

Economic Insights:待望の景気回復は目前

2019年12月

長期に及んだ景気減速局面からの回復は、すぐそこまで来ていると当社は考えます。経済指標は改善しており、米国の主要株価指数が最高値を更新するなど、株式市場は新たなムードを織り込んでいます。こうした明るい展開は2020年を通じて持続すると思われます。ただし、今回の景気回復は、金融危機後に生じた2回のミニリセッション後に経験したような力強さ(や長期化)はなさそうです。2021年には様々な問題が表面化する恐れがあり、2020年後半には慎重姿勢を強めた方が良いかもしれません。

終わりになき景気減速:背景について振り返る

確かに、終わりが無いように見えました。今回の景気減速は2017年後半に中国が発端となり、その後世界の経済成長は徐々に勢いを失いました。最初に影響を受けたのは中国に原材料を販売する新興国で、それから製品を輸出する先進諸国に広がりました。在庫は過剰に積み上がり、鋳工業生産は落ち込みました。しかし、これはあくまで製造業不況であり、雇用市場の逼迫や賃金上昇のおかげで家計の消費は堅調を維持し、深刻かつ広範に及ぶ景気後退は回避されました。

現在、世界の製造業景況感指数は緩やかに上向いており、鋳工業生産量は回復し、製造業の活動は好転しています。企業の景況感は底を打ったとみられ、在庫は縮小しています。鋳工業生産や世界貿易は加速しています。実際に景気が底入れしたのは8月とみられ、その頃は長期金利が急低下し、景気後退懸念が広がり、悲観的な見通しを強調するニュースばかりが聞かれました。

そうした長い低迷からの緩やかな回復が形成され始めています。

ゼネラル・モーターズのストライキや1年も続いているボーイングの新型旅客機737 MAXをめぐる問題に隠れていますが、米国では既に回復が見られています。両社の問題は鋳工業生産の大きな重石となっていますが、直近の耐久財受注は製造業の活動改善を示しています。ボーイングが運航停止中の737型機の納入を再開できれば、設備投資は一気に上向くでしょう。11月の地区連銀の製造業景気指数は平均すると改善を示しています。マーケット購買担当者景気指数(PMI)は8月に底打ちし、4月以来の高水準に戻っています。マネーサプライの伸びは加速しています。設備投資は数カ月遅れて減少した後、回復するはずです。

家計も良好で、消費者信頼感指数は健全な水準を維持しています。個人消費は依然として堅調

で、賃金は力強く上昇し、雇用市場は好調です。新規失業保険申請件数はわずかに上昇しましたが、それでもまだ極めて低い水準です。失業率は大半のカテゴリーで過去最低、またはそれに近い水準にとどまっています。極めてポジティブな要素として新たな労働者が雇用市場に戻ったことから、30年近く上昇が続いていた障がい者登録率が低下しています。また、雇用と賃金の伸びは低賃金層ほど高くなっています。低い住宅ローン金利を消費者が活用していることから、住宅建設も活発で、住宅着工件数と建設許可件数は着実に上向いています。

こうした足元の好調ぶりに水を差しているのが企業利益です。7月に大幅に下方修正された国民所得・生産勘定(NIPA)によると、意外なことに、企業利益は2014年以降ほぼ横ばいで推移しています。急速な賃上げや福利厚生増加により、雇用者所得は28%増加し、企業の増収率16.5%を上回っています。そして低金利にもかかわらず、負債の大幅な増加に伴って金利コストは38%増加しています。

米国企業の景況感が2019年に入って急低下した背景には、貿易をめぐる不透明感以上にこうした利益率の悪化がありました。利益率の低下は、ようやく芽生えた回復の持続力と力強さにとっても悪い兆しであり、過去最長を更新している今回の景気サイクルがいずれ終わりを迎えることを示唆する兆候は他にも見られます。銀行は貸出基準を徐々に厳格化しており、ローン需要に力強さはなく、雇用の伸びは鈍化しています。イールドカーブは逆転しました。ただし、サイクル終焉は2020年ではなく、2021年に予想されるシナリオです。

米国経済は2020年に2~2.5%の成長が見込まれ、2021年の初めに多少息切れする可能性があります。世界経済が回復すれば、製造業はさらに上向くと思われます。

中国の経済活動

中国経済も春に底打ちした模様で、同様に緩やかな回復の兆候が見られます。中国経済に関する当社独自の景気モメンタム指標は、年初から回復が続いており、経済協力開発機構(OECD)が発表した景気先行指数は2月が底でした。小売売上高、鉱工業生産、設備投資はいずれも10月に若干低下しましたが、ここ数カ月では上昇傾向を示しています。鉄道貨物輸送量と航空旅客数は増加し、自動車の販売台数と生産台数は回復基調をたどっており、発電量は10月に急増しました。企業景況感指数は変動も大きいものの、財新による製造業PMIは、景気後退を示した1月の底から10月は51.7まで上昇しました。

