

5カ年期待リターン展望：エグゼクティブ・サマリー

3つの対立軸

2024

2028

エグゼクティブ・サマリー

3つの 対立軸

本冊子は機関投資家向けの
マーケティング資料です。
転送等はお控え下さい。

進歩は往々にして対立の予兆となります。啓蒙時代における科学の誕生について考えてみましょう。どちらが微積分の創案者であるかを巡るライプニッツとニュートンの対立は、17世紀最大の論争の1つに発展しました。両者とも重要な発見をしたと認識していたことは確かであり、彼らの知の遺産は何世紀にもわたって受け継がれ、その重要性を証明しています。いくつか例を挙げると、今日では、コンピューター・サイエンス、通信工学、宇宙開発などの分野で微積分が活用されています。当初、王立学会はニュートンが勝者であると宣言しましたが、1820年代には英国の数学者たちでさえ、実用性に劣るニュートン記法の代わりにライプニッツ記法を採用し、両者の死後、論争は事実上の膠着状態に陥りました。現在では、2人の天才はそれぞれ独自に微積分を発明した、というのが一致した見方になっています。

エグゼクティブ・サマリー

私たちは目覚ましい進歩と激変の時代を生きています。2023年5月に、世界保健機関（WHO）が新型コロナウイルス感染症に対する世界的な緊急事態宣言の終了を発表するなど、医療の分野では飛躍的な進歩が見られます。また、気候変動に関する政府間パネル（IPCC）の報告書（2023年3月）では、地球温暖化を1.5°C以下に抑制する目標は依然として実現可能であると報告されています。さらに、最近のChat（チャット）GPTをはじめとする大規模言語モデルの進化は、将来的な生産性の向上を予兆するものであり、年初来、主要なテクノロジー銘柄の株価は飛躍的に上昇しています。一方、G7諸国ではインフレがピークアウトするなど、これまでのところ、中央銀行は失業を増やさずにインフレを抑制することに成功しています。

ゴルディロックス（適温）相場は蘇ったものの、目の前に乱気流が迫りつつあります。中央銀行にとって、失業率の上昇を招かずに、サービス・セクターの過熱感を冷やすのに必要な（コア）インフレ率の抑制を実現するのは困難になる見通しです。一方、欧州の国境における武力衝突は、最新技術の介在もあって終わりが見えません。また、最先端のテクノロジー起業家であるイーロン・マスク氏とマーク・ザッカーバーグ氏の間では、ザッカーバーグ氏がX（旧ツイッター）に対抗するソーシャル・メディアを立ち上げたことを受けて、“金網マッチ”の開催が取り沙汰されています。これは象徴的な意味合いが強く、新時代の幕開けにおいて、ニュートンとライプニッツの間の悪名高い優先権論争を彷彿とさせます。現代の経済では、技術力の飛躍的な向上によって利害関係が増大し、対立の可能性が高まっています。「パワープレー（対立軸）経済」に突入しつつあると、ロベコでは考えています。具体的には、3つの対立軸が形成されると予想しています。

労働者の台頭（資本 vs 労働）

形成されつつある第1の対立軸として、「資本対労働」の対立が挙げられます。ここ数十年間、利益の追求という点では、株主にとって順風満帆な時期が続きました。経済全体に占める企業利益の割合を見る限り、企業は経済全体におけるシェアを増やすことに成功しているようです。実際のところ、米国とユーロ圏のいずれの地域においても、企業利益のシェアは過去最高の水準に達しています（2022年末時点）。その裏返しとして、経済全体における労働分配率は着実に低下しています。ロベコでは、企業の収益性は長期的な要因（リショアリング（国内回帰）、気候変動、課税）だけでなく、より循環的な要因によっても、課題に直面すると予想しています。

多極化時代の幕開けがリショアリングの流れに拍車をかけるのであれば、労働集約的な輸入代替につながる限り、国内労働者の交渉力は再び強まる公算が大きいです。国内の労働分配率とグローバルな貿易集約度の間には、密接な逆相関の関係が存在します。第2に、ステークホルダーは、利益の最大化のみを追求する方針に対しては、それが引き起こす結果を指摘し、厳しい目を向けるようになってきました。炭素税の増税や、炭素排出の削減や回収を目的とするコストの高いグリーン・イノベーションへの支出などを通じて、企業の社会生態学的なフットプリントの内部化（インターナリゼーション）が進むようになれば、収益性の低下につながります。国連の持続可能な開発目標（SDGs）への対応を見送る企業は、資本コストの増加に直面することになります。第3に、2021年の国際的な最低法人税率（15%）導入に関する画期的な合意によって、数十年続いた減税競争に事実上の終止符が打たれる形となりました。法人税の増税が重視されていることも、流れが再び労働サイドに傾きつつある可能性を示唆しています。循環的な観点から見ると、この先5年間の資本対労働の対立の結果は、根強いインフレ環境下における賃金動向が決定づける公算が大きいです。

