

Principal Global Investors

Economic Insights: 景気回復を遠ざけているのは幽霊か？

2019年10月

当社はそうは思いませんが、ハロウィーンだけに企業経営陣は過去の景気後退というお化けに怯えているようです。世界経済は依然として「トリック（減速）」か「トリート（回復）」かの岐路に立っています。

好転が近づいていることを示唆する好材料も一部で見受けられますが、明確な兆候は現れていません。それでも当社は、2020年半ばにかけて世界経済が持ち直すとの確信を強めています。世界経済が上向けば、株式市場も不安定ながらも緩やかに上昇するかもしれません。

持久戦

ウラジミールとエストラゴンがゴドーを待っていたように（サミュエル・ベケットの戯曲「ゴドーを待ちながら」）、私たちも米国経済や世界経済に対する楽観的な見方を裏付ける確証を待っています。ここ数カ月の兆候は一貫せず、良いニュースがあっても、その後に必ず悪化を示す証拠が出て打ち消されています。

それでも最近になって、企業経営陣を悩ませていた地政学リスクが低減し、中央銀行による緩和策の効果がようやく顕在化してきました。米国経済は底堅さを維持しており、欧州が一時的に景気の谷間にいるだけだと確信できる根拠も散見されます。中国の経済活動は緩やかに上向いており、韓国と日本では鉱工業生産が改善し、製造業不況から脱し始めていることを示唆しています。

好転するのは目前かもしれません。

米国経済は好調です。労働市場は堅調で、10月の雇用統計は予想を上回りました。就業者数が十分に増加しただけでなく、過去2カ月のデータも大幅に上方修正されました。GMのストライキで約4万人押し下げられ、国勢調査に関連した臨時雇用の終了で2万人減少しましたが、そうした特殊要因を除けば、就業者数は27万人増という非常に好ま

しい結果になっていたはずですが。新たな労働者が労働市場に殺到し、成人の身体障がい者の労働参加率の上昇に伴って障がい者登録率が低下しています。平均時給は前年同月比で3%上昇しました。このところ賃金上昇率は加速していませんが、近いうちに上昇ペースの加速が予想されます。最高経営責任者（CEO）の景況感是不況時の水準にとどまっていますが、企業景況感指数は改善しています。世帯形成の増加に伴って住宅建設は加速しており、消費者信頼感指数は高止まりしています。地区連銀の製造業景気指数は平均すると上向きにあり、銀行融資とマネーサプライは順調に伸びています。

米国の経済成長率は、第3四半期にわずかに減速しました。投資が2四半期連続で減少し、米中貿易摩擦をめぐる不透明感が幅広く影響したとみられます。個人消費は引き続き好調で、中でも耐久財の消費が活発でした。所得は安定して伸びており、活発な個人消費が家計の貯蓄を圧迫することはないと思われます。

企業景況感と消費者信頼感の間の相反する動きは、今後数カ月にわたり続く可能性があります。利益の伸び悩みから、企業の設備投資や景況感低調が予想されます。一方で、低水準のレイオフと健全な労働市場が持続すれば、好調な個人消費が経済に波及するでしょう。当社は、米国の経済成長率は2020年半ばにかけて2~2.5%を維持し、下半期はやや減速すると予想しています。利益率の低下が2021年にかけてのリスクとなりそうです。企業債務の増加はクレジット市場の圧迫要因となるかもしれません。次に景気が好転しても力強さに欠け、長続きもしない可能性があります。

中国でも、経済のモメンタムは上向いているとみられます。小売売上高、鉱工業生産、設備投資といった指標はいずれも9月に改善しました。政府発表の製造業PMIは49.3と低調で、またしても景気判断の分かれ目となる50を割り込み、今年2月以来の低水準となりました。しかし、財新による民間データは51.7と好調で、2017年初め以来の高水準となりました。生産に加え、新規受注、新規輸出受注がいずれも好調で、2018年またはそれ以前からの最高水準となりました。自動車販売台数は今年の春と比べると大幅に回復しています。輸出、発電量、セメント生産などの月次データも前月比で改善トレンドが持続しています。

貸出は順調に伸びています。中国のクレジット市場のモメンタムを示すブルームバーグの指標（貸出の対GDP比の伸び）は、今年に入って反発しています。特別地方債の発行は6月以降に加速し、中央政府が打ち出す金融刺激策や財政刺激策によって、経済成長率は目標とする6%前後を維持する見通しです。しかしながら人口動態、競争力の低下、高水準の債務などの長期的要因は、経済成長にとって長期に及ぶ大きな逆風となっています。

ユーロ圏経済は世界経済の減速を受けながら何とか持ちこたえており、現状は厳しいものの明るい兆候が見え始めています。第3四半期の実質GDP成長率は季節調整済み年率換算で0.75%となり、予想を上回りました。家計消費はまずまずで、自動車販売は改善しました。設備投資は予想に反して好調で、10月の企業景況感総合指数はわずかに上昇しました。銀行融資とマネーサプライは増加しており、経済成長に明るい材料となっています。雇用市場も良好で、失業率は7.5%と10年以上ぶりの低位にとどまり、全体的に雇用は安定的に増加しています。

