

Special Report

金融市場調査部 シニアエコノミスト
渡辺 浩志

世界経済反転のシグナル

KEY POINT

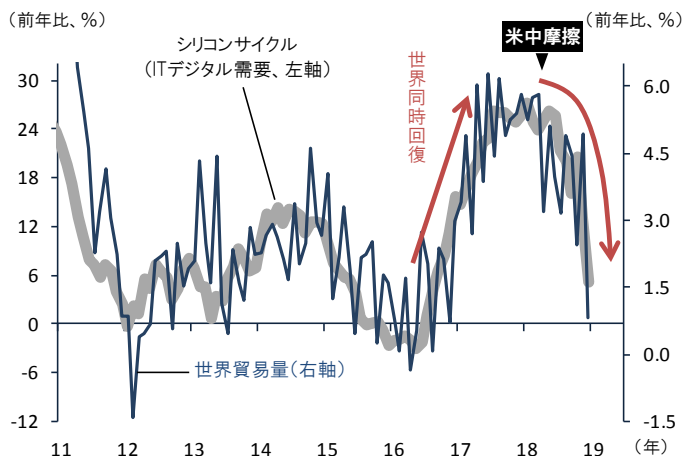
- 世界経済減速の主因は、シリコンサイクルの下降、米中摩擦、米国の金融正常化と、そこから派生する諸要因
- 世界経済反転のカギは、①米中協議の進展、②FRB のハト派化、③中国景気対策の効果発現、④シリコンサイクルの持ち直しにある。①、②は糸口が見え、③は効果が出るまでなりふり構わぬ追加策が打たれる公算
- ④のシリコンサイクルがスーパーサイクルへ移行するとの期待は、米中摩擦に押しつぶされてきたが…
- 足下、世界的な株安を背景に米中に融和ムード。シリコンサイクルの反転を起爆剤に世界景気は踊り場脱却へ

世界経済減速の主因は何か

2016 年以降、世界経済は各国同時回復となった。その背景には、IT デジタル製品需要の循環的な増加と、それに伴う世界貿易量の爆発的な拡大があった。

図表 1 は、シリコンサイクル(IT デジタル製品需要)と世界貿易量の動きをみたものだ。IT デジタル製品の製造は国際分業、すなわち米国(開発・設計)→日本(半導体製造装置)→日本・台湾・韓国(IC・電子部品)→中国(組立)というサプライチェーンで行われており、完成までの工程で何度も貿易が発生する。それゆえ、IT デジタル製品需要は世界貿易量と極めて密接に連動している。

図表 1:シリコンサイクルと世界貿易量～世界経済減速の主因



注:シリコンサイクルは世界半導体販売額を米国半導体PPIで実質化したもの
出所:SIA、オランダ経済分析局、SFH

足下では世界経済の成長が減速しているが、その主因は、第一にシリコンサイクルが下降局面にあること、第二に米国の保護主義がサプライチェーンを分断し世界貿易を萎縮させていること、第三に FRB が金融政策の正常化が市場心理を悪化させたことにある。これが中国の景気悪化や資源価格の下落、世界的な株価の下落や企業センチメントの悪化、ならびに設備投資の先送りなどに波及している(図表 2)。

図表 2:中国景気の悪化が資源価格の下落を招いている



出所:財新、CRB、SFH

トランプ大統領の対中政策の主眼は、中国の貿易黒字の縮小と先端分野における中国の成長阻止にある。具体的には、①関税引き上げによる中国からの輸入の縮小、②知財権侵害や技術移転強要を理由とする中国のハイテク企業の弾圧(米企業との取引禁止や経営者の逮捕)とサプライチェーンからの排除、③中国政府の先端産業支援策(減税や補助金)への批判や WTO への提訴を通じた中国独自の技術開発の阻止、などである。

