

# 米逆イールド後の米国株の行方

## 景気拡大局面における最高値は逆イールド後に記録

市場調査部投資調査室主任研究員

長谷川 直也

03-3591-1248

naoya.hasegawa@mizuho-ri.co.jp

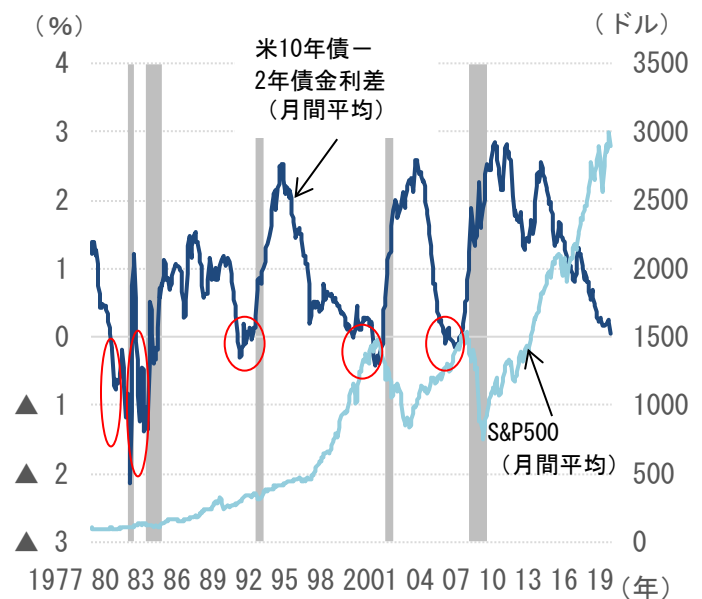
- 8月14日、約12年ぶりに米国債の2年物と10年物の金利が一時逆転。景気後退の予兆として意識される逆イールドの発生で米国株は急落
- 逆イールドが継続すれば景気後退局面入りは近づくが、米国株の景気拡大局面における最高値は逆イールド発生後に記録
- 現在の米国株はバリュエーション面でも極端な割高感なく、上昇余地は残存。米中对立の深刻化が回避されれば、現在の景気拡大局面における最高値更新は今後十分可能

### 1. 米国債の2年物と10年物の金利が約12年ぶりに逆転

8月14日、約12年ぶりに米国債の2年物と10年物の金利が一時逆転<sup>1</sup>し、米国株が前日比3%程度下落するなど金融市場に動揺が走った。今年3月22日に米国債の3カ月物と10年物の金利が逆転した際にも、米国株は前日比2%程度下落したが、今回も金融市場は同様の反応を見せた格好だ。米国債の2年物と10年物の金利の逆転は、1980年以降の5度の米国の景気後退局面入り前に必ず生じているため、景気後退の予兆として意識されやすい（図表1）。

米国の景気拡大局面は今年7月に史上最長を更新し、11年目に突入した。また、同月には米国株の主要3指数が揃って史上最高値を記録した。しかし足元の世界経済は、米中对立の長期化、グローバル経済の成長鈍化、英国のEU離脱問題、香港情勢、アルゼンチン情勢等、多くの不確実性を抱えている。多くの不確実性を抱え、ついには長短金利差の代表的な指標である米国債の2年物と10年物の金利が逆転した状況下で、米国株は、現在の景気拡大局面における最高値を再び更新することはできるのだろうか。それとも、今後は下落を続けるのだろうか。過去の米国債の2年物と10年物の金利が逆転した際の株価の動きから、米国株の今後の展開を考察する。以下、本稿では特に断りのな

図表1 米国長短金利差と米国株の推移



い限り、米国債の2年物と10年物の金利の逆転を単に「逆イールド」、S & P 500 指数を「米国株」と表記する。

## 2. 逆イールド発生の約1年半後に景気後退局面入り

下表は1980年以降の5度の景気後退局面と逆イールドの関係を整理したものである(図表2)。米国債の2年物と10年物の金利差(10年物金利-2年物金利)の月間平均値を逆イールド発生有無の判断基準とし、月間平均値が負であれば、逆イールドが発生したと判断している<sup>2</sup>。

