

Economic Insights: 米国住宅市場：カナリアの様子を見守る

2018年11月

Bob Baur (ボブ・バウアー)

プリンシパル・グローバル・インベスターズ チーフ・グローバル・エコノミスト

過去数十年の間、炭鉱の作業員は、鳥かごに入れたカナリアを持って鉱山に入りました。有毒なガスがある場合、人間よりもカナリアの方が先に影響を受け、それを警報として作業員は脱出します。2018年は米国の住宅建設が横ばいにとどまり、最近の住宅指標は低迷しています。10月の新築住宅販売件数は前年比12.0%減少して、30カ月ぶりの低水準に落ち込みました。住宅着工件数は直近のピークから、2018年は7.0%を超える減少となりました。さらに、新築住宅の在庫件数が2009年1月以来の高水準となったことから価格の上昇は緩やかとなり、住宅建設業者の景況感は急低下しました。住宅は経済成長の重要な原動力であるため、住宅市場を炭鉱のカナリアに例えて米国経済の成長鈍化や景気後退を予想する見方もあります。

住宅市場の軟調は「黄色信号」ではあるものの、当社ではカナリアは依然として呼吸していると考えます。住宅建設はいくつかの逆風に見舞われています。住宅ローン金利は今年、約0.7%上昇しました。連邦住宅金融庁（FHFA）の住宅価格指数は2012年6月の底値から40.5%上昇し、2007年の前回高値を13.9%上回る大幅な上昇となったことから、住宅の値ごろ感は薄れました。さらに2017年の税制改革では、連邦税から控除可能な州・地方税の額、および住宅ローン関連利息の控除が制限され、これが住宅価格の最も高い北東部で新築住宅販売件数が急減した要因だった可能性があります。

基調的な強さ: しかし、住宅需要のファンダメンタルズは引き続き堅調です。雇用の伸びは好調を維持しており、賃金上昇率は加速しています。時間当たり平均賃金の伸び率は2019年半ばに3.5%に達するとみられます。米国の家計所得の代理変数とされる、時間当たり平均賃金に総労働時間の増加率を掛け合わせた数値の伸び率は年率5.3%と、金融危機よりかなり前以降で最大となっています。世帯数の増加にも改善が見られ、過去5年間の平均世帯形成数は120万世帯近くと、2009年6月以降で最大となっています。また、親と同居する35歳未満の若年層の数は減少し始めています。ほぼ全ての統計で、家計の信頼感は過去最高水準近辺にあります。

地域別の最新経済見通し

米国

堅調な雇用市場と賃金の上昇率加速は好調な個人消費が続くことを示唆しており、今後数四半期の伸びは3.0%以上のペースが持続するとみられます。感謝祭から始まったクリスマス商戦の売り上げは非常に好調です。米国の資本ストックの老朽化と税制改革のインセンティブを受けて投資は堅調に推移すると予想され、それでも不十分な場合、賃金コストの上昇分が生産性向上のための設備やソフトウェアの投資拡大につながるはずですが。当社は2019年の米国の経済成長率は3.0%近くと予想しており、成長は最初の三四半期に前倒しされるとみています。具体的な米国経済予想は本稿の末尾に掲載しています。

ユーロ圏

2019年のユーロ圏の経済成長率は1.5%~2.0%の範囲で持続する見通しです。失業率が低下し雇用が増加する中、景況感は底堅さを維持しています。賃金の伸びは小幅上昇し消費は依然として健全です。ドイツ経済は2018年第3四半期に一時的にマイナス成長になったものの、その後は回復しています。EUとの離脱協定に関し白熱した議論が交わされているにもかかわらず、英国経済は成長が続いています。イタリアの財政赤字をめぐる交渉はユーロ圏における政治的不確実性につながり、見通しが改善するまで経済成長は精彩を欠いたものになるとみられます。

今後の見通し

2018年の景気に関する主なシナリオは、一段と活発な米国経済と世界経済の減速との間の成長モメンタムの乖離で、これが米国株式のアウトパフォーマンス、ドル高、米国長期金利の上昇をもたらしました。世界の経済成長は2019年に緩やかになり、中国は減速、米国もやや鈍化が予想されますが、欧州と日本は2018年と同様の成長が続くと思われます。新興国市場は中国の輸入減少と世界経済の成長減速という逆風の影響を受けることになるでしょう。ただし、米ドル高はピークの近くに来ていると思われるほか、2019年の株式市場の混乱から金利が低下する可能性があり、どちらも新興国市場にとっては好材料です。