ユーロ圏経済にとって大きな弱みは、域外輸出です。アジア新興国で企業景況感指数や鉱工業生産が改善しているため、そうした輸出の問題は解消に向かうと思われる。ユーロ圏経済は10月に底打ちしたとみられます。経済は景気後退よりも安定化が予想されますが、底入れはそう簡単ではないでしょう。とはいえ、超低成長にもかかわらずインフレ率は徐々に上昇し、消費者物価指数（食品・エネルギーを除く）は前年同期比で1.1%上昇しています。中央銀行も良好な見通しを立てているはずで

欧州経済が景気後退局面入りするとは思っていませんが、短期的に大幅な上振れは難しそうです。企業景況感指数は極めて低水準にあり、製造業の低調がサービス業に波及しているようです。英国のEU離脱期限の延長が多少なりとも安心感につながったかもしれませんが、製造業が上向くには、世界経済の好転が必要です。ユーロ圏の経済成長率は、2020年上半期は1%と予想されます。

日本は事情が異なります。10月1日からの消費税率の2%引き上げで個人消費が前倒しされた影響で、小売売上高はしばらく低調が予想され、GDP成長率はマイナスとなる可能性もあります。一方で、好材料もあります。9月の鉱工業生産は好調でした。工作機械受注と企業景況感指数は安定しています。9月の失業率は0.2%ポイント上昇しましたが、2.4%というのは依然として極めて低水準と言えます。労働市場は好調で、有効求人倍率は1.59倍と過去最高に近い水準にあります。人口が減少しているにもかかわらず、雇用者数は1%前後のペースで増加しています。経済活動は第4四半期に底打ちすると社はみています。世界の経済成長が緩やかに加速すれば、日本にとっては大きな追い風となるでしょう。

今後の見通し

過去20カ月続く世界的な景気減速局面は金融危機以降3回目、今回の3回目となる回復期の最大のリスクは企業利益の伸び悩みと利益率の低下であり、これは回復期が長続きせず力強さにも欠けることを示唆しています。企業の高い債務水準と利益の減少によってクレジット市場にストレスがかかり、2021年に景気の下降局面に陥るかもしれません。

一方、景気減速が終わりつつあると主張するにはより多くの証拠が必要ですが、そうした証拠が現れてきたようです。コモディティ価格が底入れを試す動きにあるように見えることはプラスのシグナルです。米国と中国でモメンタムが改善しており、日本とユーロ圏は苦戦していますが、悲観的な状況ではありません。中国、韓国、台湾の企業景況感指数の改善は景気回復の可能性が高いことを示す兆候です。

政策金利はどのくらいの水準なら低いと言えるのか

マイナス金利についてはどうでしょうか。政策金利は低下の一途を辿っています。欧州中央銀行（ECB）は9月の政策理事会で政策金利をマイナス0.5%に引き下げ、月額200億ユーロの新たな債券購入を発表しました。フォワードガイダンスは実質的に、金利を当分の間、現水準以下にとどめるとの内容でした。11月1日に就任したラガルド新総裁は、前任のドラギ総裁の「ユーロを守るために何でもやる」という姿勢を踏襲すると思われる。

米連邦準備理事会（FRB）は今年3回目となる25bpの利下げを行い、FF金利の誘導目標レンジを1.5%~1.75%に引き下げました。パウエル議長は「利上げは今のところ考えていない」ことを強調しました。ジョージ・ブッシュ元大統領の有名な選挙公約での発言「信じて下さい。新税は導入しない」になぞらえれば、「信じて下さい。利上げは行わない」といったところ（ブッシュ元大統領は後日増税に踏み切り、選挙公約を破りました）。FF金利は2020年末までこの水準に据え置かれる見通しです。ブタが空を飛ぶか（あり得ないこと）、次の景気後退後まで（どちらが先になるかにかかわらず）、利上げは実施されないでしょう。

このところのドル安のおかげで、新興国の中央銀行は通貨安を懸念することなく金利を引き下げることが可能です。日銀は10月の金融政策決定会合ではマイナス金利の深堀りを回避しましたが、追加措置が必要となれば、金利をさらに引き下げる意向を示しました。

はたして、金利のプラス圏への引き上げを検討している中銀はあるのでしょうか。世界でいち早くマイナス金利を導入したスウェーデンのリクスバンクが、最初に抜け出す可能性が高いと思われます。リクスバンクのイングベス総裁は、ゼロ金利への復帰は「ボーナス」であり、マイナス金利は最終的に終わりを迎える必要がある、と述べました。

現在、約16兆ドル相当の債券利回りがゼロ%を下回っており、これは異例の状況です。いったい何が起きているのでしょうか。これらの債券保有者は、投資した資金の「大半」を返済してもらう特権の代価を借り手に支払っていると言えます。分かりやすく説明するために、カジノを例にとってみましょう。あるギャンブラーはカジノの常連で、決まって100ドルを賭けます。十分に長い期間でみて、このギャンブラーは100ドルの掛け金に対して毎回平均で95ドルほどを持って帰宅することになります。単純に、カジノは胴元が勝つ仕組みになっています。ギャンブラーは賭

