

ストラテジーブレティン (324号)

快方に向かう世界経済と市場

～ 懐疑の中で強気相場が育っている可能性

(1) 悲観のさなかのポジティブサプライズ

IMFの上方修正

2023年は悲観の中で始まった。ウクライナ戦争と米中対立、40年ぶりのインフレと急速な金融引き締めなどの懸念山積により、身構えて迎えた2023年であった。しかし、1月の展開はうれしい驚きとなっている。まずIMFが2023年世界経済見通しを上方修正し、リセッションに陥らないと表明した。2023年は2.9%と2022年の3.4%より減速するが、昨年10月時点での予想比0.2%ポイントの上方修正となった。修正をけん引したのは2大大国、米国と中国の見通しの改善である。中国は厳格なコロナ政策の解除により、経済が正常化するとみられ4.4%から5.2%へと上方修正された。米国はインフレのピークアウトによる金融環境の好転等により1.0%から1.4%へと修正された。深刻であったユーロ圏の成長率も暖冬などによる天然ガス急落にけん引されて物価上昇がピークアウト、政府によるエネルギー価格上昇補填政策も寄与し0.5%から0.7%へと引き上げられた。円安効果と財政政策の寄与が期待できる日本も、1.6%から1.8%へと修正された。

株式会社 武者リサーチ
代表

武者 陵司

E-mail: musha@musha.co.jp
www.musha.co.jp

〒108-0075

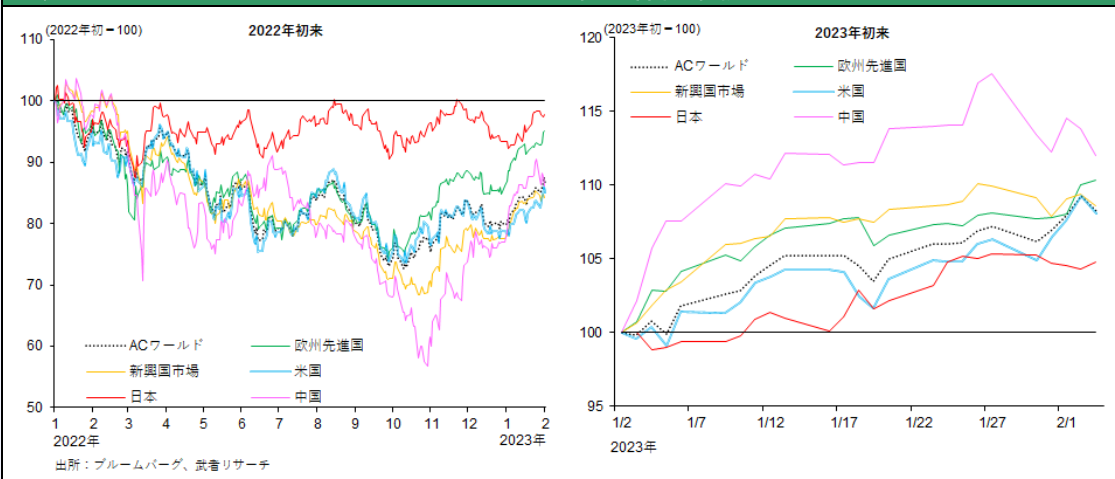
東京都港区港南 2-16-7

図表 1: IMFの世界経済見通し

予想時点	実績と見通し (成長率, %)													2019年を100とした時				
	実績	2022年見通し						2023年見通し						2024年	2021年	2022年	2023年	2024年
		21年10月	22年11月	22年4月	22年7月	22年10月	23年1月	22年11月	22年4月	22年7月	22年10月	23年1月	23年1月					
世界全体	6.2	4.9	4.4	3.6	3.2	3.2	3.4	3.8	3.6	2.9	2.7	2.9	3.1	103.1	106.6	109.7	113.1	
米国	5.9	5.2	4.0	3.7	2.3	1.6	2.0	2.6	2.3	1.0	1.0	1.4	1.0	102.3	104.3	105.8	106.9	
ユーロ圏	5.3	4.3	3.9	2.8	2.6	3.1	2.5	2.3	1.2	0.5	0.7	1.6	1.6	98.9	102.4	103.1	104.7	
日本	2.1	3.2	3.3	2.4	1.7	1.7	1.4	1.8	2.3	1.7	1.6	1.8	0.9	97.4	98.7	100.5	101.4	