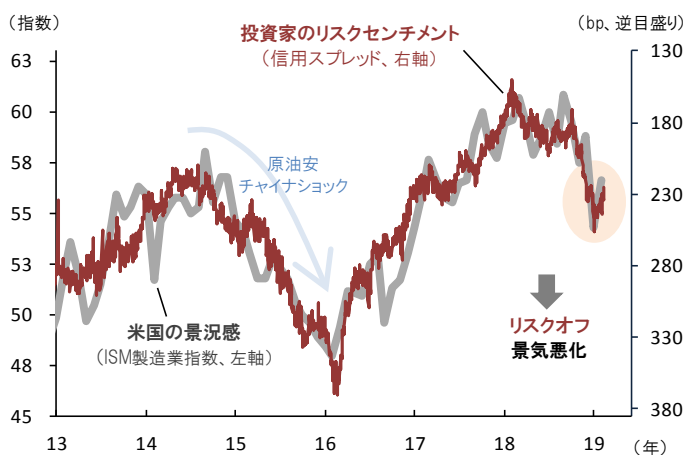
他方、中国政府は外需の縮小を内需の刺激で補うべく、景気対策を行っている。財政政策では、鉄道を中心とするインフラ投資、所得減税や所得控除、家電・自動車購入補助金、企業への減税や補助金を導入した。また、金融政策では、預金準備率を段階的に引き下げ、資金供給の拡大を図っている。

世界経済反転、4つのカギ

こうした状況下、世界経済反転のカギは、①トランプ大統領の対中政策の穏健化(米中通商協議の進展)、②FRB のハト派化、③中国景気の持ち直し(景気対策の効果発現)、並びに④シリコンサイクルの反転にある。

もつとも、①、②についてはすでに糸口が見えてきている。昨年来の世界的な株価の下落が景気後退の引き金を引くリスクが高まる中で、FRBを始め各国中銀がハト派化するとともに、トランプ大統領の対中政策の穏健化を招いている。FRBは利上げを一時停止し、資産圧縮を見直す構えだ。また、トランプ政権は中国に融和姿勢を示し、貿易交渉での合意を模索し始めた。図表3は、投資家のリスクセンチメントと景況感(ISM製造業指数)の関係を見たものだ。足下では、引き締め的な金融政策と強硬なトランプ政策への懸念が後退する中で、市場の不安心理は緩和しつつあり、そのことが景況感の持ち直しにも繋がっているようだ(詳細は『FRBは政策の自律性を取り戻せるか』Economic Data Watch、2019年1月16日を参照)。

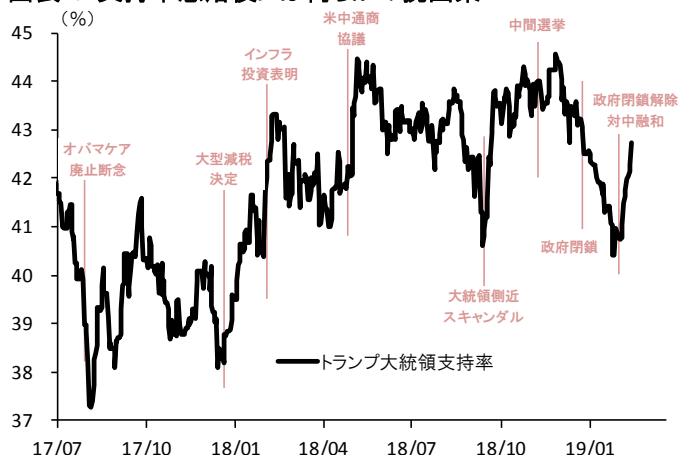
図表3:市場の不安心理が後退し、景況感の悪化に歯止め



注:信用スプレッドはBaa社債利回り-10年国債利回り
出所:ISM、Moody's、Bloomberg、SFH

また、トランプ大統領と米議会・民主党との対立で長期化した政府閉鎖が大統領支持率を大きく低下させたが、このことが貿易交渉などの大統領権限が強い分野での失点挽回を促している。図表4にみるように、トランプ大統領は過去、支持率が低下するたびに何らかの挽回策を打ってきた。米中通商協議は、「貿易不均衡問題」と「技術覇権争い」という2大テーマが並走しているが、貿易面は中国の輸入拡大、技術覇権の面では継続協議による冷戦化が落としどころとなりそうだ。

図表4:支持率急落後には何らかの挽回策



出所:FiveThirtyEight、Bloomberg、SFH

③に挙げた中国の景気対策については、インフラ投資が持ち直しつつあり、鉄道投資の追加もあって今後も中国経済を下支えしよう(図表5)。

家計向けの減税は、貯蓄に回るなどして個人消費の増加に顕現化していないが、1月からは家電・自動車購入補助金などの即効性のある対策が導入されており、今後の消費の持ち直しに一定の効果が期待できる。

