

MUFG Focus USA Weekly

経済調査室 ニューヨーク駐在情報

MUFG Union Bank, N.A. Economic Research NY
Hiroshi Kurihara | 栗原 浩史 (hikurihara@us.mufg.jp)
Director and Chief U.S. Economist

足元の「長短金利の逆転」は過去とは異なる

【要旨】

- ◇ 米国の金利は昨年 11 月をピークに低下傾向で推移しており、期間別にみると相対的に期間の長い金利の低下ペースが速いため長短金利差が縮小している。代表的な長短金利である 10 年物国債利回りと 2 年物国債利回りは、8 月 14 日に 2007 年 6 月以来初めて日中に一時逆転し（2 年物国債利回りが 10 年物国債利回りを上回り）、その後 8 月 26 日から 9 月 2 日にかけて小幅ながら逆転した状態が続いた。
- ◇ 米国では「長短金利の逆転」は、近年の景気後退前に共通してみられた現象であるため、今回も景気後退が近いのではないかとの見方を強める一因になっている。
- ◇ しかし、国債利回りを「極短期の金利（≒政策金利）の予想経路の期待値」と「期間プレミアム」の 2 つに分解すると、足元の長短金利の逆転は過去と違って「政策金利の予想経路の期待値」ではなく「期間プレミアム」の低下・逆転に主導されたものであることがわかる。このため、現時点では景気後退のシグナルとみなす必要はないだろう。
- ◇ 但し、長短金利の逆転を人々が景気後退の強いシグナルとみなして経済活動に消極的となったり、長短金利の逆転によって金融機関の貸出基準が厳格化する可能性等も指摘されているため、経済への影響について注視する必要がある。

長短金利が 2007 年 6 月以来初めて逆転

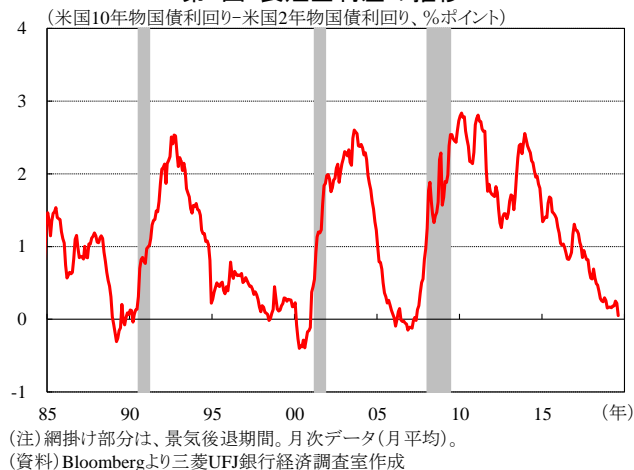
米国の金利は昨年 11 月をピークに低下傾向で推移しており（第 1 図）、期間別にみると相対的に期間の長い金利の低下ペースが速いため長短金利差が縮小している。代表的な長短金利である 10 年物国債利回りと 2 年物国債利回りは、8 月 14 日に 2007 年 6 月以来初めて日中に一時逆転し（2 年物国債利回りが 10 年物国債利回りを上回り）、その後 8 月 26 日から 9 月 2 日にかけて小幅ながら逆転した状態が続いた。

米国では「長短金利の逆転」は、近年の景気後退前に共通してみられた現象であるため（第 2 図）、今回も景気後退が近いのではないかとの見方を強める一因になっている。しかし、以前の Weekly（2018 年 5 月 18 日付）で長短金利差の先行指標としての有効性が低下している可能性について論じたが、実際に長短金利が逆転した足元の金利動向を分析しても過去とは相違点がある。

第1図：国債利回りの推移



第2図：長短金利差の推移



しかし、過去の長短金利の逆転時とは相違点がある

国債利回りは「極短期の金利（≡政策金利）の予想経路の期待値」と「期間プレミアム」の 2 つに分解できるため^(注1)、10 年物国債利回り（以下、10 年物）と 2 年物国債利回り（以下、2 年物）を夫々分解して構成項目を比較する。

まず過去に長短金利が逆転した局面^(注2)の「政策金利の予想経路の期待値」を振り返ると、FRB の利上げ等を受けて 10 年物、2 年物ともに当該期待値が上昇傾向で推移するなか 2 年物の当該期待値が 10 年物を上回ったり、その差（2 年物の当該期待値－10 年物の当該期待値）が拡大している（次頁第 3 図）。このことは債券市場が、当面の政策金利は相応に高い水準、即ち米国経済にとって引き締めの水準で推移することを織り込み、その先の景気後退を示唆するに至ったと捉えられる。

