

# On my mind: 2020年の米国経済 は政治リスクを乗り 越えられるか？



Dr.ソナル・デサイ  
フランクリン・テンプレト  
ン債券グループ  
最高投資責任者(CIO)

2020年1月14日

新年、そして2020年代の幕が切って落とされました。2020年は多少の懸念材料があり、投資の観点からいかに成果をあげるべきかについていくつかアイデアもありますが、これについてはバロンズ誌がニューヨークで開催した2020年ラウンドテーブルでも議論したばかりです。しかし、そのテーマを掘り下げる前に、2019年の教訓と新年に持ち越されているトレンドについて説明させていただきます。

2019年における悲観的な予想は全てが実現したわけではありません。貿易問題をめぐる緊張は手の施しようのない貿易戦争には至りませんでした。関税引き上げは一部の企業や産業に影響を及ぼしましたが、マクロ経済への影響はさほど大きくありませんでした。米国の景気拡大は過去最長を記録しており、失業率は50年ぶりの低水準にあります。中国は緩やかな減速にとどまっており、国内総生産(GDP)成長率は6%となお健全な水準を維持しています。

米連邦準備理事会(FRB)の強力な後押しがあったとはいえ、米国の株式市場は大幅に上昇しました。S&P500種株価指数は約30%、ナスダック総合株価指数も35%強上昇し、いずれも6年ぶりの高い伸びを記録しました。ダウ工業株30種平均は22%上昇しました。<sup>1</sup>

## 懸念の壁

昨年はメディアや様々な市場で過度な懸念が見られましたが、ここでは2020年に予想すべきこと、懸念すべきことをご紹介します。

2020年11月の米大統領選に向けて、米国の政治情勢が市場変動の震源地になると考えられます。民主党の有力候補の中にはオバマ前大統領の政策を踏襲するものもいれば、経済成長や市場に深刻な影響を与えるような事業環境の抜本的な変革を打ち出しているものもあります。

現政権のように、ねじれ議会となっても新政権は大統領令を通じて大幅な規制変更を成立させる可能性があります。ここ3年間の規制緩和が経済成長に与えた効果は著しく過小評価されてきましたが、同様に、規制が復活することによる悪影響についても過小評価されています。

一方、ドナルド・トランプ米大統領は2期目に入ってもつづやき政策(ポリシー・バイ・ツイート)を止めそうにありません。いまや同大統領のつづやき政策により混乱が生じ、市場のボラティリティ

1. 各インデックスは運用されているものではなく、また、これらインデックスに直接投資することはできません。インデックスにはいかなる運用報酬、その他諸費用等も含まれていません。過去の運用実績は将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。いかなる推測、予想、予測も実現する保証はありません。

や企業投資の不透明感を高めています。11月の選挙が近づくにつれ、将来の経済政策をめぐる不透明感が市場に一段と重くのしかかると予想されます。

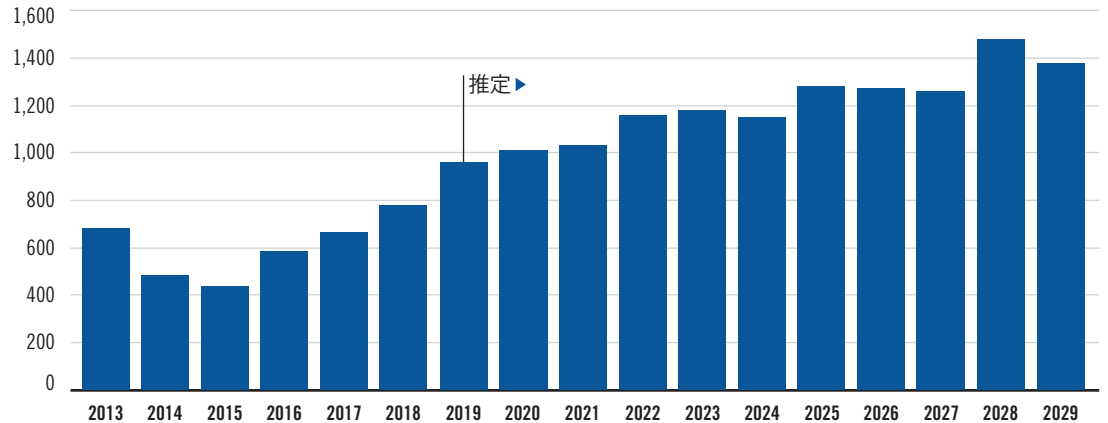
誰が当選するにせよ、米国の公共支出と政府債務は拡大を続ける可能性が高く、これが現在の米国債のバリュエーションをなお一層、割高にする要因になっています。

