

# Economic Insights: 債券市場は正しいのか？

2019年5月

ボブ・バウアー、エコノミック・コミッティ

2016年初め以来初めて、米国経済が年内に景気後退入りする可能性について、さまざまな憶測が流れています。5月に株式市場が下降気流に飲み込まれたことで、懸念が広がっています。

しかし、2つの市場が発するシグナルは異なるメッセージを伝えています。

株式市場では、S&P500指数は12月下旬の底値から4月末の最高値まで25.3%上昇しており、世界的な景気減速が終了して近いうちに経済の勢いが持ち直すことを示唆しています。中国でも、減税、銀行の預金準備率の引き下げ、インフラ支出の引き上げ、中小企業向け融資の拡大といった政策措置により、黄色信号が点灯していた経済成長を押し上げるとの見方を受けて、本土株が上昇しています。こうした期待感から、上海総合指数は1月初めから4月半ばにかけて32.7%上昇しました。

対照的に、安全な逃避先である米国、ドイツ、日本の国債利回りは昨年の晩秋から低下し続け、5月末時点でも過去最低水準で推移しています。10年物米国債利回りは11月に付けた直近高値の3.24%から1.0%ポイント以上低下しています。ドイツや日本の10年物国債利回りはマイナス圏にとどまり、いずれも過去最低近くにあり、国債利回りの急落は、株式市場の楽観的見方に正当な理由がなく、景気減速は終わっておらず、恐らくまだ最悪期には達していないと債券投資家が懸念していることを示唆しています。

## 2つの市場、2つのメッセージ

株式市場の楽観的見方は5月初めまで続きました。欧州、日本、中国、米国の第1四半期のGDP成長率は各国とも予想を上回りました。ところが、最近の米国や中国の低調な経済指標や米中貿易交渉の決裂を見ると、債券市場の「予言」は今のところ当たっていたこととなります。

債券投資家は、昨年から散見される世界経済のもたつきの長さや深刻度について、正確にとらえていたようです。米国では、卸売在庫が積み上がっていることで鉱工業生産は数カ月間にわたり停滞し、5月の企業景況感指数は景気の不況の節目を示す50近くまで低下しました。過剰在庫は、米国経済のサイクル半ばの一時的減速からの回復を遅らせる要因となります。過去数カ月間に上昇していた中国の企業景況感も4月はやや低下しました。米中貿易交渉の難航はさらなる悲観要素であり、企業の設備投資計画に影を落としています。

しかし当社は、こうした悲観的な見方は行き過ぎだと考えています。景気の停滞につながるような不均衡が他にない限り、通常は過剰在庫が景気後退の原因になることはありません。

その上、米国とドイツの在庫は既に減少しています。過剰在庫は価格下落を招き、それが今年のインフレの低調につながっていると考えられます。

貿易交渉は、下半期に入って何らかの形で再開されると思われ、そうなれば成長は加速し、今回の景気減速は金融危機以降で3回目の一時的減速ということになります。

世界経済は年内に、昨年の減速から抜け出すと当社は考えます。

## 金利:引き続き経済成長の好転を待つ

5月を通して主要株価指数は下落し続け、投資家は株式を積極的に売却し安全な国債に乗り換えました。長期米国債利回りも低下しました。前回の連邦公開市場委員会(FOMC)の議事録からは、当面の間FF金利を見直す理由がほとんどないことが示されています。イーールドカーブは3カ月物と10年物の間で長短金利が逆転しました。

### 今後の見通し

昨年クリスマス以降、債券市場は世界経済の下振れリスクを示唆してきました。懸念は現実となり、昨年の減速から回復する兆候は見受けられません。また、暗礁に乗り上げた米中貿易交渉が秋口まで再開の目途が立たないという新たな懸念材料が現れさらなる景気減速の火種となる恐れがあります。

これらのことは全て、短期的に長期国債利回りの上振れは見込めず、株式市場にはさらなる下振れリスクがあることを示唆しています。

### FF金利

米連邦準備制度理事会(FRB)は「忍耐強い」、すなわちスタンスを見直すほどの新たな経済指標が出るまでは、据え置きの姿勢を取っています。しかし、超タカ派姿勢で利上げを行った12月から1月のハト派への急激な方向転換のきっかけとなったのは、明らかに昨年末の株式市場の急落でした。つまり、FRBは市場の下落局面に極めて敏感だということです。

