

米逆イールドは景気後退シグナルか 時間的猶予はあるが、警戒感を持って臨む必要

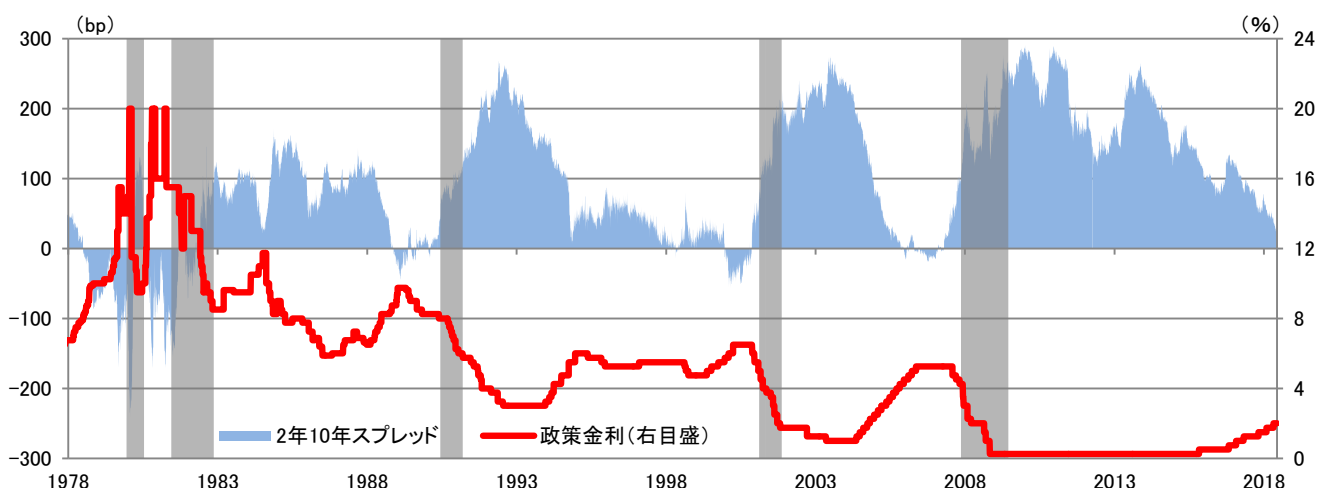
みずほ総合研究所
調査本部 市場調査部
03-3591-1248

- 米国債券市場はフラットニング局面にある。背景には短期金利に対する上昇圧力に加えて、長期金利に対する低下圧力という短期・長期の両サイドが影響している模様
- 先行きのイールドカーブを推計すると、長短スプレッドの逆転は早ければ年内にも発生する見込み。長短スプレッドの縮小は先行きの景気後退への懸念を高めていることを示唆する可能性も
- 仮に長短スプレッドが逆転する場合においても、景気後退局面までの時間的猶予は過去平均18カ月程度存在。金融市場参加者はフラットニングの進行と共に徐々に警戒度レベルを高める必要がある

1. 米債長短スプレッドはスピード感を持って縮小へ

米債における長期国債利回りと短期国債利回りの差分である長短スプレッドの縮小傾向（フラットニング）が継続している。縮小の背景には短期金利の上昇に加えて、長期金利の低下という両サイドの原因が考えられる。短期金利の上昇に関しては、F R B が段階的な政策金利の引き上げを続けていることがある。また、トランプ政権による減税法案の可決に伴う拡張的財政政策を補う国債の増発が、主には短期債を中心に発行されるという供給面に対する懸念もあろう。過去の米国における拡張財政が採用された時の発行パターンを見ると、短期・中期ゾーンの国債が発行されることが多いことから、短期債に対する供給圧力は中央銀行のバランスシート縮小に伴う市中発行分の増加という金融政策の要因だけでなく、財政政策に

