Principal Global Investors

Economic Insights: 3回目の回復の波

2020年1月

ボブ・バウアー、エコノミック・コミッティ

2008年の金融危機とそれに続く大不況以降、世界経済はエアポケットを3回経験しました。1回目の景気減速は、2011～2012年の欧州債務危機がきっかけでした。次は2015年で、米ドルの急騰とコモディティ価格の急落が深刻な製造業不況につながりました。いずれの局面も、世界経済は中国経済の加速に牽引されて速やかに立ち直り、同時回復しました。そして3回目の景気減速は2017年後半に中国が発端となり、当局が債務の伸び率を抑えるために信用を引き締めたことが原因でした。世界経済は徐々に勢いを失いました。

そして今、20カ月以上続いている景気減速局面からの3回目の回復の波が起こり始めています。景気モメンタムは米国と中国で明らかに改善しており、欧州でも緩やかに経済が上向き始め、日本経済も底打ちが近いとみられます。

中国

最近の経済指標はこうした景気改善期待を裏付けており、特に中国では景気改善が顕著です。中国の企業景況感指数は製造業、非製造業ともに回復しており、信用残高の伸びは、政府当局による地方政府の起債基準の緩和を受けて加速しています。経済協力開発機構（OECD）による中国の景気先行指数は2月に底入れし、当社独自の景気モメンタム指標も2019年春以降上向いています。小売売上高、鉱工業生産、固定資産投資など幅広い範囲の指標はいずれも11月に大きく改善し、鉄道旅客数、発電量、航空旅客数といった特定分野の指標もここ数カ月は上昇基調を示しています。堅調な不動産投資と住宅価格の上昇を支援要因に、経済成長率は目標水準付近に維持される見通しです。

米中貿易摩擦の一部緩和は2020年の景気改善にとって好材料です。政府が発表する公式のGDP成長率は、2020年に6%近辺で安定推移すると予想されますが、今後10年間のタームで見ると、人口動態の悪化、債務負担の増加、競争力の低下といった長期的な逆風を背景に、経済成長率は緩やかな減速が長引くと予想されます。

米国

米国の景気は回復しつつあるようです。ボーイングの新型旅客機737 MAX生産停止が2020年第1四半期のGDP成長率を0.3～0.4%下押しする可能性があるものの、ゼネラル・モーターズのストライキによる鉱工業生産への重石は解消されており、2019年11月には自動車セクター以外の製造業でも立ち直っています。中小企業楽観指数は上向いており、過去最高水準近くを維持しています。雇用の伸びは景気拡大サイクルの終盤としては異例の強さを示し、これが消費者信頼感を押し上げています。非管理職・生産労働者の賃金上昇率は加速し続けており、今や移動平均で見ると前年比+3.4%となっています。家計のバランスシートは極めて健全で、貯蓄率は8%で高止まりしています。消費者の間で低い住宅ローン金利を利用する動きが広がっているため住宅建設が急増し、住宅建設会社の業況感は20年ぶりの高水準に急上昇しました。

設備投資は2019年に低迷しましたが、今年は回復が見込まれます。最高経営責任者（CEO）の景況感は低水準から上昇しており、貿易摩擦をめぐる不透明感も後退し、景気は改善しつつあります。賃金の伸びは力強さを維持するとみられ、個人消費が経済全体を下支えするでしょう。高い貯蓄率と堅固なバランスシートは、旺盛な個人消費の強力な基盤となります。現在の景気拡大サイクルは2020年末まで持続し、GDP成長率はトレンドまたはそれを上回る2%～2.5%のレンジで推移する見通しです。

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。

ユーロ圏

ユーロ圏経済はこのところ米国と中国に出遅れ、2019年は世界経済のマイナス材料となりましたが、ドイツが第3四半期も拡大を維持したことで、景気後退入りは回避されました。ユーロ圏全体では第4四半期が景気の底だったとみられます。サービスセクターの景況感指数は底値から上昇している一方、製造業の景況感指数はまだ底打ちしていないかもしれません。製造業の景況感指数は10月の低迷後に、12月も経済活動がやや縮小したことを示しました。ただし、全体として企業景況感には回復の兆しが表れており、活気ある労働市場を背景に、堅調な家計支出が景気後退を阻止しています。

