

米国 ～逆イールドは過去と異なり景気後退を示さず～

経済調査部 主任エコノミスト 桂畑 誠治(かつらはた せいじ)

米国では、過去長短金利が逆転(逆イールド)した後、景気後退に陥ってきた。2年と10年国債のイールドカーブの傾斜をみると、フラット化が足元で進んでおり、日次の金利差は0.2%程度まで縮小している。景気拡大局面が長期化するなか、イールドカーブの逆転が近づくにつれて、一部のFRB関係者、金融市場関係者は景気後退への警戒を強めている。

過去に逆イールドになったときは、FRBが景気の過熱に対応する形で中立金利を大幅に上回る水準まで利上げを行ったことがきっかけであった。同時に、実質FF金利の水準が高くなり、景気後退に陥った。

現在は、FF金利誘導目標レンジが2.00-2.25%(9月引き上げ後)とFOMCが中立金利と想定する2.8%を依然下回っている。また、実質FF金利は依然マイナスにとどまっており、金融環境は緩和的なままである。このような状況にもかかわらず、長期金利の上昇幅が限られているため、イールドカーブは逆転に近づいている。

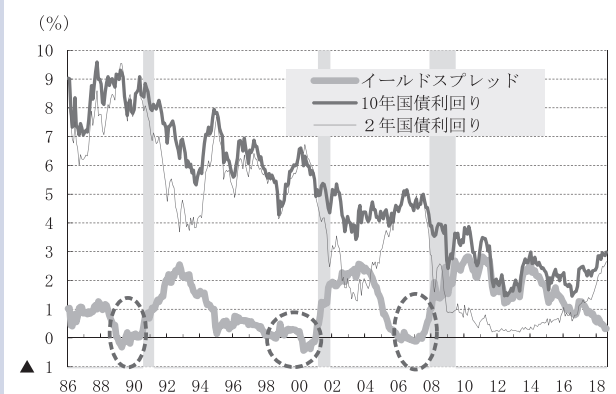
長期金利は、潜在成長率の低下、加速し難いインフレ環境の持続などを背景に上昇し難くなっている。さらに、

貿易戦争の先行き不透明感、一部の新興国での通貨急落などによる経済混乱の世界的な波及懸念、日銀の非伝統的な金融政策の長期化などにより、低い水準に抑えられている。これら懸念要因の一段の強まりによって、逆イールドとなる可能性がある。

しかし、今回の逆イールドは過去と異なる点がある。実質FF金利の上昇を伴っていないことだ。このため、FOMCでは、イールドカーブの逆転について、多くの参加者は景気後退を示すものではないと判断しており、労働市場の逼迫が続くなかで利上げを躊躇しないだろう。ただ、逆イールドになった時に、金融市場が過剰に反応すると景気後退に繋がるリスクがある。これを回避するために、FRBの主要なメンバーは今後も逆イールドになったこと自体が景気後退を示唆するものではないと市場に織り込ませる努力を続ける必要があるとみられる。

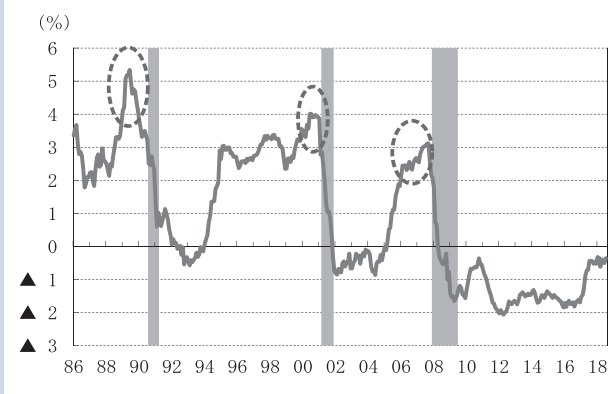
FRBが中立金利までの利上げ後、景気過熱に伴う利上げペースの加速に追い込まれなければ、実質FF金利を低い水準にとどまらせることができる。逆イールドそのものが景気後退につながるわけではない点に注意が必要だ。

資料1 米国イールドスプレッド



(注)シャドー部は景気後退期
(出所)トムソンロイターデータより作成

資料2 米国実質FF金利の推移



(注)シャドー部は景気後退期
(出所)FRB、米労働省データより作成