新興・途上国	6.7	5.1	4.8	3.8	3.6	3.7	3.9	4.7	4.4	3.9	3.7	4.0	4.2	104.7	108.8	113.1	117.9	
ロシア	4.7	2.9	2.8	-8.5	-6.0	-3.4	-2.2	2.1	-2.3	-3.5	-2.3	0.3	2.1	102.0	99.7	100.0	102.1	
中国	8.4	5.6	4.8	4.4	3.3	3.2	3.0	5.2	5.1	4.6	4.4	5.2	4.5	110.8	114.2	120.1	125.5	
インド	8.7	8.5	9.0	8.2	7.4	6.8	6.8	7.1	6.9	6.1	6.1	6.1	6.8	101.5	108.4	115.0	122.9	
ブラジル	5.0	1.5	0.3	0.8	1.7	2.8	3.1	1.6	1.4	1.1	1.0	1.2	1.5	100.9	104.1	105.3	106.9	
ASEAN5	3.8	5.8	5.6	5.3	5.3	5.3	5.2	6.0	5.9	5.1	4.9	4.3	4.7	100.3	105.5	110.0	115.2	
中東・中央アジア	4.5	4.2	3.7	4.1	4.8	5.0	5.3	5.1	6.1	3.5	3.6	3.2	3.7	101.7	107.1	110.5	114.6	

出所: IMF

図表 2: MSCI インデックスの2022・2023年初来株価推移



新興国・欧州主導の1月の株急騰

世界株式も市場を覆っていた悲観論を覆し、急上昇の発進となった。1月の株価上昇率(2月3日時点)は、世界をカバーしている MSCI 指数(各国通貨ベース)でみると、全世界指数で 8.2%、欧州先進国指数 10.4%、新興国指数 8.6%、日本 4.8%、米国 8.1%と軒並み大幅高となった。昨年 20%以上の大きな落ち込みとなった中国、韓国、台湾、ドイツ、オランダなどは1か月間で 10%以上の上昇となり、昨年一年間の落ち込みのほぼ半分を取り戻した形となっている。

警戒を解くのは時期尚早なのか

この突然訪れた好変化をどこまで信じていいものだろうか、と人々は訝しく思っている。大多数は昨年からの厳しい見方を堅持し、今の回復は冬に向かう中での小春日和(インディアンサマー)と警戒心を解いていない。確かに金融引き締めが实体经济に本格的に影響するのはこれからである。インフレもピークアウトしたとはいえ、2%の各国のターゲットには程遠く、安心するには尚早である。パウエル FRB 議長も年内数回の利上げを示唆し、利下げは依然視野には入っていないとしている。また米国景気が底堅く 1月失業率は 3.4%と 53年ぶりの過去最低水準まで低下しており、賃金上昇を通じたインフレ圧力が弱まっていないことを示唆している。インフレと利上げは一巡したとはしゃぐのは早すぎる、という警戒心を否定することは難しい。

