

KAMIYAMA Reports vol. 111

市場環境は適温相場の”子供のスープ” から”大人のスープ”へ

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹

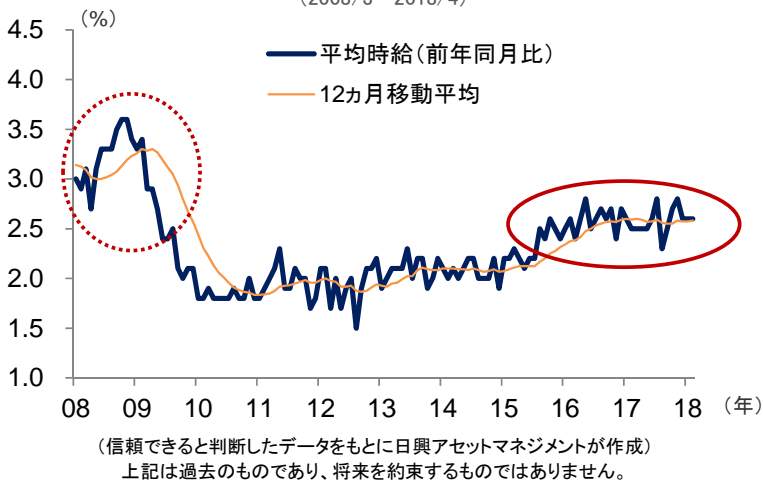


- 2018年に適温相場が終わっても、「リターンが低下する」とはみていない
- 適温とは子供にちょうどいい温度のスープという意味
- 2018年は普通になる、つまり「大人のスープ」の温度になるにすぎない

2018年に適温相場が終わっても、「リターンが低下する」とはみていない

2017年の市場環境を振り返ってみると、景気拡大と低金利が共存する、いわゆる適温相場が続き、株式市場は、比較的低いボラティリティ(ぶれ)の中で安定した上昇基調となったことが特徴的だった。しかし、2018年はこの状態が継続しないとみている。しかし、だからといって「リターン(の予測)が低下する」ということではない。

米国の賃金動向 (2008/3~2018/4)



そもそも世界経済の回復は、「リーマン・ショックからの雇用回復→賃金上昇→消費・貿易回復」という強いトレンドに沿っている。これは10年にも及ぶ、長く大きな原因と結果の関係にあるとみている。そうであれば、適温相場が続いた主な要因は、米国の賃金上昇率の安定だと考えられよう。

これまでの賃金上昇率の推移を見ると、絶妙な位置にとどまっていたことが分かる。具体的には、リーマン・ショックが起きた頃に3%程度(左図、破線囲み)であった賃金上昇率は、リーマン・ショック後に2%程度まで大きく落ち込み、その後に雇用者数が回復してもなかなか伸びなかったが、2015年終わり頃から2.6%程度(左図、実線囲み)に上昇してきた。

リーマン・ショックが起きた頃の賃金上昇率3%程度を正常とすれば、2%台は異常とみなすことができ、リーマン・ショックからの正常化で、いずれは3%程度に戻ると市場参加者もみていただろう。2015年終わり頃にFRB(米連邦準備制度理事会)がリーマン・ショック後初めて利上げに踏み切った時には、市場参加者も初めての2.6%程度の賃金上昇率を正常化に向けた上昇とみていた。それゆえ、利上げも正当と受け止められていた。予想外だったのは、その後、上昇率が加速せず、2.6%程度で滞留していることだ。労働市場は十分完全雇用に近い雇用は増え続けているのに、賃金上昇は加速していない。そうすると、FRBも利上げを急がなくなる(物価次第だが、物価上昇は鈍いとみなされた)。このように、雇用回復→賃金上昇→消費・貿易回復というトレンドの中で、賃金上昇率が「それほど強くもない」ことが経済の回復期待を継続させる一方で、インフレや金利急上昇の懸念を押さえ込んだことが、適温相場が続いてきた要因になったとみられる。

適温とは子供にちょうどいい温度のスープという意味

今では、適温相場という言葉は十分に知られるようになったが、その意味はあまり知られていないようだ。古くからゴルディロックス相場という言い方が欧米市場関係者の間で使われており、それがちょうどまく雰囲気の説明するものであったことから、日本語でも一時、ゴルディロックスという言葉が使われていたが、カタカナでは意味が分かりにくいので、“適温”と翻訳された。実は、ゴルディロックスという言葉の意味は適温ではなく、人の名前だ。