足元の株価低迷が長期化し、経済成長の停滞が続いた場合、FRBは6月か7月、あるいはその両月に利下げに動く可能性があると考えます。

### 長期金利

向こう1カ月ほどの間に、国債利回りはもう一段低下する可能性があります。しかし、構造的要因から利回りは今年後半から2020年にかけて、そしてそれ以降も徐々に押し上げられるとみられます。20年間に及ぶグローバル化によってもたらされたデフインフレは薄れつつあり、各国中央銀行はインフレを促進しようとしています。過剰在庫を背景とした価格下落は、晩秋までには解消するとみられます。逼迫した労働市場と賃金上昇の加速によって、企業は値上げを余儀なくされるはずで、予想を下回る長期国債利回りの説明として、バーナンキ元FRB議長が提唱した世界の「過剰貯蓄」は終わったと言えます。

今年後半か遅くとも2020年に、軽度のインフレサプライズが起こると当社は考えています。投資家は予想されるインフレに対するプレミアムを求めることから、長期米国債利回りは上昇に向かうことが予想されます。

## 株式市場:投資環境は変わりつつある

経済成長は続いているものの、金融市場は苦戦しています。金融市場の混乱を横目に、逼迫した労働市場と力強い賃金上昇が家計と企業を支えています。世界中の株式市場を見ても1年前を上回っている株価指数はほとんどありません。債券投資家は昨年クリスマス以降でこそ高いリターンを上げていますが、2017年後半以降ではせいぜい横ばいです。

とはいえ、経済支援的な環境下にあった、2009年～2017年初めのような長期投資サイクルは終わりかけています。10年近く続いた「低成長、景気後退懸念、超低金利、超低インフレ」の時代には、安全な避難先である国債や米国株、特にグロース株やハイテク関連銘柄への投資で、好調なリターンを得ることができました。

ファンダメンタルズの変質を背景に、次の投資サイクルを推進する原動力も変化するとみられます。

## トレンドの反転が起こりつつある

インフレがやや上振れし、それに伴い長期金利に上昇圧力がかかることが、次のサイクルの原動力になると当社は考えます。インフレ率が中銀の目標に明確に近づくか上回れば、直近のサイクルで大きなリターンをもたらしたトレンドは、反転することになるでしょう。そうなれば、国債には弱気相場が生じ、クレジット市場は苦戦すると思われます。

金利が緩やかなペースでも上昇さえすれば、バリュー株がグロース株をアウトパフォームすることが見込まれ、金融セクターが過去10年間牽引してきたハイテク寵児を上回るリターンを上げるかもしれません。昨年以降の景気低迷が徐々に解消すれば、世界経済の改善に加えて景気後退の再発に対する懸念が和らぐことに伴い、ドルは頭打ちとなって英ポンド、ユーロ、円などの通貨に対して下落し、米国株も欧州株、英国株に対してアンダーパフォームすることが予想されます。

## 移行期

現在は、一つのサイクルが終了し、新たなサイクルが本格化するまでの移行期にあると思われます。この点から、市場はもうしばらくトレンドのない展開が続く、全体的に冴えないリターンに終始することが示唆されます。

こうした市場のリーダーシップや投資サイクルの大幅な変化は、一夜にして起こるわけではありません。過去の勝ち組を売ることへの抵抗感があると、投資家は状況の変化を認識するのに時間がかかります。これが移行期に生じることであり、過去のリーダーは後退し、新たなリーダーが勢いを増します。

例えば、株式市場では、中央銀行が大幅な下落を防ごうとする可能性が高いものの、4月の高バリュエーションから判断して、上値は限定的とみられます。

まさにトレンドのない市場と言えます。

## 投資へのインプリケーションと警告

当社はこしばらく慎重な見方を示してきましたが、依然として当てはまる状況にあります。

社債、国債ともに、信用力の高い短中期の債券を 선호します。株式市場では引き続きディフェンシブセクターへの嗜好を維持しますが、短期志向の投資家であれば、昨年からの景気減速が改善するのにつれて、夏場に買いの好機を追求するのも良さそうです。長期金利の上昇で不動産価格が頭打ちになった場合でも、緩やかなインフレに伴って賃料はなお上昇が見込まれることから、商業不動産を 선호します。次のサイクルが始まれば、農地、コモディティ、金などの実物資産全般が金融資産よりもてはやされるかもしれません。

ただし、リスクは現実的かつかなりのものとなるでしょう。詳細は次のセクションで取り上げますが、世界経済の減速はまだ終わっておらず、米中間の貿易交渉の決裂が実業界に新たな不透明感を生み出しています。メキシコに対する追加関税の可能性は市場にとって全くのサプライズであり、たとえ交渉のための戦術上のカードに過ぎないとしても、他の通商協定の恒久性に対する疑問を引き起こしています。また、現行の関税と将来の通商協議をめぐる不透明感を背景に、企業利益が抑制されることで企業の投資決定と雇用の先送りされ、現在の景気停滞がさらに長引く恐れがあります。

