

米長期金利の上昇余地は限定的 当面利下げ織り込み残り、金利上昇圧力は抑制

みずほ総合研究所

調査本部 市場調査部

03-3591-1386

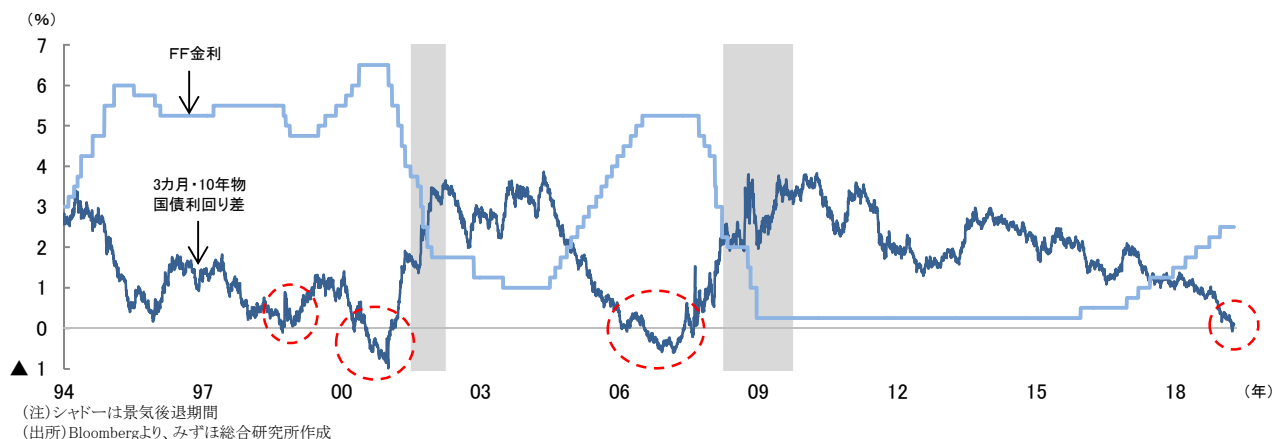
- 約12年ぶりに米国債の3カ月物と10年物の利回りが逆転する逆イールドが発生。過去の経験則から景気後退の予兆とされるこの現象に金融市場は動揺
- FRBは昨年12月に利上げバイアスを残したものの、今年に入って以降、政策スタンスを中立的にしている。不確実性に配慮し、様子見姿勢に転じた1998年と類似
- 米10年国債利回りは、グローバル経済の回復を確認しながら上昇する可能性はあるが、利上げを織り込むにはハードルが高く、年初来高水準（2.79%）を抜ける展開は想定せず。上昇余地は限定的

1. 逆イールドが発生

3月22日に米10年物国債利回りが3カ月物財務省短期証券の利回りを下回る逆イールドが約12年ぶりに発生し、市場参加者の注目を集めた（図表1）。過去の例を見ると、逆イールド発生後に景気後退入りしていることが多く、逆イールドは景気後退の予兆とされている。長短金利差の年限の組み合わせはさまざまだが、3カ月物と10年物の組み合わせは景気後退の予測精度が高いとされている。サンフランシスコ連銀の論文¹では1年後の景気後退予兆としては3カ月物と10年物の金利差が最も信頼できるとし、ニューヨーク連銀は1年後の景気後退確率の推計に3カ月物と10年物の金利差を用いている。

1990年以降、3カ月物と10年物の間で逆イールドは今回を除き3度（1998・2000・2006年）発生している（図表内丸印）。ごく短期間のうちに逆イールドが解消された1998年は景気後退入りを回避した一方で、逆イールドが長期に亘った2000年・2006年は、その後に景気後退入りした。今回の逆イールドは、米中の経済指標改善や米中通商協議の進展期待等を背景に一旦解消されているが、英国のEU