ユーロ圏では景気回復の下地が整っています。自動車販売台数の増加と中国の景気回復により、ドイツの製造業は低迷から抜け出すとみられます。賃金の伸びは加速し、労働市場が逼迫する中で雇用の伸びも底堅さを維持しています。家計支出が景気を下支えし、景気悪化を阻止する見通しで、景況感の回復に伴って設備投資も増加するでしょう。ユーロ圏のGDP成長率は2020年に1.5%近くに小幅回復すると予想します。

日本

日本では10月1日に導入した消費税引き上げが、これまでの増税時と同様の悪影響を及ぼしました。すなわち、企業の売上高は増税前の駆け込み需要で押し上げられたものの、増税後は急減しています。このため第4四半期はマイナス成長となった可能性も否定できず、景気回復が先送りされたのは確実とみられます。製造業は世界的な逆風を受けて低迷が続いています。一方、雇用市場は驚くほど逼迫しており、求人は豊富で失業率は2.2%と極めて低水準を維持しています。プライムエイジ（25歳～45歳の働き盛り）の労働参加率は上昇の一途を辿っており、今や88%と過去最高を大幅に更新しました。

ただし、日本の製造業は工作機械受注と鉱工業生産が持続的に減少するのに伴い、後退局面入りしています。増税の影響が薄れるのに連れて、景気は2020年に緩やかに立ち直ると予想します。政府は消費税引き上げの影響を打ち消すために大型の財政パッケージを提案しており、2020年の東京オリンピックも一時的ながらも景気の押し上げに寄与するでしょう。台湾と韓国の鉱工業生産がいく分増加傾向にあることと、東南アジアで広範囲にわたり景気の持ち直しの兆候が見られることも、日本に追い風となる見込みです。

世界経済概況

世界経済が2020年に緩やかながら回復するための基盤は整いつつあると考えます。各国中央銀行の金融政策は極めて緩和的で、金利は超低水準にとどまっています。ようやく顕在化し始めた利下げの効果は、2020年を通じて恩恵をもたらすでしょう。中国の景気刺激策は小規模ですが、成長を後押ししています。貿易摩擦をめぐる不透明感は後退しつつあり、米ドルは下落しており、信用ストレスはほとんど認められず、インフレは緩やかです。景気好転の兆候を感じ取ってコモディティ価格は上昇するなど、3回目の回復の波は起こり始めています。

しかし、警戒すべき点も幾つかあります。1月3日に米国軍がイランのカセム・ソレイマニ司令官を殺害したことで、原油価格が高騰する可能性が浮上しています。当初の反応は弱く、2019年9月にイランがサウジアラビアの石油関連施設をドローン攻撃した直後の急騰ほどではありませんでした。原油価格の急騰は米国経済全体にとって悪材料ですが、シェールガス・石油生産量の大幅な増加がマイナスの影響を打ち消しています。消費者にはガソリン価格の上昇という形で影響が及ぶでしょうが、米国シェール石油業界にとっては追い風となりそうです。一方で、中東地域の情勢は安定化が見込めず、不確実性が続くとみられるため、不透明感が一段と深刻化すれば、景気は抑制され経済問題につながる恐れがあります。

経済活動は活発化しているものの、回復は金融危機以降に経験した過去2回と比べて長続きせず、力強さに欠けると思われます。中国の今回の景気刺激策は、大量に信用供与が行われた以前の措置よりも小規模です。財政刺激策としては、減税、預金準備率の引き下げ、インフラ支出の拡大、利下げ、一部の省政府による地方債発行が実行されています。当局は債務の過剰な伸びを抑え、レバレッジを管理下に置こうとしています。過去に例がないほど債券デフォルトが増加しており、中国政府が債務に警戒するのもうなずけます。2019年に経済成長は安定化しましたが、上振れすることはなさそうです。

中国の景気回復は精彩を欠き、2017年のように劇的な世界同時回復の原動力となることはないでしょう。中国という輸入マシーンは従来のようにフル稼働しておらず、世界経済を押し上げる力はないと思われます。ユーロ圏、日本、新興国市場で経済が立ち直ったとしても、いずれも力不足が予想されます。さらに、米中貿易交渉は第1段階の合意に達しましたが、トランプ政権が次の関税引き上げのターゲットとして、ユーロ圏を狙い打ちする可能性もあります。

米国単独で世界経済を力強く回復に導くことができるでしょうか。おそらく無理だと考えます。サイクル終盤を示す典型的な兆候が既にいくつか顕在化しており、足元の米国経済の回復が過去の回復と比べて力強さを欠き、長続きしないことを示唆しています。

