

Global Market Outlook

発表日: 2019年4月25日(木)

日銀の強気シナリオにのってみる リスク性資産に強気

～2021年度まで景気拡大継続も～

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: 03-5221-4523)

日銀はフォワードガイダンスを「海外経済の動向や消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、少なくとも2020年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持する」という表現に変更した。ガイダンスの強さは、従来の「2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持する」と大差はないが、日銀の意図はフォワードガイダンスに具体的時期を明記することで「カレンダー型」に移行することにあったとみられる。今後、景気のダウンサイドリスクが増す都度、YCCの期限を延長する算段だろう。

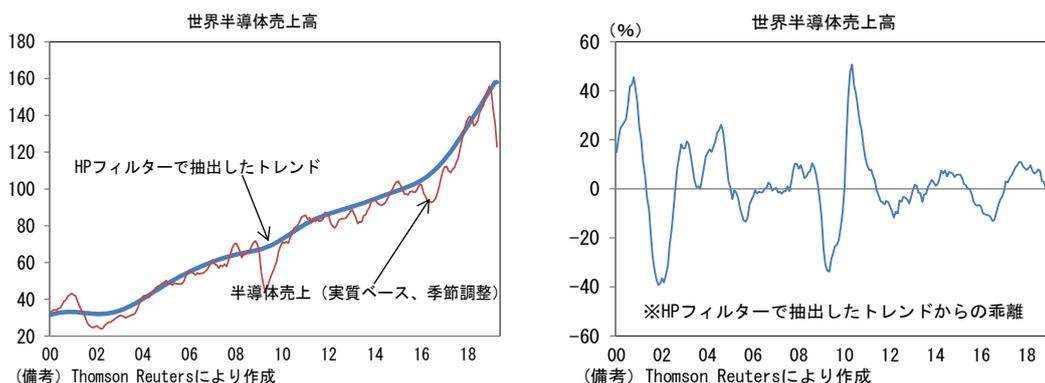
同時に発表した展望レポートでは、2019年度以降、潜在成長率並み或いはそれを小幅に上回る成長見通しが示された（本稿では以下、単に景気拡大と表現する）。足もとの景気減速は一時的であるとの見方を上書きし、2019年10月の消費増税を乗り越えるシナリオを維持。その上で、「マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていく」という基本見解を再確認し、見通し期間の最終年度である2021年度にかけてコアCPIが+1.6%へと加速する姿が描かれた。

—対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

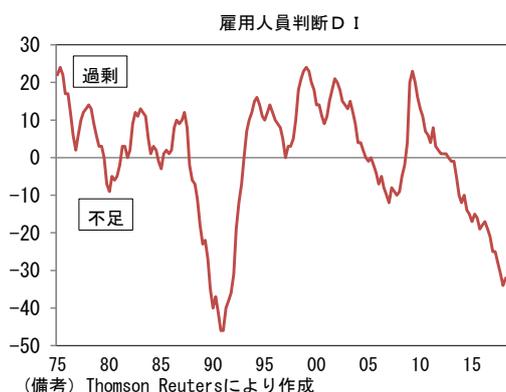
| | 実質GDP | 消費者物価指数 (除く生鮮食品) | (参考) 消費税率引き 上げ・教育無償化政策 の影響を除くケース |
|----------|---------------------|---------------------|--|
| 2018年度 | +0.6~+0.6 <+0.6> | +0.8 | |
| 1月時点の見通し | +0.9~+1.0 <+0.9> | +0.8~+0.9 <+0.8> | |
| 2019年度 | +0.7~+0.9 <+0.8> | +0.9~+1.2 <+1.1> | +0.7~+1.0 <+0.9> |
| 1月時点の見通し | +0.7~+1.0 <+0.9> | +1.0~+1.3 <+1.1> | +0.8~+1.1 <+0.9> |
| 2020年度 | +0.8~+1.1 <+0.9> | +1.2~+1.5 <+1.4> | +1.1~+1.4 <+1.3> |
| 1月時点の見通し | +0.7~+1.0 <+1.0> | +1.3~+1.5 <+1.5> | +1.2~+1.4 <+1.4> |
| 2021年度 | +0.9~+1.2 <+1.2> | +1.4~+1.7 <+1.6> | |

(出所) 日銀HP

足もとの景気減速を踏まえると、2021年度までの景気拡大に違和感を覚えるかもしれない。しかしながら、4月4日付の当レポートでも指摘したように、現在下向きのシリコンサイクルが反転上昇し、製造業セクターを中心に世界的に景気が再加速すれば、その実現可能性は相応に高い。シリコンサイクルは上向き2年、下向き2年とする4年程度の波があり、現在は2017年後半をピークとする下り坂に位置していると思われ、このサイクルに従えば、2019年後半から20年前半にかけて反転上昇することになる（期待どおり5G関連投資等が盛り上がれば、より実現性が高まる）。2019年10月の消費増税に伴う個人消費の落ち込みを各種景気対策によって相殺できるかは微妙なところだが、半導体関連を中心に輸出・生産が息を吹き返せば、辛うじて景気拡大を続けることができるだろう。