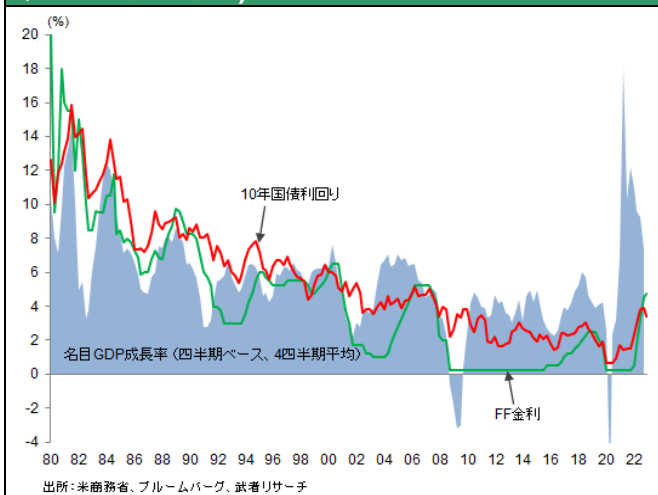
(2) 強気相場が懐疑の中で育っている可能性

しかし「強気相場は悲観の中で生まれ、懐疑の中で育ち、楽観の中で成熟し、幸福感とともに消えていく」という有名なジョン・テンブルトンの格言にあるように、悲観論と警戒論の蔓延は、大相場の波が始まる前に必ず起きることでもある。

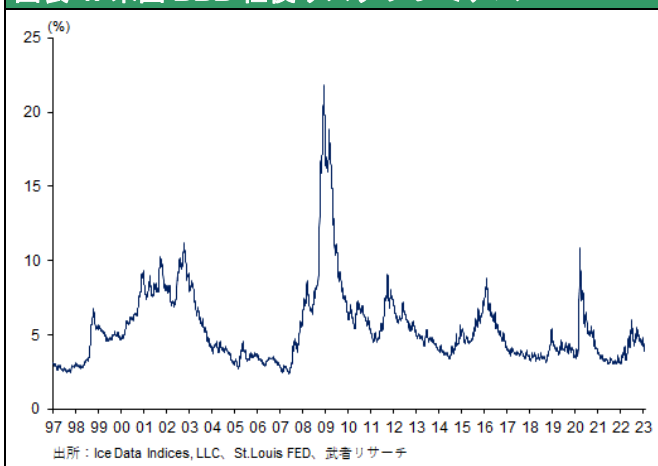
強力な金融引き締め下での潤沢な投資資金は何故なのか

懐疑論が見過ごしている要素があるとすれば、それはどのようなものだろうか。第一にグローバルに潤沢な投資資金、流動性の存在がある。米国での一年間で 8回、累計 4.25%の利上げにもかかわらず、これほどの潤沢な投資資金が健在であることは多くの人々にとって全くの想定外であった。余剰資金は新興国株式や米国の低格付けクレジ

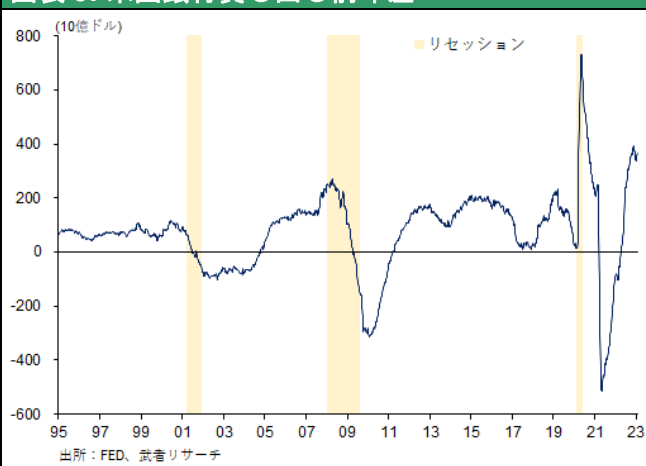
図表 3: 米国長期金利推移 (名目 GDP の半分以下水準でピークアウト)



図表 4: 米国 BBB 社債リスクプレミアム



図表 5: 米国銀行貸し出し前年差



ット市場に流れリスクプレミアムは低下し始めている。何より 4.5%まで短期金利が引き上げられたのに、米国 10 年債利回りは 3.5%前後まで低下している。これは CPI や名目経済成長率の半分であり、テーラールールに基づけば依然として緩和的水準にあるともいえる。金融引き締め効果を金余りがしり抜けにさせているともいえるのだ。まさにグリーンズパン元 FRB 議長が謎(conundrum)といった事態が再現されているかのようである。

