

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

長短金利の逆転は景気後退のシグナルになるのか？

【要旨】

- ◇ 米国の金利は、景気が堅調に推移し FRB による段階的な利上げが行われるなか、全般に上昇傾向にある。期間別にみると、相対的に期間の短い金利の上昇ペースが速いため、長短金利差が縮小しており、近い将来に長短金利が逆転する可能性に注目が集まっている。「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り、米国では景気の先行指標の一つと位置付けられている。
- ◇ 長短金利の逆転が景気後退前に生じてきた背景としては、①「利上げによる影響も含め金融市場で先行きの景気後退が予想され、長期金利が低下乃至伸び悩んだ」、②「長短金利の逆転によって金融機関の貸出基準が厳格化し、景気を悪化させた」等が指摘されている。
- ◇ 長期金利、延いては長短金利差が発するメッセージは過去と異なっている可能性がある。現在の局面に引き直してみた時、上記①については、「FRB による既往の量的緩和や他国（ユーロ圏・日本等）の金融緩和政策で、長期金利が押し下げられている可能性がある」、「景気後退の予想ではなく、人口動態等に起因する米国経済の中長期的な成長期待の低下を受けて、長期金利が抑制されている可能性がある」等が指摘できる。仮に①を背景に長短金利差がこれまで先行指標として有効だったとしても、それがそのまま現在の局面にも当てはまるとは言い切れない。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留意する必要がある。
- ◇ 上記②については、仮にこれが正しく、長短金利の逆転自体が景気後退の要因になると仮定した場合でも、短期金利は金融政策から受ける影響が大きいことを踏まえれば、FRB が利上げペース（の見通し）を調整することで長短金利の逆転を回避する余地はありそうだ。また、FRB が昨年 10 月から開始している「バランスシートの正常化プログラム」を見直して、保有証券の償還許容ペースを加速させ、長期金利への下押し圧力を取り除くことも選択肢となり得よう。今後、仮に長短金利が逆転した場合でも、景気後退を必ずしも予想する必要はないと考えられる。

長短金利差の縮小傾向が続く

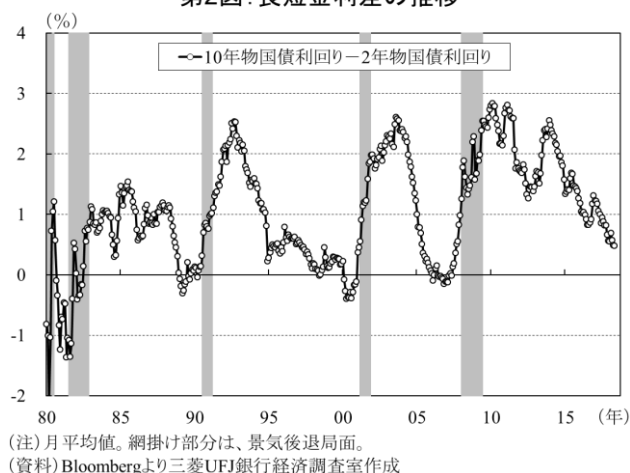
米国の金利は、景気が堅調に推移しFRBによる段階的な利上げが行われるなか、全般に上昇傾向にある。期間別にみると、相対的に期間の短い金利の上昇ペースが速いため、長短金利差が縮小しており、近い将来に長短金利が逆転する（逆イールドカーブになる）可能性に注目が集まっている（第1・2図）^{（注1）}。「長短金利の逆転」は、近年の景気後退前に共通してみられた現象であり、米国では景気の先行指標の一つと位置付けられている。

（注1）長短金利差について、本稿では10年物国債利回りから2年物国債利回りを差し引いた値を使用する。

第1図：国債利回りの推移



第2図：長短金利差の推移



長短金利差の先行指標としての有効性は、低下している可能性がある

長短金利の逆転が景気後退前に生じてきた背景としては、①「利上げによる影響も含め金融市場で先行きの景気後退が予想され、長期金利が低下乃至伸び悩んだ」、②「長短金利の逆転によって金融機関の貸出基準が厳格化し、景気を悪化させた」等が指摘されている^{（注2）}。

今後、長短金利が逆転した場合には、その後に景気後退が生じる可能性が高いのであろうか。まず、上記①については、現在は「FRBによる既往の量的緩和や他国（ユーロ圏・日本等）の金融緩和政策で、長期金利が押し下げられている可能性がある」、「景気後退の予想ではなく、人口動態等に起因する米国経済の中長期的な成長期待の低下を受けて、長期金利が抑制されている可能性がある」等が指摘できる。即ち、長期金利、延いては長短金利差が発するメッセージは過去とは異なっている可能性があるため、仮に①を背景に長短金利差がこれまで先行指標として有効だったとしても、それがそのまま現在の局面にも当てはまるとは言い切れない。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留意する必要がある。

（注2）背景②は、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。

長短金利の逆転自体が景気後退をもたらす展開は、回避する余地がある

次に上記②については、仮にこれが正しく、長短金利の逆転自体が景気後退の要因になると仮定した場合でも、短期金利は金融政策から受ける影響が大きいことを踏まえれば、FRBが利上げペース（の見通し）を調整することで長短金利の逆転を回避する余地はありそうだ。また、FRBが昨年10月から開始している「バランスシートの正常化プログラム」を見直して、FRBの保有証券の償還許容ペースを加速させ、長期金利への下押し圧力を取り除くことも選択肢となり得よう^(注3)。以上を勘案すれば、今後、仮に長短金利が逆転した場合でも、景気後退を必ずしも予想する必要はないと考えられる。

なお、最近になってFRB高官の一部からは「長短金利が逆転するようであれば、利上げペースを再考する」と受け止められる発言も出てきている（第1表）。長短金利差の縮小や長短金利の逆転が意味するところをFRBがどのように解釈するのか、FRB内での今後の議論が注目される。また、FRBが長短金利逆転への警戒感を強く示し過ぎると、仮に長短金利の逆転が実現した場合に、人々がそれを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り、景気後退のリスクを高める可能性も否定できない。FRBの政策判断だけでなく市場とのコミュニケーションについても留意が必要である。

(注3) 「バランスシートの正常化プログラム」については、2017年6月14日付 Weekly を参照されたい。

第1表：長短金利差に関するFRB高官の今週の主な発言

ブロード・セントルイス連銀総裁	5月14日	・長短金利の逆転が生じる程度まで我々が積極的に利上げをするのであれば、それは景気にとってネガティブなシグナルだろう
カプラン・ダラス連銀総裁	5月15日	・イールドカーブを故意に逆転させたくない。しかし、我々の政策運営にどの程度の柔軟性があるのかを語るのは尚早だ
ウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁	5月16日	・(長短金利の逆転が生じることを承知で利上げするかどうかについては)その時に経済で何が起きているのか次第だ
ポスティック・アトランタ連銀総裁	5月16日	・長短金利の逆転が生じるリスクについて認識しており、そうならないようにするのが自身の責務である

(資料)FRB資料、Bloomberg、各種報道より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(2018年5月18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.