本稿の執筆時点において、経済協力開発機構（OECD）全体の失業率は4.8%と、過去最低の水準にとどまります。失業率と賃金のトレードオフの関係を表すフィリップス曲線は、通常は基調的なインフレ率が上昇傾向にある場合にスティープになります（Hajdini 氏の

エグゼクティブ・サマリー

論文（2023年）などを参照¹。パンデミック以降、フィリップス曲線は米国のみならず英国やユーロ圏においてもスティープニングしています。また、Ari氏は、貿易集約度が低くデジタル化が進むほど、フィリップス曲線はスティープニングする傾向があると指摘しています（2023年）。各国の中央銀行も、この点に留意しています。イングランド銀行のアンドリュー・ベイリー総裁は労働者に対して、「よく考えようで」賃上げを要求するよう求めています。しかしながら、パンデミックの下で、賃金の伸びは物価の上昇に明確に遅行しているため、「賃金物価スパイラル」というよりは「物価賃金スパイラル」が生じています。

緩和的な金融政策の終焉（財政 vs 金融）

ロベコが視野に入れている第2の対立軸は、財政当局が中央銀行に対立を挑む構図です。パンデミックが深刻化するとすぐに、（ゼロ金利制約を迂回するパンデミック緊急購入プログラムなどの非伝統的な金融政策を通じて）中央銀行が財政政策面の役割も担い、政府当局がカウンターシクリカル（景気変動抑制的）な政策を強力に推進するべきという主張が主流になりました。しかしながら、パンデミック関連の刺激策がインフレの高進を招いたように、適切な政策を過剰に組み合わせると、かえって望ましくない結果につながる可能性があります。パンデミックの下で金融政策主導型から財政主導型の体制へとシフトしたことを示すエビデンスを、国際決済銀行（2022年）は提示しています。政府がより浪費的な方針に転じることによって、インフレの水準が構造的に切り上がるかどうかは、財政・金融のポリシーミックス（政策の組み合わせ）によって決まります。国際決済銀行によると、「浪費的な政府」と「独立性が制限された脆弱な中央銀行」の組み合わせが、最大のインフレ推進力を生み出すと考えられます。対照的に、「独立性を確保した強力な中央銀行」は、浪費的な財政当局に対する対抗勢力として機能することが可能であり、その結果、物価の上昇圧力は限定的にとどまると考えられます²。

したがって、インフレ率が政策目標を上回る環境下で、「財政当局対金融当局」という対立軸は、アセット・アロケーションにおいて考慮すべき重要事項となります。政府が財政健全化の方針への回帰よりも安全保障や気候変動対応を優先するのであれば、リカードの等価定理（消費者が将来の増税を見越して現在の支出を先送りすること）が成立しないというメッセージを消費者に送ることになり、当然の帰結としてインフレは高止まりすることになります。財政赤字を長期化させる政府はインフレを回避できず、2%のインフレ目標を掲げる中央銀行と対立することになります。インフレ率が政策目標を大幅に上回る限り、独立性を確保した中央銀行が緩和的な政策スタンスを採用して、政府の放漫財政を促進する可能性は低いでしょう。量的引き締め政策が推進される環境においては、中央銀行と財政当局が対立する可能性はさらに高まります。中央銀行による保有国債の売却によって生じる損失によって、財務省の歳入が減少すると同時に、政府の資金調達コストが増加する状況となれば、なおさらのことです。

多極化時代の幕開け（米国 vs 中国）

第3の対立軸は地政学的な性質のもので、米国の元国務長官であるヘンリー・キッシンジャー氏は、2023年6月に行われた100歳の誕生日を記念するインタビューの中で、米国と中国に対して「崖っぷち」から一步下がるように呼びかけました。多極化時代の幕開けは現実味を帯びています。米中はいずれも、覇権を巡る戦略的競争において、技術革新の最先端を追求しています。生成AIに対する期待を背景に、状況はエスカレートする一方です。新アメリカ安全保障センター³によると、米国政府は2022年にエンティティ・リスト（禁輸企業リスト）に519のエンティティを追加し、米国産技術の供与を禁止しました。主要国間の信頼関係がさらに悪化すれば、技術波及の動きが阻害され、世界の1人当たりGDPの成長率は押し下げられるでしょう。欧州中央銀行の研究（2023年）では、貿易集約度が1990年代半ばの水準まで低下した場合、世界経済への当初の打撃は、世界のGDPの5%程度に達すると指摘されています。将来の勢力均衡（バランス・オブ・

