

米国イールドカーブの局面分解

警戒すべきは過度な利上げによる逆イールド化

市場調査部主任エコノミスト

殿岡直樹

03-3591-1248

naoki.tonooka@mizuho-ri.co.jp

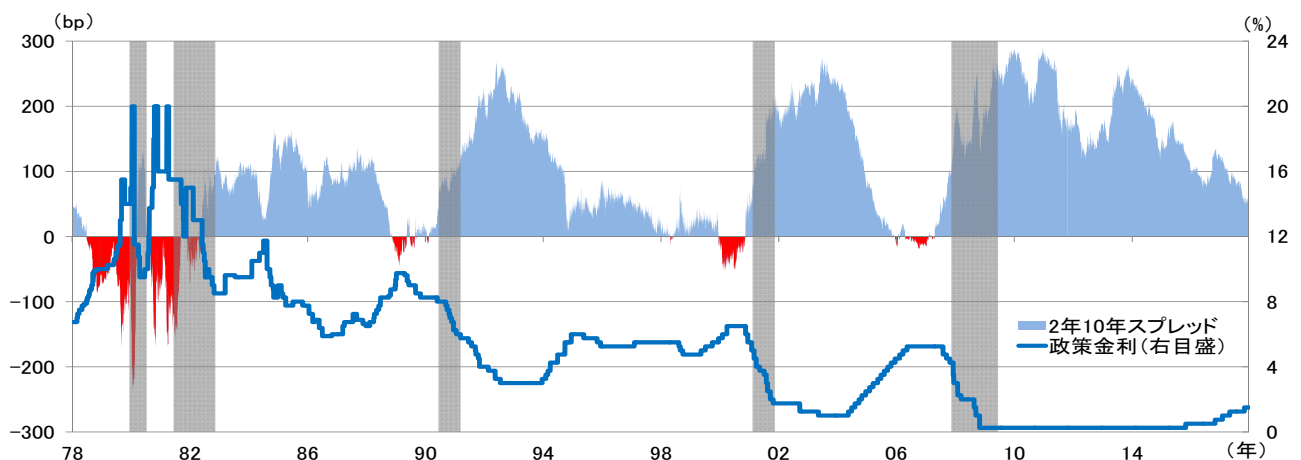
- イールドカーブにおける長短スプレッドのマイナス化がリセッションへのシグナルとなり得ることに対して一部の金融政策当局者や市場関係者を中心に警戒感が存在する
- 長短スプレッドを強気（ブル）・弱気（ベア）と傾斜化・平坦化の4パターンに分解すれば、景気サイクルと金融引き締めの関係性について法則性を確認することができる
- イールドカーブの過度なフラットニングには警戒する必要があるが、景気減速に伴うブルフラットニングの割合が増加しない限りはリセッションに陥る可能性は小さい

1. 注目の集まる米国債イールドカーブにおける長短スプレッドの逆転

米国債のイールドカーブの形状について注目が集まっている。これは米国債の長短スプレッド（2年債と10年債利回りの差分）の平坦化（フラットニング）が進み、逆イールド（マイナス）に到達した後、リセッションに陥る事象が過去に確認されているからである（図表1）。

F R Bも逆イールドとリセッションの関係性については注視している。例えばイエレン前F R B議長は2017年12月のFOMC後の質疑応答において「イールドカーブにおける長短スプレッドの逆転とリセッションの発生は歴史的にみると相関関係が認められるものの、逆イールドが原因でリセッションが

図表1 米国長短スプレッドと政策金利



(注)シャドーは米国景気がリセッションの期間、2-10年スプレッドにおける逆イールド(マイナス)を赤で表示。

(資料)Bloombergより、みずほ総合研究所作成

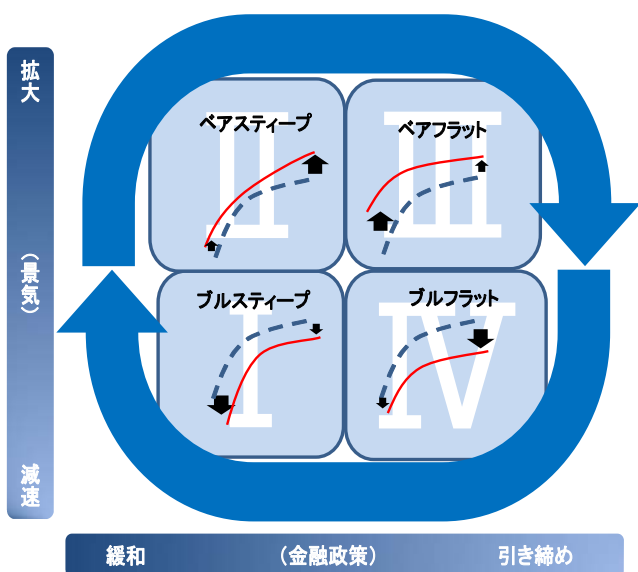
発生したわけではない」と語った。また、「過去にイールドカーブの長短スプレッドがマイナスに沈んだ時には先行きの政策金利の見通しが長期間にわたり平均値を上回り、タームプレミアムも現在よりも高水準であり、一方で今回の金融引き締め局面ではタームプレミアムがゼロ近傍で推移しているため、たとえ極めて緩慢なペースで利上げを行っていてもイールドカーブがフラットニングしてしまう」という認識を示した。つまり、イールドカーブの逆イールド化がリセッションの予兆とはならないということである。一方でカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁は12月のFOMCにおいて自身が政策金利の引き上げに対して反対票を投じた理由について過度なフラットニングに対する警戒感を指摘した。低インフレ下においては政策金利の引き上げが正当化されず、イールドカーブのフラットニングがリセッションへの警鐘を鳴らしていると説明をした。