また、金融政策は、預金準備率引き下げによる資金供給とデレバレッジ(債務削減・シャドーバンキング抑制)という相反する政策を並行して進めていることから、マネーサプライの増勢加速には繋がっていないが、今後はデレバレッジを棚上げにして金融緩和に専念することになる。

以上のような中国の景気対策は、需要の先食いや構造改革の先送りに他ならず、後に禍根を残すものである。しかし、現在の中国経済は、既に景況感PMIが50を下回る景気後退局面にある。このままでは習近平主席の指導力が問われるほか、建国70周年記念の年に相応しくない。そのため、共産党は今後、中国景気の持ち直しがはっきりするまでは、なりふり構わず景気刺激策を打ち続けることだろう。

図表5:中国の財政・金融政策の効果を見る指標



出所:中国国家统计局、中国人民銀行、SFH

次に、④に挙げたシリコンサイクルの反転のタイミングを探る。よく、現在の世界経済は2014年末~15年末までの下降局面との類似点が多いといわれる。それは例えば、中国経済の減速、原油価格の下落、米国の金融引き締め、シリコンサイクルの下降、などである。また、その後の回復局面は、当時はイエレンFRB議長のハト派化(利上げの見送り)に加え、シリコンサイクルの循環的な立ち上がり起爆剤となった。

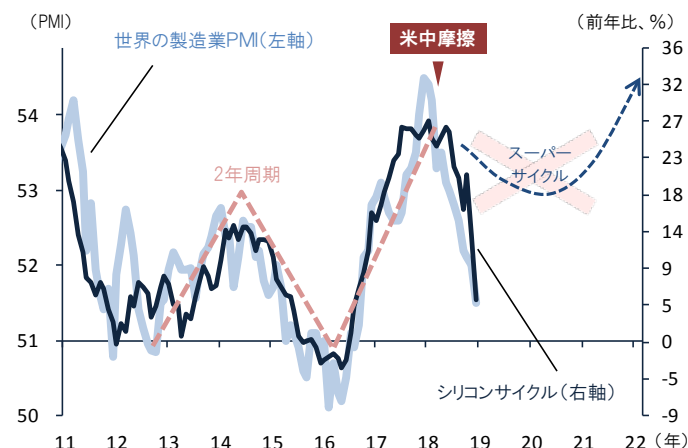
今回はパウエル議長のハト派化、トランプ大統領の穏健化、中国の景気対策など、政策主導で景気の下支えを図っている。ただし、これらはいくまでも底割れ回避の策である。世界経済が明確な上昇トレンドに転じることが出来るかどうかは、シリコンサイクルの反転や世界貿易の拡大いかに掛かっている。

米中摩擦がスーパーサイクルへの移行を妨げた

図表 7 は、シリコンサイクルを実質世界半導体販売額の前年比でみたものだ。これが世界経済(製造業 PMI)の動きを左右してきたことが分かる。また、シリコンサイクルは通常は上昇局面と下落局面が対称的で、各々2 年程度続く傾向がある。前回は12 年央～14 年央までの2 年間にわたって右肩上がりとなった後、14 年後半から16 年央までの2 年間は右肩下がりとなった。今回のサイクルでは、16 年後半から18 年初までの約2 年間にわたって上昇しており、前例に従えば、下落局面は18 年初から20 年初までとなる。

シリコンサイクルがこれまで通り、PC・スマホの製品サイクルに規定されているなら、循環的な回復は今秋以降に発表される新製品のヒットを待つほかない。また、次回の新製品発売が5G(第5 世代移動通信システム)の本格運用後になるとすれば、シリコンサイクルの反転は2020 年後半ということになる。

