

# 国内外経済の動向

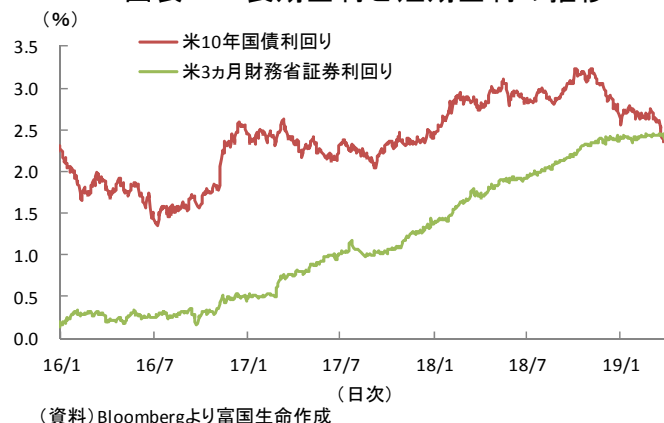
## 逆イールドは米国の景気後退のシグナル？

### 【ポイント】

1. 米国において、3月下旬、景気後退のシグナルとされる逆イールドが発生し、景気後退への懸念が高まっている。
2. 今回の逆イールドは、金利環境が引き締めの点ではない点、現在の長期金利の水準がFRBの国債買入策の影響などにより押し下げられている点が過去と相違しており、近い将来の景気後退を示唆するものではない可能性が高いと考える。
3. ただし、景気の先行きに対する懸念が強まることで、企業の景況感の悪化などを通じ企業の投資姿勢が慎重化するなど経済活動に悪影響が及ぶ恐れもあり、逆イールドが自己実現的に景気後退をもたらす可能性には留意が必要であろう。

米国の国債市場において、3月下旬、3ヵ月財務省証券利回りが10年国債利回りを2007年以来で初めて上回り、景気後退のシグナルとされる逆イールドが発生した（図表1）。昨年後半以降、米中貿易摩擦の影響などから中国や欧州をはじめ世界経済の成長ペースが鈍化するなかで、逆イールドが発生したため、これまで世界経済をけん引してきた米国経済の先行きに対して、一部のFRB（米連邦準備理事会）関係者や金融市場関係者は警戒を強めている。本稿では、米国における逆イールドについて整理したうえで、過去に逆イールドが発生した局面との相違点などを踏まえて考えたい。

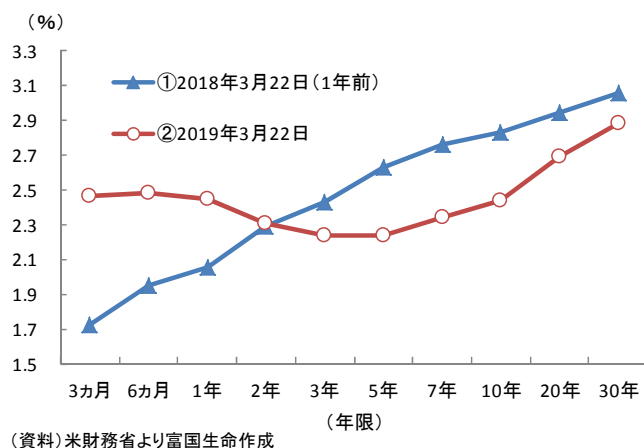
図表1. 長期金利と短期金利の推移



### 1. 逆イールドと景気後退

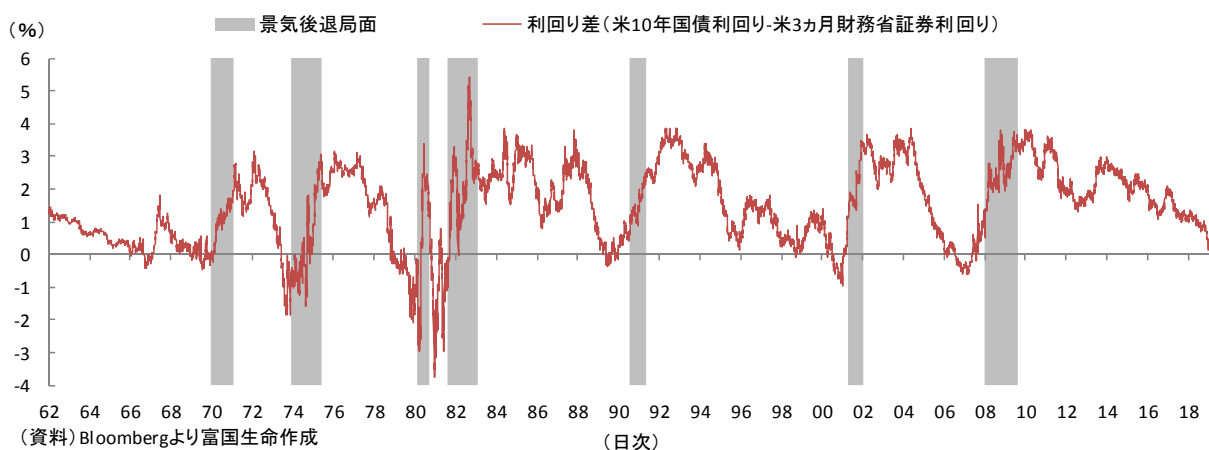
逆イールドの発生は市場参加者の景気後退観測の高まりを意味する。金利を決定する要因は数多く存在するが、短期金利は中央銀行が決定する政策金利に強く影響されるのに対して、長期金利は市場参加者による先行きの見通しの影響を受ける。長期金利については、金利変動に伴う債券価格の変動リスクが高く、資金回収までの期間が長いから、そのリスクに見合った利回りが求められることから、図表2の①の

