



# イールドカーブのフラット化が進んでも 米景気後退の可能性は低い

重要シグナルは早期のリセッションではなく、最長景気の拡大継続を示唆

2019年6月

## サマリー

- 米国債イールドカーブはフラット化（長短金利差の縮小）が進んでいるが、目的的なリセッション（景気後退）のリスクは大きくは高まっていない。
- これまで長短金利差の縮小は、大抵、短期金利の上昇が主因だったが、今回は過去のフラット化局面ほど金融は引き締められていない。また、循環的な指標からも、経済の脆弱性が蓄積されている兆しは見られない。
- 最後に、現在はターム・プレミアム（期間に応じた上乘せ利回り）が非常に低いため、イールドカーブのフラット化もしくは逆イールド（長短金利逆転）が米国史上最も起きやすい環境にある。

米国債イールドカーブはフラット化が進んでいますが、目的的なリセッションのリスクは大きくは高まっていません。フラット化はリセッションの前兆と広く認識されており、過去7回のリセッションはいずれもその前にフラット化が起きています。しかし、現在のフラット化は短期的な景気後退のリスクを強く示唆するものではないと考えています。

そう考えるのは、フラット化の経済的な意味合いは、①カーブ形状の変化の要因と、②循環的不均衡の台頭によりショックに対する経済の脆弱性が高まる度合いの2つによって決まるからです。どちらの点からも、現在のフラット化が示唆する12ヶ月以内のリセッションの確率は比較的低いと判断しています。

## フラット化しても、金融は従来ほど引き締められていない

これまでのフラット化局面は金利がすべての年限で上昇するのが特徴で、米連邦準備理事

会（FRB）の金融政策を反映する短期金利が長期金利よりも上昇しました（図表1）。これは2つのルートを通じて景気を圧迫します。まず、借入金利の上昇が資金需要の減退を招き、次に、長短金利差の縮小が短期で借り長期で貸す金融機関の収益性を圧迫し、ひいては資金供給の減少につながります。

イールドカーブ短期部分の金利上昇を促すため、FRBはこれまでインフレ調整後の実質FFレイトが潜在GDPの実質成長率を上回る水準まで金融を引き締めてきました。ところが、実質FFレイトは今年4月時点でまだ潜在成長率より130ベースポイント（bps）低い水準にあります。完全雇用と2%のインフレの持続と整合的な「中立」政策金利の現在の水準については様々な意見がありますが、足元の政策金利は過去に景気後退を招いた水準を大きく下回っているため、FRBの政策スタンスが「引き締め寄り」である可能性は低いと思われるでしょう。



Alan Levenson  
チーフ米国エコノミスト

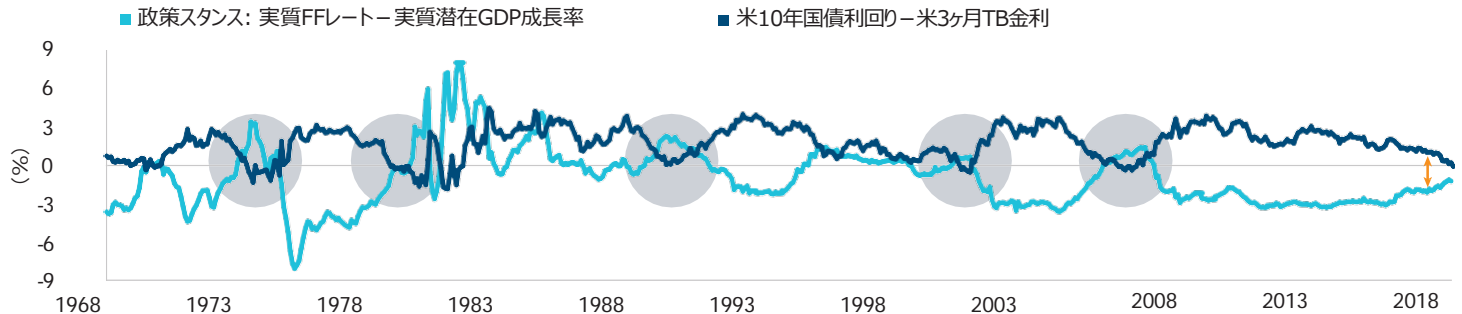


Tomasz Wieladek  
国際エコノミスト

## 図表1: イールドカーブのフラット化は通常、「引き締め寄り」の政策スタンスを反映

逆イールドが発生する前に、短期金利が長期金利以上に上昇するのが普通

2019年5月1日時点



出所: 米商務省経済分析局、米議会予算局、FRB、ハイパー・アナリティクス、ティー・ロウ・プライス

...FRBバランスシート調整の影響は全体的には小さい模様...

