

# Market Flash

発表日: 2019年3月25日(月)

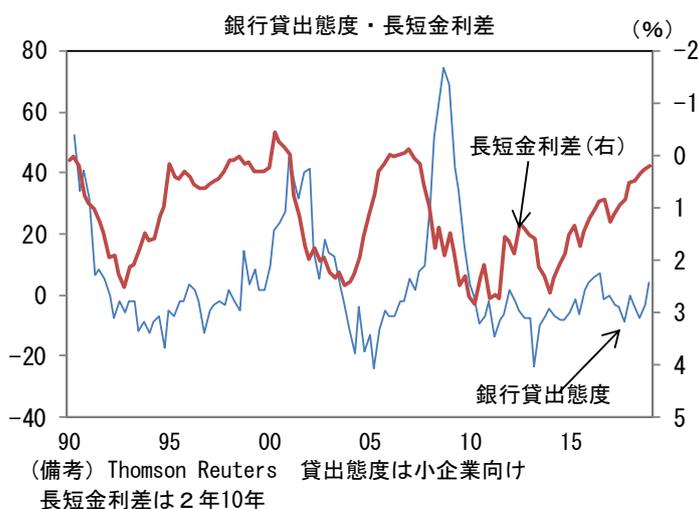
## 避難警報再び「今回は違う？」 ～ホンモノの逆イールド発生～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部  
主任エコノミスト 藤代 宏一 (TEL: 03-5221-4521)

- ・日経平均は底堅い企業業績を背景に、先行き12ヶ月は23000近傍で推移しよう。
- ・USD/JPYは米利上げ打ち止めが視野に入中、先行き12ヶ月で105へと下落しよう。
- ・日銀は現在のYCCを2020年春頃まで維持するだろう。
- ・FEDは利上げを停止し、2019年は様子見を続けるだろう。

### < #逆イールド #凶兆 #信用サイクル >

- ・**22日の米債市場では**3ヶ月金利と10年金利が逆転。3ヶ月金利がFFレートを僅かに下回る2.45%近傍で貼りつく一方、10年金利が2.439%（前日比▲9.8bp）へと低下。回復が期待されていたドイツの製造業PMIが驚くほど弱く、欧米各国の長期金利が急低下した。18年12月3日発生 of 2年－5年金利逆転に続き、伝統的に注目されているゾーンで長短金利差が逆転。今度はホンモノの「凶兆」が出現する形となった。
- ・周知のとおり過去数回の景気後退期はその1－2年前に逆イールドが発生していたことから、それが景気後退のシグナルとして広く認識されている。理論的な裏付けは「長短金利差縮小→貸出利鞘縮小→銀行貸出態度厳格化→倒産・失業増加」といった銀行を通じたルートでの信用サイクル悪化が一般的。



- ・もともと、過去、銀行貸出態度と長短金利差の関係は不明確であるほか、今次局面においては銀行貸出態度が厳格化しておらず、逆イールド発生が景気後退を招くメカニズムが働いているように思えない。この点を重視すれば「今回は違う」と言えるかもしれない。イエレン前議長も指摘していたように、FEDの緩和的金融政策によって長期ゾーンのタームプレミアムが抑制されているため、長短金利差は逆転し易い（≒元から縮小した状態にある）。ここ数日を例にとってみても、FEDがバランスシート縮小停止を市場コンセンサスよりやや早い9月にすると宣言したことで長期ゾーンの金利が抑制（≒タームプレミアム縮小）された面がある。
- ・だが、理論的根拠はともかく、逆イールド発生そのものが人々に景気後退の到来を意識させ、実際の景気後退を招く側面があるのは事実。逆イールド発生直後の欧米・アジア株式市場の下落が示すよう、金融市場の不安が自己実現するリスクを軽視してはならない。
- ・なお、18年12月は逆イールド発生翌日の12月4日からVIX指数が節目の20を上回り、世界的に株価が下落した。

#### 【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標】

- ・日本株は欧米株安に追随して安寄り後、大幅に下落（11:00）。

#### 【その他海外経済指標他】

- ・3月ユーロ圏製造業PMIは47.6へと一段と低下。ドイツが44.7と2月から2.9ptも低下するネガティブサプライズ。1・2月の落ち込みが一過性要因ではなかったことになる。フランスも49.8へと低下し、50を割れた。サービス業PMIが概ね横ばいを維持したことから総合PMIは僅かな低下に留まり51.3と50を維持したものの、ユーロ圏の景気減速を示唆する結果であった。

#### 【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は大幅下落。欧米PMIの弱い結果が景気減速懸念を喚起。WTI原油は59.04<sup>ドル</sup>（▲0.94<sup>ドル</sup>）。
- ・前日のG10通貨はUSDとJPYの強さが目立った。グローバルリスクオフのなかで、逃避需要からJPYが買われる展開。USD/JPYは110を割れた。
- ・前日の米10年金利は2.439%（▲9.8bp）で引け。上述のとおり欧米PMIの弱さを受けてカーブ全体で金利低下。欧州債市場（10年）はドイツ（▲0.016%、▲5.6bp）、フランス、イタリア、スペインが大幅に金利低下。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所調査研究本部経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。