図表2. 米国のイールドカーブ



ように通常は短期金利と比較して高い金利水準となり、イールドカーブは右肩上がりの形状となる。しかし、市場が将来の景気後退を予測することにより、市場の影響を受けやすい長期金利が低下することで逆イールドは発生する。つまり逆イールドの発生は市場が将来の景気後退、それに伴う利下げを予想していることを意味する。

図表 3. 長期・短期金利の利回り差と景気後退局面



図表 3 は米国の長期・短期金利の利回り差(10 年国債利回り—3 ヲ月財務省証券利回り)と景気後退局面を示したものであるが、1962 年以降の米国経済を振り返ると、長期・短期の利回り差がマイナスとなる逆イールドが発生した際には、ほぼ例外なく近い将来に景気後退が訪れていることが確認できる。1966 年～1967 年のように、逆イールドが生じた後も景気回復が持続し、逆イールドが解消されるケースもあり、必ず景気後退に至るという絶対的な法則とは言えないものの、今回の逆イールド発生が米国の景気後退のシグナルなのか、という点への関心が高まっている。なお、NY 連銀ではこの長期・短期利回り差をもとに景気後退確率を算出、公表しているが、その確率は足元にかけて上昇してきているとはいえ、2019 年 3 月時点においても 10.8%にとどまっている。

## 2. 逆イールド発生後の景気と株価

ここでは直近 3 回の景気後退局面(①1990 年 7 月～1991 年 3 月、②2001 年 3 月～2001 年 11 月、③2007 年 12 月～2009 年 6 月)の事例を取りあげて、逆イールド発生から景気後退までの動向を整理し確認したい。

図表 4 では米国債の利回り差と株価指数を示し、それぞれの局面における動向を図表 5 にまとめている。逆イールド発生から景気後退までの月数を確認すると、①のケースでは 1989 年 3 月に逆イールドが発生し、その 16 ヲ月後に景気後退局面を迎えた。②のケースでは 1998 年 9 月の逆イールド発生後、景気後退局面入りはその 30 ヲ月後であった。③においては、2006

図表 4. 長期・短期金利利回り差と株価



年1月に逆イールドが発生し、その23ヵ月後に景気が後退した。これら3回のケースを平均すると逆イールド発生から景気後退まで23ヵ月の月日を要している。また、興味深いのは、この間の株価動向である。逆イールド発生から景気後退に至るまでの株価騰落率をS&P500株価指数で確認すると、逆イールド発生後も株価は堅調に推移し高値を更新する動きとなり、景気後退入りまでの期間の株価騰落率はいずれも二桁以上のプラスとなっている。このように、景気後退に至ったこの3つのケースにおいては、逆イールド発生後、即座に景気後退局面入り、あるいは、株価が調整局面を迎えたわけではないことがわかる。

図表5. 各局面における動向

	①	②	③
逆イールド発生月	1989年3月	1998年9月	2006年1月
景気後退期間	1990年7月 ～1991年3月	2001年3月 ～2001年11月	2007年12月 ～2009年6月
逆イールド発生から 景気後退までの 月数	16ヵ月	30ヵ月	23ヵ月
逆イールド発生から 景気後退までの 株価騰落率	+20.8%	+14.1%	+14.7%

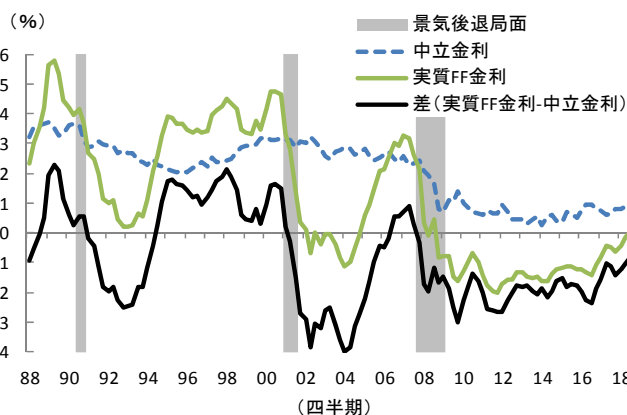
(資料) Bloombergより富国生命作成  
(備考) 株価騰落率はS&P株価指数の月末値の比較

