

Market Flash

発表日: 2019年12月17日(火)

気が付けばプチ逆イールドから1年 ～今のところ異常なし～

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)

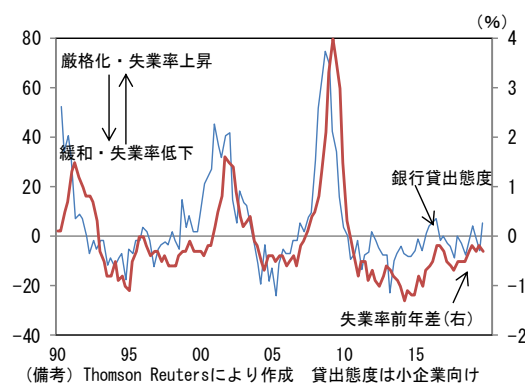
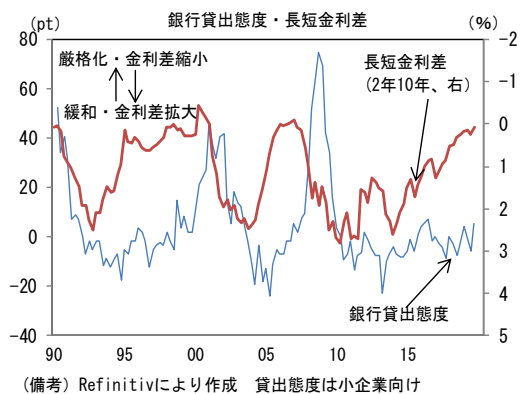
- ・日経平均は底堅い企業業績を背景に、先行き12ヶ月は24000近傍で推移しよう。
- ・USD/JPYは日米金融政策が様子見となる下、先行き12ヶ月は105程度で推移しよう。
- ・日銀は現在のYCCを長期にわたって維持するだろう。
- ・FEDは予防的利下げを実施後、更なる利下げを検討するだろう。

< #逆イールド #1年経過 #長短金利差 #銀行貸出態度 >

- ・約1年前の2018年12月3日の米債市場で2年5年金利が逆転。当時はFEDの段階的利上げ（および2020年の利上げ継続計画）の最中だったこともあり、それ以前から逆イールド発生は広く予想されていたとはいえ、いざ逆イールドが発生するとその後の金融市場は大荒れであった。翌日の米国株はS&P500が3%超下落。また米債市場ではロングエンド主導でリスクオフの米債買いが膨らみ、カーブフラット化に拍車がかかった。伝統的に注目されている3ヶ月10年、2年10年といった尺度は逆イールドまである程度の距離を維持していたものの、逆イールド第一波をトリガーに仕掛けられていたとみられるプログラム売買（逆イールド発生→リスクアセット売り）が発動した可能性が考えられる。
- ・というのも、逆イールドはその発生から1・2年経過後に景気後退に陥るとの経験則が広く共有されている。理論的な妥当性については様々な見解があるが、当レポートでは①長短金利差と銀行貸出態度、②銀行貸出態度と倒産・失業、という2つのルートに焦点を当て、逆イールド発生から1年経過した米国経済を点検してみたい。
- ・そもそも逆イールドが景気後退を引き起こすメカニズムとしては、長短金利差逆転が銀行の貸出インセンティブを削ぐルートが指摘されている。伝統的な商業銀行のビジネスモデルを前提に置いた場合、長短金利差が逆転すると、銀行は貸出利鞘を稼ぐことができないため、貸出を抑制すると言われている。そこで長短金利差と銀行貸出態度（シニアローンオフィサー・サーベイ）を同じグラフに描くと、何とも微妙な関係が見て取れる。2000年中頃までは部分的に連動性があるように見える反面、直近3年程度はかなり不明確な関係になっており、現時点において長短金利差縮小（逆転）と銀行貸出態度に強固な関係は認められない。少なくとも逆イールド発生後、銀行貸出態度（融資姿勢）が厳格化した事実はない。
- ・次に銀行貸出態度と失業率をみると、こちらは安定した関係が認められている。因果の向きは双方である可能性が高いことから一概には言えないものの、銀行貸出態度の厳格化が倒産（≒失

業)を増加させ、失業率上昇を招いているものと思われる。資金繰りに苦しむ信用力の劣る企業が貸出態度の厳格化に脆弱なのは疑う余地はないだろう。

- ・ 幸いなことに現時点では長短金利差が縮小する下でも、銀行貸出態度は厳格化しておらず、失業率も上昇していない。一つの結論として、逆イールド発生が景気後退を引き起こすメカニズムが現時点で作用している様子はない。

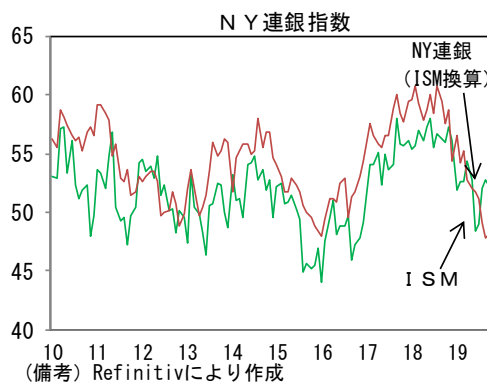
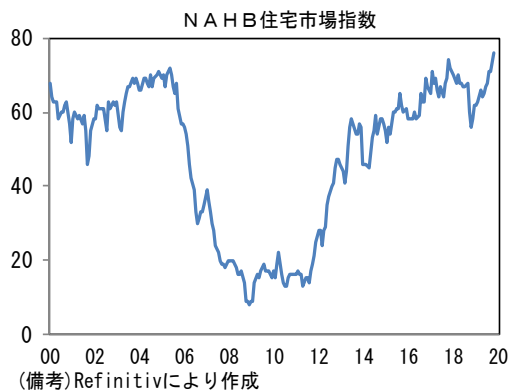


【株式市場・アジアオセアニア経済指標】

- ・ 日本株は米国株高を受け買い優勢も日経平均は24000円近傍でもみ合っている (10:30)。

【海外経済指標・海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・ **12月米NAHB住宅市場指数**は76と活況を示す領域に到達。1999年以来の高水準で2000年代半ばの住宅バブル期のピーク水準を上回った。
- ・ **12月NY連銀製造業景況指数**は+2.9へと11月から1.1pt低下。ISM換算では51.3へと0.8pt低下した。出荷と雇用が改善した反面、その他項目は弱さが目立った。



- ・ 前日の米国株は上昇。米中通商交渉の合意を好感する動きが持続し、最高値更新。WTI原油は60.21ドル (+0.14)。
- ・ 前日のG10通貨は小動き。重要イベントを通過した後のクリスマスシーズンとあってこの日は動意薄。USD/JPYは109半ばで一進一退。EUR/USDは1.11前半で推移。
- ・ 前日の米10年金利は1.871% (+4.9bp) で引け。堅調な株式市場を横目にカーブ全体で金利上昇。欧州債市場 (10年) はドイツ(▲0.277%、+1.2bp)、フランス、イタリア、スペインが何れも金利上昇。

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。

