

「逆イールド」に動揺するグローバル市場

中国景気再減速が引き金に。今後は各国の対策に注目

2019年8月15日



木下 智夫
グローバル・マーケット・
ストラテジスト

- 8月14日の米国市場が大きく動揺し、世界的な債券高・株安の動きが生じたのは、金融市場が中国景気の悪化を現実のものとのシグナルを受け取ったからに他なりません。
- 今後、短期的には中国景気の再減速が周辺のアジア諸国・経済やグローバル景気に及ぼす悪影響が顕在化することが予想されます。それに伴って金融市場の動揺が拡大する可能性を見ておく必要があるでしょう。
- その一方で、過度の減速を懸念する中国当局が新規の景気対策を打ち出す可能性が高まりました。FRBやECBによる金融緩和政策と合わせて、金融市場・景気安定化に向けての政策の動きがこれまで以上に注目されます。

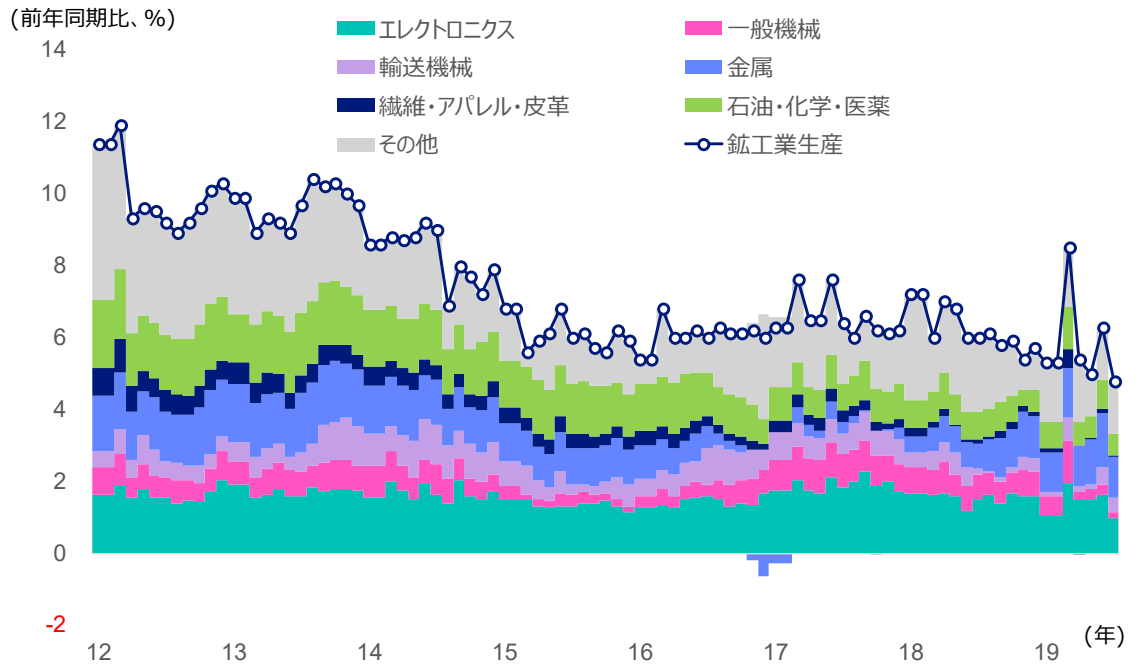
逆イールドの本質は米中通商摩擦の激化がもたらした中国景気の減速

昨日（8月14日）の米国財務省証券市場では10年債利回りが大幅に低下し、10年債利回りが一時2年債利回りを下回る「逆イールド」状態となりました。同日の終値ベースでは逆イールド状態は再び解消されましたが、米国が景気後退を経験した過去9回のエピソードのうち、景気後退に先立って比較的長い期間逆イールド状態になったエピソードが7回もあったことから、今後米国景気がいよいよ景気後退に陥るという懸念が台頭したことが株価の大幅な下落につながりました。昨日のS&P500株価指数は前日比で2.9%下落しました。