図表1 3カ月物・10年物国債利回り差



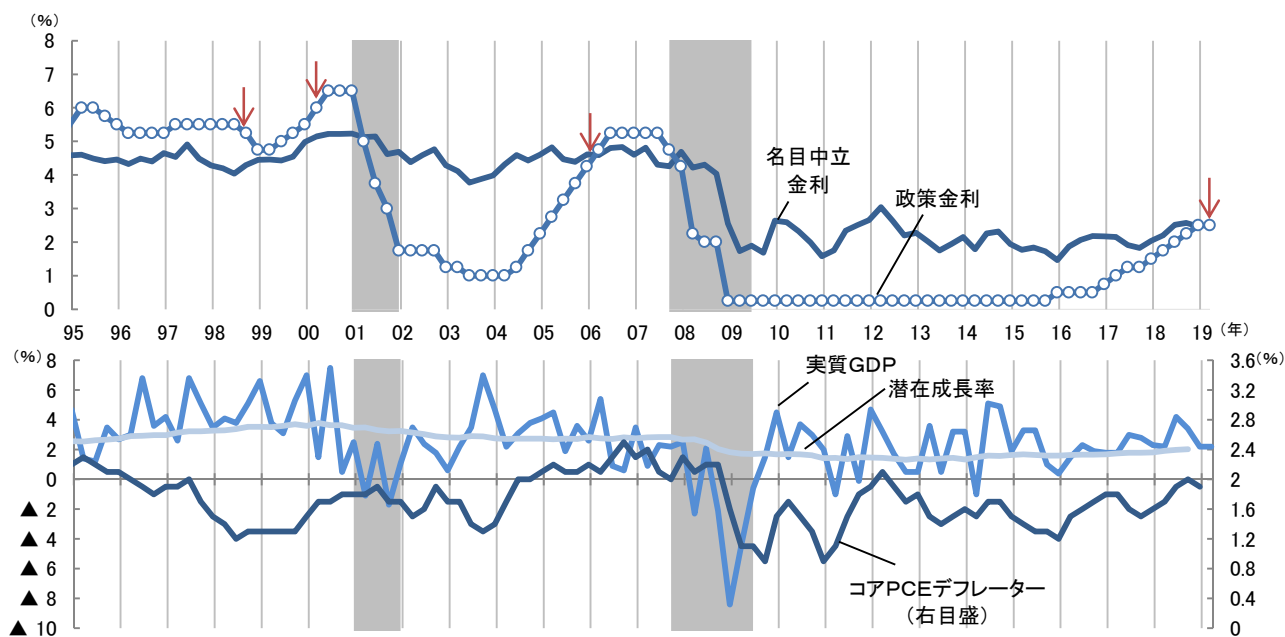
離脱問題も含めて、F R Bが挙げる「不確実性」は完全には解消していない。今後の展開次第では再度逆イールドが発生する可能性は十分あり得る。米長期金利は今後どのように推移するのか。過去の局面との比較から、現在の局面との相違点、類似点を確認し、今後の見通しを展望する。

2. 過去の局面と足許の局面との相違点、類似点

(1) 2000年・2006年

2000年はITバブル、2006年は住宅バブルといわれるように景気が過熱していた。図表2をみると1990年代後半から2000年にかけては、潜在成長率（推計）を上回る成長を続け、インフレは抑制されていたものの、潜在的なインフレ圧力が懸念されていた²。一方、2006年は成長率こそ潜在成長率並みであったものの、インフレ率が2%台半ばまで上昇していた。両期間とも当時のF R Bはインフレ抑制のため、複数回の利上げを行ったことで短期金利が押し上げられ、利上げ局面終盤においても追加利上げ期待が残り、短期金利は上昇した。こうした中、さらなる引き締めによる将来の景気減速を織り込み、長期金利は低下したため、長短金利が逆転した。つまりF R Bのタカ派スタンスを背景とした短期金利上昇が主導した逆イールドといえるだろう。2000年、2006年当時の政策金利と名目中立金利（推計値、以下「中立金利」）を比較すると、逆イールドが発生した時点で既に政策金利が中立金利を上回っているか、概ね同水準である。現在の政策金利が中立金利と概ね同水準に達している点では当時と同様だが、F R Bが既に今後の利上げ停止を事実上決めている点は異なる。さらなる利上げによって、政策金利が景気に対して中立的な金利を上回る可能性は低いだろう。

図表2 名目中立金利・政策金利・経済成長率（実質・潜在）・物価上昇率



(注)シャドーは景気後退期間。矢印は逆イールド発生日。名目中立金利はNY連銀が公表するHolston, Laubach, Williamsモデルによる中立金利(推計値)とコアPCEデフレーター(四半期ごとの前年比)を合計したものの。潜在成長率は同モデルによる推計値を使用。
(出所)NY連銀、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