図表1 米債長短スプレッドと政策金利



(注)シャドーは景気後退期間。

(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

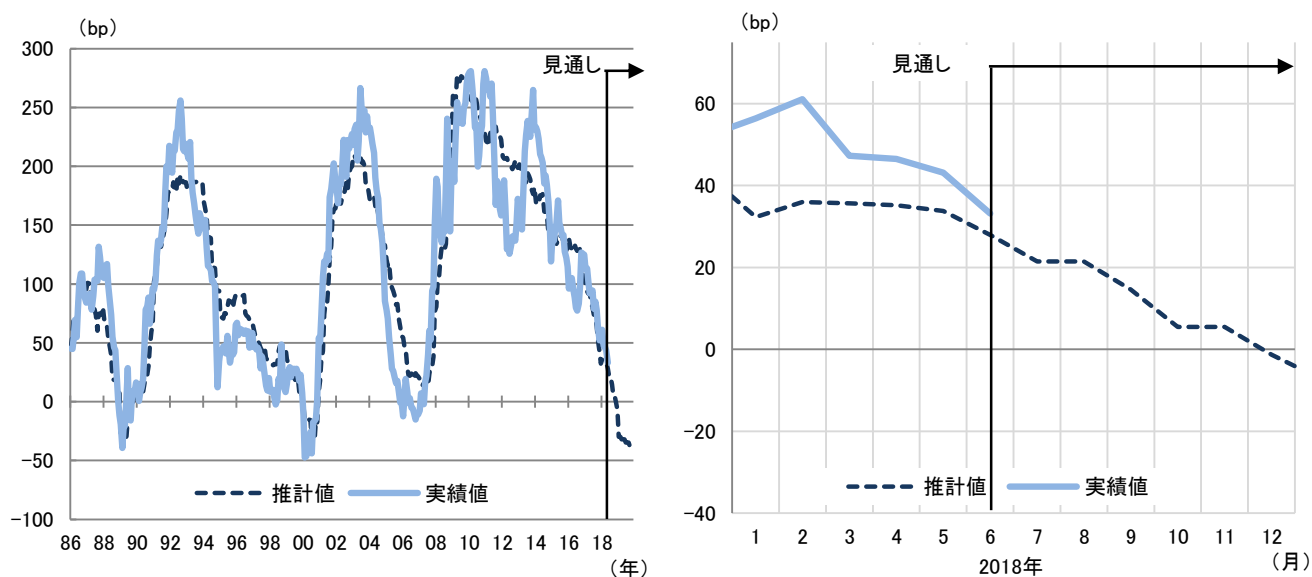
(年)

よっても高まっているといえる。長期金利に対する低下圧力もイールドカーブのフラットニング(平坦化)の原因だといえる。米国による保護主義姿勢の高まりを受け、景気の先行きに対する警戒感からそれまでの金利上昇が一服した模様だ。7月6日の米国による制裁関税発動以降、既に報復関税の掛け合いは始まっている。保護主義姿勢の高まりは先行きのファンダメンタルズに対して悪影響を及ぼすことからリスク回避度を高めるといえる。みずほ総合研究所の試算では、米中貿易の総量が20%削減され、代替生産が不可能な場合には中国で3%、米国で1%程度成長率が下振れるという結果になった。また、こうしたケースでは、波及的効果はアジア圏にもおよびグローバルなリスク回避事象となり得るだろう。IMFも7月に保護主義政策が高まる中で不透明感が金融市場に混乱をもたらし、結果としてグローバルな経済成長に影響を与える可能性があるかと警鐘を鳴らしている。先行きの景気減速懸念がくすぶる中で長期金利に低下圧力が加わったことが、イールドカーブが平坦化した理由だといえよう。ただし足元は、日銀の金融政策修正観測によって、長期国債利回りが幾分上昇し、スティーピングしている。

2. イールドカーブ平坦化のスピード

それでは長短スプレッドがマイナス圏に突入するのはいつなのだろうか。金融政策や景気循環を反映するといわれている長短スプレッドを、以下の3つの変数を使って1986年2月～2018年6月の期間で重回帰分析を行い、推計してみた(図表2)。1つめは政策金利である。これは言わずもがな金融政策を反映しているといえる。2つめは需給ギャップである。需給ギャップとは一国全体の総需要と潜在的な供給力の差である。具体的には、総需要を表す実際のGDPと供給力を表す潜在GDPの乖離である。潜在GDPは一般的に、資本・労働・技術進歩などの全要素生産性によって決まると考えられている理論値である。景気拡大局面では需給ギャップがプラスになり、停滞局面ではマイナスになる傾向にある。3つめはダウ平均株価である。

図表2 米債長短スプレッド推計値と実績値



(推計式) 長短金利差 = $-0.15 \times \text{需給ギャップ}(2 \text{ カ月前}) - 0.27 \times \text{政策金利} - 0.00007 \times \text{ダウ平均株価} + 2.48$
 (-8.5) (-17.1) (-11.2) (18.1) ※ () は t 値