世界で見られ始めている回復トレンドは、少なくとも2021年初めまでは持続するモメンタムはあるとみられますが、そうした好転の動きにも鈍さが予想され、2021年の半ばから後半にかけて再び景気が下降気味になる恐れがあります。加速する米国の賃金上昇が原因で、今般の小幅増益が減益に転落する可能性もあります。そうなると、雇用の伸びや設備投資は停止し、米国は緩やかな景気後退に陥るかもしれ

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。

ません。実際に景気後退局面に入る前には他の兆候も浮上し、時期や深刻度についてもう少し明確になるはずです。

今のところは、景気回復が一巡するのを楽観して眺めていられるでしょう。

投資へのインプリケーション

経済情勢は常に、株式市場と債券市場に様々な影響を与えます。そうしたファンダメンタルズが金融市場のトレンドを左右するからです。世界経済が2020年に回復した後、2021年に問題に直面するかもしれないことは、投資家が簡単にリターンを上げられる複数年のトレンドにならないことを示唆しています。年初は、短期的かつ戦術的な投資判断を行うタイミングとなりそうです。

短期であれ長期であれ、最も幅広く分散投資をしている株式投資家は、2019年に非常に好ましい結果となりました。S&P500指数は28.9%、MSCIオール・カントリー・ワールド指数は20.8%上昇しました（配当は含まず）。バイアンドホールド戦略を取る長期投資家は、2018年の10月初めから12月末にかけて株式市場が20%以上下落したために、それほど高いリターンを得ることができませんでした。それでも、S&P500指数を数年間保有していれば、2018年のピークから2019年末までに10.4%上昇しており、リターンは良好と言えます。

債券投資家にとっても2019年は好調な年でした。当社がトラックする22の債券指数はいずれもプラスのリターンとなりました。リターンが最も高かったのは長期米国債で、金利低下を受けて価格が上昇しました。ブルームバーグ・バークレイズの長期米国債指数は2019年に18.1%もの驚くべき上昇率を達成しました。8月に高まったリセッション懸念が後退し、投資適格社債、ハイイールド社債、新興国の債券は11%～約15%の高いリターンを上げました。

金利は今後どうなるでしょうか。米連邦準備制度理事会（FRB）は「FF金利を引き上げるハードルは高い」とするスタンスを明確に打ち出しており、このことは、インフレが持続的に上昇しているという明らかな兆候が見られない限り利上げを行わないことを意味します。その上、FRBはインフレ対策の枠組みを2%という単純な固定目標から見直す公算が大きく、新たな目標は、一定期間「平均で2%のインフレ率」になると思われます。つまり、2%を下回るインフレ率が数年続いた場合、FRBは下回った分を相殺するために、インフレ率が2%を上回る状況を容認する可能性があります。いずれにせよ、FRBは2020年を通じて、またはその先も当面は金利を据え置くと思われます。

2020年に世界経済が改善すれば、長期金利には緩やかな上昇圧力がかかることが示唆されます。今年いずれかの時点で、10年物米国債利回りが2.25%以上を付けたとしても意外感はありません。同様に、10年物ドイツ国債利回りは12月初めのマイナス0.4%前後からプラスに転じると予想されます。FRBによって短期債利回りが固定されているため、長期債利回りの緩やかな上昇はイールドカーブのスティープ化を意味し、実際にそうなれば、FRBメンバーから歓迎されるでしょう。

現在、短期債から得られる利回りが、残存期間がより長い債券の利回りよりも大幅に不足しているわけではありません。従って、投資期間6～9カ月（または12カ月）を基準とする投資家は、残存期間2～4年の社債または地方債に対する選好を維持するべきでしょう。足元の景気が好転しても2021年にかけて弱まる可能性があることを考慮し、当社は高い格付けの債券に購入対象を限定する方針です。これは投資適格社債、ハイイールド社債、新興国の国債や社債といった全てのリスク資産に当てはまります。最も格付けの高い債券を選択することが重要です。景気の好転が予想以上にダイナミックであれば、長期債利回りはさらに上昇するため、やはり残存期間が短い債券を選好するスタンスが適切と考えます。

今後も株式市場は上昇が続くでしょうか。世界経済が改善し、中東の紛争が大幅に悪化することがなければ、世界の株式市場は2020年に小幅上昇が見込まれます。利回りが上昇すれば、少なくとも短期的には債券に対して株式をオーバーウエートすることが望ましいでしょう。米国株に関しては、バリュエーションが高く、利益予想は過度に高いと思われるため、株価の上昇は漸進的になるかもしれません。過去12カ月の営業利益に基づくS&P500指数構成企業の株価収益率（PER）は20.4倍で、2017年末に記録したピークの21.5倍に近い水準です。2020年の利益の伸びに関してS&Pが集計したアナリスト予想の平均は、2019年末時点では11.1%でしたが、徐々に引き下げられており、今後も下方修正が続く可能性が高そうです。