(2) 1998年

F R Bはインフレ抑制のため1997年3月に利上げを行った。その後しばらく政策金利を据え置いたが、その間もインフレ率の上昇を警戒し、利上げバイアスは残していた³。しかし同年7月にタイを中心に始まったアジア通貨危機の影響もあり、同年12月には「ほとんどのメンバーは金融政策調整の必要性は差し迫っておらず、当面の不確実性が広がるなかで慎重に見守る政策が正当化される⁴」と中立スタンスに転換した。そうした状況下、翌1998年8月のロシア危機やそのあおりを受けたLTCM破綻危機（のちに破綻）により金融市場が大きく混乱したため、F R Bは金融不安の沈静化を図り、同年9月から3カ月連続で利下げを行った。逆イールドは連続利下げの初回にあたる9月の利下げ直前に発生した。当時の逆イールドは、F R Bが中立的な姿勢を示す下で、金融市場に大きなショックが発生し、長期金利が大きく低下したことが原因であった。

この3回の利下げによって景気後退入りは回避され、1999年の利上げ再開へとつながっていく。なお、シカゴ連銀のエバンス総裁は今年3月の講演で、1997～98年のFOMCのスタンスをFOMCのリスク管理姿勢の好例として挙げ、現在の様子見姿勢は当時と似ているのではないかと指摘している⁵。

(3) 足元の局面は1998年と類似

今回の利上げ局面で、F R Bは2015年12月から昨年12月までに計9回の利上げを行い、その間、長短金利差は縮小を続けた。昨年12月の利上げ後、F R Bが様子見姿勢に転じると、債券市場は将来の小幅な利下げを織り込んだが、逆イールドの発生には至っていなかった。しかし、3月のE C B理事会およびFOMCがそれぞれハト派的な内容となり金利低下圧力が高まると、FOMCの翌日に発表された欧州（ユーロ圏・独・仏）の製造業景況感指数が大きく悪化したことを受けて、金融市場のリスクオフムードが急速に強まり、長期金利が大きく低下した。その結果、3カ月物と10年物の金利差逆転が発生した。

F R Bは昨年12月のFOMCでの利上げ決定時に、「さらなる漸進的な利上げ」という文言を残したが、1月のFOMCでは同文言を削除し、政策調整の判断にあたって「辛抱強くなる」とした。さらに3月FOMCではドットチャート（中央値）で年内の政策金利据え置きが示されるなど、F R Bの中立的な姿勢がかなり鮮明となった。現時点では、1998年のロシア危機やLTCM破綻危機といった金融システム不安が急激に高まる事象は発生していないものの、不確実性を警戒し、F R Bが中立的な姿勢に転換している点、長期金利低下が主導する形で逆イールドが発生した点は、1998年と類似していると言える。

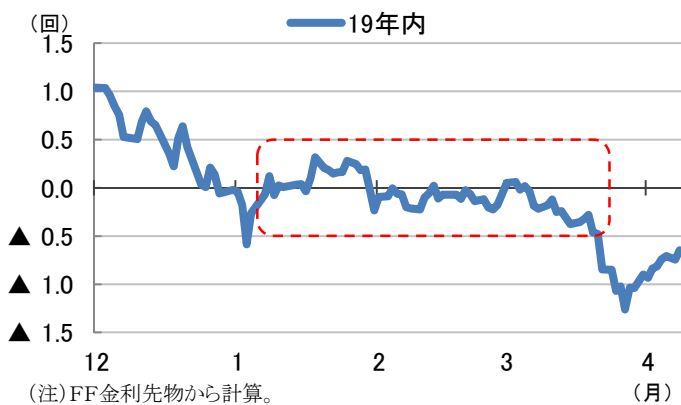
3. インフレ上振れなしに利上げは織り込めず、金利上昇余地は限定的

3月FOMCから3月末にかけ、利下げ織り込みを進める形で米金利は大きく低下していたが、米中経済指標の改善や米中通商協議の進展期待等を背景に、直前の金利低下を取り戻す形で金利は上昇している。今後、経済指標の改善の他、米中通商問題や英E U離脱問題等の進展も加われば緩やかに金利が上昇する余地はあるが、長期金利の上昇幅は限定的と考える。背景にはインフレ目標 2%からの上振れ容認を示唆するF R B高官の発言がある。パウエル議長は1月FOMCの質疑応答時に、インフレ率が2%を小幅に上回った場合でも引き続き辛抱強くいられるという趣旨の発言をし、物価目標が上下対称であることを強調した。これに加え、金融政策枠組み見直しの議論の中で複数の高官から、目標