図表 7:シリコンサイクルとスーパーサイクル



注:シリコンサイクルは世界半導体販売額を半導体 PPI で実質化したもの
出所:Markit, SIA, SFH

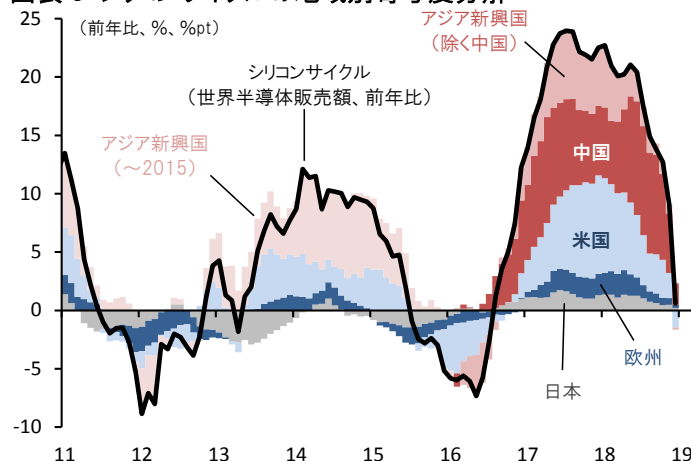
しかし、現在はPC・スマホ以外の新たなIT デジタル需要(AI, IoT, Fintech, 動画配信、自動運転車等)が急拡大しているところであり、シリコンサイクルは従来の循環を超越したスーパーサイクルへ移行する局面にあると思われる。スーパーサイクルとは、需要の循環(山谷)が長期化し振幅が小さくなることであり、IT デジタル需要の谷は浅くなり、山までの期間は長くなるはずだ。

現時点では、シリコンサイクルが従来の周期に収まってしまっているが、これはひとえにトランプ大統領の保護主義による IT デジタル製品のサプライチェーンの分断(中国排除)のためだと思われる。米中摩擦がスーパーサイクルへの移行を妨げているのである。それゆえ、現在進行中の米中通商協議において、(ハイテク分野では大きな進展を期待し難いものの、継続協議に持ち込むなど、)ひとまずの合意が得られれば、シリコンサイクルは速やかに反転するのではないかと。

なお、2018 年の世界半導体販売額の地域別シェアは、中国が34%、アジア新興国(除く中国)が27%、米国が22%、欧州と日本がそれぞれ9%である。アジア新興国の半導体需要は米国の需要との連動性が高く、図表 8 にみるように、シリコン

サイクルの動きは米中の需要が左右している。すなわち、米中の景況感の持ち直しがシリコンサイクル反転のカギといえる。

図表 8:シリコンサイクルの地域別寄与度分解



出所:SIA, SFH

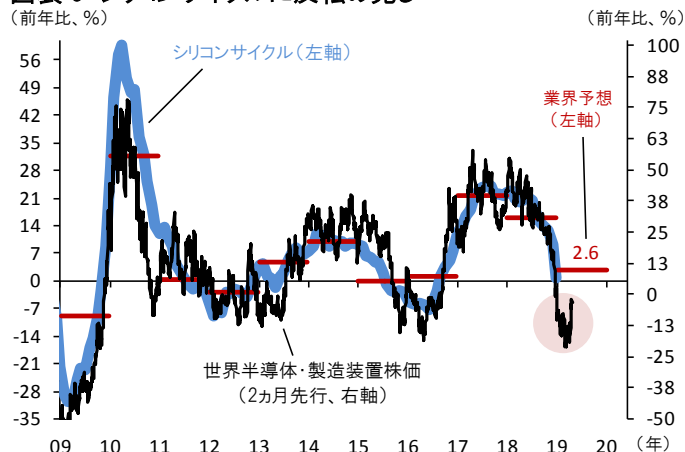
株式市場はシリコンサイクルの反転を予言

なお、シリコンサイクルの先行指標である、世界の半導体関連企業の株価(MSCI 半導体・半導体製造装置株価指数)に反転の兆しがみられることは心強い。世界の主要半導体メーカー55 社が加盟する WSTS によれば、2019 年の半導体の需要予想は前年比2.6%に止まるが、株価はそれを遥かに下回る需要減まで織り込み切った後、反転している(図表 9)。シリコンサイクル反転のシグナルが点灯しているといえる。

また、そもそも WSTS の需要予想は保守的であり、例年上方修正される傾向にある(例えば18 年は、予想時点では前年比7.0%だったが、実績見込みは15.9%となった)。12 月の世界半導体販売額は前年比0.6%まで落ち込んでおり、調整もいよいよここで来ている。図表 9 の通り、シリコンサイクルが株価に2 ヶ月程度遅れて動くとすれば、1 月にもう一段悪化する可能性はあるものの、2～3 月には明確に底打ちしそうだ。この間に米中通商交渉が進展すれば、世界貿易の重石が外れ、シリコンサイクルはスーパーサイクルに近付くとともに、世界経済も持ち直していくのではないかと。

