

米製造業「不況」が Fed 大幅緩和催促

迫るリセッションの発音、約 10 年ぶり ISM 製造業悪化

2019/10/4

米中貿易戦争に海外減速による外需の輸出下振れに加え、大型減税効果の一巡に雇用改善一服に伴う内需弱含みにあって 9 月 ISM 製造業景気指数が 8 月に続き 2 ヶ月連続で好不況「50」割れの約 10 年ぶり悪化となった。1979 年以降、ISM 製造業指数「50」割れながらも政策対応でリセッションを回避したケースが 6 回あり、米 FRB は 10 月利下げに加え 12 月にも追加利下げを催促されそうだ。

「新規輸出受注」3 ヶ月連続の大幅悪化

「輸送量を推し量る米トラック指数は景気が良いと 50 を上回り、景気が悪化すると 50 を下回る。すでに 9 月トラック指数が 48.8 と 50 を下回ったまま米景気先行き不安がくすぶり続けている」(投資銀行エバコアのエド・ハイマン副会長)。

NY 賢人エコノミストの誉高いハイマン副会長固有のトラック指数の「50」割れは米景気が外需にとどまらず内需も弱含みつつある証左であり、大型減税効果が一巡し、新車販売は 5 年ぶり前年割れが必至の情勢、そこに GM 長期ストによる米自動車生産 2 割 (1 日 1 万台) 生産停止と数万社の部品メーカーの生産調整が及ぶ。

ハイマン副会長は 9 月に米企業の業績悪化と成長鈍化に従来の 19 年と 20 年の米 GDP 成長率 2.0% 予想をそれぞれ 1.8% に下方修正、米 FRB の 10 月追加利下げを見込んでいたが、9 月 ISM 製造業指数 10 年ぶり悪化で 10 月に加え 12 月にも追加緩和の可能性が浮上しつつある。

1 日発表された米 9 月 ISM 製造業景況感指数は前月比 -1.3pt の 47.8 と好不況節目「50」を 2 カ月連続で割り込み、09 年 6 月以来約 10 年ぶり低水準となった。事前予測 50.1 を大きく下回り、米中貿易戦争や海外減速による外需減を受け米製造業の景況感が急速に悪化、46 を下回るとリセッションを意味するとされ、「不況」入り米製造業の景況感は極めて危険な水域に入った。

「悪魔の住む 10 月」相場入り 1 日の米ダウ平均株価は、朝方こそ米中貿易交渉の進展期待に買いが先行し一時上げ幅を 129 ドルへ広げたものの 10:00 発表の ISM 指数の悪化でリセッションが懸念されて売りが膨らみ資本財など幅広い銘柄が売られ前日比 343 ドル安の 2 万 6573 ドルと 1 ヶ月ぶり値で終えた。

米 ISM 製造業景況感指数は米景気の先行指標として信頼性が高く、米 FRB が政策判断で重視している景気指標であり、構成 5 項目のうち「生産」-2.2pt の 47.3、「雇用」-1.1pt 低下の 46.3 と悪化、とりわ

け外需の先行きを示す「新規輸出受注」が -2.2pt の 41.0 と 6 月 50.5 から 3 ヶ月連続で 10pt 近く低下した。関税合戦により世界貿易が減少し中国や欧州景気減速を受けて米国の輸出は 4 月以降すでに 4 ヶ月連続で悪化、改めて米中貿易戦争による輸出低迷を象徴した。

「新債券王」の異名をとる著名投資家ジェフリー・ガンドラック氏は、「惨事が差し迫っているわけでないが、米大統領選挙前のリセッション (景気後退) 入りの確率は 75%」と述べ、元財務長官のハーバード大学サマーズ教授は「金融ブラックホール」理論を携えて米 WSJ 紙 (9 月 9 日) インタビューで、「金融危機以降、米国の景気後退入りをこれほど心配したことはない。米経済が 2020 年末までにリセッション入りする確率が 50% 弱ある」と懸念する。

「G7 先進国の中で 2% インフレ目標を達成する国は未だなく、かかる低インフレ、低金利は今後 20 年ぐらい続く可能性がある。問題はかかる脆弱な環境にあって何か問題が発生しても中央銀行が対応する手段が非常に限られることだ」(サマーズ教授)。

英 FT 紙 (9 月 23 日) 電子版は『Global recession fears grow among asset managers (資産運用者に増える世界リセッション懸念)』と題し「ASR (Absolute Strategy Research の調査によれば、地政学リスクや貿易摩擦の高まりに来年にも世界的リセッションの到来を懸念する投資家が 52% と過半を超えた。同調査で世界リセッション懸念を抱く投資家が 50% を超えたのは同サーベイ開始の 2014 年以降初めて」と記した。

ある欧州系銀行幹部は「夏前からドイツのテクニカル・リセッションを予想していたが、ここに来てさらに欧州経済の見通しを下方修正し、2020 年のユーロ圏 GDP 成長率を従来の 1.0% から 0.8% に下方修正した」と打ち明ける。

ISM「50」割れも景気後退回避 6 回とも株価上昇

一方、弊誌「J-pulse Briefing」は 9 月 24 日付『79 年以降 ISM50 割れも景気後退回避 6 回』(リセッション回避で米国株 1 年後 2-3 割上昇アノマリー) と題し、「米株『強気相場』11 年半、米景気拡大が 11 年目に入り流石に市場は疲れ果て上昇モメンタムが削がれつつあるが、米 ISM 製造業指数が好不況節目 50 を割り込むも政策対応でリセッションを回避したケースが 1979 年以降 6 回あり、いずれも米国株はその後 2 年上昇アノマリーを有す」と記した。