80年以降、逆イールド発生月から景気後退局面入りまでの期間は10カ月~22カ月、逆イールドが発生していた期間は9カ月~22カ月となっている。いずれもばらつきが大きい、平均ではそれぞれ15.8カ月、15.6カ月となる。80年代はインフレ抑制のため、景気後退局面でも利上げが行われていたこともあり、景気後退局面入り後も逆イールドが継続し、逆イールド期間が2年近くに及んでいる。一方、直近3回のケースでは景気後退局面入り前から利下げされており、逆イールドは景気後退局面入り前に解消している。現在のFRBはすでに今年7月に利下げしており、80年代とは明らかに異なるため、参考になるのは直近3回のケースだろう。直近3回のケースの平均は、逆イールド発生月から景気後退局面入りまでの期間が17.7カ月、逆イールド発生期間は12.0カ月となっており、80年代に比べて、逆イールド発生から景気後退局面入りまでの期間が長期化する一方、逆イールド期間は短期化している。

また、逆イールドの程度(2年物と10年物の金利差のマイナス幅)と景気後退局面入りまでの期間の関係をみると、直近3回のデータからは、平均マイナス幅や最大マイナス幅が小さいほど、景気後退局面までの期間が長期化していることが確認できる。

直近3回の平均的なケースでは、逆イールド発生から約1年半後に景気後退局面入りする計算にな

図表2 米国景気後退局面と逆イールドの関係

米国景気後退局面	逆イールド発生月	逆イールド発生月から景気後退局面入りまでの期間	逆イールド期間	期間中の平均マイナス幅	最大マイナス幅(日次)
1980年1月~7月	1978年9月~1980年4月	16カ月	20カ月	▲0.75%	▲2.42%
1981年7月~1982年11月	1980年9月~1982年6月	10カ月	22カ月 (81年11月~82年1月)	▲0.66%	▲1.71%
1990年7月~1991年3月	1989年1月~9月	18カ月	9カ月 (89年7月)	▲0.17%	▲0.44%
2001年3月~2001年11月	2000年2月~12月	13カ月	11カ月	▲0.26%	▲0.56%
2007年12月~2009年6月	2006年2月~2007年5月	22カ月	16カ月 (2006年4月~5月、2007年4月)	▲0.07%	▲0.19%
	平均	15.8カ月	15.6カ月	▲0.38%	▲1.06%
	直近3回平均	17.7カ月	12.0カ月	▲0.17%	▲0.40%

(注) 1. 逆イールド期間は発生した月を起点に逆イールドが継続した期間を示す。期間中に逆イールドが発生していない月がある場合は、前後の状況を勘案し、一時的な解消かどうかを判断する。一時的な解消であれば逆イールド期間に含める。括弧内は一時的に解消と判断した月を示す

2. 逆イールド発生から景気後退局面入りまでの期間は、逆イールド発生期間の開始月の何カ月後に景気後退局面入りしたかを示す

3. 期間中の平均マイナス幅および最大マイナス幅の算出において、逆イールド期間中に一時解消した月のデータは対象としていない(出所) Bloomberg、NBERより、みずほ総合研究所作成

るが、2006年2月～2007年5月までのように平均で▲0.1%に満たない軽度の逆イールドが続くのであれば、景気後退局面入りまでは2年程度となる可能性がある。

### 3. 景気拡大局面における株価の最高値記録は逆イールド発生後

過去の平均的なケースでは、逆イールド発生約1年半後に景気後退局面入りすることがわかったが、逆イールドが発生し、将来に景気後退局面入りが迫る中、米国株はどのように推移したのか。下表は1975年4月以降の5度の景気拡大局面における逆イールド発生と米国株の関係を整理したものである(図表3)。下表には2章では対象外とした1998年のケースも追加している。98年は、逆イールドが僅かながら発生した点が現在の状況と類似していること、パウエルFRB議長をはじめとしたFRB執行部が98年の利下げを念頭に、「景気拡大のために適切に行動する」とする政策スタンスを取っているとみられることから、参考ケースとして掲載している。

98年のケースも含めると、逆イールド初回発生月から最高値記録月までは日次基準で1カ月～21カ月(98年を含まない場合は1カ月～20カ月)、月間平均基準で2カ月～26カ月(同2カ月～20カ月)とばらつきがかなり大きくなっているが、過去の景気拡大局面における米国株の最高値は、いずれも逆イールド発生後に記録している。言い換えれば、逆イールドを経る前に、米国株が最高値を記録した景気拡大局面はない。