金融市場が動揺した背景にあるのが、米中摩擦の先鋭化にあることが間違いないでしょう。8月2日に米トランプ政権が対中追加関税措置を発表する直前（8月1日）からのS&P500株価指数の下落率は3.8%に達しています。8月2日以降の金融市場は、トランプ政権による強硬策やその後に見られた中国人民元の下落から、今後の米中等への経済的な悪影響が生じるというシグナルを読み取って動揺してきたと考えられますが、昨日に米国市場が大きく動揺し、世界的な債券高・株安の動きが生じたのは、金融市場が中国景気の悪化を現実のものとのシグナルを受け取ったからに他なりません。

昨日公表された中国の7月分の統計では、特に鋳工業生産の弱さが際立っていました。前年同月比での鋳工業生産の伸び率は市場予想の6.0%（ブルームバーグの集計による）を大きく下回る4.8%となり、6月の6.3%から低下しました。内訳をみると、エレクトロニクス、一般機械、金属が特に弱く状況でした（図表1）。米中摩擦の悪影響でエレクトロニクス輸出が不振となるなかで、輸出型産業における設備投資の動きが弱まり、一般機械や金属にも悪影響が波及している状況がうかがえます（図表1）。先行きへの期待が徐々に剥落していることで自動車販売も再び落ち込んでおり、景気下振れの可能性が高まっています。中国の6月分統計では、鋳工業生産や消費が思った以上に強い動きでしたので、金融市場では先行きに対する楽観論も一部に出始めていました。7月分統計はそうした期待を吹き飛ばし、悲観的な見方が再び強まったと考えられます。

図表1 中国の鉱工業生産伸び率の推移



(出所) CEICよりインベスコ作成。一部インベスコが推計

14日の金融市場における動揺は、中国統計だけではなく、ドイツの4-6月期実質GDP成長率が前期比で-0.1%と再びマイナス成長に陥ったことへの反応という面もあったように思います。中国では2018年秋から資本財の輸入が落ち込み始めていますが、米中摩擦の激化とともに、投資減速の動きが中国から、周辺の韓国や台湾、一部ASEAN諸国に広まりました。米国利上げの影響からアジア地域以外での新興国では投資減速が明確でしたが、米中摩擦によってそうした動きが強まったことが、資本財輸出への依存度が高いドイツ経済の重しになったとみられます。ドイツ景気の弱さが確認されたことで、ECB（欧州中央銀行）が利下げだけではなく量的緩和に踏み切るとの見方が強まったことで、欧州の長期債利回りが低下し、それが米国の長期債利回り低下に寄与した面もあったと考えられます。

米中摩擦の先鋭化が、中国景気減速への懸念を強め、以上に挙げたような様々な経路を通じて米国金融市場に波及した結果が米債市場の逆イールド化、株価下落であったとみられます。今後、短期的には中国景気の再減速が周辺のアジア諸国・経済やグローバル景気に及ぼす悪影響が顕在化することが予想されます。それに伴って金融市場の動揺が拡大する可能性を見ておく必要があります。

製造業のGDPに占めるシェアが比較的高い中国（29.3%、2017年）やドイツ（21.2%）に比べて、米国では低水準（10.5%）です。米中摩擦による実体経済への悪影響が主として製造業を通じたものであるという現状を踏まえれば、雇用と所得の拡大に支えられて民間消費が引き続き景気を牽引するという米国経済の構図がすぐに崩れる可能性は低いと考えられます。この意味で、逆イールド化だけをもって米国の景気後退を過度に心配する必要はないでしょう。その一方で、中国の景気後退が金融市場の懸念である以上、中国が新規の景気対策を打ち出すことがこれまでに以上に重要になってきます。FRB（米連邦準備理事会）やECBによる金融緩和政策と合わせて、金融市場安定化に向けての動きが注目されます。

当資料ご利用上のご注意

当資料は情報提供を目的として、インベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「作成者」）がインベスコの他拠点の情報などを基に作成したものであり、法令に基づく開示書類でも特定ファンド等の勧誘資料でもありません。作成には正確を期していますが、必ずしも完全性を弊社が保証するものではありません。また、当資料は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。当資料に記載されている内容は既に変更されている場合があり、また、予告なく変更される場合があります。当資料には将来の市場の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における作成者の見解であり、将来の動向や成果を保証するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。過去のパフォーマンスや動向は将来の収益や成果を保証するものではありません。作成者の事前の承認なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配布等することを禁じます。

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第306号
加入協会 一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会