### 米財政赤字は1兆ドルの大台に

#### 米議会予算局（CBO）の予算見通し：赤字合計（十億米ドル）

2013年－2029年（推定）

財政赤字額（十億米ドル）



出所：米議会予算局（CBO）。10年間の予算見通し。2019年8月時点。いかなる推測、予想、予測も実現する保証はありません。

### 市場とFRB: 主導権争い

市場とFRBの綱引きは再燃しそうです。2019年は市場が圧力をかけ、FRBは押し切られました。株価は1年でおおよそ30%上昇しました。企業収益がほぼ横ばいで推移する中、FRBの利下げが決定的な役割を果たしました。それが中央銀行にとって居心地のよい状況であるはずはありません。

FRBは2020年は静観する構えで、短期金利を現行水準で据え置くと考えられます。それでも景気の下支え効果は大きすぎるくらいで、米国の実質GDP成長率は今年も2.5－2.75%と健全な水準が見込まれます。しかし、FRBは現在着手している金融政策の再点検を通じて自らの金融政策をさらに正当化することが可能です。すなわち、インフレ率が目標を一時的に上回る事態を容認する平均インフレ目標などの導入に前向きになる可能性があります。

また、インフレ率は今後2%の目標を上回ると予想していますが、問題はどの程度上回るかにあります。米国の労働需給の逼迫で企業の労働コストの伸びは目に見えて加速し始めています。労働コストが最重要課題だという小規模事業者の割合は40年ぶりの高水準にあります。

消費者物価指数の上昇率が緩やかなものであったとしても、上昇ペースが速ければ、投資家は過敏になり、長期金利は市場の予想以上に押し上げられる可能性があります。政策当局やアナリストの間ではインフレはもはや懸念材料ではないとの見方が広がっていますが、それは危険な思い込みです。

テクノロジーによる変革とグローバル化がモノとサービスにインフレ抑制効果をもたらしてきましたが、永遠に続く保証はありません。一方、金融緩和政策は資産価格インフレに火をつけ、流動性が別のところでインフレを引き起こす結果になっています。

## インフレ圧力の上昇の兆し

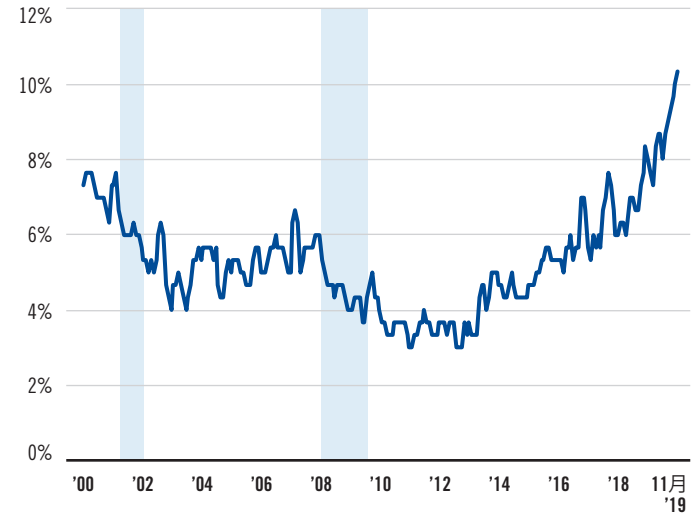
### 全米自営業者連盟 (NFIB) : 向こう3ヵ月間の賃上げ計画(%)

2000年1月から2019年11月 (3ヵ月移動平均)



### 全米自営業者連盟 (NFIB) : 小規模事業者にとって労働コストは最重要課題

2000年1月-2019年11月 (3ヵ月移動平均)



