

Market Flash

発表日: 2019年12月24日(火)

逆イールドを踏まえ 2020年の米国経済 ～景気サイクルを点検～

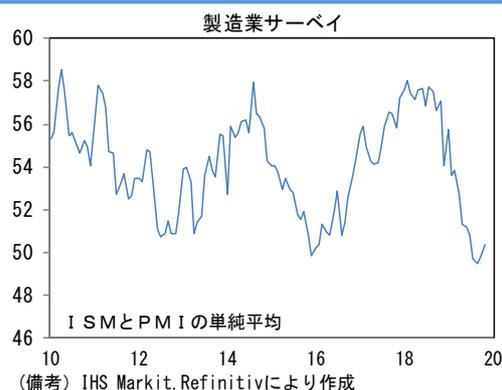
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一 (TEL: 03-5221-4523)

- ・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。

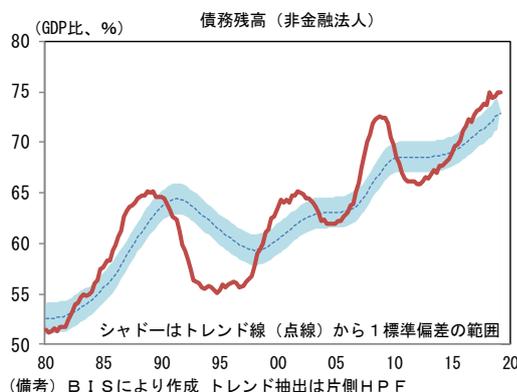
< #在庫循環 #クレジットサイクル #逆イールド #2020年 >

- ・2018年12月3日に部分的な逆イールド（2年5年金利差）が発生してから約1年が経過。しかしながら、現在のところ米国の景気後退を強く示唆するサインはなく、実体経済は堅調に推移している。消費、雇用、設備投資は何れも底堅いデータが多く、GDP成長率のトレンドは潜在成長率を明確に上回っている。そうした下で金融市場は楽観論が支配的。主要株価指数はNYダウの3万、NASDAQの9000pt突破が現実味を帯び、クレジット市場ではハイイールド債¹の利回りが5%割れに迫っている。
- ・当レポートでは2020年の米国経済を2つの景気サイクルから展望してみたい。一つは片道2年、往復4年周期で循環する製造業サイクル、もう一つは信用市場で作り出されるクレジットサイクル。
- ・製造業の循環はISM製造業指数や製造業PMIに代表される企業サーベイの波形をチェックすることでおおよその姿が把握できる。製造業は、主にIT関連財の在庫循環によって生み出される片道2年程度のサイクルを持つことが知られている。その上で企業サーベイの波形をチェックすると、ISM製造業と製造業PMIを平均した数値は秋口頃からトレンドが上向きつつあり、下降トレンド終了を示す動きになっている。これは世界的なIT関連財の在庫調整進展を反映した動きと考えられ、その前提に立てば、上向きトレンドが2年程度続くとイメージすることができる。飽くまで過去の経験則に基づく漠然とした姿に過ぎないが、2020年に5Gが本格稼働し、更にAI、自動運転といった次世代の技術革新を担うテーマが数多く控えていることを踏まえると、過去のパターンが繰り返される蓋然性は相応に高いように思える。

¹ BloombergBarclays US Corporate High Yield Total Return Index



- 次にクレジットサイクルに目を向けると、こちらも異常な動きは観察されていない。クレジットサイクルは特定の周期を持たず、5年から10年といった時間軸で変動するため、過去の経験則を当てはめることは難しい。ただし、少なくとも現時点で、既往の長短金利差縮小（逆イールド）が实体经济を蝕んでいる様子はない。逆イールドが景気後退を引き起こすメカニズムとして、長短金利差の縮小（逆転）が銀行の信用創造機能を破壊する経路が指摘されているが、上述のとおりクレジット市場からリスクマネーが流出している様子はなく、また非金融法人の債務残高をみても、リーマンショック後の深刻なデレバレッジからの回復が続いており、企業のバランスシートには債務が積み上がっている。米非金融法人の債務残高GDP比がトレンド線（片側HPフィルターで抽出）を上回って推移しているのは、良くも悪くも、米企業が支出に前向きであることを示していると思われる。少なくとも企業がデレバレッジを優先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】

- 日本株は新規の材料に乏しいなか、小幅ながら下落（11：00）。日経平均は23800円近傍で推移。

【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。クリスマスシーズンで動意に乏しいなか、買い優勢。WT I原油は60.52ドル（+0.08）。
- 前日のG10通貨はクリスマスシーズンで動意に乏しい展開。USD/JPYは109半ばで一進一退。
- 前日の米10年金利は1.929%（+1.2bp）で引け。欧州債市場（10年）はドイツ（▲0.242%、▲1.0bp）、フランス、イタリア、スペインが何れも小幅な変動。

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。