足元のフラットニングを踏まえつつ、イールドカーブの形状と景気・金融のサイクルを考察する。

2. イールドカーブのパターン分解

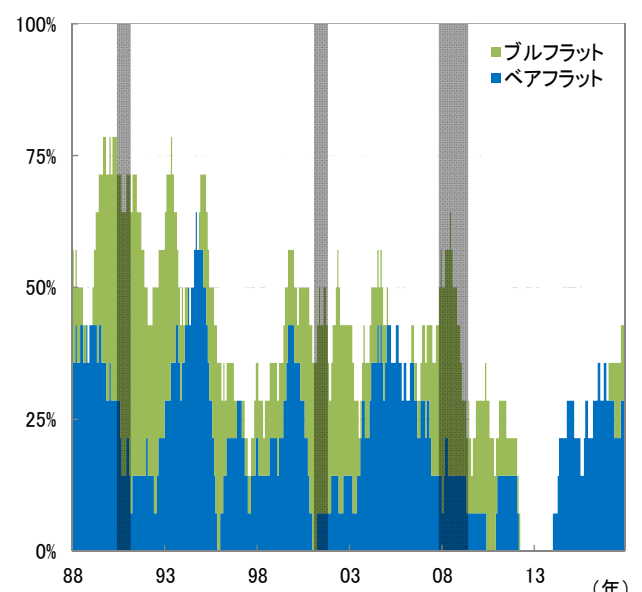
米債イールドカーブにおける長短スプレッドを観察することで金融政策の方向感や景気の過熱具合を確認することは可能である。図表2は景気と金融政策の状態、イールドカーブの動きを図解したものである。Ⅰ～Ⅳのそれぞれの局面において、イールドカーブがどのような形状を取るかを確認したい。初めにⅠ（回復期）の局面においては金融政策が緩和的な度合いを強めるなかで景気は徐々に回復する。緩和的な中央銀行のスタンスは主に政策金利の引き下げにより体现されるため、短期金利の低下幅が長期金利を上回る（ブルステープ）。その後、Ⅱ（過熱期）では、政策当局は徐々に金融政策を中立的なスタンスにするなかで景気は拡大、長期金利の上昇幅が短期金利を上回る（ベアステープ）。Ⅲ（成熟期）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

図表2 イールドカーブと局面判断



(資料)みずほ総合研究所作成

図表3 フラットニングの発生割合



(資料)Bloombergより、みずほ総合研究所作成

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（減速期）を回避もしくは短期間で通過して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。イールドカーブの形状はリスク回避的な投資家の行動により長期金利が短期金利を上回る低下となる（ブルフラット）。

90年代以降、リセッションに向かうなかでこのサイクルが3度確認できる。図表3では、図表2を元にイールドカーブの変化の発生割合に応じてⅠ～Ⅳの局面判断を行ったものである。ある時点から見て過去1年間のイールドカーブの形状変化の発生パターンを平均化したものである。景気回復から拡大局面ではイールドカーブの傾きが広がるスティープニングの割合が増える。一方、金融環境が引き締まる局面においてはフラットニングの割合が増加する。更にリセッションに入る前に政策金利の引き上げに伴うベアフラットニングが進行し、その後、ブルフラットニングへと転換していることが過去のリセッション前後におけるイールドカーブの局面判断で観察できる。

3. イールドカーブ分析は金融市場の予兆足りうるか

米国債イールドカーブは2017年を通じてフラットニングが継続した。2017年7月に100bpだった2-10年スプレッドは12月には50bpへと縮小した。背景には段階的な政策金利の引き上げにより2年債利回りは一貫して上昇したことに加え、FRBのバランスシートの縮小が10月から開始される中でも、グローバルな金利低下局面における運用利回り追求の流れからの米国債券に対する良好な需給を背景に長期金利に上昇圧力が加わらなかったことがある。2017年はグローバルに物価の先高観が高まらない中で国債のボラティリティが低位安定していたために投資家にとって米国債を保有しやすい構造を強めていることが起因したといえよう。