1 「基調的なインフレ率とフィリップス曲線に対するインプリケーション (Trend Inflation and Implications for the Phillips Curve (clevelandfed.org))」

2 「財政赤字とインフレ・リスク: 財政当局と金融当局の役割 (Fiscal deficits and inflation risks: the role of fiscal and monetary policy regimes (bis.org))」

3 <https://www.cnas.org/>

エグゼクティブ・サマリー

パワー)をどう見るかに関わらず、平和の配当は失われたと見られます。西側諸国の政府が現状の維持を最優先にした場合、規制の強化、軍事費の増加、自由放任主義経済の後退という重大な結果を招く可能性があります。

ロベコのシナリオ

3つの対立軸を踏まえ、ロベコはどのようにシナリオ考察を形成するのでしょうか。前回の5ヵ年展望「混迷の時代」においては、マクロ情勢を評価するための3つのアプローチを紹介し、投資家はショックの多重性、持続性、再帰性（自己増強する傾向）について考慮する必要があると指摘しました。本年は、3つの主要な「対立軸」を紹介することによって、この枠組みを強化します。これらの「対立軸」は、世界経済において重要な役割を果たし、戦略的マルチアセット・アロケーションで用いる様々なシナリオの策定に役立つと考えられます。3つの対立軸のダイナミクスは、ショックの多重性、持続性、再帰性によって左右されます。

膠着状態（基本シナリオ）

金融政策の効果は長いタイムラグをもって発現します。タイムラグの長さは一定ではありません。結局のところ、米国のイールドカーブの大幅な逆イールド化によって2022年春頃から点灯していた景気後退入りのシグナルは、偽りに終わる可能性は低いようです。ロベコの予想では、先進国経済は2024年に緩やかな景気後退に陥り、総合インフレ率が2%を下回った後、経済成長率はトレンド並みの水準に、インフレ率は政策目標を上回る水準にそれぞれ回帰し、消費者物価指数は2029年にかけて平均2.5%程度の水準を維持する見通しです。米国の実質GDP成長率は平均2.3%程度となり、足下でS&P500株価指数に織り込まれている水準を20bp下回る見通しです。経済成長の見通しは比較的明るいものの、パンデミックに起因する労働市場の混乱が完全に修復されていない中で、マクロ経済のボラティリティがパンデミック以前の水準を大幅に上回るなど、安定的に推移する公算は小さいでしょう。バーナンキ氏（元FRB議長）とブランチャール氏（元IMFチーフエコノミスト）は最近発表した論文（2023年）の中で、米国では「求職者1人当たりの求人件数」が均衡的な水準である1.2件まで戻ったとしても、インフレ率は2027年までに政策目標を上回る2.5%程度に収斂する可能性が高いと指摘しています。同件数が向こう数年間に1.2件に向けて低下するという、過熱感が緩和するシナリオでも、賃金の伸び率は年3.0～4.5%に達する見通しです。国内製造業セクターにおける労働力需要の拡大（補助金に下支えされたリショアリングの流れが背景）、名目賃金の硬直性、非循環的失業率のさらなる低下を受けて、先進諸国では企業の収益性を犠牲にする形でGDPにおける労働分配率が上昇しています。

各国の中央銀行は、パンデミック後のインフレ高進を念頭に、財政政策面の役割を再び果たすことに二の足を踏むでしょう。その一方で、財政赤字が解消されないため、低水準の政策金利が必要とされます。財政当局と金融当局が綱引き状態にあることから、需要主導型インフレの抑制に必要な金融政策の引き締めは行われません。

中国では、自給自足型の成長モデルの推進が結果として割高な輸入代替となり、投入コストが上昇するため、経済が長期的なデフレに陥る事態は回避されます。また、結局のところ、中国企業は収益性の最大化から（バランスシート不況の特徴である）負債の最小化へと方向転換することはありません。もっとも、ある程度のデレバレッジは不可避であり、トレンド成長率が低下する中で高齢化が進行しているため、低成長、低インフレ、低金利という「日本化（Japanification）」の主要な要素は表面化します。