さらに、上記のマイナス要因は縮小しつつあります。税制改革による影響は一過性であり、2017年から2018年にかけてモメンタムを減速させましたが、2019年に繰り返されることはないでしょう。第二に、住宅の値ごろ感が改善するかもしれません。住宅ローン金利は依然として比較的安く、もはや急上昇の兆しは見られないほか、住宅価格の上昇も緩やかです。新築住宅販売件数の弱さは、初回購入者向けの手頃な価格の住宅に限られたことが一因だった可能性があり、その原因は当該住宅市場への建設業者の復帰が遅かったためです。若年労働者の雇用の伸びは過去最高を記録し、賃金上昇率は低賃金の職種で最も高くなっています。実際、低価格の住宅の売れ行きが急速に伸びていることを示す事例が見られています。

堅調なファンダメンタルズとマイナス要因の後退を背景に、当社は2019年が進むにつれ、金融危機以降の住宅市場の上昇トレンドが一部復活すると予想しています。それでも最近の住宅市場の減速には注意が必要であるため、カナリアの呼吸停止に備えて住宅市場を注視する意向です。

金利

パウエルFRB議長が「FF金利は中立に程遠い水準にある」ことをほのめかした10月初めの何げない発言が、市場の長期的な下落につながりました。しかし、同議長による直近の、FF金利は「中立と推定される広範なレンジをわずかに下回る水準にある」との周回発言が市場にハト派的なシグナルを発し、ダウ・ジョーンズ工業株価平均は同日2.5%急騰しました。投資家は、FOMCは市場のボラティリティやインフレと関係なく、四半期ごとにFF金利を0.25%ずつ引き上げる自動運転状態にあると考えていたようです。直近のFOMC議事録では、同委員会が今後の経済指標に依存していることが再確認されており、結局のところ、FOMCメンバーは市場や投資家の声に耳を傾けていたこととなります。

2019年は1回の利上げで終了か？ 当社は、FOMCは2019年3月に利上げた後にいったん中断し、金利の上昇やFRBのバランスシート縮小に対する経済の調整過程を評価する可能性が極めて高いと以前から指摘してきました。12月のFOMC会合での0.25%引き上げは既定路線であり、3月利上げによりFFレートの上限が2.75%に達すれば、推定される中立水準の一部を上回ることとなります。インフレは全く問題になっていないことから、FRBが状況を熟慮し、利上げを一時中断するには絶好のタイミングのようです。ここ数日、一部の投資家は2019年の利上げ小休止という考えに乗り気だったようです。また、ECBも日銀も経済成長率が減速する中、当面は政策金利の引き上げを行わないと思われる。

長期金利の先行きを見極めることはより困難になっています。当社は10年物、30年物の米国債利回りは再度上昇局面を迎えると予想してきましたが、そうした状況は実現していません。10年物米国債利回りは3.0%を割り込み、9月中旬以降の最低を付けました。FRBは、自動的な利上げから突然距離を置いたように見えますが、背景には世界経済の減速をめぐる大きな懸念や最近のインフレ率の軟化があり、これら全てが利回り低下の要因になっている可能性があります。

しかし、長期国債利回りは依然として上昇傾向にあるとみられます。現在、米国の名目成長率は5.0%超の水準にあり、生産性の向上を背景に米国の潜在成長率は4.0%以上に上昇した可能性が高く、インフレ率はFRBの目標付近で安定しています。長期的に金利と成長率は等しくなる傾向があるため、こうした堅調な名目成長率は必然的に長期金利の上昇を伴うでしょう。また、今後の国債発行の急増も利回りを緩やかな上昇トレンドへつなげると考えられます。当社は、2019年の米国の経済成長率はコンセンサス予想を上回る可能性があるため、10年物米国債利回りは今サイクルの最高を更新すると予想しています。

株式市場

10月は株式市場にとってさえない展開となりましたが、11月も最後の数日間を除き同様に散々な月となりました。ただし、11月26日（月曜日）に、売られ過ぎから上昇トレンドに転じた可能性があります。11月最後の週の上昇率は素晴らしく、S&P500指数は4.8%急騰し、年初来のリターンを3.2%のプラス圏に戻しました。米国以外の主要株価指数で、年初から11月までのパフォーマンスがプラスだった指数はほとんどありません。MSCIオール・カンントリー・ワールド指数は同期間に4.3%下落しました。それでも、大半の市場は11月の最後の週に反発しました。