最近の政策金利引き上げサイクルではFRBのバランスシート縮小が同時に行われており、政策緩和の累積的削減について評価する場合、この点を考慮する必要があります。しかし、FRBのバランスシート調整の影響は全体的には小さいと思われる。FRB関係者による2015年の試算では、中央銀行のバランスシートを使った景気刺激策の10年ターム・プレミアムへの累積的効果は約 -110bps<sup>1</sup>と推計されます（国債利回りは、①短期国債金利の将来の軌道の市場予想を表す「リスクフリー・レート」と、②短期金利が予想通り動かないリスクを取ることの見返りに投資家が要求する「国債ターム・プレミアム」に分解できます<sup>2</sup>）。

FRBは2017年9月から保有資産を合計5,720億ドル減らしましたが、10年ターム・プレミアムへの影響は15bpsと推定され<sup>3</sup>、これはおそらく0.25%の追加利上げに相当します。この推計が正しければ、バランスシート調整後の政策スタンスは、米連邦公開市場委員会（FOMC）参加者による中立金利予想の中央値に近いことになります。

現在のサイクルはイールドカーブ長期部分の動きが特徴的で、10年国債利回りがFRBの利上げ開始以降に大きく低下し、ターム・プレミアム<sup>3</sup>の低下がリスク中立金利の上昇より大きい点で従来のパターンとは異なります（図表2）。この背景には、インフレの低位安定見通し、長期インフレ見通しに関する意見の乖離が小さいこと、ユーロ圏と日本における量的緩和などの要因があります。

実際、認識される長期金利リスクがこのように低下した結果、米国債イールドカーブのターム・プレミアム部分が逆転しました。これは52年前に遡る過去7回のセッションに該当するアノマリー（合理的に説明できないが、経験則的に起こりやすい特異な事象）です。同じくらい特異なのは、ターム・プレミアムが逆転しても、リスク中立利回りスプレッドがなおプラスである点です。将来の金利の予想軌道はイールドカーブ全体の傾斜が示唆するほど債券にとって強気ではなく、カーブのこの部分はセッションのシグナルを強めるために逆転せざるを得なかったのかもしれませんが（図表3）。

<sup>1</sup> Stanley Fischer, "Conducting Monetary Policy with a Large Balance Sheet," 米連邦準備制度理事会（2015年2月27日）。当プログラムには、米政府支援機関債およびモーゲージ担保証券（約1.925兆ドル）と米国債（1.69兆ドル）の純購入、並びに残存期間延長プログラム（FRBの米国債ポートフォリオに10年国債5,370億ドル分を実質的に追加する効果）が含まれます。

<sup>2</sup> Tobias Adrian, Richard Crump, Benjamin Mills, and Emanuel Moench, "Pricing the Term Structure with Linear Regressions," ニューヨーク連邦準備銀行スタッフレポート（2013年4月）。"Treasury Term Premia," ニューヨーク連邦準備銀行のブログ「リパティ・ストリート・エコノミクス」（2014年5月12日）。