## 世界経済：2015年の再現か？

歴史は繰り返さないが、韻を踏むという名言があります。

現在の経済環境は2015年とかなり類似しています。2015年当時は、中国経済の減速が世界の景気を押し下げました。過剰生産能力を背景にコモディティ価格が急落し、ドルが急騰しました。原油価格が10年ぶりの低水準を付けたことから石油産業がつまづき、世界貿易の低迷が製造業の重石となる中、米国の鉱工業セクターは景気後退に陥りました。

時間軸を現在に戻すと、世界貿易は中国経済の減速からの余波を受けています。米国の鉱工業生産は悪化しつつあり、企業景況感は急低下しています。今回は、世界経済が減速し、在庫水準は過度に高く、貿易をめぐる不透明感が企業景況感を悪化させています。

2015年同様、今回の景気サイクルの減速局面はいずれ終了するでしょう。確かに、中国の経済活動は再び軟化しており、貿易摩擦の高まりは、あらゆる景気回復の芽を摘む可能性があります。そのため、世界経済の回復は数カ月遅れるかもしれませんが。

しかし、2019年第1四半期の中国の経済指標が持ち直したことや、ユーロ圏がまずまずの経済成長を記録したこと、そして消費者信頼感の改善は、今後の景気回復を示す兆候です。米国、中国、欧州の景気が持ち直せば、その他諸国における景気の押し上げにつながるでしょう。

各セクターをさらに詳しく分析してみます。

**米国** 米国の製造業の低迷は消費者にまだ波及していません。労働市場は好調で、それを反映して消費者信頼感は今サイクルの最高水準にあります。実質個人消費は4月に2.1%増加(直近3カ月間の年率換算)して、第1四半期の伸び率約1.3%を上回りました。住宅建設業者の景況感は大幅に上昇しており、4月の住宅販売件数がやや軟調だったにもかかわらず、住宅ローン申請件数は増加傾向が続いています。物価の上昇は見当たりませんが、これは過剰在庫を減らすための値引きの影響かもしれません。第1四半期のコア個人消費支出価格指数(食品・エネルギーを除く)は下方修正されて前期比1%となりました。

今後の見通し:

米国経済は回復が遅れる可能性があります。在庫が取り崩されていることから、第2四半期の米国の景気はかなり低迷しています。資本財受注の弱さは投資が今後も勢いを欠くことを示唆しています。個人消費は第1四半期の一時的な停滞から回復するはずですが、過剰在庫の解消が進んだと思われることから、製造業は今年後半に上向く公算が大きいとみられます。世界の経済成長が回復すれば、米国経済にとってさらなる追い風になるでしょう。当社は引き続き、米国の今年の実質経済成長率を2.0~2.5%と予想しています。

**欧州** 欧州の経済活動は第1四半期に反発しました。製造業の景況感指数は低下のシグナルを発していましたが、当社独自のユーロ圏の企業指標は12月の底値から上昇しています。ドイツは昨年末の停滞を抜け出して良好な成長を見せました。ユーロ圏の賃金上昇率は加速して今サイクルの最高を更新し、個人消費にとって非常に明るい兆候を示しました。ドイツの失業率は0.1%ポイント上昇しましたが、これは労働者の再分類が大きな要因であった可能性があります。

今後の見通し:

欧州の今年の経済成長率は、トレンドと一致するかそれを小幅下回る1.0~1.5%のレンジで推移する見込みです。サービスセクターは力強い労働市場に支えられて堅調を持続しています。労働市場の活況は今後も続くと思われます。欧州経済にとってのリスクは、新たな局面を迎えた貿易摩擦によるセンチメントの悪化が、雇用判断に影響を及ぼすことです。アップサイドのリスクとしては、世界の経済成長が上向けば、輸出と製造業が反発することが挙げられます。

**中国** 年初に堅調な回復を果たした後、中国経済は軟化しました。製造業の主要景況感指標における雇用指数は低下し、2009年以降の最低を付けました。第1四半期の堅調さの一部(特に鉱工業生産指数)は、中国の経済データが常にそうであるように、誇張されていた可能性があります。第1四半期の成長率が予想を上回ったことで、中国政府は大規模な財政刺激策を緩めるとは考えられましたが、4月と5月の指標が精彩を欠いたことに加えて対米貿易摩擦が深刻化したため、政府は再度、広範な刺激策を打ち出すと予想されます。

今後の見通し:

中国経済は安定化した公算が大きく、今後はやや力強さを増すと思われます。米国による輸入関税の引き上げに直面するとはいえ、新たな景気刺激策が講じられれば、経済活動のさらなる軟化は避けられるはずですが、中国のサービスセクターは拡大基調にあり、かなり堅調であることから、中国の経済成長率は政府目標に近い水準を維持すると考えられます。



## 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