(資料) Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

景気がいい時は企業業績も良く、株価が上昇しやすい。逆もまた然りである。S&P500株価指数が景気先行指数を構成する指標の1つとなっていることから、株価と景気循環の相関が大きいことがわかる。

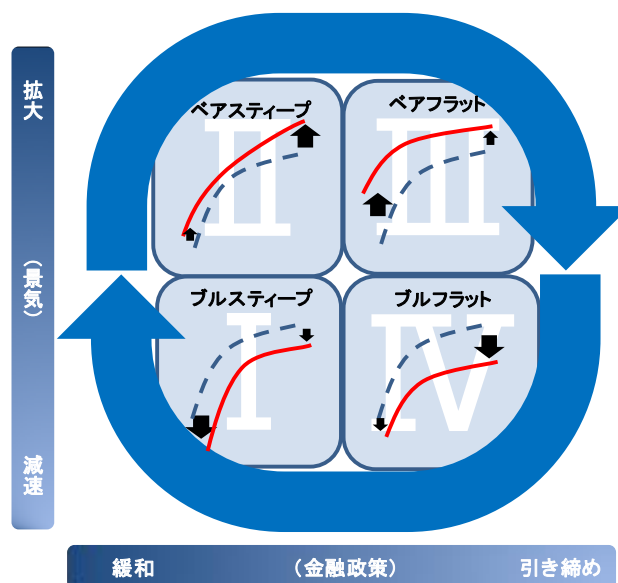
このモデルの自由度調整済み決定係数は0.84であり、長短金利差の動きを約80%以上と概ね良く説明しているといえよう。また、3つの説明変数に関し、その説明変数の被説明変数に対する効果が0である可能性を表すp値を見てみると、全て0.01以下であり、効果のある説明変数と考えるのが自然であると判断できる。このモデルによると長短スプレッドがマイナスの値になるのは、今年の12月という結果になった（先行きの需給ギャップはIMF予想の数字、それ以外はみずほ総研見通しの数字を使用）。12月のFOMC（12/18・19）で利上げが決定した後、長短スプレッドがマイナス圏に突入という展開が予想される。

3. 逆イールド後の金融市場の行方

イールドカーブの形状の変化は景気サイクルと金融政策の緩和度合を理解する上で重要だと考えられる。図表3は、イールドカーブの動きを図解したものである。I～IVのそれぞれの局面において、イールドカーブがどのような形状を取るかを確かめたい。初めにIの局面においては金融政策が緩和的な度合いを強めるなかで景気は徐々に回復する。緩和的な中央銀行のスタンスは主に政策金利の引き下げにより体现されるため、短期金利の低下幅が長期金利を上回る（ブルステイプ）。その後、IIでは、政策当局は徐々に金融政策を中立的なスタンスにするなかで景気は拡大、長期金利の上昇幅が短期金利を上回る（ベアステイプ）。IIIでは次第に景気が過熱感を帯びる中で金融当局は政策金利の引き上げ等のツールを用いて金融環境を引き締めていく。この間、イールドカーブは短期金利が政策金利と連動する形で上昇するため、短期金利の上昇幅が長期金利を上回る（ベアフラット）。中央銀行の政策金利の引き上げペースが景気回復のモメンタムを損なわない場合、IVを回避もしくは短時間で通過してIの局面に帰着する。ただし、結果として中央銀行の政策金利の引き上げが景気を過剰に冷やす場合に於いてはリセッションに陥る（ブルフラット）。足元の逆イールド化への進行に注目が集まっている理由がこれである。逆イールド化が第IIIフェーズから第IVフェーズへの移行の転換点となる、すなわち、リセッションのシグナルとなるのではないかと市場関係者は懸念しているのである。FRBはこの解釈を否定している。パウエル議長証言（7/17・18）でも、イールドカーブに注目するのは、長期の中立金利がどこにあるかを見るためであり、カーブの形状を見るためではないとの発言をし、逆イールドを懸念すべきではないことを示した。

前頁の分析において、長短スプレッドと景気には統計的には密接な関係があることを示した。こうした分析を基にした場合、イールドカーブの逆イールド化がリセッションのシグナルだと解釈できる可能性がある。ただし、留意したいのはイー