もともとは英国の昔話で、ゴルディロックスという女の子が森で道に迷ってしまい、誰もいない家の中に入ってしまう。そして、おなかが空いたので、食卓の上にあった、熱い、冷たい、ちょうどいい 3 種類のおかゆの中から、ちょうどいいおかゆを選んで食べてしまう。おかゆといっても英国なので、オートミールをミルクと水で煮た朝食(ポリッジ)のことだろう。そうこうしているうちに、家主である熊の一家が帰ってきて、眠っていた女の子は慌てて逃げ出した、という話だ。この話は多くの類似話(おばあさんが主人公だとか別の場所だとか)があるようで、欧米では広くよく知られた童話だ。

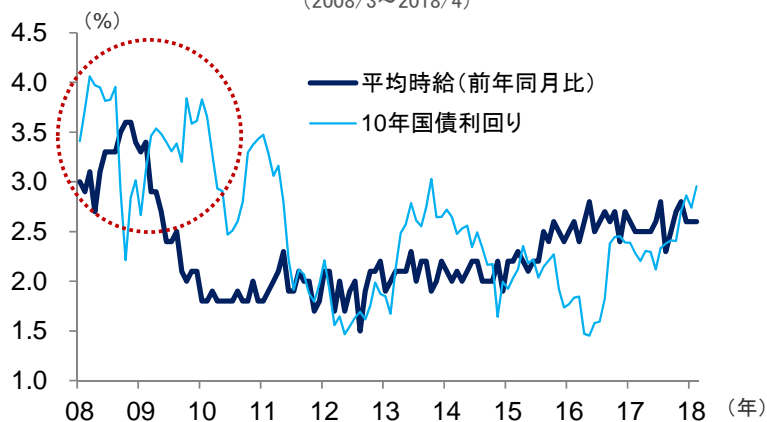
とはいえ、おかゆとかポリッジ、といってもよく分からないし、温かい朝ごはんという程度の意味なので、ここではスープと呼ぶことにしておこう。この話の要点は、適温とは「子供用」のちょうどいい＝ぬるいスープを意味するということだ。普通のスープは大人用であって、熱いが冷ましながら口にするし、おいしいと感じるだろう。今後の相場環境は「大人のスープ」になるのだが、そのことで経済が悪化するという意味ではないし、企業収益が悪化するという意味でもない。したがって、ボラティリティがある程度高くなるだろうが、そのことで期待するリターンが変わるのではないといえる。

2018 年は普通になる、つまり「大人のスープ」の温度になるにすぎない

適温相場の背景にある米国の賃金上昇率 2.6%程度の安定は、米国長期金利がなかなか 3%台にならなかった理由でもある。リーマン・ショックが起きた頃の賃金上昇率 3.0%程度の時の金利水準が 4%程度であった(左図、破線

米国の平均時給と10年国債利回り

(2008/3~2018/4)



(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)
上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

囲み)とすれば、正常化が再び進み始めれば、金利は 4%程度を目指す市場参加者は考えた。今年 2 月に発表された 1 月の賃金上昇率が速報で 2.9%(翌月に 2.8%に下方修正)になった時、市場のボラティリティが急上昇したことは記憶に新しい。2.9%の賃金上昇率は、4%の金利水準のイメージにつながる。米国経済の回復で 4%程度の金利水準であってもおかしくはないが、急になるとは思われていない(弊社予想でも 2019 年 3 月に 3.2%程度)。ただ、すでに完全雇用ともいわれる米国では、さらに雇用が増え続けており、賃金上昇率の加速は時間の問題にみえる。供給面からの原油価格上昇が米国のインフレ基調を暗示させる中で、賃金上昇が消費(需要面)拡大につながって物価が上昇する、という想定に基づく金利上昇が正当化されよう。

2018 年 1 月頃まで、今年はリスクらしいリスクは見通せない、と思われていたが、その後のリスクシナリオの増大は、意外な金利上昇の可能性だけでなく、トランプ政権がリードしたシリア空爆や中国などへの貿易戦争の拡大リスクが含まれる。これまで当レポートで解説してきたように、現時点では特定セクターや銘柄への影響を別として、世界経済へのインパクトがあるとは想定していない。市場は世界経済が非常に悪化する、といった恐れをある程度織り込もうとしているため、ボラティリティが上昇しているが、これらも「大人のスープ」という意味に含めて良いといえそうだ。

PDF ファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。

また、facebook やツイッターで発行をお知らせいたします。

<http://www.nikkoam.com/products/column/kamiyama-reports>

facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter https://twitter.com/NikkoAM_official

■当資料は、日興アセットマネジメントが投資環境などについてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。