

Economic Insights: 景気後退は既に織り込み済みか？

2019年8月

ボブ・パウアー、エコノミック・コミッティ

市場では夏場の下落局面が本格化しています。国債利回りの急低下は、経済成長の減速や景気後退を示唆する警鐘として、ますます市場を動揺させています。しかし、こうした大荒れの状況は単純に「今が景気減速の底」であることを意味しているのかもしれませんが。つまり、いつものことながら夜明け前が一番暗いのです。

私たちとしては、後者の可能性を願うばかりです。

嵐が去れば、市場は落ち着きを取り戻す

市場のムードは天気のように目まぐるしく変化しています。米国株式市場の主要指数は7月に史上最高値を更新し、米国10年国債利回りは2%付近で安定し、全てが順調に推移していました。

ところが、8月に入ると国債利回りが急落し、米国30年国債利回りが2%を割り込み（過去最低を更新）、10年国債利回りが1.5%を下回ると、市場のセンチメントも急激に悪化しました。トレーダーからは、「こうした現象は完璧とも言える景気の先行指標であり、8月の国債利回りの急低下は景気後退、または少なくとも景気減速に陥る可能性が高いことを意味する」との意見が聞かれました。米中間の貿易摩擦はエスカレートし、両国による報復合戦に発展しました。米国の株価指数は激しく変動し、前月比で1%以上変動した日数は8月に10営業日と、市場が大きく落ち込んだ2018年2月以来の日数となりました。

世界各国の中央銀行にも動揺が広がっています。今年に入って、ボツワナからニュージーランド、中国に至る30以上の中央銀行が利下げを実施しており、今後さらに多くの中銀が利下げを行うと予想されます。米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は、ジャクソンホールで行われたFRBの年次シンポジウムの中で、7月末に実施した25bpの利下げは「サイクル半ばの調整」と説明し、直前数週間は「イベントが多かった」が、今後は発表される経済指標に応じて金融政策を決定することを示唆しました。欧州や日本ではマイナス金利が重石となり、銀行株指数は20年ぶりの低水準に下落しました。また、ドル高がアルゼンチンをはじめとする新興国市場への圧力となっています。とはいえ、トランプ大統領が強気のツイートを発信したり、あるいは中国政府が報復措置を断念したりすれば、こうした下落相場も上昇に転じるかもしれません。

一方、長期国債利回りの低下や景気後退懸念があるとはいえ、世界経済の成長を支える基盤はそれほど悪化しているのでしょうか。当社はそうは思いません。

世界経済が減速し始めたのは、中国政府が2017年に、大気汚染の軽減と債務増加の抑制を目的とした規制強化に乗り出したことがきっかけでした。この影響による中国経済の冷え込みが徐々に世界中に波及し、中国経済の成長鈍化に伴って対中輸出国は売上高が減少し、新興国やドイツを中心に欧州の成長も抑制されました。米国経済への影響は最も遅かったものの、減税効果が薄れて貿易摩擦をめぐる不透明感が企業の設備投資を抑制するに連れて、その影響が顕在化し始めました。

世界経済の減速は2018年半ばから続いており、低成長は今に始まったことではありません。

一方、長期国債利回りの低下や景気後退懸念があるとはいえ、世界経済の成長を支える基盤はそれほど悪化しているのでしょうか。当社はそうは思いません。

市場が落ち着く前に、まず安定化

先月のEconomic Insightsで回復の兆しがあることを述べましたが、その後、新たな兆候が浮上しています。確かに、マークイット購買担当者景気指数（PMI）は低調で、製造業指数は50をわずかながら割り込みました（若干悪化）。それでも景気後退の水準を十分に上回っています。また、地区連銀による8月の製造業指数は6地区中5地区が拡大を示しており（7月は2地区）、銀行融資は増加しています。新規失業保険申請件数に貿易摩擦による悪影響は見られず、企業の人員削減の発表はごくわずかです。賃金の伸びは依然加速しており、アトランタ連銀による最新の賃金追跡指標は3.9%増となっています。第2四半期の企業利益は前年同期比5.1%増を記録し、現在も同2.2%増のペースで拡大しており、景気後退は示唆されていません。個人消費は同2.7%増と底堅く、今四半期も好調なペースが続いています。ガソリン価格は下落基調で、家計の下支えとなっており、家計の貯蓄率は7.7%で、バランスシートも健全です。