米国と海外並びに各セクター間でバランスの取れた株式ポートフォリオが、まずまずのリターンを得るのに最善の組み合わせとみられます。世界経済の加速は米ドルの重石になりがちです。米国以外の株式は全般的に割安な形で本年をスタートしました。大手米国ハイテク企業が2009年3月以降の長期上昇相場を牽引してきましたが、牽引力に陰りが見られます。景気が上向くのに伴い、バリュー株や金融セクター株をアンダーウエイトしないのが適切と思われます。

今回の上昇局面がどれほど長く持続しようと、米国の歴史的な景気拡大期の最後のラリーとなる可能性が高いでしょう。足元の景気拡大期は現在11年目の半ばにあり、過去最長を更新中です。米国経済が10年にわたり景気後退に陥らなかったのは今回が初めてです。

2021年にどのような経済問題が浮上するとしても、それ以降の10年間に良好な投資リターンを上げることはかなり難しくなりそうです。市場心理を幅広く測る複数の指標が米国株の10年間の平均リターンが低水準にとどまることを示しています。

- PER
- トービンのq理論、すなわち資本の再取得価格に対する株式時価総額の比率
- ウォーレン・バフェット氏が重視する、米国の経済規模（GDP）に対する米国株式の総時価総額の比率
- 家計金融資産全体に占める株式の割合

これらの指標はいずれも株式に対する広範な過熱感を表すサインですが、過去の実績を見ると、こうしたサインは将来のリターンに対する逆張り指標となっています。6～12カ月間は利益が見込まれるものの、投資家は長期的に慎重なスタンスを取った方が良いかもしれません。

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。

無登録格付に関する説明事項（S&P）

1. 無登録である旨
当該資料において用いられている信用格付は、金融商品取引法第 66 条の 27 による登録を受けていない信用格付業者（無登録業者）によって付与されております。

2. 登録の意義
登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

3. グループ名称・グループ内登録業者の名称/登録番号
グループ名称：　スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービシズ（以下「S&P」と称します。）
グループ内登録業者の名称及び登録番号：スタンダード＆プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第 5 号）

4.「格付付与の方針・方法の概要」又は「格付付与の方針・方法の概要を登録業者から入手する方法」
スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（http://www.standardandpoors.co.jp）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」（http://www.standardandpoors.co.jp/unregistered）に掲載されております。

5. 格付の前提・意義・限界
S&P の信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。
信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。
S&P は、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&P は、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。
上記の情報は当社が信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記スタンダード＆プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

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。

Disclosures

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものです。本資料は、特に記載がない限り、資料作成時点でプリンシパル・グローバル・インベスターズ（以下、「PGI」）及びグループ関連会社において信頼できると考えられる情報源に基づいて作成された英文の訳文です。本資料と原文の内容に齟齬がある場合には、英語の原文が優先されます。適用法令で規定されるものを除き、本資料中の情報・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。本資料は一般的な情報のみを含んでおり、あらゆる投資家の投資目的及び経済状況を考慮しておらず、特定の投資助言や推奨、ないし、一般的な市場等に関する将来の投資成果を示唆または保証するものではありません。本資料中の見解及び予測等は本資料作成時点のものであり、事前の予告なく変更される場合があります。特定の投資や有価証券に関するあらゆる言及は、売買または保有等を推奨、示唆するものではありません。
いかなる場合にも、PGI 及びグループ関連会社、またその役職員等は、本資料及び本資料中で提供される情報やデータの誤り及び内容に起因して発生した損害については、一切の責任を負いかねます。

過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものではなく、投資判断を行う際に依拠すべきものではありません。本資料に記載の数値は、特に記載がない限り、米ドル建てとなっています。投資に際してはリスクが含まれるものであり、元本を毀損する場合があり得ます。

本資料は将来の予測情報を含みますが、完全な史実に基づくものと見做すべきではなく、それらの予測が将来実際に起こる保証はありません。また、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。

本資料中の情報は、弊社の文書による事前の同意が無い限り、その全部又は一部のコピーや配布はご遠慮ください。

プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社
〒100−0011　東京都千代田区内幸町 1−1−1　帝国ホテルタワー
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