減税、借入上限の引き上げ、インフラ支出といった2019年の中国経済の刺激策は、過去の景気低迷期と比べるとかなり小規模です。経済成長率は直近の停滞期から抜け出せていません。政策当局は経済成長に対する逆風を認識しています。債務は既に高水準にあり、労働力は近いう

ちに減少に転じると予想され、競争力は弱まっています。

警戒すべき前兆は、小規模貸出業者における債務不履行などの問題増加という形で顕在化しています。中国は貸出の大幅な増加を容認していません。経済成長率は2019年に6%近くを維持する見込みですが、2020年には一層の減速が予想されます。

ユーロ圏の経済成長

米国や中国に遅れを取っていますが、ユーロ圏も景気後退は回避できそうです。欧州の経済活動は安定しています。

ドイツ経済は第3四半期にかりうじてプラス成長となり、在庫は縮小しています。家計および政府支出と輸出が成長を後押ししており、新車登録台数は増加しています。ドイツの企業景況感は底入れして上向いています。ユーロ圏の鉱工業生産は2カ月連続で上昇し、製造業景気指数も上向いています。サービス業景気指数は悪化しました。雇用の伸びは鈍化していますが、失業率は10年以上ぶりの低水準を維持しています。消費者信頼感指数は、2018年初めの高水準には届かないものの2019年を通じて安定的に推移する一方で、企業景況感指数は低下しています。

労働市場の逼迫と賃金上昇により、景気後退が製造業から消費者に拡大することは回避されています。フランスの消費者信頼感指数は、2017年の高水準をほぼ回復しています。小売売上高は堅調で、10月は前年同月比3.1%増加しました。良好な世界の貿易フローが輸出を押し上げ、向こう数カ月で経済成長はやや加速すると予想されます。

政治の不透明感が後退し中国経済が回復したことで、ユーロ圏の経済成長は多少の上振れサプライズが見込まれます。ただし、景気が回復したとしても、2017年に見られた直近の好景気と比べたら見劣りするでしょう。

今後の見通し…3回目の波

今回の景気減速は、金融危機後に世界経済が拡大し始めてから3回目となる一時的減速となりました。2015年と同様に今回も製造業不況でしたが、3回目となった今回の好転で中国と米国の経済活動は活発化し、日本とユーロ圏には経済の安定化をもたらしました。世界経済の先行指標となることが多いシンガポールと台湾の鉱工業生産は、10月に急上昇しました。世界全体を見ても、経済危機や金融危機がまん延している国・地域はありません。各国の中央銀行は非常に緩和的な金融政策を維持し、インドを始め金利の高い国では追加利下げが予想されます。クレジット市場

にストレスはほとんどなく、経済が弱体化して不況につながるような不均衡も認められません。株価指数は上昇局面にあり、先進国では労働市場は逼迫し、賃金は着実に上昇しています。

とはいえ、今回の回復はそれほど長続きせず、力強さに欠けると考えられます。サイクル終盤を示すトレンドは既に見られ、米国企業の利益率は落ち込んでいます。超低金利の影響で社債発行が急増し、投資家は容認可能なレベルの利回りを模索しています。利益率の低下と高水準の債務は、2021年に問題として表面化するでしょう。中国経済の回復も、金融危機以降の他の地域と比べると精彩を欠くと思われま

当面は景気回復を楽しめそうです。減速を示唆する他の兆候も、2021年初めまで顕在化しないかもしれません。

逆イールドは景気後退の前兆か

これまで逆イールドはほぼ間違いなく、景気後退の明確な兆候となっており、短期金利が長期金利を上回った過去のケースでは、6か月から2年の間に必ず景気後退局面入りしました。今年、長短金利差は逆転し、3か月物米国債と2年物米国債の両方が、10年物米国債の利回りを数週間にわたり上回りました。これは、近いうちに景気後退につながることを意味しているのでしょうか。

いつかの時点で景気後退は始まるでしょうが、今回は違いました（そう断言してよいのでしょうか）。短期金利が長期金利を上回った過去の事例はインフレが進行している最中に生じ、米連邦準備理事会（FRB）は経済成長を減速させ、物価上昇を抑制するためにFF金利を引き上げました。最終的には、金融政策が引き締められた結果、景気後退が起きました。これは業界用語で「ベアフラットニング」と呼ばれ、短期債の利回り上昇を伴うものでした。今回の逆イールドの原因は短期金利の急上昇ではなく、長期金利が低下したため、景気後退が懸念される中、投資家が「安全への逃避」から長期国債を購入してしたことによります。