の2%を過去下回ってきた分の上振れを許容するような手法が示された。昨年末に利上げ観測は後退し、今年に入りFRBの次の一手を市場が織り込みづらい期間が続いた(図表3)。しかしこうした議論が進む中では今まで以上に物価目標の対称性が意識されるため、インフレが2%を安定的かつ大幅に上振れなければ、利上げを織り込みづらく、長期金利の上昇圧力は抑制された状態が続くであろう。

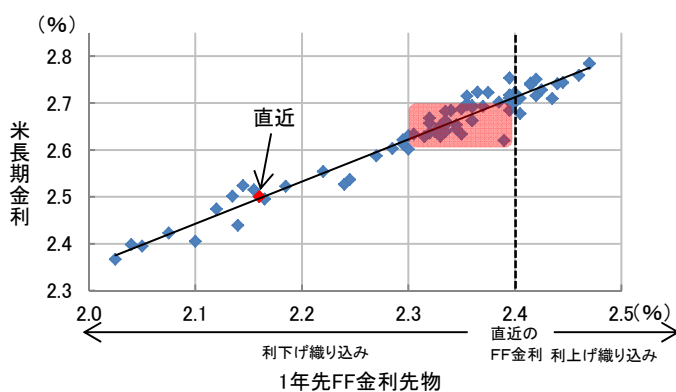
1998年の経験を踏まえると、FRBが様々な不確実性を指摘し、利上げに慎重な姿勢を維持する以上、利上げよりは利下げを織り込みやすい状況が続くとみられる。今後リスクオンが続いて、年内の利下げ織り込みが剥落しても、利上げを織り込むには至らないだろう。年内据え置きを見込む程度が限界だと考えると、長期金利が小幅な利上げを織り込んでいた年初来高水準(1月18日に記録した2.79%程度)を超えて上昇を続ける展開は想定しづらい。グローバル経済や米中通商問題、英EU離脱問題等さまざまな不確実性の解消とともに米長期金利が上昇する場合、当面の目処は年明け以降小幅な利下げを織り込んでいた際の水準である2.7%近辺となるだろう(図表4)。

図表3 市場参加者の利上げ見通し



(注)FF金利先物から計算。
(出所) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

図表4 利上げ織り込みと米長期金利



(注)期間は2019/1/1~4/9。
(出所) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

¹<https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2018/august/information-in-yield-curve-about-future-recessions/>

²1999年6月FOMC声明文(<https://www.federalreserve.gov/boarddocs/press/general/1999/19990630/default.htm>)には「The Committee, nonetheless, recognizes that in the current dynamic environment it must be especially alert to the emergence, or potential emergence, of inflationary forces that could undermine economic growth. (委員会は昨今の変動の激しい環境において、経済成長を弱める可能性のあるインフレ圧力の(実際の)出現もしくは潜在的な出現を警戒すべきと認識している)」との記載がある。(訳は筆者)

³例えば、1998年7月FOMC議事要旨(<https://www.federalreserve.gov/fomc/minutes/19970701.htm>)には「the members saw the potential need for some tightening in monetary policy to counter rising inflationary pressures, perhaps in the relatively near term (FOMCメンバーは、おそらく比較的近い将来、インフレ圧力の高まりに対応するため、金融政策の引き締めが必要になる可能性があると考えた)」との記載がある。(訳は筆者)

⁴1997年12月FOMC議事要旨(<https://www.federalreserve.gov/fomc/minutes/19971216.htm>)には、「most members agreed that the need for such a policy adjustment did not appear to be imminent」との記載がある。(訳は筆者)

⁵<https://www.chicagofed.org/publications/speeches/2019/revisiting-risk-management>

【共同執筆者】

市場調査部主任研究員	長谷川直也	naoya.hasegawa@mizuho-ri.co.jp
市場調査部	宮本凌	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。