企業景況感が最も悪く苦境に立つ欧州でさえ、経済指標は緩やかに上向いています

企業景況感が最も悪く苦境に立つ欧州でさえ、経済指標は緩やかに上向いています。欧州景況感指数は予想に反してわずかに上昇しました。8月のユーロ圏総合購買担当者指数は51.8に上昇し、1月の底値を上回っています。失業率は10年ぶりの低水準である7.5%に低下し、欧州全般に改善しています。ドイツの製造業は対中輸出の減少が大きな打撃となりましたが、失業率はわずか3%であり、企業からは労働力不足が報告されています。

アジアの新興国市場も回復に向かっているとみられ、シンガポール、韓国、台湾を中心に輸出や生産関連のデータは上向いています。中国では、8月の企業景況感はサービス業と製造業の両方で改善し、緩やかな上昇傾向にあります。工業部門企業利益も7月に改善しました。中小企業の借入金利が引き下げられたほか、追加の財政刺激も期待されます。中国へのエクスポージャーの大きいグローバル企業はアウトパフォームしています。中国国内の株価指数は8月に、米国の主要株価指数を上回る上昇率を付けました。

日本では、10月の消費税率引き上げを前に景気は低迷しています。9月末には日米間の貿易協定が正式に署名される予定で、両国にとってプラスに寄与するとみられます。

今後の見通し

米中間の関税措置の応酬など、8月は貿易摩擦の深刻化が市場センチメントを悪化させ、一層の景気回復を遅らせたとみられます。高い不確実性に伴い、貿易面の不透明感が払拭されるまで、企業経営陣が長期的な設備投資の判断を棚上げするのは当然です。設備投資は世界的に縮小しているものの、これまでのところ不透明感が企業の雇用計画の削減にはつながっていません。

景気後退局面に入ると考えています。センチメントの下方スパイラルがさらに続けば問題が生じるかもしれません。負のスパイラルによって、企業の人員削減、賃金の伸び悩み、低調な個人消費、企業利益の低迷という自己実現的なサイクルが始まる可能性もありますが、こうした状況はまだ顕在化していません。過去の米国景気後退は大半の場合、ショックあるいは不均衡が発生し、それがセンチメントに悪影響を与えることで生じましたが、現時点で不均衡はほとんど見られていません。

向こう1年以内に景気後退に入るとの想定で、投資戦略を作成するのは時期尚早でしょう。景気後退局面を迎えるのは2021年になってからと思われる。足元の過去最長の景気拡大はもうしばらく続き、景気の落ち込みは回避されると思われる。

（堅調な労働市場と力強い賃金の伸びが消費者の支援材料）。米国債利回りの急低下は、実際の景気後退懸念というよりも、FRBの金融緩和予想に加えて欧州や日本からの利回り追求に伴う資金流入が要因にあると考えられます。中国は財政・金融刺激策を強化しています。各国中銀は極めて緩和的な政策を維持しています。金融環境は緩和しており、クレジット市場に圧力要因はほとんど見当たりません。

当社は第4四半期の世界経済成長の緩やか加速を予想します。

向こう1年以内に景気後退に入るとの想定で投資戦略を作成するのは、時期尚早でしょう。現在の過去最長の景気拡大は、もうしばらく続くと思われま

市場のメッセージ

今年これまでの市場を特徴づけ最も混乱を招いた要素は、安全資産とされる長期国債の利回りが一貫して大きく低下したことです。10年物米国債利回りは、1月の2.8%をピークに8月末には1.5%に低下し、10年物ドイツ国債利回りも0.3%からマイナス0.7%に急低下しました。マイナス利回りの背景には中銀の政策措置があり、マイナス利回りは債券購入者にとって損失の確定を意味します。それでは何故、マイナス利回りの債券を購入するのでしょうか。その理由としては、一段の金利低下により利益が見込まれること、他の投資対象でそれ以上の損失が懸念されること、金融機関に対する規制、債券に代わる安全な投資先がないことが挙げられます。