AIの躍進（強気シナリオ）

人工知能に対する現在の熱狂が見当違いではないと判明した場合、どのような展開になるのでしょうか。ロベコの強気シナリオでは、AIの早期導入と幅広いセクター・業種への

エグゼクティブ・サマリー

急速な普及を背景として、経済成長率はトレンドを上回る水準に、インフレ率は政策目標並みの水準にそれぞれ達すると想定しています。AI 関連の報告が不十分なことや計測上の問題のため、AI がもたらす生産性向上が公式統計に反映されるようになるのは 2024 年以降になると見られます。このシナリオでは、規制の整備や的を絞った技術教育への取り組み効果による競争激化、利便性向上により、AI 技術は割安になると見られます。その結果、中小企業においても AI 技術の導入が進みます。AI がもたらす存亡の危機に直面した高所得労働者は、雇用確保や非金銭的報酬（技術教育など）と引き換えに、賃上げ要求をトーンダウンさせることとなります。一方、企業側は、単位労働コストの伸びが抑制されるため、最先端テクノロジー企業を中心に、収益性向上の恩恵に浴します。「資本対労働」という対立軸に関しては、このシナリオでは間違いなく資本が勝利するでしょう。

その結果、熱すぎず冷たすぎずという、ゴルディロックス・シナリオに類する展開が予想されます。個人消費のボラティリティは低下し、パンデミック以前の水準（1%）に戻ります。2025 年頃からは、テクノロジーの急速な普及が供給サイドの追い風となり、良性的なデysinフレ環境が台頭する結果、中央銀行は金融引き締めの手綱を緩めることが可能になります。これと拮抗するように、(住宅価格および株価の上昇に起因する)資産効果、可処分所得の増加、実質賃金の堅調な伸びを背景に、個人消費が底堅さを維持することから、需要主導型のインフレ圧力が加わります。「財政当局対金融当局」という対立軸が最も緩やかなのはこのシナリオになります。地政学的な側面に注目すると、国家間の信頼関係が改善し、輸出規制の緩和や新興諸国への積極的な技術の波及が可能になると予想しています。

リスク削減（弱気シナリオ）

ロベコの弱気シナリオでは、3つの対立軸（米国対中国、資本対労働、財政対金融）が牙をむき出しにすると予想しています。政府が多額の軍事支出を通じてインフレを加速させる結果、中央銀行との関係は悪化します。大国間の信頼関係は最悪の状態となり、フレンド・ショアリング（友好国への移転）やリショアリングの流れが加速することによって、国内の労働力需要が高まります。これまでアウトソーシングに依存していた資材の割高な輸入代替や、AI と連動したサイバー攻撃の脅威を受けて、企業は投資の積み増しを余儀なくされ、収益性は下押しされます。労働者の交渉力は製造業セクターでは強まる一方で、サービス・セクターでは弱まります。その結果、不安定な環境において、先進諸国の経済成長率は年 0.5% 程度にとどまり、インフレ率は平均 3.5% 程度の水準で高止まりする見通しです。スタグフレーション的な環境が台頭することによって、中央銀行の金融政策運営におけるジレンマは増大します。

テールの拡大、分散機会の改善

マルチアセットへの投資においては、3つの対立軸とどのように対峙していくべきでしょうか。グローバル経済の大規模な対立軸における主要当事者間でギャップが縮小するようになれば、リターン分布にはファット・テールが生じやすくなります。超低金利時代が過去のものとなった今、定常状態の世界と比べ、極端な結果が生じる頻度が増えています。したがって、戦略的ポートフォリオにおいてシステムック・リスク・ファクターへのエクスポージャーを取る見返りは、いずれのシナリオが実現するのかによって大きく変わります。弱気シナリオにおける先進国株式のリターン（ユーロ建ての年率幾何平均）は 2.5% にとどまりますが、強気シナリオにおいては 11% のリターンが見込まれます。米ドル・ベースの投資家にとっては、振れ幅はさらに大きくなります。好材料としては、弱気シナリオを除いて、米国ではインフレ率が平均で 3% を下回る水準で推移する見通しであり、これは歴史的に債券と株式の相関がマイナスだった時期と一致しています。パンデミック後のインフレ上昇がピークに達した時期には、伝統的な株式 60%・債券 40% のポートフォリオは難局に直面したものの、この先 5 年間は、特に米国の投資家にとって、ポートフォリオを分散する機会が広がる可能性があります。

エグゼクティブ・サマリー

期待リターン（2024～2028年）

	5-year annualized return	
	EUR	USD
Fixed income		
Domestic cash	2.50%	3.25%
Domestic government bonds	2.50%	5.25%
Developed global government bonds (hedged)	3.50%	4.25%
Emerging government debt (local)	4.75%	5.75%
Global investment grade credits (hedged)	4.50%	5.25%
Global corporate high yield (hedged)	5.50%	6.25%
Equity		
Developed market equities	5.75%	6.75%
Emerging market equities	7.25%	8.25%
Listed real estate	5.50%	6.50%
Commodities	4.75%	5.75%
Consumer prices		
Inflation	2.50%	2.75%

