Market Flash

発表日:2019 年4月5日(金)

長短金利差よりも重要なもの

~銀行融資担当者調査という存在~

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る中、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。

<#長短金利差 #逆イールド #銀行融資担当者調査 #クレジットサイクル>

・イエレン前議長は19年3月22日に発生した3ヶ月金利と10年金利の逆転について「(現在の長期金利は)タームプレミアムがゼロかマイナスに陥っており、逆転現象が起きやすくなっている」、「米債市場で起きた長短金利の逆転は、利下げの必要性を示すかもしれないが、景気後退の前兆だとは思わない」との見解を示した一方、レバレッジド・ローンやハイイールド債の発行増加が「金融危機を深める可能性はある」と指摘。長引く景気拡大と低金利金利環境の中で積み上がったクレジットリスク、つまりクレジットサイクルの悪化を懸念しているのだろう。



・クレジットとは、いわば倒産確率 (≒デフォルト率) の取引であるから、そのサイクルは失業率と 密接に連動し、結局のところ景気循環そのものになる。これはクレジットサイクルと呼ばれ、「回 復」・「拡大」・「後退」・「修復」の4局面に分類できる。現実に則した形で整理すると、今次 サイクルは2008年のリーマンショック発生前後に「後退期」入りした後、一連の危機回避策に支えらえれ2009年頃に「修復期」入りすると、2010年頃にはFRBの緩和効果などから「回復期」に転じ、その後2011年頃から現在に至るまで「拡大期」にあると考えられる。

- ・問題はこの拡大期がいつ終わるかだ。拡大期の終盤において、企業は売上が伸び悩む中で、過度に 積み上がった債務の返済に苦しむようになる。このような企業の苦境をみて、銀行は貸出態度を厳 格化し、信用リスクの高い企業への貸出を絞り始める。すると企業の手元流動性は枯渇し、倒産と 失業が増加する。このようにクレジットサイクルは景気後退を伴って「後退期」入りする。
- ・現在、緩い貸出基準の下で、非金融部門民間法人の債務GDP比率が拡大傾向あるのは、企業と銀行が双方とも景気見通しに楽観的であることの証左だが、何らかのきっかけで銀行の貸出態度が厳格化すれば、この拡大サイクルが終わってしまう可能性がある。普段あまり注目されないが、クレジットサイクル悪化の兆候を察知する観点から銀行融資担当者調査(シニア ローン オフィサー サーベイ)の波形を確認することが必要と思われる。



【その他海外経済指標他】

・ <u>米新規失業保険申請件数</u>は20.2万件へと前週から1.0万件減少し、今次サイクルの最低水準を更新。 昨年秋頃の増加を完全に取り戻し、2015年以降のトレンド線上に回帰している。本日公表の3月雇 用統計は底堅い数値が見込まれる。NFPの市場予想は17.7万人増。



【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標】

- ・日本株は前日終値付近で寄り付いた後、USD/JPY上昇を伴って小幅ながら水準を切り上げている (10:00)。
- ・**2月毎月勤労統計**によると現金給与総額は前年比▲0.8%と市場予想(+0.9)を大幅に下回った。 所定内給与が▲0.1%、所定外給与(≒残業代)が▲0.5%、特別給与(≒ボーナス)が▲34.2%と

弱く、同時に発表された 1 月確報分も所定内給与が ▲0.6%、所定外給与(≒残業代)が ▲0.6%、特別給与(≒ボーナス)が ▲1.4%へと下方修正された。厚労省によると2019年 1 月に30人以上規模の事業所の標本の部分入替えを行った結果、 1 月は現金給与総額に ▲2532円(▲0.9%)、きまって支給する給与に▲1576円(▲0.6%)の断層が生じたという。このようにヘッドラインの数値はサンプル替えの影響で実勢が把握にしくい。一方、そうした影響を除去する観点から共通事業賞ベースをみると、所定内給与が+1.0%、所定外給与(≒残業代)が▲0.2%、特別給与(≒ボーナス)が▲20.6%であった。サンプル数が少ないため、相当な幅を持ってみる必要があるものの、給与の根幹とも言うべき所定内給与は 1 %近傍で安定している模様。

【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株はNYダウが6日続伸も、NASDAQは小幅ながらマイナス圏で引け。新規の材料に乏しいなか、ハイテク銘柄は利益確定売り優勢。WTI原油は 62.10° 』($\triangle0.36^{\circ}$ 』)。
- ・前日のG10通貨はUSDが全面高。この日はBREXIT関連で目立った材料がないなかでGBP(▲0.6%)が 売られた以外に目立った動きはなく、各通貨ともに0.4%以内の下落。USD/JPYは111半ばで一進一退。
- ・前日の米10年金利は2.515% (▲0.9bp) で引け。マクロ面で新規の材料に乏しいなか、2.5%近傍で 一進一退。カーブはブルフラット。欧州債市場(10年)はドイツ(▲0.006%、▲1.4bp)、フラン ス、イタリア、スペインが金利低下。