この長期金利の低下を先行きの景気不安の予兆とする見方もあるが、そうであればよりリスクの高い新興国株式やジャンク債の値上がり、さらには米国銀行貸し出し増加や、世界景気との連動性が高い銅市況の上昇などをどう考えたらよいのだろうか。

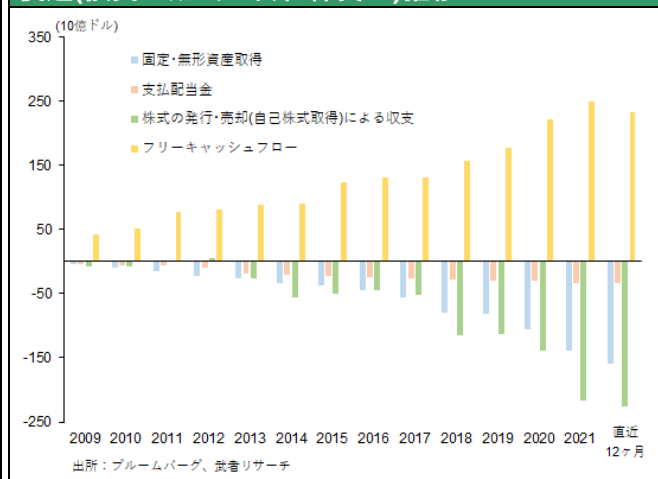
イノベーションと企業部門の資本生産性の向上

1980 年以降、長期金利の低下が景気悪化の前兆ではなかったように、今の長期金利の低下も別の要因によるものである可能性が考えられる。それは何かと言えば、企業部門の生み出す価値が企業部門が必要とする投資より大きく、恒常的資金余剰が起こっていると考えられるのではないか。その背景には資本生産性の恒常的上昇がある。設備、機械、知的資産などの価格が大きく低下し、設備などの再取得価格が低下し、必要な投資額が減少するということが起きている。また GAFAM ではリストラが進行しているが、そこでは AI、ロボットによる労働力代替が起きており、大きな生産性上昇ゲインが、企業部門の金余りを引き起こしている可能性がある。図表 6,7 に見る米国企業の大規模なフリーキャッシュフローの存在は、企業部門に潤沢な資金余剰が存在していることを示している。