出所：ロベコ、2023年9月。投資の価値は変動する可能性があります。パフォーマンス予測は将来の運用成果を保証するものではありません。

リスク・プレミアムおよびリスクフリー金利の変化への対応

大方の資産クラスについてはリターンの見通しを前回予想から上方修正したものの、コモディティを除いて、今後5年間のユーロ建てのリターンは長期平均を引き続き下回ると予想しています。リスクフリー金利が低く実現リスク・プレミアムが高い世界から、リスクフリー金利が上昇しリスク・プレミアムが低下する世界へと、徐々に移行しつつあります。G7諸国では、足下でリスクフリー金利が400bp以上上昇しました。それにも拘らず、ロベコのリターン予想が長期平均よりも依然として低いのは、主にリスクフリー金利が定常状態を下回っているため、加えて、リスク・プレミアムが一定程度抑制されているためです。サイクルの現段階においては、株式市場のリスク・プレミアムは債券市場よりもやや小さいと考えています。

政策金利がピークアウトしたことによって、相対的にリスクが高い債券に対する株式のアウトパフォーマンスの度合いは、顕著に縮小しています。無期限の量的緩和政策の終了、政策に関する不確実性の高まり、利益率の低下、先進国の株式市場に織り込まれる株式リスク・プレミアムが比較的低水準で推移していることは、追加的な悪材料となります。一方、昨年時点の予想よりは米ドルに対する悪材料は弱まっているものの、米ドル安傾向が続くと予想しているため、グローバル・ポートフォリオを運用する米ドル・ベースの投資家にとっては、見通しは改善しています。

最後に、投資家はそれぞれの対立軸において劣勢と見なされる側のことを、無視するべきではありません。ゴットフリート・ライブニッツは、はじめこそ微積分の優先権論争に敗北を喫したように見えたものの、ニュートンに勝るとも劣らない天才でした。ライブニッツは、1679年に「人類は新種の道具を使うようになり、それは眼鏡が視力を強化する以上に、思考力を大幅に向上させるであろう」として、バイナリー・コードの発明がデジタル・コンピューティングの時代への道を開くことを予見しました。それから344年あまりが経過し、生成AIの黎明期へと至った今、天才的な先見性があればこそ、驚きを最小限に抑えるだけでなく未来の正確な予測までなし得たのだと称賛することしかできません。

重要事項

当資料は情報提供を目的として、Robeco Institutional Asset Management B.V. (以下“ロベコ”)が作成した資料をロベコ・ジャパン株式会社が翻訳したものです。資料中の個別の金融商品の売買の勧誘や推奨等を目的とするものではありません。記載された情報は十分信頼できるものであると考えておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。意見や見通しはあくまで作成日における弊社の判断に基づくものであり、今後予告なしに変更されることがあります。運用状況、市場動向、意見等は、過去の一時点あるいは過去の一定期間についてのものであり、過去の実績は将来の運用成果を保証または示唆するものではありません。また、記載された投資方針・戦略等は全ての投資家の皆様に適合するとは限りません。当資料は法律、税務、会計面での助言の提供を意図するものではありません。

ご契約に際しては、必要に応じ専門家にご相談の上、最終的なご判断はおお客様ご自身でなさるようお願い致します。

運用を行う資産の評価額は、組入有価証券等の価格、金融市場の相場や金利等の変動、および組入有価証券の発行体の財務状況による信用力等の影響を受けて変動します。また、外貨建資産に投資する場合は為替変動の影響も受けます。運用によって生じた損益は、全て投資家の皆様に帰属します。したがって投資元本や一定の運用成果が保証されているものではなく、投資元本を上回る損失を被ることがあります。弊社が行う金融商品取引業に係る手数料または報酬は、締結される契約の種類や契約資産額により異なるため、当資料において記載せず別途ご提示させて頂く場合があります。具体的な手数料または報酬の金額・計算方法につきましては弊社担当者へお問合せください。当資料および記載されている情報、商品に関する権利は弊社に帰属します。したがって、弊社の書面による同意なくしてその全部もしくは一部を複製またはその他の方法で配布することをご遠慮ください。

商号等： ロベコ・ジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2780号
加入協会： 一般社団法人 日本投資顧問業協会

詳細は、ロベコのウェブサイトをご覧ください。