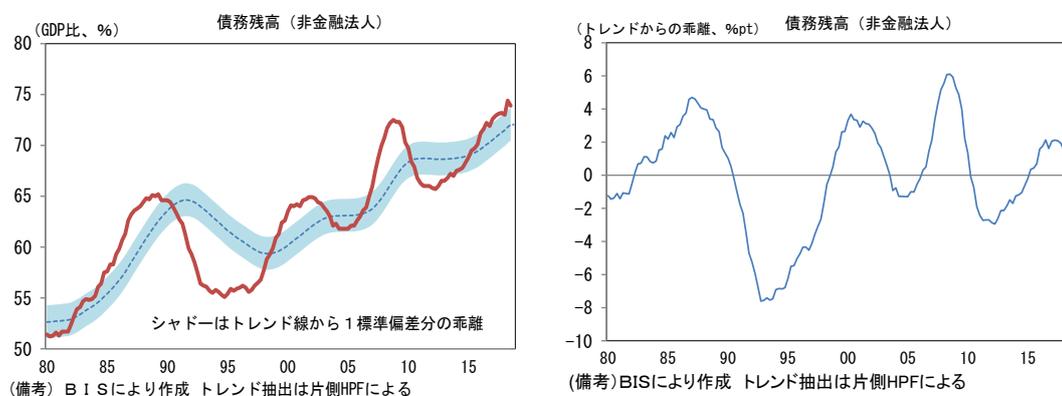


仮に上記のような景気拡大が持続した場合、日銀のシナリオどおりにインフレ圧力が強まる可能性もゼロではない（それでも2%には届かない）。失業率が1年近くにわたって2%台前半に定着しているにもかかわらず、インフレ率が高まっていないことから、フィリップスカーブは死んだとも言われているが、そもそも現在の労働市場はまだ完全に引き締まっていない可能性があり、その見方が正しければ、今後、賃金と物価が相互刺激的に上昇する余地がある。現在の労働市場は「空前の人手不足」と表現される一方、企業の賃金・価格設定スタンスを推し量る上でより重要な雇用人員判断DI（日銀短観・全規模全産業）はバブル期のピークよりも10pt程度弱い状態にあり、このことは労働市場におけるスラック残存を示唆している。したがって、この尺度で計測した人手不足感がバブル期並みに強まれば、潜在労働力プールが枯渇し、労働コストが非線形に増加することで、インフレ圧力が加速度的に高まる展開も想定できなくはない。



むろん、こうした日銀の強気シナリオ実現は米国の景気拡大持続を前提としている。そこで本稿ではクレジットサイクルに焦点をあて、米国の景気後退時期を考えてみたい。クレジットサイクルとは企業債務の膨張・縮小の波を示すものだが、それは景気循環そのものである。というのも、貸し手（投資家）の視点で考えた場合、クレジット（リスク）とは、いわば倒産確率（≒デフォルト率）であるから、そのサイクルは失業率（≒倒産）と密接に連動する（簡素化のため失業率上昇を景気後退と考える）。そこで米国の企業債務残高の対GDP比をみると、景気後退期に収縮した債務比率は2011年頃に底打ちした後、ほぼ一貫して上昇を続け、現在はトレンド線を明確に上回っている。これはサイクルが拡張期にあることを示しており、こうした状態では、緩い貸出基準の下で、企業が財務レバレッジを効かせつつ、債務を積み上げ、企業支出（設備投資・雇用）を増やす傾向にある。しかしながら、景気が成熟して売上高が伸び悩むようになると、企業は適正基準以上に積み上がった債務の返済に苦しむようになり、今度はそれをみた銀行が貸出基準を厳格化するため、信用力の劣る企業の倒産が増え、失業率が上昇する。

それでは現在の拡張期がいつ終了するのか。飽くまで一つの目安に過ぎないが、1980年以降のデータに基づくと、債務残高のトレンドからの乖離がプラス圏に浮上してから概ね5～7年程度でピークアウトし、その後、下向きのカーブを描いている。今回のプラス圏浮上が2015年頃だったことに鑑みれば、2020年以降は一定の警戒が必要だろう。ただし、現在、金融当局がレバレッジドローンや社債市場におけるリスクに警鐘を鳴らしている段階にあることを踏まえると、現在のサイクルはまだ拡張の勢いを増している段階にあるとも考えられ、景気後退のテーマとして早過ぎる印象も否めない。2020年頃に反転の可能性が高まるのは事実だが、FEDの引き締め姿勢が大幅に和らいだこともあり、拡張期が長引くことも想定しておきたい。



これら視点から判断して、筆者は米国の景気拡大持続という条件付で、日銀が示すような景気拡大が続く可能性が相応にあるとみている。また、こうした景気見通しに基づきリスク性資産にも強気である。ポイントは以下のとおり。

- ・シリコンサイクル好転による世界経済の再加速が完全に織り込まれていない
- ・先進国中銀による引き締め懸念が大幅に後退している
- ・ただし、クレジットサイクルから判断すると米国の景気後退が近づいているのは事実であり、それがリスク性資産のボラティリティを増幅する可能性がある

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。見通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。