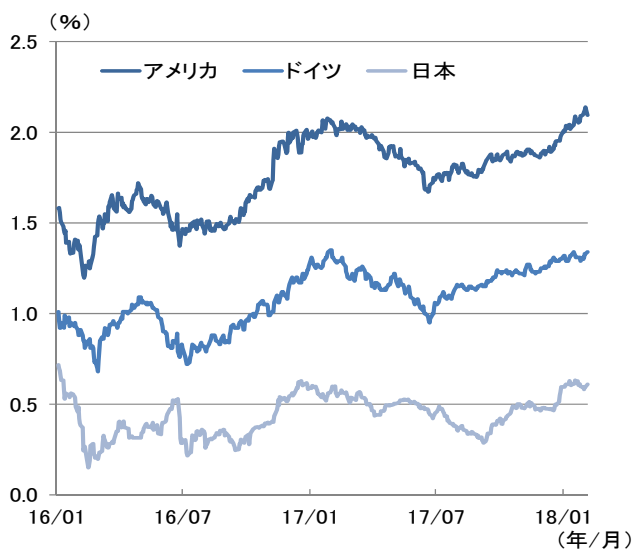
2017年末から2018年にかけて米国における法人税減税案の可決や原油高に伴う物価の先高観などの米国内の要因に加え、日本では日銀総裁によるリバーサルレート発言（2017/11/13）や市場関係者の予想に反した国債買入オペにおける超長期ゾーンの減額（2018/1/9）、欧州ではECB政策理事会の議事要旨のタカ派的な政策へのスタンス（2018/1/11）等、日欧でも長期金利上昇圧力が掛かる事象が増えた結果、米国内外からの金利上昇圧力を背景に米債10年利回りは2014年1月以来となる2.84%台へと強含んだ。その間、2-10年スプレッドは60bp台に拡大した。

イールドカーブの局面判断において現在は景気が過熱する中で徐々に金融引き締めを行っている第Ⅲフェーズにいると考えられる（ベアフラットニング）。金融政策が過度に引き締めにならない限りは、イエレン前FRB議長が言うように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とはならないであろう。2017年に多く見られたフラットニングは政策金利の段階的な引き上げに伴うベアフラットニングであり、イールドカーブを分解して判断する上では第Ⅲフェーズによくみられる事象である。こうした意味でフラットニングの種類が金利低下を伴うブルフラットニングなのか政策金利の引き上げに起因するベアフラットニングかを確認することで今次金融引き締め局面において第Ⅲフェーズから第Ⅰフェーズへの転換となるのか、あるいは第Ⅳフェーズへと陥るかについては注視することができるといえよう。

図表4で示したように日米欧のブレイクイーブン・インフレ率（BEI）は年明け以降によく

米国で2%を上抜けるなど上昇基調に入った。先行きの物価の見通しの高まりを背景に先物市場が織り込む米国における2018年の利上げ回数（図表5）は足元の金融市場の変調で急低下したものの、未だ複数回の利上げが予想されている。これは景気の過熱を中央銀行が制御しようとする証左である。景気を過度に冷ますような政策金利の引き上げは逆イールドに可能性が高く警戒を要するが、現在のイールドカーブの形状は長期金利が極めて低い水準にあることから過去と異なるパターンであるかもしれない。つまり、年に数回程度の政策金利の引き上げであったとしても低金利環境であるが故に簡単に逆イールドになる可能性が高い。こうした逆イールド化を過度に心配する必要はないものの、イールドカーブの変化のパターンがベアフラットニングからブルフラットニングの割合が高まる局面であれば第Ⅲフェーズから第Ⅳフェーズへの転換と判断できるため、リセッションのシグナルとなり得、注意する必要がある。

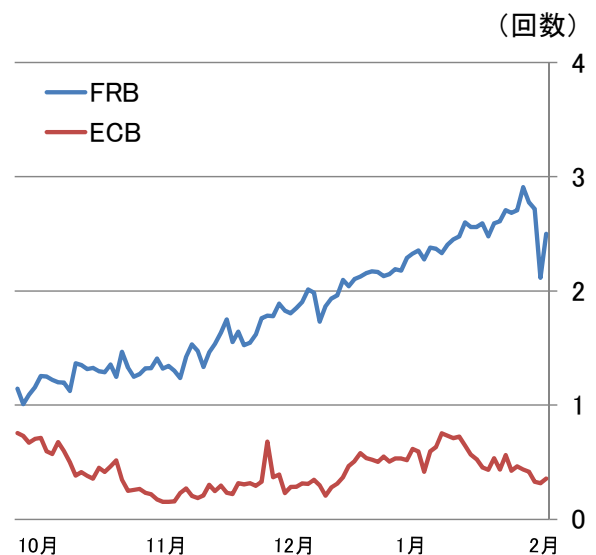
図表4 BEI（日米欧）



(注)10年ゾーンのBEIを表示。

(資料)Bloomberg よりみずほ総合研究所作成

図表5 2018年の利上げ回数（米欧）



(資料)Bloomberg よりみずほ総合研究所作成

●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。