渡辺 浩志

図表 9:シリコンサイクルに反転の兆し



注:シリコンサイクルは世界半導体販売額の前年比
業界予想は WSTS の需要見通し 出所:SIA, WSTS, MSCI, SFH



尾河 真樹 (おがわ まき)

執行役員 兼 金融市場調査部長 チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン証券などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部にて為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行(現SMBC信託銀行)で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析、および個人投資家向け情報提供を担当。2016年8月より現職。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。著書に『為替がわかればビジネスが変わる(2014年日経BP社)』、『富裕層に学ぶ外貨投資術(2015年日経新聞出版社)』、『(新版)本当にわかる為替相場(2016年日本実業出版社)』などがある。



菅野 雅明 (かんの まさあき)

シニアフェロー チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などの役職を歴任。日本経済研究センター主任研究員(日本銀行より出向)を経て、1999年JPモルガン証券入社、チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクターとして日本の金融経済分析・予測を担当。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員、財務省「関税・外国為替等審議会」専門委員、内閣府「経済財政諮問会議グローバル化改革専門調査会、金融・資本市場ワーキンググループ」メンバー、内閣官房「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」メンバー、厚生労働省「年金積立金の管理運用に係る法人のガバナンスの在り方検討作業班」専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路口」「経済教室」、日経QUICK「QUICKエコノミスト情報」、東洋経済「経済を見る眼」「論点」、NTT出版「危機の日本経済」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」レギュラーコメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。



渡辺 浩志 (わたなべ ひろし)

金融市場調査部 シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部にてエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室(経済財政分析・総括担当)へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部にて機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より現職。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



石川 久美子 (いしかわ くみこ)

金融市場調査部 シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から研究員として、外国為替相場について調査・分析、レポートや書籍、ブログ、Twitterなどの執筆、セミナー講師、テレビやラジオなどのコメンテーターとして活動。2016年11月より現職。外国為替市場の調査・分析業務を担当。

本レポートについてのご注意

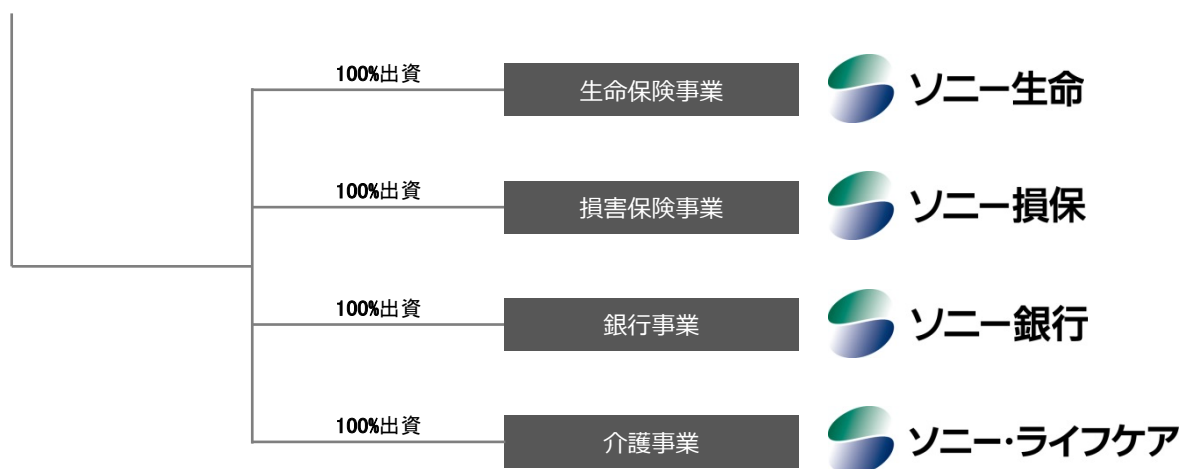
- 本レポートは、ソニーフィナンシャルホールディングス株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものではありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社がかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものではありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社(以下、「グループ会社」といいます)に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと(お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます)による結果のいかなるもの(直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします)についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いいたします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

ソニーフィナンシャルグループ



ソニーフィナンシャルホールディングス

東証第一部上場(銘柄コード8729)



- ソニーフィナンシャルホールディングスは、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社で、東京証券取引所第一部に上場(銘柄コード8729)しています。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客様さまに提供しています。
- 当社グループの基本情報、業績、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。
<https://www.sonyfh.co.jp>