1979 年以降、米 ISM 製造業指数が好不況の分岐点「50」を割り込み、その後リセッションに至った

ケースが1979年、1981年、1989年（10月ブラックマンディ）、2000年（ITバブル崩壊）、2008年（リーマンショック）の7回ある。

一方、同指数が「50」を割り込みながらも政策対応によりリセッションを回避したケースが6回（1985年、1995年、1998年、2002年、2012年、2015年）あり、注目すべきはリセッション回避の6回のケースでいずれも米国株がその後2年間にわたり上昇するというアノマリーを有していることだ。（図参考）

1985年のケースは、2月の米ISM製造業指数が47.1と50を割り込んだものの、その後リセッションを回避し、米S&P500指数は1年後に30%、2年後に68%の大幅な上昇を実現している。

さらに、1995年のケースは、5月の米ISM製造業指数が45.5と「50」を大きく割り込んだものの、グリーンズパンFRB議長の機動的な利下げ等によりリセッションを回避、米S&P500指数は半年後に15%、1年後に28%上昇、そして2年後には66%と85年と同じく大幅高を辿った。

一方、2002年のケースは10月のISM製造業指数が46.1へと好不況分岐「50」を割り込んだが、中国はじめBRICs新興国の高成長に支えられた世界経済の好調等や政策発動が相まって米景気はリセッションに至らず、1年後の米S&P500指数は21%の上昇を遂げた。

また、2012年はリーマンショックから病み上がり回復の途上となる6月のISM製造業指数が48.9と「50」を僅かに割り込んだもののリセッションは回避され、米S&P500指数は1年後に21%の上昇を

遂げた。

なお、2015年のケースは、10月ISM製造業景況感指数が48.0と好不況分岐「50」を割り込んだものの、その後リセッションに至らず、米国株は1年後に5%と僅かだが上昇基調を辿った。

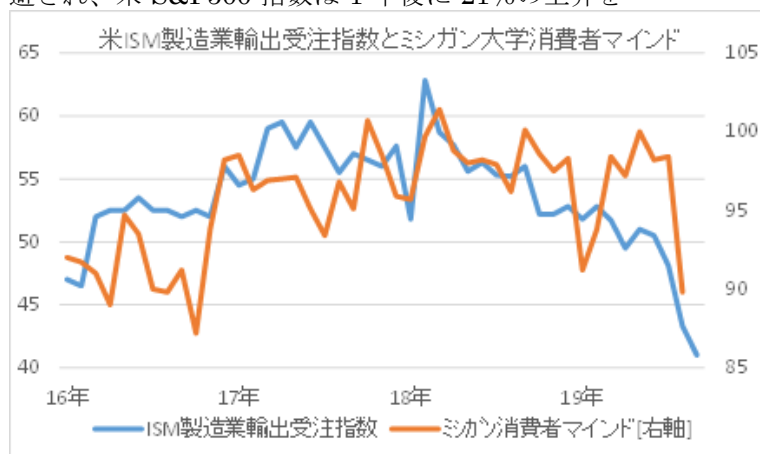
何より重要な点は、今回のリセッション回避にはトランプ再選が掛かっているということである。現職大統領で再選できなかったのは、カーター大統領と父親ブッシュ大統領のみであり、いずれも米経済のリセッションを看過したからに他ならない。

トランプ大統領は、9月ISMの約10年ぶり悪化を予見していたように1日ツイッター投稿で「私が予想した通り、パウエル議長とFRBはドルを全ての通貨に対しあまりに強くし、製造業は悪影響を被っている」とFRBを批判した。

9月19日には利下げを決めたパウエル議長に対し、「パウエル氏と連銀はまたもや失敗した」、「根性も判断力もビジョンもない！酷いコミュニケーターだ！」と非難した。

すでに、米景気拡大期は11年目を迎え、失業率は半世紀ぶりの低水準に到達、リセッションの「炭鉱のカナリア」利回り曲線の「逆イールド」に債務サイクルや一般産業の脆弱性及び世界経済を覆う地政学リスク、米中貿易戦争の不確実性—と悪材料に事欠かない。

9月ISM製造業2ヶ月連続「50」割れと10年ぶり悪化が、FRBの10月利下げに加え、12月の追加利下げ、さらには「QE4」（量的緩和第4弾）催促に繋がる可能性がでてきた。



Equity market rises after ISM falls below 50 outside of recessions
as of September 5, 2019

Episodes when ISM Mfg. index first falls below 50 since 1975							
First month ISM below 50	Months before recession	Months from 50 to trough	ISM at trough	S&P 500 total return in subsequent			
				3-mo	6-mo	12-mo	24-mo
31-Aug-79	6	9	29.4	(2)	4	16	21
31-Jan-81	7	16	35.5	5	3	(2)	26
28-Feb-85		3	47.1	6	6	30	68
31-May-89	15	20	39.2	11	10	16	30
31-May-95		8	45.5	6	15	28	66
30-Jun-98		6	46.8	(10)	9	23	32
31-Aug-00	8	14	40.8	(13)	(18)	(24)	(38)
31-Oct-02		6	46.1	(3)	4	21	32
29-Feb-08	0	10	34.5	6	(3)	(43)	(13)
30-Jun-12		5	48.9	6	6	21	50
31-Oct-15		3	48.0	(6)	0	5	29
Median							
Recession (n=5)	7	14	35.5	5 %	3 %	(2)%	21 %
No recession (n=6)		6	47.0	1	6	22	41

Source: ISM, FactSet, and Goldman Sachs Global Investment Research (出所:ブルームバーグ)

お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。