図表 6: 米国企業部門(非金融)のフリーキャッシュフロー推移



図表 7: GAFAM のフリーキャッシュフローとその用途(投資と配当・自社株買い)推移



米国当局の真の敵はデフレ、インフレではない

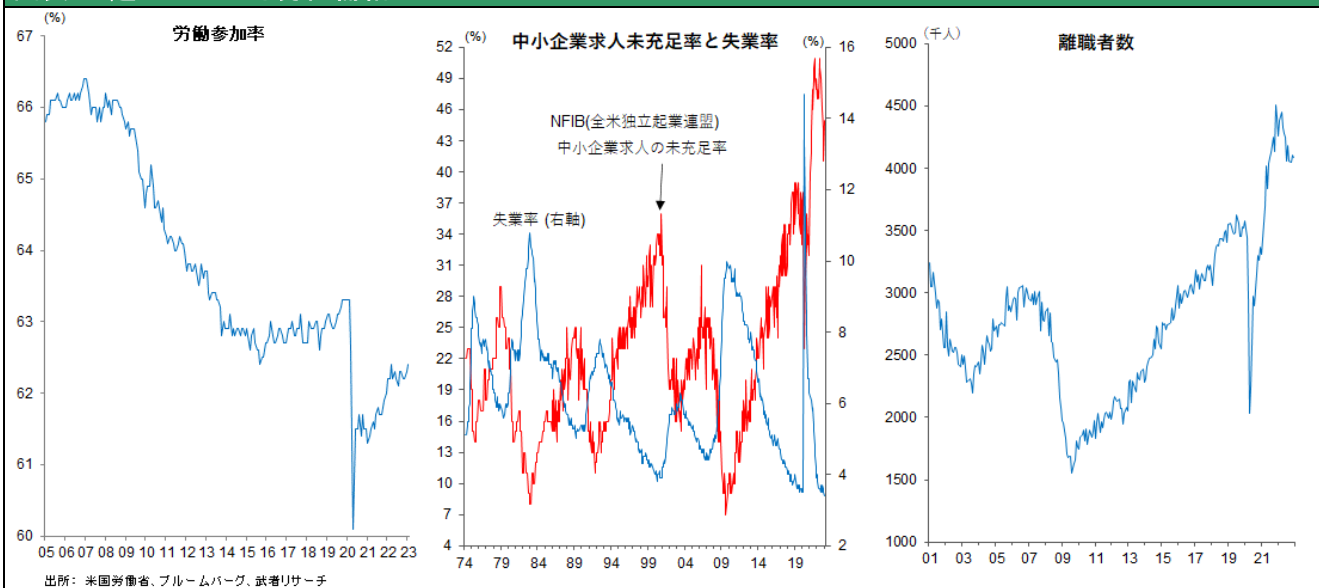
第二に見過ごされている要素があるとすれば、米国政策当局の真の敵は何かの見極めである。詳述は別の機会に譲るが、FRB の最大の脅威はインフレではなくデフレ化であり、Japanification(日本化)であることははっきりしている。オーバーキルに結び付くような利上げは起きないと安心して見ていてよい。このことが明らかになれば、株価は急騰するだろう。FRB は本質的にデフレと戦っている。デフレとは潜在的に存在している成長可能性未達の結果であり、それは政策のサボタージュを意味し、必然では決してない、というものが米国の経済学者と政策当局にとってコンセンサスである。日本ではあいまいにされているが、米国の経済政策の最終ゴールは生活水準の向上であり、FRB の 2 大任務(dual mandate)とされている最大雇用と物価の安定はそのための手段に過ぎない。FRB は無理かつ不必要な引き締めは早晩転換させるであろう。

過度の賃金上昇を抑制している米国労働市場の効率性

第三に見過ごされていることは、景気減速の下でも好労働需給が続き、かつ賃金上昇率がピークアウトしていることである。明らかに労働市場が弾力的に動き、資源配分をさい配しているといえる。コロナ禍の下での異常な労働需給ひっ迫が引き起こした、トラック運転手やウェイター、ウェイトレスなど接客業での人手不足は緩和に向かい、賃金上昇率は鈍り始めている。また高給セクターの金融や情報部門での雇用の伸びが低いことも全体の賃金水準の伸びを待引き下げている。

しかし企業の求人意欲は強く、すべてのセクターで雇用が増加している(図表 10 参照)。旺盛な消費が広範な雇用機会をもたらすという好循環は、全く損なわれていない。1990 年代前半の情報化革命、BPR(ビジネスプロセスリ・エンジニアリング)革命の時は、機械に置き換えられたホワイトカラーが失業し、労働市場が不振のままのジョブブレス・リカバリーが続いた局面があった。当時と比較すれば、現在がいかに新規雇用機会の創造が旺盛であるかわかる。

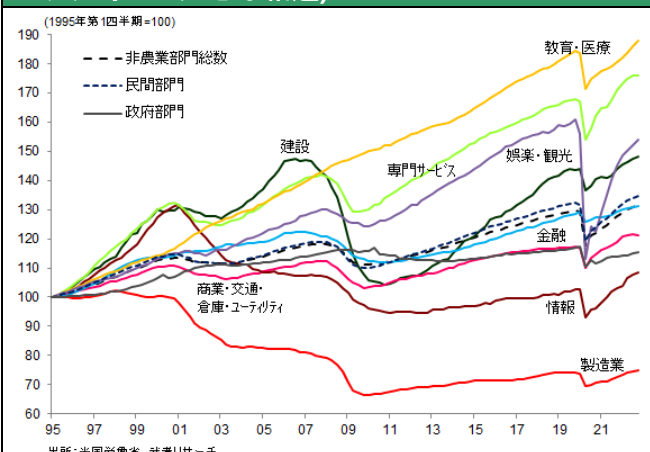
図表 8: 逼迫している労働需給



図表 9: ピークアウトした平均時給(前年比推移)



