

# Market Flash

発表日: 2019年7月12日(金)

## 信用サイクルを破裂させないために ～もうひとつの利下げの目的～

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)

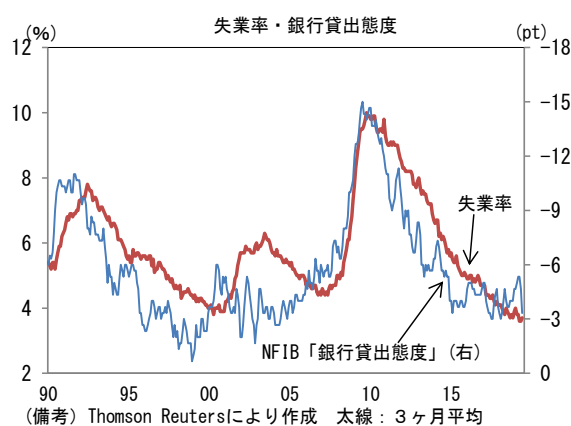
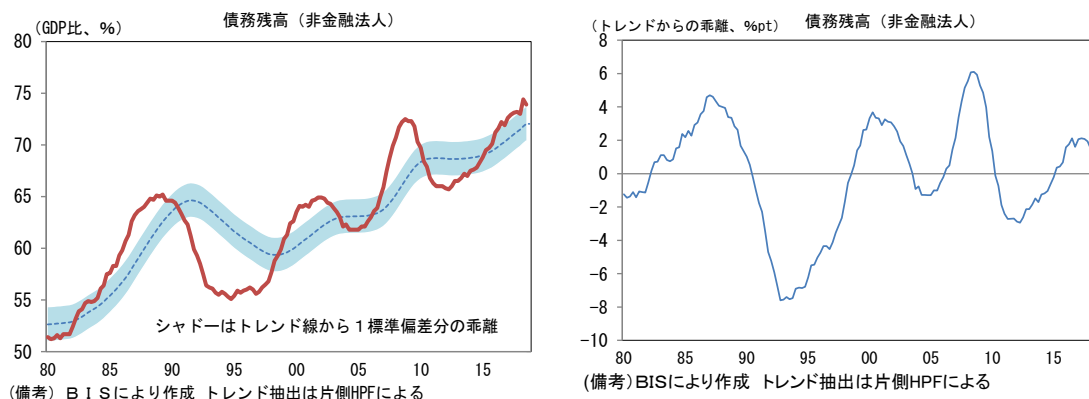
- ・日経平均は底堅い企業業績を背景に、先行き12ヶ月は23000近傍で推移しよう。
- ・USD/JPYは米利下げ観測が浮上する中、先行き12ヶ月で105へと下落しよう。
- ・日銀は現在のYCCを2020年末まで維持するだろう。
- ・FEDは年内利下げに転じる見込み。

### < #信用サイクル #倒産・失業 #予防的利下げ >

- ・パウエル議長の議会証言、および6月FOMC議事要旨をみる限り、7月FOMCの利下げは確定的と考えられる。議会証言でパウエル議長は「見通しに対する不確実性はここ数カ月で増ってきている」として、現在の景気拡大を維持するため「必要に応じ行動する」との認識を再確認した。FOMC議事要旨では、4月の段階で一時的現象と見做されていた「低インフレ」が長期化していることに懸念が示されていた。FEDの景気認識は明確にダウンサイドに傾斜している。
- ・他方、現在の景気は利下げを必要とするほど脆弱ではない、とした参加者もいる。ダラス連銀作成の刈り込み平均CPIが2%軌道にあり、労働市場も逼迫している状況での利下げは金融市場の不均衡蓄積（≒バブル発生）や過度なインフレを招く恐れがあるという。
- ・足もとの経済（雇用）・物価に限定した議論は上述のとおりだが、これ以外の論点として信用サイクルも重要。現在、米国の企業債務比率（民間非金融法人部門）は既往最高にあり、こうした状況ではより適切な金融政策運営が求められる。金融引き締めが足りない場合、当局（FED、IMF等）が問題視しているレバレッジドローン（およびCLO）の急拡大、IG債市場におけるBBB格シェアの上昇といった過度なリスクテイクを助長する恐れがある。反対に利下げが遅れることで金融引き締めの環境を作り出してしまえば、信用サイクルの破裂を招き、米経済に致命傷を与える恐れがある。信用サイクル悪化は、銀行貸出態度を厳格化させ、企業倒産を招き、失業率を上昇させる。
- ・現在、信用サイクルを決める銀行貸出態度は、銀行と企業（貸し手と借りて）のどちらからみても極めて緩い状態にある。NFIB中小企業サーベイのサブ項目である「銀行貸出の利用可能性」は最高水準にあり、それと失業率が強相関を持っている<sup>1</sup>。利下げが遅れるなどして、国債利回りの逆イールドが一段と進行し、それが貸出利鞘縮小を通じて銀行の貸出インセンティブを削ぐ恐

<sup>1</sup>銀行からみたシニアローンオフィサーサーベイの小企業向け貸出態度と失業率も同様の関係にある

れがあるのであれば、現段階でFEDが信用サイクルを守ることは理に適っているように思える。



### 【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標】

- ・日本株は小高く寄り付いた後、上げ幅縮小。日経平均は前日終値付近で一進一退（10：00）。

### 【欧米経済指標他】

- ・**6月米コアCPI**は前年比+2.1%へと5月から0.1%pt加速。市場予想を上回った。振れの大きい衣料品、ホテル等宿泊費が押上げに寄与。6月雇用統計のNFPに次いで予想比強い結果となったが、FEDの早期利下げを覆すインパクトはないと判断される。

### 【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は上昇。米CPIが予想比上振れたものの、7月FOMCの利下げが確定的となかなか、金融相場的な展開が続いた。NYダウは27000を突破。WTI原油は60.20<sup>ドル</sup>（▲0.23<sup>ドル</sup>）。
- ・前日のG10通貨はUSDがやや軟調。もともと、JPYとEURは前日比概ね横ばい。USD/JPYは一時108を割れた後、108半ばまで戻し、EUR/USDは1.12半ばで一進一退。
- ・前日の米10年金利は2.138%（+7.6bp）で引け。米CPIの予想比上振れをきっかけに金利上昇。カーブはベアスティーブ。欧州債市場（10年）はドイツ（▲0.228%、+8.2bp）、フランス、スペインが金利上昇。イタリアは金利低下。

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。