当社は、この株価反転により今後数週間で米国市場は直近の高値かその近辺まで戻ると考えており、他の市場も同様の上昇が期待されます。2ヶ月間の大きな価格変動を伴う調整が見られましたが、米中間の貿易摩擦が小休止すれば、投資家は買い手として戻る必要性を強く感じるようになると思われます。金利は依然として極めて低く、企業の利益率は良好です。世界の経済成長に対する懸念は行き過ぎで、ユーロ圏と日本の経済は回復しています。中国は家計部門の税負担を軽減し、流動性へのアクセスを増やしています。景気後退の心配はないと考えられます。

金融環境の変化: しかしながら、市場が持ち直したとしても、それは2009年3月に始まった米国の長期的な投資サイクルの最後の上昇局面となるかもしれません。長年にわたる超緩和的な金融政策と超低金利により、株式市場は金融政策の延長線、あるいは派生物となりました。金融危機の最中とその後、世界各国の中央銀行が提供した流動性が全ての資産市場に波及し、より高みへと価格を押し上げてきました。経済成長の大幅な改善を受けて金融政策は引き締められ、流動性も引き揚げられており、市場は適応を余儀なくされています。今年のボラティリティ急拡大はこうした状況に対する市場の適応が背景にあり、2018年の株式市場と債券市場のリターンを極めて低位にとどめる要因となりました。金融政策や金利はさらに「ノーマル」な状態に近づくことから、適応の過程はまだ終わらず、今後さらに混乱が生じる可能性があります。

投資へのインプリケーション: 投資家は投資に慎重になる時です。世界経済が好調で企業業績も堅調であり、投資家心理の回復から株価が反発して、年末またはそれ以降にかけて2018年の高値まで戻る可能性もなきにしもあらずとみています。その場合株式市場の上昇に沿って短期債と長期債の金利上昇が予想されます。

そうした金利上昇は株式市場に大きな打撃になると思われます。これは金利の効果によるもので、割引率の上昇は将来の利益に対する現在価値を低下させることを意味します。確かに2019年は中程度の弱気市場となりえます。貸金や借入れコストの増大、信用ストレス、米国の経済成長率の小幅鈍化、中国経済の長引く減速から、企業業績が失望を招く恐れがあります。従って、上昇局面を活用して株式のウェイトを引き下げるか、安全な逃避先に資金を移すことが賢明かもしれません。株式投資家には、公益事業、不動産、ヘルスケア、生活必需品などのディフェンシブセクターを推奨します。大きく下落した後でも、米国の主要株価指数はせいぜい横ばいで2019年を終える可能性があり、米国の株価指数は米国以外の株価指数をアンダーパフォームすることが見込まれます。

クレジット・スプレッドは11月初めに急拡大しましたが、株式市場が引き続き上昇すればやや縮小すると思われます。信用市場では2019年の早期にストレスが再燃する可能性があるため、債券投資家は信用力の高い債券への避難を考えるべきです。株式・信用市場の混乱から2019年に質への逃避が生じた場合、現在よりも若干利回りが高い水準での長期米国債が優れた投資対象になると思われます。10年物米国債利回りは2.5%を下回る可能性があります。