出所：全米自営業者連盟 (NFIB)。網掛け部分は米国の景気後退局面。2019年11月時点。

現在、「慢性的なスタグネーション(景気停滞)」に陥っており、総需要の低迷で投資と債券利回りが圧迫されることから、先進国では低成長が永遠に続くという見方が一般的です。金融緩和政策と公共投資の拡大は永遠に必要であり、インフレはなくなり、負債も存在しないことから、これらの政策にリスクはないという結論です。

かつて1980年代半ばから「グレート・モデレーション」として知られるマクロ経済の安定期が長らく続きましたが、当時も状況が変わるまで同じ見方が無条件に受け入れられていました。労働需給の逼迫が記録的な水準に達しているにもかかわらず、インフレはなぜ低迷を続けているのか、経済学はまだ説得力のある説明を見つけ出していません。完全に理解されていないものを完全に信用するのは賢明ではないと思います。

したがって、私は金融緩和や財政出動をむやみに求める動きを懸念しています。心配するのはやめて負債のメリットを評価しなさいと論ずローレンス・サマーズ氏のような一流の経済学者しか「予算制約は存在しない」とする現代貨幣理論(MMT)のマジカルシンキングしかりです。慢性的なスタグネーションがもはやそれほど慢性的でなくなり、別の局面に移行する初期段階で芽を吹き出す金融システムの不安定化という種をまいているにすぎないと考えます。

成長見通しに関する議論もGDPの等式にある供給サイドを無視しすぎています。生産性はここ10年間伸び悩んでいることから、多くの経済学者は生産性は常に伸び悩むものだと思い込んでおり、総需要をいかに喚起すべきかに焦点を当ててきました。これはデジタルイノベーションが金融から製造業に至る経済のあらゆるセクターに浸透する可能性を過小評価しています。

性急かつ矛盾した姿勢が見受けられます。

人々は自らが属する産業のディスラプション(創造的破壊)に思い悩み、差し迫るオートメーション化にどのように対処すべきかを議論しています。他方で、まだ目には見えないという理由で生産性や経済成長に好影響はないと思い込んでいます。しかし、新しいテクノロジーが浸透するには時間がかかります。新しいスキル、組織変更、新しい事業運営・管理の仕組みが必要になります。金融の分野もそうですが、他の産業ではなおさらです。時間が必要です。しかし、それはすでに起きていることです。

ノーベル賞受賞者の経済学者ロバート・ソロー氏は1987年に「どこにいてもコンピューター革命を目にすることはできる。生産性の統計を除いては。」と語っています。その数年後に生産性の伸びは2倍になりました。これは今日、肝に銘じておくべき重要な教訓です。他の経済学者は人工知能やロボットをめぐる過熱ぶりと生産性の伸び悩みを対比し、新しいイノベーションに成長を押し上げる力はないと結論付けているからです。適応的期待は危険なバイアスだと考えます。

### 行き過ぎなもの、なおくすぶり続ける貿易戦争の懸念

貿易問題をめぐる緊張は続いています。12月の米中間の「第1段階の合意」は貿易戦争の懸念が行き過ぎであったことを証明しましたが、楽観できる状況ではありません。140文字のツイートで貿易政策を積極的に伝えるトランプ大統領のスタイルは時として市場の乱高下を引き起こしてきましたが、認識しておかなければならないのは共和党も民主党もグローバリゼーションに対し批判的な態度を強めていることです。大統領選の行方にかかわらず、世界の貿易環境は構造的に変化しています。

中国が先進技術への投資を続ける以上、米中間の経済的戦略的競争は激しさを増す一方です。世界的にナショナリズムが強まる傾向にありますが、そうした状況も長期化しそうです。私が見る限り、貿易戦争や世界的な景気後退を引き起こす要因にはならないと思われます。しかし、投資の観点からすると、特定の企業や産業に影響し続け、様々な国の比較優位や魅力に影響し続けると予想しています。

### 2020の予想

2020年のマクロ経済見通しについては、大きな変化が起こるとは予想していません。むしろ、コンセンサスは悲観的すぎると考えられます。世界経済は安定成長を続けるとみており、GDP成長率は米国が2.5-2.75%、ユーロ圏はおおよそ1%、中国は約6%を見込んでいます。<sup>2</sup>