しかし、マイナス利回りはなお非現実的です。国債利回りの急低下によって引き起こされた不安は、容易に解消されないでしょう。各国中銀は追加利下げを行うとみられます。FRBは9月にFF金利を0.25%以上引き下げる見込みで、引き下げ幅が0.50%になる可能性も少なからずあります。市場の混乱が続いた場合、さらなる利下げに踏み切るかもしれません。欧州中央銀行（ECB）は政策金利のマイナス幅を拡大し、おそらく9月に債券購入を再開すると予想されます。当社の予想通り、景気減速の改善に伴いインフレ率がやや上昇したとしても、各国中銀は長期にわたり緩和的な姿勢を維持する見通しです。当社は、FRBが利上げを再開するのは次の景気後退が終わってからになると考えています。現在の市場環境を踏まえても、長期国債利回りの水準は低過ぎます。しかし、景気加速の明確な兆候が顕在化しない限り、利回りが上昇する可能性は低いでしょう。8月は、ディフェンシブ株をオーバーウェイトにしなかった投資家や、資金の大半を債券に振り向けなかった投資家にとっては厳しい月となりました。貿易摩擦が近く解決される見込みは薄く、8月の相場の不安定な値動きは、歴史的に投資家にとって困難な月である10月まで長引く恐れがあり、その場合、米国債利回りは2012年や2016年の底値を再び試す展開も考えられます。

それ以降に関しては、国債利回りが底打ちしつつあることは確実で、2021年にかけて底入れが見込まれます。今後数年間は、固定金利の融資や住宅ローンを確認するのに絶好のタイミングとなります。現在インフレ率は低水準にありますが、今後は上昇圧力が高まる公算が大きいと思われる。なぜなら、今年のインフレ率の低迷の背景には、過去18カ月の世界経済の減速があるからです。経済が回復すれば、インフレ率は押し上げられるでしょう。金融危機以降の超低水準のインフレ率は、労働市場と生産設備の緩みが急拡大したことも理由にありました。先進国の数十年ぶりの低水準の失業率と設備稼働率の上昇からは、需給の緩みが縮小していることが示唆されます。従って、経済の需給の緩みに起因する低インフレはいずれ反転するでしょう。また、過去25年間のアウ

トソーシングによるインフレへの下押し圧力も弱まるはずですが、中国の賃金コストは大幅に上昇しており、政治的要因によりサプライチェーンは変化しています。

株式に関して言えば、FRBの方針転換と金利の急低下を受けて、世界の株式指数の大半は年初来で上昇しています。ただし、年末まで好ましい展開とはならないかもしれません。第4四半期のいずれかの時点で世界経済の回復が明確化するまで、5月と8月に見られたようなボラティリティが今後も続く可能性が高いと予想されます。世界の経済成長が上向けば、2020年にかけて市場は緩やかな上昇が見込まれ、直近高値かそれ以上の水準に押し上げられる見通しです。ただし、上昇の起点は現水準よりも低くなることも考えられます。

極めて高いリターンを生み出してきた2009年3月から昨年までの投資サイクルは、終焉を迎えたようです。バリュエーションは2018年1月にピークを付け、現在はその水準を下回っています。長期にわたり相場を牽引してきたハイテク株は、昨年6月にピークを打った模様です。投資家は息の長い新たなテーマやトレンドを模索していますが、まだ見出せていません。貿易摩擦と経済成長をめぐる懸念の高まりに伴い、投資家はディフェンシブセクターにシフトし、同セクターの他のセクター対比での相対バリュエーションは極めて高い水準に上昇しました。この点から、不動産投資信託、公益事業、生活必需品といったセクターの最近のアウトパフォーマンスは説明がつかず、また、ディフェンシブセクターのアウトパフォーマンスは景気サイクル終盤によく見られる現象です。

当社はここ数カ月、慎重な姿勢を推奨しており、現在もこれが適切であると考えます。景気後退がなければ、米国債利回りが現水準から大幅に低下することはないでしょう。当社は、国債よりも高い利回りが得られる信用力のある投資適格社債またはハイイールド社債を選好します。景気が回復し景気後退懸念が払拭すれば、これらの社債の対米国債スプレッドは縮小し、リターンが押し上げられることも考えられます。

待機資金を保有する投資家にとっては、米短期国債がある程度の利回り、税制上の優遇措置、安全性を提供します。景気サイクルはこの先終焉が待ち受けているとはいえ、当社はその時期が差し迫っているとは考えていません。従って、株式から資金を引き上げるのは時期尚早と思われる。

米国の大型株はセクター間でバランスが取れており、引き続き若干の上昇が見込まれます。貿易摩擦のさらなるエスカレーションを除けば、最大のリスクは長期国債利回り上昇です。このリスクは今後顕在化すると予想されますが、近い将来でないことは確かです。

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。

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