また、前述のとおり、逆イールドが軽度の場合は、景気後退局面入りまでの期間が長期化する傾向にあるが、米国株が景気拡大局面における最高値を記録するまでの期間についても、同様の傾向が確認できる。89年1月～9月や2006年2月～2007年5月のケースでは、逆イールド発生月から景気後退局面入りまでの期間が平均で20カ月であったが、逆イールド発生月から最高値を記録するまでの期間は、僅かに短い平均で18カ月となっている。また、98年のケースでは、連続利下げで金融市場の混乱が収まり、利下げ後に米国株の上昇が続いた結果、景気拡大局面における最高値は、月間平均基準で逆イールド発生から26カ月後に記録した。

80年や2000年のように逆イールド発生から1カ月後～2か月後に最高値を記録しているケース

図表3 米国景気拡大局面における逆イールドと米国株の関係

米国景気拡大局面		最高値記録月 (日次)	初回発生月～ 最高値記録月(日次)	最高値記録月 (月間平均)	初回発生月～ 最高値記録月(月間平均)	期間中の平均 マイナス幅
1975年4月～ 1979年12月	1978年9月	1979年10月	13カ月	1979年9月	12カ月	▲0.75%
1980年8月～ 1981年6月	1980年9月	1980年11月	2カ月	1980年11月	2カ月	▲0.67%
1982年12月～ 1990年6月	1989年1月	1990年6月	17カ月	1990年6月	17カ月	▲0.17%
1991年4月～ 2001年2月	1998年6月	2000年3月	21カ月	2000年8月	26カ月	▲0.01%
	2000年2月		1カ月		6カ月	▲0.26%
2001年12月～ 2007年11月	2006年2月	2007年10月	20カ月	2007年10月	20カ月	▲0.07%

(注) 1. 最高値記録月(日次)は、景気拡大局面における日次の最高値を記録した月、最高値記録月(月間平均)は、景気拡大局面における月間平均値が最も高い月を指す

2. 期間中の平均マイナス幅は、図表2と同じ

(出所) Bloomberg、NBERより、みずほ総合研究所作成

もある。いずれのケースも、逆イールド発生から景気後退局面入りまでの期間が約1年であり、5度の局面の中でも短い部類に入る。80年の場合は、インフレ抑制のための強力な金融引き締め策<sup>3</sup>により、景気拡大局面は1年程度（80年8月～81年6月）で終了し、2000年の場合は、逆イールド発生翌月のITバブルの崩壊<sup>4</sup>をきっかけに急激に景気減速し、約1年後に景気後退局面入りとなっている。

F R Bはすでに利下げに踏み切っており、金融政策の過度な引き締めによる景気の急激な悪化は見込まれない。また現時点では2000年当時のように株式市場にバブルの兆候は確認されていない<sup>5</sup>。80年や2000年のような状況が回避され、逆イールドが軽度にとどまるのであれば、株価が今回の景気拡大局面における最高値を記録するのは、近い将来ではなく、89年1月～9月や2006年2月～2007年5月のように、1年半から2年程度先になるのではないだろうか。

#### 4. バリュエーション面でも上昇余地はある

ここまで、逆イールド発生月から景気後退局面入りと景気拡大局面における最高値記録の時期について確認してきたが、これらはあくまで経験則で得られた平均的な動きに過ぎない。米国株は7月に史上最高値を更新しているが、バリュエーション面から上昇余地の有無を考察する。