け事に興じ、きらびやかな照明、ベルや口笛の音、フリードリンクを楽しみ、背中を軽く叩かれて後押しされます。これらは5ドルの価値があるのでしょうか。

別の選択肢として、100ドルを現在利回りがマイナス0.56%の10年物スイス国債に投資したらどうでしょう。10年後、スイス政府は投資家に94.54ドルを支払うこととなります。ベルの音もきらびやかな照明も口笛もなく、もちろんフリードリンクもありません。あなたは魅力的に感じますか。

マイナス利回りの債券を購入する理由は何でしょうか？ 実際に幾つかの理由があります。

規制	金融機関や年金基金は利回りの水準に関わらず、資産の一部を無リスクの国債で保有することを求められる場合がある。
為替ヘッジ	ヘッジコストを含めると、ユーロ圏の投資家にとって、米国債のリターンはマイナス利回りのドイツ国債よりも劣る可能性がある。
デフレ	物価が下落した場合、利回りのマイナス幅が物価の下落率を下回れば、投資家はマイナス利回りの債券から利益を得られることもある。
懸念	投資家は他の資産のリターンはもっと悪いと考えるかもしれない
利回りの一段の低下予想	利回りのマイナス幅が一段と拡大すれば、マイナス利回りの債券価格は上昇し、投資家に堅調なリターンをもたらす。

マイナス利回りの債券は当初、プラスの影響をもたらすかもしれませんが。マイナス金利は借入コストを押し下げて投資や支出を促進し、国内経済を下支えする可能性があり、政府は債務返済コストの減少の恩恵を受けます。また、自国通貨安により輸出の押し上げも予想されます。しかし、抑制された金利が長期化するに連れて、以下のような多くの問題が顕在化する恐れがあります。

- 安全資産の低いリターンは年金基金の運営を脅かします。保険会社や年金基金は保険・年金債務の支払いに十分なリターンを得られず、従業員の基金への拠出負担が増加し、企業が基金への拠出を引き上げるため利益が損なわれる可能性があります。
- 退職後に備えて貯蓄を行う個人は貯蓄を拡大させることになり、貯蓄の増加は支出に回すお金が減少することを意味し、経済成長の鈍化につながります。
- マイナス金利という異例の政策が必要となれば、経済状況が悪いことが示唆され、不透明感を生み出します。
- 銀行は貸出金利の引き上げや貸出の削減に動くと考えられます。
- リターンの低い投資アイデアに資金が提供され、非効率な企業が温存されることで、誤った資本配分がなされ生産性が落ち込み兼ねません。
- 銀行が顧客の預金に手数料を課す可能性は低いと思われるため、銀行のコストは上昇し、これを相殺するために他の手数料が引き上げられるでしょう。
- 安全資産の低いリターンは投資家のリスクテイクの拡大を促し、資産バブルやひいては金融危機につながりかねません。
- 超低水準の金利が資産価格を押し上げ、これらの資産の保有層に有利に働くことで、所得の不平等拡大をもたらします。

このようにマイナス金利の悪影響を挙げれば、際限がありません。またマイナス金利の長期化は予期せぬ様々な結果を生み出す可能性は高いと思われ、ゼロ%を下回る金利が持続不可能であると考えます。

今後の見通し（総括）

2009年3月～2018年1月の長期に及ぶ株式市場の上昇相場は終わりを迎えたようです。新たな投資サイクルの開始が見込まれるものの、その兆候はまだ顕在化していません。そのため、投資家がそれに乗ることで長期的な利益が得られるような息の長いトレンドを見出せていません。当面向こう1年半から2年は、戦略を必要とする市場環境となりそうです。

当社の経済予測ではこの間、安全資産とされる長期国債の利回りに緩やかな上昇圧力がかかることを示唆しており、世界経済が上向けば、10年物米国債利回りは10月末の1.69%から2%以上に上昇する可能性があります。今回の景気上昇局面が過去2回より短期間かつモメンタムが弱い場合、利回りが2%～2.5%の米国債は、2021年と目される景気下降局面までの1年半の間、魅力的な投資対象となると考えられます。

少なくとも1年の時間軸では、残存期間2年～4年の信用力の高い社債や地方債に対する選好を維持するべきでしょう。投資適格社債、ハイイールド社債、新興国の債券は良好な投資対象になると考えられますが、格付けが特に高い債券を選好することが重要です。

景気が予想通り改善すれば、株式市場もなお小幅な上昇が見込まれるものの、現在の割高なバリュエーションを踏まえると、上値は限定されると考えます。景気後退懸念が高まれば、投資家は上昇相場が進むとともに、半ば定期的に多少の利益を確定しようとするかもしれません。当社はセクター配分においても国別配分においてもバランスの取れたポートフォリオを維持すべきと考えます。米国以外の株が米国株をアウトパフォームする可能性があり、バリュー株指数はグロース株指数より極めて割安です。慎重姿勢とバランスの取れたアプローチが決め手となります。現在はどちらに進むとも分からない不確実な状況にあると言えます。

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。

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