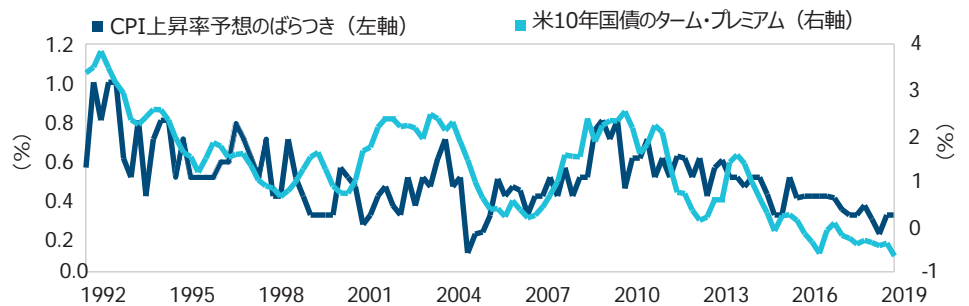
<sup>3</sup> どちらかといえば、これはインパクトを過大評価していると思います。FRBのリサーチでは、量的緩和の初期段階がターム・プレミアムへの影響は最も大きかったことが分かっています。しかし、バランスシート正常化の初期段階については、FRBのバランスシートがまだ大きく、準備預金のストックもまだ潤沢のため、影響は比較的小さかったかもしれません。

現在、賃金と物価の伸びはサイクル終盤でのFRBの対応（引き締め）が必要になる水準を大きく下回っている

## 図表2: インフレ見通しの安定は金利リスクの低さを意味する

FRBの利上げ開始以降に米10年国債利回りは低下している

2018年12月31日時点



出所: フィラデルフィア連邦準備銀行、ニューヨーク連邦準備銀行、ヘイバー・アナリティクス

### より広範な循環的視点からの考察

フラットなイールドカーブは金融緩和の解除を反映するといふ意味で、それは丸10年に及ぶ米景気拡大の実年齢ではなく、実質的な年齢を表しています。従って、過去最長に肩を並べる景気拡大がさらに続く場合は、今年2月から始まった雇用の伸びの漸減傾向から勢いの鈍化がすぐに確認できる可能性があります。

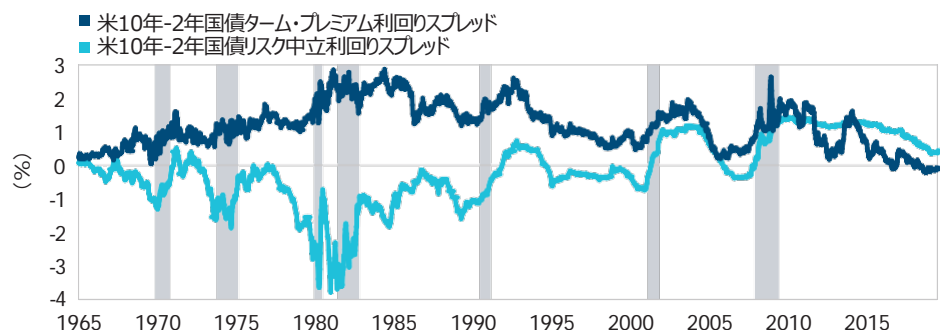
これは必ずしも悪いことではないでしょう。もし米経済が完全雇用状態で「ソフト・ランディング」

を達成し、その長期ポテンシャルと整合的な成長を持続するのであれば、雇用の伸びは生産年齢人口の伸びに見合うペースまで鈍化せざるを得ないでしょう。ただ、そうした絵に描いたような理想的展開が起きたことはこれまでありません。なぜなら、その前に不均衡が常に積み重なり、突然の需要減少に対する経済の脆弱性が高まるからです。例えば、1980年代は賃金と物価の連鎖的上昇、1990年代と2000年代は負債による資産バブルと投資ブームの崩壊により景気拡大に終止符が打たれました。