Baseline Economic Forecasts for 2018 - 2019

A. Growth in Real GDP - Qtr-Qtr (% Change, Annualized):

	1st Quarter 18 Actual		2nd Quarter 18 Actual		3rd Quarter 18 Actual		4th Quarter 18 Forecast		2016 Actual		2017 Actual	
	Real GDP	18,324.0	2.2%	18,511.6	4.2%	18,671.7	3.5%	18,776.2	2.3%	17,659.2	1.6%	18,050.7
Personal Consumption Expenditures	12,722.8	0.5%	12,842.0	3.8%	12,957.2	3.6%	13,064.4	3.3%	12,248.2	2.7%	12,558.7	2.5%
Durable Goods	1,628.2	-2.0%	1,662.3	8.6%	1,678.3	3.9%	1,694.8	4.0%	1,476.8	5.5%	1,577.9	6.8%
Non-Durables	2,858.6	0.1%	2,886.7	4.0%	2,923.9	5.3%	2,949.2	3.5%	2,763.9	2.7%	2,822.0	2.1%
Services	8,267.9	1.0%	8,329.8	3.0%	8,393.8	3.1%	8,443.7	2.4%	8,022.5	2.3%	8,184.5	2.0%
Gross Private Domestic Invest.	3,321.0	9.6%	3,316.7	-0.5%	3,435.4	15.1%	3,440.0	0.5%	3,050.5	-1.3%	3,196.6	4.8%
Bus. Fixed Invest.	2,654.0	11.5%	2,710.1	8.7%	2,727.0	2.5%	2,768.2	6.2%	2,411.2	0.5%	2,538.1	5.3%
Structures	533.3	13.9%	551.7	14.5%	549.3	-1.7%	557.4	6.0%	494.7	-5.0%	517.5	4.6%
Equipment	1,250.9	8.5%	1,264.9	4.6%	1,275.7	3.5%	1,294.4	6.0%	1,116.2	-1.5%	1,183.7	6.1%
Intellectual Property Products	875.7	14.1%	897.9	10.5%	907.4	4.3%	920.7	6.0%	803.9	7.5%	841.1	4.6%
Residential Invest.	615.3	-3.4%	613.2	-1.3%	609.2	-2.6%	613.7	3.0%	591.3	6.5%	611.1	3.3%
Change in Inventory	30.3	-	-36.8	-	86.6	-	35.0	-	23.4	-	22.5	-
Net Exports	-902.4	-	-841.0	-	-945.8	-	-952.2	-	-786.2	-	-858.7	-
Exports	2,517.8	3.6%	2,574.2	9.3%	2,545.7	-4.4%	2,565.2	3.1%	2,378.1	-0.1%	2,450.1	3.0%
Imports	3,420.1	3.0%	3,415.2	-0.6%	3,491.5	9.2%	3,517.4	3.0%	3,164.4	1.9%	3,308.7	4.6%
Gov't Purchases of Goods & Services	3,152.2	1.5%	3,171.8	2.5%	3,192.2	2.6%	3,203.3	1.4%	3,132.5	1.4%	3,130.4	-0.1%
Federal	1,213.1	2.6%	1,224.0	3.7%	1,234.6	3.5%	1,237.9	1.1%	1,187.8	0.4%	1,196.4	0.7%
National Defense	722.8	3.0%	733.3	6.0%	742.2	4.9%	744.1	1.0%	709.2	-0.6%	713.8	0.7%
Non-Defense	489.5	2.1%	490.1	0.5%	491.9	1.5%	493.2	1.0%	478.0	1.9%	481.9	0.8%
State & Local	1,937.7	0.9%	1,946.6	1.8%	1,956.5	2.0%	1,963.8	1.5%	1,942.8	2.0%	1,932.3	-0.5%
Final Sales of Dom. Product	18,274.4	1.9%	18,515.9	5.4%	18,571.4	1.2%	18,722.4	3.3%	17,617.5	2.1%	17,769.1	0.9%
Final Sales to Dom. Purchasers	19,141.3	1.9%	19,330.8	4.0%	19,477.5	3.1%	19,650.2	3.6%	18,387.2	2.3%	18,550.0	0.9%
year-over-year	2.6%		2.9%		3.0%		3.0%					
	1st Quarter 19 Forecast		2nd Quarter 19 Forecast		3rd Quarter 19 Forecast		4th Quarter 19 Forecast		2018 Forecast		2019 Forecast	
Real GDP	18,924.9	3.2%	19,068.6	3.1%	19,204.1	2.9%	19,331.6	2.7%	18,570.8	2.9%	19,132.3	3.0%
Personal Consumption Expenditures	13,156.8	2.9%	13,253.4	3.0%	13,346.7	2.8%	13,436.9	2.7%	12,896.6	2.7%	13,298.5	3.1%
Durable Goods	1,711.5	4.0%	1,728.4	4.0%	1,743.3	3.5%	1,758.3	3.5%	1,665.9	5.6%	1,735.4	4.2%
Non-Durables	2,974.7	3.5%	3,004.0	4.0%	3,033.6	4.0%	3,059.8	3.5%	2,904.6	2.9%	3,018.0	3.9%
Services	8,494.0	2.4%	8,544.5	2.4%	8,593.2	2.3%	8,642.2	2.3%	8,358.8	2.1%	8,568.4	2.5%
Gross Private Domestic Invest.	3,491.1	6.1%	3,532.0	4.8%	3,568.7	4.2%	3,599.4	3.5%	3,378.3	5.7%	3,547.8	5.0%
Bus. Fixed Invest.	2,810.2	6.2%	2,851.5	6.0%	2,883.6	4.6%	2,914.6	4.4%	2,714.8	7.0%	2,865.0	5.5%
Structures	566.9	7.0%	575.2	6.0%	583.6	6.0%	590.8	5.0%	547.9	5.9%	579.1	5.7%
Equipment	1,313.4	6.0%	1,332.7	6.0%	1,345.8	4.0%	1,359.1	4.0%	1,271.5	7.4%	1,337.8	5.2%
Intellectual Property Products	934.2	6.0%	947.9	6.0%	958.4	4.5%	969.0	4.5%	900.4	7.0%	952.4	5.8%
Residential Invest.	622.8	6.0%	627.4	3.0%	632.0	3.0%	636.7	3.0%	612.9	0.3%	629.7	2.7%
Change in Inventory	35.0	-	30.0	-	30.0	-	25.0	-	28.8	-	30.0	-
Net Exports	-957.6	-	-962.3	-	-966.6	-	-968.1	-	-910.3	-	-963.6	-
Exports	2,584.2	3.0%	2,604.0	3.1%	2,622.7	2.9%	2,638.9	2.5%	2,550.7	4.1%	2,612.5	2.4%
Imports	3,541.8	2.8%	3,566.3	2.8%	3,589.3	2.6%	3,607.1	2.0%	3,461.1	4.6%	3,576.1	3.3%
Gov't Purchases of Goods & Services	3,214.0	1.3%	3,224.8	1.3%	3,234.6	1.2%	3,242.7	1.0%	3,179.9	1.6%	3,229.0	1.5%
Federal	1,243.7	1.9%	1,249.6	1.9%	1,254.6	1.6%	1,257.7	1.0%	1,227.4	2.6%	1,251.4	2.0%
National Defense	748.7	2.5%	753.3	2.5%	757.1	2.0%	758.9	1.0%	735.6	3.1%	754.5	2.6%
Non-Defense	494.4	1.0%	495.6	1.0%	496.9	1.0%	498.1	1.0%	491.2	1.9%	496.2	1.0%
State & Local	1,968.6	1.0%	1,973.5	1.0%	1,978.5	1.0%	1,983.4	1.0%	1,951.1	1.0%	1,976.0	1.3%
Final Sales of Dom. Product	18,871.2	3.2%	19,019.8	3.2%	19,155.4	2.9%	19,287.8	2.8%	18,521.0	4.2%	19,083.5	3.0%
Final Sales to Dom. Purchasers	19,804.4	3.2%	19,957.7	3.1%	20,097.6	2.8%	20,231.6	2.7%	19,400.0	4.6%	20,022.8	3.2%
year-over-year	3.3%		3.0%		2.9%		3.0%					