図表3 イールドカーブと経済・金融環境

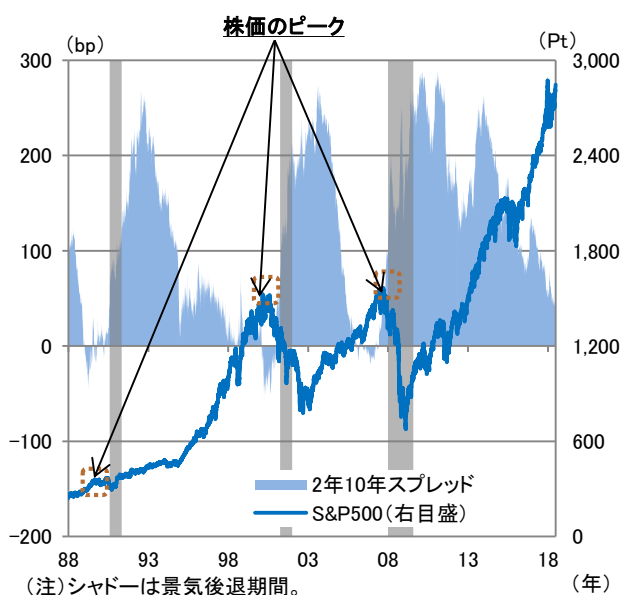


（資料）みずほ総合研究所作成

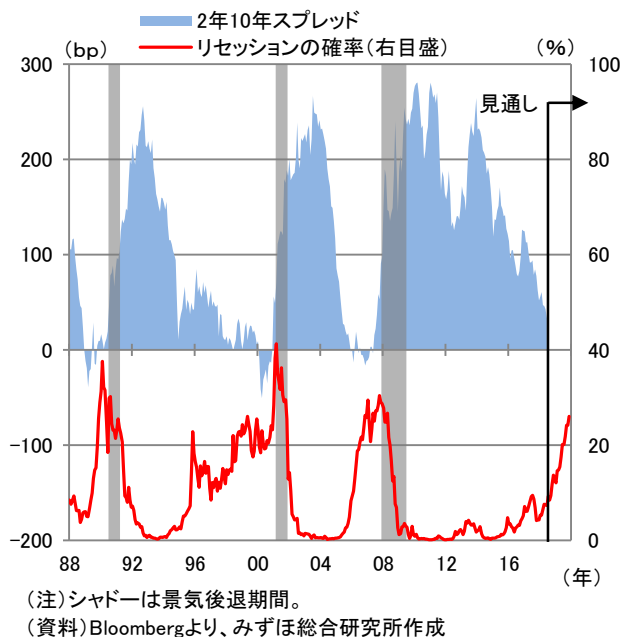
ルドカーブの逆イールド発生が即座に景気の後退局面に結びつかないという点である。長短スプレッドがマイナスに突入した直近3回（1990年代前半・2000年代初頭・リーマンショック時）を確認すると、2年10年スプレッドがマイナスとなってから、リセッション入りするまでの期間は平均約18カ月であった。

また、興味深いのはその間に株価指数が高値を更新しているということにある（図表4）。金融市場、とりわけ株価と長短スプレッドの関係を考察したものが図表4である。1980年以降の3回の局面において長短スプレッドの逆転と共にそれまでの株価の高値を更新していることが分かる。これは、金融政策が緩和的なスタンスから徐々にニュートラル、そして引き締めに向かう過程の中で景気や株価がピークを迎えるという証左に他ならない。前頁の分析では、みずほ総研の先行きの予測をベースにフラットニングのスピードを示した。この推計値を基にリセッション確率の先行きを米国の景気後退期を1とするダミー変数を被説明変数とし、米国債の2年10年スプレッド（12カ月前）を説明変数とするプロビットモデルを用いて推計した（図表5）。足元の2年10年スプレッドの水準はリセッションが発生する警戒域とは言えない。ただし、今後、一層フラットニングが進行するれば当然、リセッションの確率はこの分析上では高まるといえる。もちろんイールドカーブが逆転した後の時間的猶予は過去の平均からは18カ月程度残されているものの、フラットニングの進行と共にリセッションへの警戒感が高まるため、金融市場参加者は他の予兆指標と共に相応に注意を払う必要がある。

図表4 米債長短スプレッドと米株価指数



図表5 リセッション確率



[共同執筆者]

市場調査部主任エコノミスト
市場調査部

殿岡直樹
宮本凌

naoki.tonooka@mizuho-ri.co.jp
ryo.miyamoto@mizuho-ri.co.jp

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。