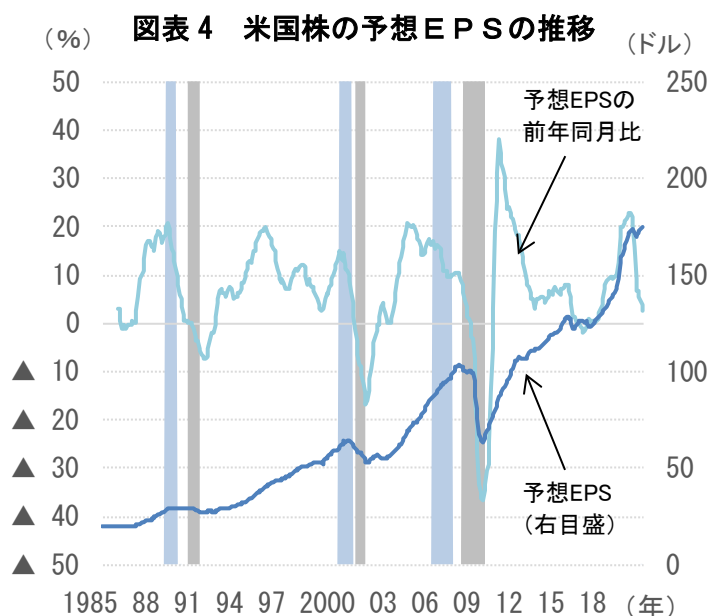
##### (1) 予想EPSのマイナス成長は景気後退局面入り後

米国株の予想EPS（1株当たり当期純利益）について、逆イールド発生後の推移を確認すると、逆イールド発生後、予想EPSの成長率（前年同月比）は発生当初こそ横ばいで推移しているが、徐々に減速ペースが加速していることが窺える（図表4）。ただ、鈍化しているものの、プラスは維持しており、予想EPSの成長率がマイナスとなるのは、実際に景気後退局面入りしてからとなっている。

現在、予想EPSの成長鈍化はかなり鮮明であり、今後、2015年後半のように小幅にマイナス成長となる可能性はあるが、過去のケースからも、景気後退がより現実味を帯びるまでは、少なくとも現状程度の水準（8月月間平均174.5ドル）を維持できるのではないだろうか。

##### (3) 予想PERではやや割高

予想PER（株価収益率）については、1985年1月から今年8月までの全期間の中央値が14.7倍、今回の景気拡大局面にあたる2009年7月から今年8月までの期間の中央値が15.3倍であり、概ね15倍が割安、割高の分岐点と言って良いだろう（図表5）。今年8月は16.8倍で、いずれの期間の中央値も小幅に上回っており、やや割高な水準と言える。ただ、今回の景



(注) 1. シャドー (灰) は米国景気後退局面、同 (水色) は逆イールド期間  
2. 予想EPSはS&P500の12カ月先予想EPSの月間平均値  
(出所) Refinitiv、NBERより、みずほ総合研究所作成

景気拡大局面での最高値は2018年1月に記録した18.4倍であり、現在の水準に極端な割高感があるとは言えないだろう。なお、ITバブルに沸いた98年から2000年にかけては予想PERが20倍を大きく上回っているが、そのほかの期間で予想PERが20倍で維持した期間はない。

#### (4) イールドスプレッドではやや割安

イールドスプレッド<sup>6</sup>については、85年1月から今年8月までの全期間の中央値が▲1.40%、今回の景気拡大局面にあたる2009年7月から今年8月までの期間の中央値が▲4.03%である(図表5)。2008年のグローバル金融危機以降、米国の長期金利の水準が大きく低下しており、予想PERと異なり、それぞれの期間における中央値に大きな乖離が生じている。今年8月は▲4.33%で、現在の景気拡大局面における中央値を下回っており、株価はやや割安な水準にあると言える。

今回の景気拡大局面において、イールドスプレッドが最も低位(株価割高)だったのは、2018年2月(2.79%)である。このほか、2018年1月や9月~10月に3%を割り込んでいるが、2018年2月と10月には、株式市場が比較的大きく調整しており、3%割れは定着していない。イールドスプレッドの3%割れは、金利対比で株価の割高感が警戒される水準と言えそうだ。