図表 10: 米国セクター別雇用者数の推移→全産業分野で雇用増加続く(ITバブル崩壊時、リーマンショック時との大きな相違)



以上のように底流にある要素を考慮に入れるならば、2023年1月の意外な世界株高は大きな上昇サイクルの初期場面である可能性が十分にあることを、念頭に置きたい。特に日本の場合、徹底的に市場フレンドリーであった黒田日銀総裁の退陣が目前に迫っており、金融政策転換の懸念から株価に下押しの圧力がかかっている。岸田首相が次期日銀総裁として黒田総裁の異次元金融緩和の正しい継承者を指名するとすれば、それをきっかけに大きなラリーが始まるかもしれない。

(3) 悲観に傾いている心理と需給、バリュエーション調整は終わっている

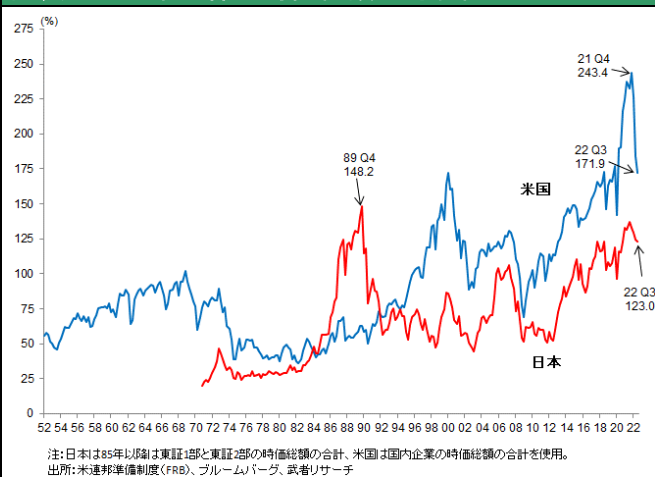
株式バリュエーションから見て米国株式の割高感は全くなくなってきている。ピークでは40倍弱まで高まったGAFAMのPERは25倍まで低下し、S&P500のPERも23倍から昨年10月に16倍弱まで低下した後、現在は18倍弱と過去平均のレンジに戻った。図表11に見るFEDモデル(株式益回り=10年債利回り)に基づけば、4%の米国長期金利は25倍のPERが正当化できることを考えると、バリュエーション調整はほぼ完了したと言えるのではないかな。

また市場心理は極端に悲観に振れている。世界株式市場は、心理、バリュエーション、需給から見て過度のネガティブバイアスを持っていることは否めないだろう。米国株式バブル崩壊説を強く主張してきた多くの悲観論者の根拠は崩れているといえる。以下図表11~15を参照されたい。