政治的不透明感や地政学的要因、新たに浮上するリスクをめぐるマスコミの過剰報道など複数の要因から再び大幅なボラティリティが見込まれます。

投資家は2020年をどのように迎えるべきでしょうか？バロンズ誌の2020年ラウンドテーブルの第2部(2020年1月28日に出版予定)では、こうした複雑な環境下における投資の意味合いについて詳しく論じており、主な推奨銘柄も掲載しています。

2020年も多事多難の示唆に富む一年になりそうですが、皆様の益々のご活躍をお祈り申し上げます。



2. いかなる推測、予想、予測も実現する保証はありません。

## リスクについて

**すべての投資はリスクを伴い、元本を割り込む可能性もあります。**債券価格は通常金利と逆方向に変動します。そのため、ポートフォリオで保有する債券の価格が金利上昇の影響を受け変動した場合、ポートフォリオの価値は低下する可能性があります。債券発行体の財務内容や債券格付けに変動があった場合、その債券の価値に影響を及ぼす可能性があります。外国証券への投資には為替変動、経済および政局の不透明感など特別なリスクを伴います。新興国市場の投資では、同じ要因に関連してのリスクが増大する一方で、市場規模や低流動性に関連したリスクや証券市場を支える法制度、政治・経済構造、社会基盤の未整備といったリスクも伴います。このような投資においては、大幅な価格変動が発生する場合があります。高利回りは、低格付け証券や、場合によっては、証券の価格低下に伴う高い信用リスクを反映します。金利変動は証券価格や利回りに影響を及ぼす可能性があります。株価は、個別企業、特定の産業、業種、市場環境全体などの影響により急速かつ大幅に変動する場合があります。米国国債は償還日まで保有した場合、元本および利払いが保証されます。

## 重要事項

当資料は一般的な情報提供のみを目的としたものであり、個別の投資助言または証券の売買、保有、または投資戦略の採用に関する推奨や勧誘を行うものではありません。また法律上、税務上の助言を行うものではありません。

当資料のなかで示された見解ならびにコメント、意見、分析は、2020年1月14日時点のものであり、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料で提供された情報は、すべての国、地域、市場に関するすべての重大な事実に関する完全な分析を目的とするものではありません。

当資料の作成には、第三者を情報源とするデータが使用されている可能性があります。フランクリン・templton(「FT」)は当該データに関して独立した照合、検証、監査は行っていません。FTは、本情報の利用によって生じたいかなる損失に対しても一切、責任を負いません。当資料のコメント、意見、分析に対する依拠については、利用者ご自身でご判断ください。

金融商品、サービス、情報はすべての管轄区域で入手可能なわけではなく、米国以外では、他のFT関連会社および/または現地法および規則が承認するその販売会社によって提供されます。個別の管轄区域における金融商品およびサービスの提供に関する詳細な情報については、専門家の助言を受けることをお勧めします。

詳細につきましては[www.franklinresources.com](http://www.franklinresources.com)をご覧ください。

<当資料のお取扱いにおけるご注意>

- 当資料は、情報提供を目的として、フランクリン・templton(フランクリン・templton・リソース・インクとその傘下の関連会社を含みます。)の資料をもとに、フランクリン・templton・インベストメンツ株式会社が翻訳した資料であり、特定の金融商品取引の勧誘を目的とするものではありません。
- 投資信託は値動きのある有価証券(外貨建資産には為替リスクもあります。)に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、元本は保証されているものではありません。
- 投資信託は預貯金ではありません。したがって、元本は保証されておらず、投資した資産の減少を含むリスクがあることをご理解の上、お申込み下さい。
- 投資信託は預金等や保険契約と異なり、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関を通じてご購入頂いた場合は、投資者保護基金の保護の対象ではありません。
- 当資料は各種の信頼できると考えられる情報源を元に作成されていますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料中、記載されている内容・数値・図表・意見・予測等は、本資料作成時点のものであり、将来の市場動向、運用成果等を示唆・保証するものではなく、また今後予告なく変更されることがあります。
- 当資料にかかわる著作権その他の一切の権利は引用部分を除き当社に帰属します。当資料の一部又は全部の無断での使用・複製は固くお断りします。

フランクリン・templton・インベストメンツ株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第391号  
加入協会／ 一般社団法人投資信託協会  
一般社団法人日本投資顧問業協会  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会