### 3. 過去の逆イールド発生局面との相違点

今回の逆イールドは過去の逆イールド発生局面と相違する点があり、従来とは違った解釈の余地があると考えられる。

1つは、金利環境が理論上は引き締めるのではないと考えられる点である。過去に逆イールドが発生したきっかけは、FRBが景気の過熱に対応する形で中立金利を大幅に上回る水準まで利上げを行ったためであり、その後、金融引き締め効果が次第に経済活動に影響を及ぼすなかで景気後退に至った。図表6は、実質FF金利と中立金利、およびその両者の差を示したものである。実質FF金利はFF金利をコアPCEデフレーターで実質化した。また、中立金利は、景気に中立的で過熱も減速もしない状態である実質金利という概念であり、さまざま推計がなされるが、ここではその代表例として取りあげられることの多いLaubach-Williamsによる推計値を利用している。直近3回の景気後退局面の前には、実質FF金利が中立金利を上回る水準まで上昇しており、金利環境が引き締めたことが確認できる。一方、今回の局面においては、実質FF金利は中立金利を依然として下回っており、このデータに基づく理論の上では、金利環境は依然として緩和的な状況、少なくとも引き締めた状況にはないと捉えることができる。

図表6. 実質FF金利と中立金利



(資料) FRB、NY連銀、米商務省より富国生命作成  
(備考) 実質FF金利はFF金利をコアPCEデフレーターで実質化

また、現在の長期金利の水準が過去のFRBの国債買入策による影響などにより押し下げられている可能性があることも、過去との相違点として挙げる事ができる。FRBはリーマンショックを契機とした景気後退を受けて以降3度にわたる量的緩和(QE)を実施

し積極的に国債を買い入れた。QE 終了時には FRB の国債保有残高は 2.4 兆ドルまで拡大するに至り、その過程で米国の長期金利の水準は押し下げられた（図表 7）。FRB は 2017 年 10 月より保有資産の縮小を開始し、足元にかけて国債保有残高は減少傾向にあるが、既に 2019 年 9 月に縮小を停止することが決定されている。これまでに積み上げられた規模からすると下押し圧力は依然として強いと考えられる。加えて、日欧を中心に緩和的な金融政策が継続されている影響も大きい。

図表 7. FRB の国債保有残高と長期金利



(資料)FRB、Bloomberg資料より富国生命作成

緩和的な金融政策により米国以外の先進国の金利が低位で抑えられるなか、相対的に利回りの高い米国債への需要は根強く、米国債市場への資金流入が長期金利を下押ししている可能性がある。好調な経済を背景に昨年 12 月まで 9 度の利上げ実施で短期金利が上昇してきた一方、長期金利が QE や米国外からの需要の強さから低く抑えられてきた結果として、逆イールドが発生したのであって、本来的には逆イールドには至っていないという見方もできよう。

このように今回の逆イールドについては過去の局面との相違点があり、近い将来の米国景気の後退局面入りを示唆するものではない可能性が高いと考える。

#### 4. おわりに

これまで逆イールドが発生した際には、その後 1 年から 2 年程度の間米国経済は景気後退局面を迎えてきた。しかし、今回の局面は過去と相違する点もあり、必ずしも逆イールドを景気後退のシグナルとして額面通り受けとる必要はないと思われる。

足元の米国経済についてみると、ISM 製造業景況指数は好不調の節目である 50 を上回る水準とはいえ昨年 8 月をピークに水準を切り下げている。また、住宅市場に弱さがみられるほか、これまでけん引役であった個人消費や設備投資についても一部に弱さもみられ、盤石とは言いづらくなっているのは事実である。また、米中をはじめとした貿易摩擦問題や英国の EU 離脱問題などにより先行きの不確実性は高い状況にある。一方、FRB は昨年末にかけての金融資本市場の混乱などを経て、政策スタンスを大きく転換している。3 月の FOMC (米連邦公開市場委員会) における参加者の政策金利見通し (中央値) が示唆する 2019 年の利上げ回数は昨年 12 月時点の 2 回から 0 回へと減少し、インフレの急上昇など経済見通しから大きな乖離がみられない限り、2019 年内の利上げを見送る公算が高い。景気に配慮したハト派的な姿勢を示しているため、今回の米国景気回復局面がより息の長いものになる可能性は十分に考えられる。

ただし、逆イールド自体が経済活動に影響を与える可能性もある。景気の先行きに対する懸念が高まることで、株価の不安定化や企業の景況感の悪化を通じて、企業の投資姿勢が慎重化するなど経済活動に悪影響が及ぶ恐れはある。逆イールドが自己実現的に景気後退をもたらす可能性も否定できないため、今後の経済動向を注視したい。