## 図表3: リスク中立金利のスプレッドはまだプラス

将来の金利の予想軌道はイールドカーブ全体の傾斜が示唆するほど債券にとって強気ではない

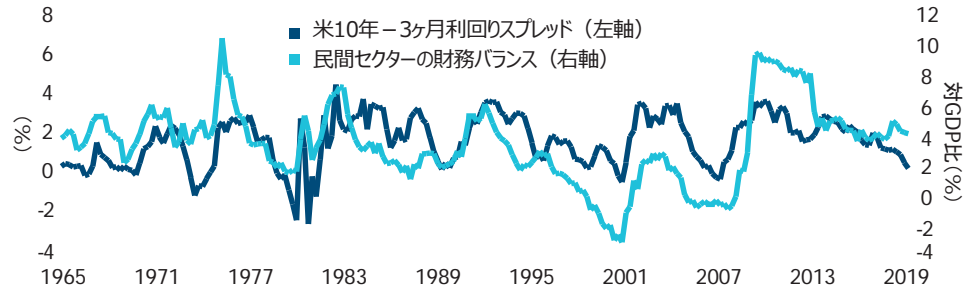
2019年6月14日時点



出所: ニューヨーク連邦準備銀行、ヘイバー・アナリティクス

#### 図表4: 貯蓄がクッションの役割を果たす

民間セクターのバランスシートは健全で、サイクル終盤でもリセッションに対する耐性がある  
2018年12月31日時点



出所: 米商務省経済分析局、FRB、ヘイバー・アナリティクス

現在、賃金と物価の伸びはサイクル終盤でのFRBの対応（引き締め）が必要になる水準を大きく下回っています。実際、たとえ労働市場が完全雇用をオーバーシュートしても、FRBは予想インフレ率や実際のインフレ率を押し上げるための方策を検討しています。景気拡大に終止符を打つような実体経済や金融セクターの不均衡にも対処できると思います。企業利益率は拡大が止まりましたが、まだ高水準にあります。家計や企業の債務返済負担は低く、民間セクターの財務バランスは健全です。貯蓄が投資を一貫して上回っていることが困難な状況に対するクッションの役割を果たすと思われます。これは、貯蓄減少がイールドカーブのフラット化時に経済の循環的な脆弱性を増幅した従来のパターンとは異なります。

全体的に見て、最近のイールドカーブのフラット化がリセッションを示唆している可能性は従来より低いと思われる理由はたくさんあります。まず、これまで長短金利差の縮小はたいてい短期金利の上昇が主因でしたが、今回は過去のフラット化局面ほど金融は引き締められていません。また、循環的な指標にも、経済の脆弱性が積み重なっている兆しは見られません。最後に、インフレ鎮静見通しや日欧の量的緩和などが原因で、現在はターム・プレミアムが非常に低く、イールドカーブのフラット化もしくは逆イールドが米国史上最も起きやすい環境にあります。以上の点から、我々は現在のイールドカーブのフラット化/逆イールドについて差し迫ったリセッションのシグナルとしての信頼性は従来ほど高くないと考えています。

## INVEST WITH CONFIDENCE<sup>SM</sup>

ティー・ロウ・プライスは優れた運用成績を長期にわたり投資家に提供することを目指しています。

# T.RowePrice<sup>®</sup>

## 重要情報

当資料は、ティー・ロウ・プライス・アソシエイツ・インクおよびその関係会社が情報提供等の目的で作成したものを、ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社が翻訳したものであり、特定の運用商品を勧誘するものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。当資料における見解等は資料作成時点のものであり、将来事前の連絡なしに変更されることがあります。当資料はティー・ロウ・プライスの書面による同意のない限り他に転載することはできません。

資料内に記載されている個別銘柄につき、売買を推奨するものでも、将来の価格の上昇または下落を示唆するものでもありません。また、当社ファンド等における保有・非保有および将来の組入れまたは売却を示唆・保証するものでもありません。投資一任契約は、値動きのある有価証券等（外貨建て資産には為替変動リスクもあります）を投資対象としているため、お客様の資産が当初の投資元本を割り込み損失が生じることがあります。

当社の運用戦略では時価資産残高に対し、一定の金額までを区切りとして最高1.242%（消費税8%込み）の逓減的報酬料率を適用いたします。また、運用報酬の他に、組入有価証券の売買委託手数料等の費用も発生しますが、運用内容等によって変動しますので、事前に上限額または合計額を表示できません。詳しくは契約締結前交付書面をご覧ください。

「T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE」および大角羊のデザインは、ティー・ロウ・プライス・グループ・インクの商標または登録商標です。

ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社  
〒100-6607 東京都千代田区丸の内1-9-2 グラントウキョウサウスタワー7F  
電話番号 03-6758-3820（代表）  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第3043号  
加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会/一般社団法人投資信託協会