Source: U.S. Dept. of Commerce, Bureau of Economic Analysis; Principal Global Investors

Disclosures

Unless otherwise noted, the information in this document has been derived from sources believed to be accurate as of April 2017. Information derived from sources other than Principal Global Investors or its affiliates is believed to be reliable; however, we do not independently verify or guarantee its accuracy or validity. Past performance is not necessarily indicative or a guarantee of future performance and should not be relied upon to make an investment decision.

The information in this document contains general information only on investment matters. It does not take account of any investor's investment objectives, particular needs or financial situation and should not be construed as specific investment advice, an opinion or recommendation or be relied on in any way as a guarantee, promise, forecast or prediction of future events regarding a particular investment or the markets in general. All expressions of opinion and predictions in this document are subject to change without notice. Any reference to a specific investment or security does not constitute a recommendation to buy, sell, or hold such investment or security, nor an indication that Principal Global Investors or its affiliates has recommended a specific security for any client account.

Principal Financial Group, Inc., Its affiliates, and its officers, directors, employees, agents, disclaim any express or implied warranty of reliability or accuracy (including by reason of negligence) arising out of any for error or omission in this document or in the information or data provided in this document.

Any representations, example, or data not specifically attributed to a third party herein, has been calculated by, and can be attributed to Principal Global Investors. Principal Global Investors disclaims any and all express or implied warranties of reliability or accuracy arising out of any for error or omission attributable to any third party representation, example, or data provided herein.

All figures shown in this document are in U.S. dollars unless otherwise noted.

This document is issued in:

Japan by Principal Global Investors (Japan) Ltd. (Kanto Local Finance Bureau (Kinsho) No. 462,
Japan Investment Advisers Association,
The Investment Trusts Association, Japan

This material is not intended for distribution to, or use by any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution or use would be contrary to local law or regulation.

©2017 Principal Financial Services, Inc. Principal, Principal and the symbol design and Principal Financial Group are trademarks and service marks of Principal Financial Services, Inc., a member of the Principal Financial Group. Principal Global Investors is the asset management arm of the Principal Financial Group

Disclosures

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。

MSCI指数は、MSCIが開発した指数です。当指数に関する著作権、およびその他知的財産権はMSCIに帰属しており、書面による許諾なしにデータを複製・頒布・使用等することは禁じられております。MSCIおよびその関係会社は、データの独創性、正確性、完全性、商品性、使用目的への適合性について保証するものではなく、当指数の使用に伴ういかなる責任を負いません。

記載の内容は過去の実績値であり、将来を約束するものではありません。

プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社

住所：〒100-0011 東京都千代田区内幸町1-1-1 帝国ホテルタワー 11階

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