そうであれば、逆イールドとなった後でも、FRB が実施した 3 回の利下げが米国経済をソフトランディングに導き、景気後退入りを回避させたのでしょうか。答えは時間が経ってみないと分かりませんが、8月の景気後退パニックが行き過ぎだったことは明らかです。イールドカーブはスティープ化し、案じられた逆イールドは終わりました。とはいえ、このシグナルのタイムラグは長く、必ずしも危険が去ったわけではありません。

米国の雇用拡大のペースは鈍化しており、企業利益は増加していません。両方の指標はいずれも経済成長の停滞を示す長期的な先行指標です。自動車ローンやクレジットカードでは支払い遅延が増えており、また、企業が借入契約時に締結する財務制限条項は減少傾向にあります。

こうしたことはまだ懸念される水準ではありませんが、好ましい傾向ではありません。

今後の見通し(総括)

経済情勢は常に、株式市場と債券市場における様々な局面の背景となっています。良好なファンダメンタルズは概して、株価と金利の両方に一定の押し上げ効果をもたらします。

ただし、現在の金利を下押ししている最大の要因は金融政策です。そのため、利回りが現行水準から大きく上昇することは難しいと考えられます。米国のインフレ期待の水準は非常に低くインフレ率は安定しているため、FRBがFF金利を引き上げることは当面ないと思われます。また、FRBはインフレ率が一定期間目標を上回って推移することを容認するとみられます。

世界の経済成長の緩やかな押し上げが実現すれば、長期米国債の金利は2%以上に押し上げられるはずですが、金利上昇は勢いに欠ける緩やかなものになると思われます。長期の日本国債と欧州国債がマイナス利回りであれば、高い利回りを求めて資金が米国に流入するため、米国債利回りの上昇幅は限定されると予想されます。2021年に経済情勢が悪化すれば利回りは低下し、債券価格は上昇する可能性が高いことを踏まえれば、2.25%という10年物米国債の利回りはエントリーポイントとして程よい水準かもしれません。

債券投資家にとって、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1年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。足元景気が好転しても2021年に向かって弱まる可能性があることを考慮し、当社も高い格付けの債券を選好する方針です。これは投資適格社債、ハイイールド社債、新興国の債券といったすべ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。

株式投資家は、2009年3月から2018年初めまでの株価の大幅上昇の恩恵を受けました。この上昇局面は大きな利益をもたらしました。ほぼ9年にわたり、S&P500指数の年間の配当再投資後のトータルリターンが年率17%を超えたこの期間は、これまでで最高の上昇局面の1つに数えられます。こうした長期に及ぶ上昇相場ではパッシブ運用が盛んになりました。すなわち、大きな利益を求めるならば、トレンドに乗ってそれを維持すればいい、それが当時の考え方でした。

しかし、この長かったトレンドも終焉を迎えそうです。過去数カ月を除けば、株式市場は伸び悩んでいます。バリュエーションは2018年1月にピークを打ちました。大手ハイテク企業がこの長期上昇を牽引しましたが、その勢いは2018年6月が最高でした。過去10年間の米国株の抜きん出たパ

パフォーマンスは減速し始めてしています。

株式市場は現時点からは小幅な上昇にとどまると予想されます。市場はここ2カ月、経済成長率の上昇を見込んできました。米国の主な経済指標は過去最高を記録し、他のグローバル指標は力強いラリー局面を示唆しています。経済成長率が改善すれば、株価の上昇はしばらく続くでしょうが、リスク／リターン比率は低下しています。ラリー局面の最後の5%を獲得しようとするのはリスクが大き過ぎるかもしれません。慎重になる時が来ています。

今は、各セクター及び米国とそれ以外の国々とのバランスの取れた株式ポートフォリオを維持するべきでしょう。経済成長率が実際に上昇すれば、景気循環セクターは引き続きディフェンシブセクターをアウトパフォームするはずで、米国の経済指標は、他の先進国や新興国に比べて低調になるかもしれません。

世界経済が加速すれば、より成長率の高い国に向かって資金が米国から流出するため、通常はドル安を意味します。ドルのピークが9月だったとすれば、ドル安傾向は既に始まっている可能性があります。

本書は情報の提供のみを目的として作成されたものです。本書中の情報は、弊社及びプリンシパル・ファイナンシャル・グループの関連会社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、適用法令にて規定されるものを除き、本書中の情報・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、その全部又は一部をコピーすることや配布することは出来ません。

また、本書中の情報はあくまでも投資に関する一般的なものであり、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。本書中の情報は貴社の投資目的、特定のニーズ、または財政状況を考慮したものではありません。投資判断をする前には、その投資がお客様の投資目的、特定のニーズ、および財政状態にとって適切であるかをご検討ください。

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