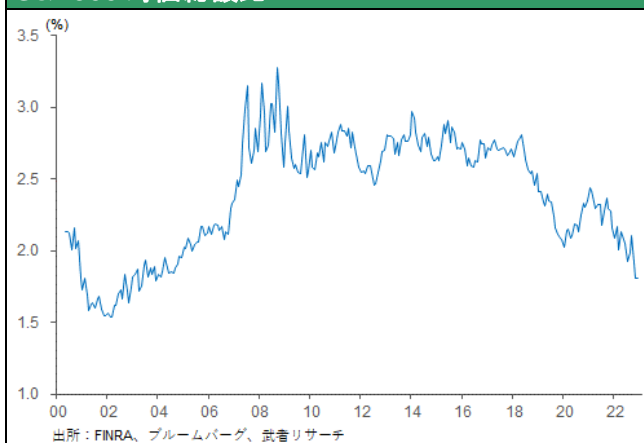
図表 11: 米国株式 PER 等の割高感は完全になくなっていない



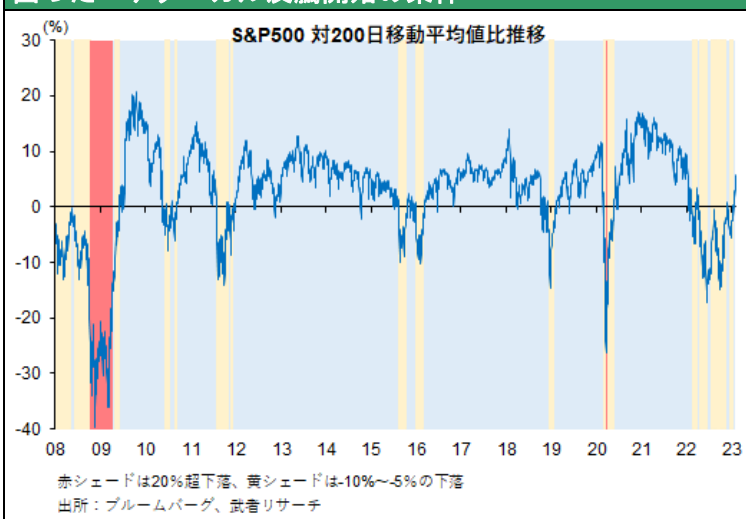
図表 12: 日米の株式時価総額の対名目 GDP 比



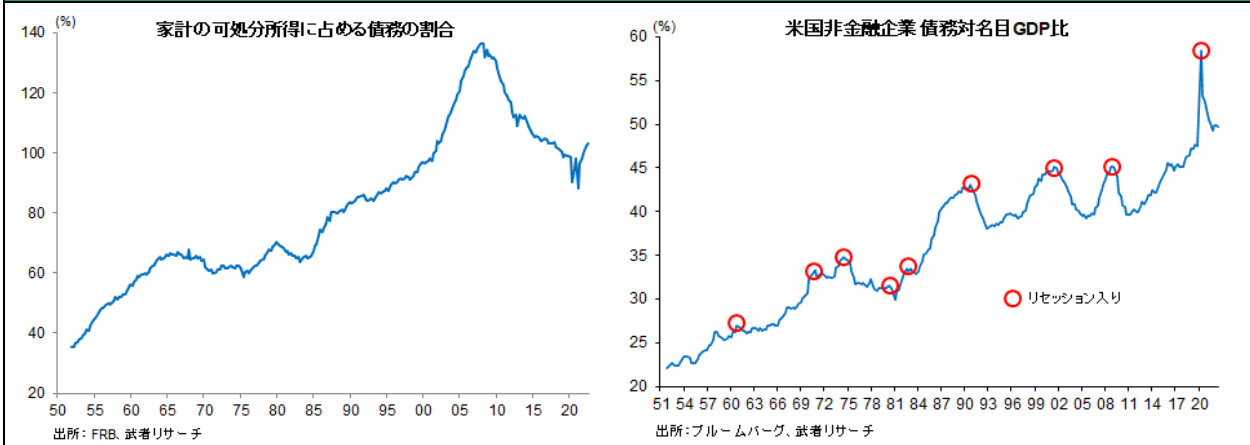
図表 13: 米国株式信用債務 (margin debt) 対 S&P500 時価総額比



図表 14: S&P500 指数—200 日移動平均線を 1 年ぶりで上回った⇒テクニカル反騰開始の条件



図表 15: 米国家計と企業の債務→調整され危機的水準には程遠い



著作権表示©2023 株式会社武者リサーチ

本書で言及されている意見、推定、見通しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチ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、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。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。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。