.8	5.0%
Change in Inventory	40.0 -		40.0 -		30.0 -		5.0 -		38.8 -		28.8 -	
Net Exports	-537.9 -		-541.8 -		-542.4 -		-545.1 -		-531.8 -		-541.8 -	
Exports	2,254.5	3.3%	2,271.2	3.0%	2,288.1	3.0%	2,299.4	2.0%	2,213.7	3.6%	2,278.3	2.9%
Imports	2,792.4	3.0%	2,813.1	3.0%	2,830.5	2.5%	2,844.5	2.0%	2,745.5	2.4%	2,820.1	2.7%
Gov't Purchases of Goods & Services	2,960.0	1.3%	2,969.6	1.3%	2,972.4	0.4%	2,974.7	0.3%	2,936.9	1.0%	2,969.2	1.1%
Federal	1,139.3	1.0%	1,142.2	1.0%	1,145.0	1.0%	1,147.3	0.8%	1,133.1	1.0%	1,143.5	0.9%
National Defense	679.0	1.0%	680.6	1.0%	682.3	1.0%	684.0	1.0%	674.8	0.9%	681.5	1.0%
Non-Defense	460.4	1.0%	461.5	1.0%	462.7	1.0%	463.3	0.5%	458.4	1.3%	462.0	0.8%
State & Local	1,820.6	1.5%	1,827.4	1.5%	1,827.4	0.0%	1,827.4	0.0%	1,803.8	1.0%	1,825.7	1.2%
Real Final Sales	17,400.5	2.7%	17,517.3	2.7%	17,603.5	2.0%	17,644.0	0.9%	17,111.0	2.8%	17,541.3	2.5%
Real Domestic Final Sales	17,938.3	2.7%	18,059.2	2.7%	18,145.9	1.9%	18,189.1	1.0%	17,642.8	2.6%	18,083.1	2.5%
y/y	2.8%		2.7%		2.5%		1.9%					

Source: Historical Statistics - U.S. Dept. of Commerce, Bureau of Economic Analysis (<http://www.bea.gov/bea/dn1.htm>), Projections - Internal Estimates.

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。

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

※P.2 キャッチ=22 「ジレンマ」や「矛盾した状況」を表すフレーズ。

ジョーゼフ・ヘラー（Joseph Heller）の小説『Catch-22』（1961年）から。

Catch-22はアメリカ空軍パイロットに対する軍務規則の条項名。このルールによると、狂気に陥った者は、飛行機を飛ばすことが出来ません。しかし、第二次世界大戦下で危険なことを知りながら飛行機を飛ばしたい者は、気が狂っているも同然です。主人公は、「精神障害にかかっていることを理由に除隊を申し出ると、『自分で自分のことを精神障害と判断できるということは精神障害ではない』と判断されて除隊を認めてもらえない」というジレンマに悩みます。