#### (5) バリュエーション面でも最高値更新の可能性は否定されず

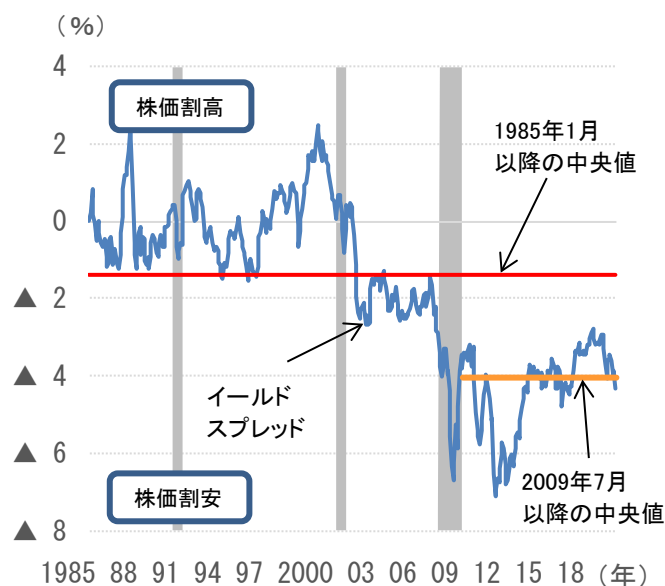
逆イールド発生後も景気拡大局面が当面継続するため、予想EPSの成長ペースは鈍化こそするものの、プラス成長は維持する傾向にある。また、現在の株価水準は、予想PERで極端な割高感はなく、イールドスプレッドでは、長期金利の低下により、やや割安と評価できる水準である。バリュエーション面からは、上値余地があると評価できるだろう。

図表5 米国株の予想PERの推移



(注) 1. シャドーは米国景気後退局面  
2. 予想PERはS&P500の12カ月先予想PERの月間平均値  
(出所) Refinitiv、NBERより、みずほ総合研究所作成

図表6 イールドスプレッドの推移



(注) 1. シャドーは米国景気後退局面  
2. イールドスプレッドは米国債10年物金利から株式益回り(予想PERの逆数)を引いたもの  
(出所) Refinitiv、NBERより、みずほ総合研究所作成



## 5. おわりに

逆イールドが発生し、継続すれば、将来の景気後退局面入りは避けられていない。今年8月については、米国債の2年物と10年物の金利差はプラスであり、まだ逆イールドが本格的に発生した状況ではないが、今後逆イールドの状態が継続すれば、過去同様、景気後退局面が近づいているとの懸念は高まるだろう。しかし、逆イールド発生から実際に景気後退局面入りするまでには1年半程度の猶予があることから、逆イールドが発生したとしても、予想EPSは当面プラス成長を維持すると考えられる。現在の株価水準はバリュエーション面で極端な割高感がないこともあり、今後、現在の景気拡大局面における最高値を更新する可能性はあるだろう。

ただし現在は、米中対立の長期化、グローバル経済の成長鈍化、英国のEU離脱問題、香港情勢、アルゼンチン情勢等、多くの不確実性が残存している。各国の政策次第では、それらが一段と深刻化し、株式市場が調整するリスクが高い状況にある点には留意しておきたい。

---

<sup>1</sup> 8月23日以降、終値ベースでも逆転した状態が継続していたが、9月3日以降解消している

<sup>2</sup> 図表2の5度の逆イールド発生月以外にも、1998年6月に逆イールドが発生しているが、月間平均で▲0.01%とごく僅かな逆イールドに留まり、当月のみで継続していないこと、その後、3度の利下げを経て、景気後退局面入りすることなく、99年に利上げを行っていることから、景気後退局面前の逆イールド発生とは見なしていない。なお、今年8月の月間平均値は+0.05%で逆イールド発生月とはなっていない

<sup>3</sup> FF金利は80年12月には20%に達した

<sup>4</sup> ナスダック総合指数は2000年3月10日に当時の史上最高値5048.62を記録したが、翌4月14日には3321.29と約1カ月で35%近く下落した。なお、同期間におけるS&P500指数は約3%下落、ダウ平均は約4%上昇と米国株の主要3指数の変動はまちまちとなっていた

<sup>5</sup> FRBの最新の金融安定報告書(2019年5月)における資産評価の項目では、株式市場について、「S&P500の予想株価収益率(PER)は過去30年の中央値を上回っている」と指摘するとともに、「イールドスプレッド(株式益利回りから米国債の10年物の利回りを引いたもの)はITバブル時代の低水準(株の割高を示す)を大きく上回っている(当時ほど株が割高ではない状態)」とも指摘している

<sup>6</sup> 株式益利回り(PERの逆数)と、長期金利とを比較したもので、株式相場の水準が割高なのか、割安なのかを金利面から判断する指標を指す

---

●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。