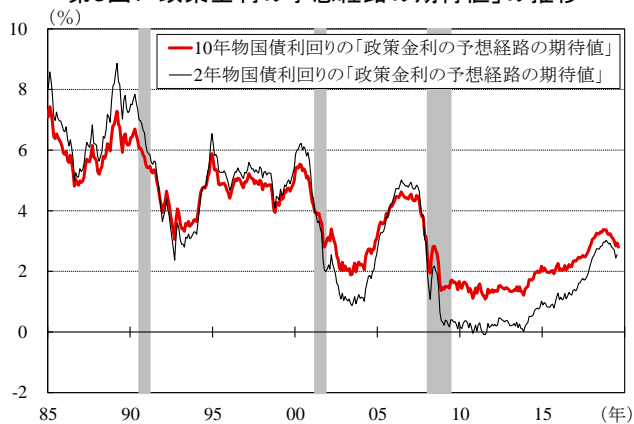
一方、今回は長短金利が逆転したタイミングを日次ベースでも 2 年物の当該期待値は 10 年物を上回っておらず、FRB が利下げに転じるなかで当該期待値は既に 10 年物、2 年物ともに低下傾向にある。即ち、過去と同様に利上げによる影響も含めて債券市場で先行きの景気後退が予想されているとは必ずしも言えない。

「政策金利の予想経路の期待値」が逆転していないにもかかわらず長短金利が逆転したのは、「期間プレミアム」が逆転して（10 年物が 2 年物を下回って）その差が拡大したためである（第 4 図）。「期間プレミアム」の 10 年物と 2 年物の逆転は過去にはみられなかった現象である。

（注 1）「政策金利の予想経路の期待値」とは、現在から将来にかけての政策金利の予想経路の平均値（期待値）であり、経済成長率やインフレ率の見通しに基づいた市場参加者の平均的な政策金利見通しが反映されている。「期間プレミアム」とは、期間の長い債券を購入することに対する上乗せ金利であり、市場参加者の選好等を反映したものである。

（注 2）ここでは 1989 年、2000 年、2006～2007 年の直近 3 回の長短金利の逆転時を比較対象とした。

第3図:「政策金利の予想経路の期待値」の推移



（注）網掛け部分は景気後退期間。月次データ。
（資料）ニューヨーク連邦準備銀行資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第4図:「期間プレミアム」の推移



（注）網掛け部分は景気後退期間。月次データ。
（資料）ニューヨーク連邦準備銀行資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

「期間プレミアム」は様々な要因で低下傾向が続いてきた

「期間プレミアム」は 10 年物、2 年物ともに歴史的な低さとなっているが、金融危機以降の押し下げ要因としては主に、①「FRB の量的緩和政策の影響」、②「欧州や日本等他国での低金利・緩和的な金融環境の強まりを受けた米国債への需要増加」、③「米中貿易摩擦や英国の EU 離脱問題等の不透明感・不確実性を受けた質への逃避需要」、④「インフレ・リスク・プレミアムの低下^(注3)」、⑤「金融規制強化による影響」等が挙げられる^(注4)。

このうち、足元で「期間プレミアム」の一層の低下を生じさせた要因は、③や②または④とみられる。また、最近になって 10 年物の「期間プレミアム」が 2 年物を下回った背景は必ずしも判然としないが、②や③を背景とした米国債への需要が特に長い期間（満期）で強ま

った可能性（利回りのある債券を物色するハント・フォー・イールドの動き等）であったり、④の「インフレ・リスク・プレミアム」が特に長い期間で低下した可能性等が考えられる。

（注 3）「インフレ・リスク・プレミアム」とは、先行きのインフレの不確実性に対して求める対価であり「期間プレミアム」の一部である。「期間プレミアム」は「実質期間プレミアム」と「インフレ・リスク・プレミアム」に分解できる。また、「政策金利の予想経路の期待値」も「実質政策金利の予想経路の期待値」と「期待インフレ率」に分解できるため、長期金利は「実質政策金利の予想経路の期待値」+「期待インフレ率」+「実質期間プレミアム」+「インフレ・リスク・プレミアム」となる。なお、通常の国債と物価連動債との利回りの差であるブレーク・イーブン・インフレ率とは、「期待インフレ率」+「インフレ・リスク・プレミアム」である。

（注 4）「期間プレミアム」については 2019 年 3 月 8 日付 Weekly「長期金利の現状と今後について」も参照されたい。

足元の長短金利の逆転を景気後退のシグナルとみなす必要はない

以上の通り、足元の長短金利の逆転は過去と違って「期間プレミアム」の低下・逆転に主導されたものであり、現時点では景気後退のシグナルとみなす必要はないだろう。但し、長短金利の逆転を人々が景気後退の強いシグナルとみなして経済活動に消極的となったり、長短金利の逆転によって金融機関の貸出基準が厳格化する可能性^{（注 5）}等も指摘されているため、経済への影響について注視する必要がある。

（注 5）より具体的には、長短金利差の縮小乃至長短金利の逆転によって（長期貸出・短期調達が多い）金融機関の収益が低下し、貸出基準の厳格化に繋がる経路である。

（2019 年 9 月 3 日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp）

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の販売や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊社ホームページでもご覧いただけます。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by MUFG Bank, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "MUFG Bank") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by MUFG Bank. MUFG Bank hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While MUFG Bank believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, MUFG Bank makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that MUFG Bank may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and MUFG Bank is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.