

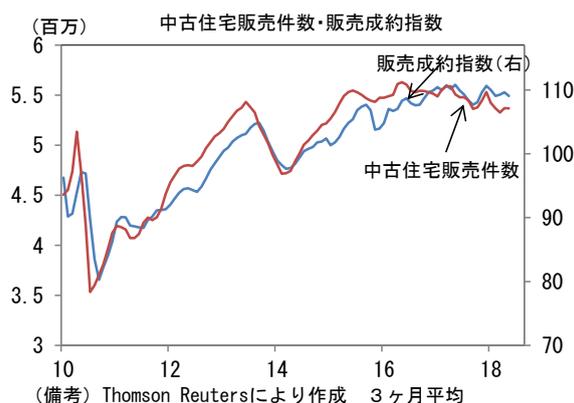
## 順イールドは風前の灯 ～追いつく2・5・7年 逃げ切れそうにない10・30年～

2018年6月21日（木）

第一生命経済研究所 経済調査部  
主任エコノミスト 藤代 宏一  
TEL 03-5221-4523

### 【海外経済指標他】

- 5月米中古住宅販売件数は前月比▲0.4%と市場予想（+1.1%）に反して2ヶ月連続で減少。集合住宅が+1.6%と微増したものの、主力の戸建てが▲0.6%と冴えなかった。在庫（販売可能戸数）の減少に歯止めがかからず、販売中央価格の上昇が続いていることから、住宅販売は抑制されている。



### 【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- 前日の米国株は強弱区々。NYダウは小幅下落もS&P、NASDAQは上昇。米中貿易摩擦に対する懸念から財貿易を手がける企業の株価が軟調。建機大手、事務用品、総合機械メーカー株の下落がNYダウの下押しに寄与。WTI原油は66.22ドル（+1.15ドル）で引け。
- 前日のG10通貨はUSDがやや強め。パウエル議長が利上げの正当性に言及したことで米長期金利がするとそれを横目にUSD買いが優勢に。USD/JPYは110を回復し、EUR/USDは1.15後半で一進一退。
- 前日の米10年金利は2.939%（+4.2bp）で引け。パウエル議長が利上げの正当性に言及したことなどから金利上昇。欧州債市場（10年）はドイツ（0.377%、+0.4bp）、フランス、イタリア、スペインが何れも1bp以内の小幅な値動き。対独スプレッドは概ね横ばい。

### 【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

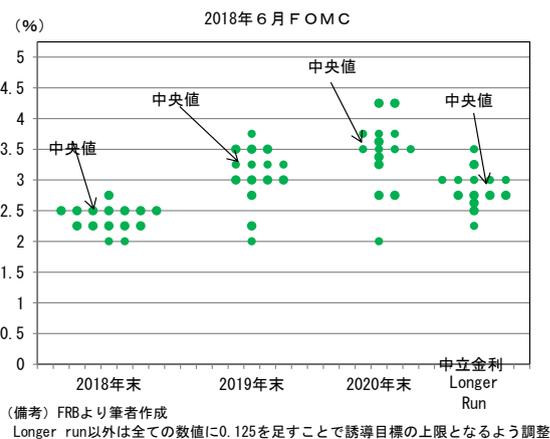
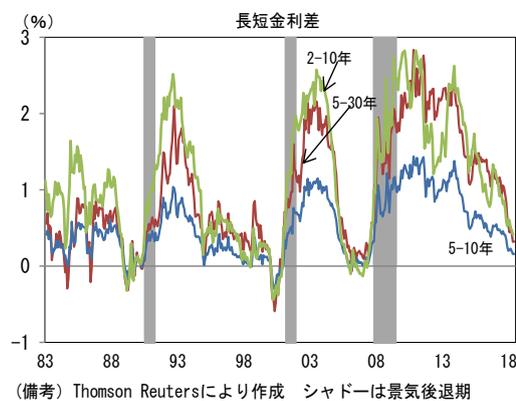
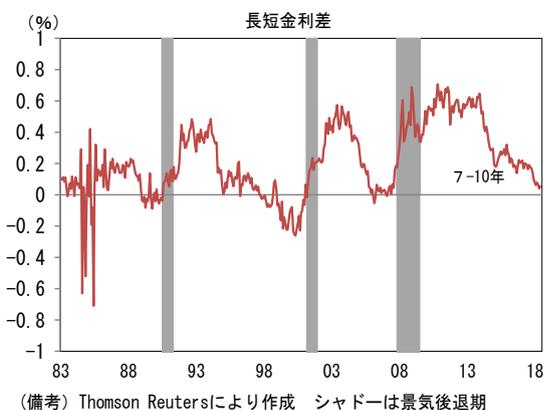
- 日本株は新規の材料に乏しいなか、前日終値付近でもみ合い（10：15）。

### <#逆イールド #景気後退のシグナル #米中貿易摩擦よりも重要?>

- ブルームバーグは「米国債の逆イールド、来週にも発生か」と題した記事で来週28日に予定されている7年債入札後に7-10年金利差がマイナスに突入、すなわち逆イールド発生の可能性を指摘した。現在の7-10年金利差は僅か3～5bp程度で推移しており、順イールドは風前の灯の様相を呈している。7-10年金利差は、さほど注目度が高くなく、一般的な注目度合いは2-10年、5-10年、5-30年といった年限間の方が高い。しかしながら、イールドカーブ上的一部分でも長短金利差が逆転すれば、伝統的に注目されてきた年限間において逆イールド発生が意識されるのは自明。逆イールドは、理論的には、銀行の貸出意欲を削

ぐことを通じて経済を冷やすとされているが、これまで当レポートで幾度にわたって主張してきたとおり、逆イールド発生そのこと自体が景気後退の到来を意識させ得るため注意が必要だろう。理論的な説得力はどうか、逆イールドが景気後退のシグナルと広範に認識されている以上、発生そのものが投資家心理を圧迫する。7-10年金利差の注目度がさほど高くなく、またここ数日は米中貿易摩擦に関心が集中していることもあり、逆イールド発生が「寝耳に水」となる可能性には注意したい。

- そうした中、20日の米国時間にパウエル議長は「失業率が低く、さらなる低下も見込まれ、インフレ率は当局の目標付近にあり、見通しへのリスクはおおよそ均衡していることを踏まえると、フェデラルファンド（FF）金利の漸進的な引き上げを継続する論拠は強い」、「FF金利はなお緩和的な水準にあり、FOMCメンバーの観点では、中立金利の予測中央値よりも恐らく100bp低い」との見解を示した。これは中立金利が2.875%であるとするメンバーの総意、すなわちドットチャートの中央値に忠実な表現だが、こうした見解が維持され、漸進的にFFレートが引き上げられれば、追加的に2回程度の利上げ実施後にイールドカーブの随所で逆イールドが発生する可能性が高い。
- 最期にFEDの利上げが本邦金融市場に与える影響を再確認したい。FEDの利上げは、本邦金融市場において「日米金利差拡大→USD/JPY上昇→株価上昇」という思考パターンが定着している印象だが、これまで現実に起きてきたことは必ずしもそうっていない。USD/JPYは、FEDの利上げによって逆イールドが現実になれば、今度は米景気のピークアウトが意識され、USDの弱さに繋がる可能性が高いとみている。そうした認識の下、筆者は先行き12ヶ月のUSD/JPYが100へと下落する予想に自信を深めている。同時に先行き12ヶ月の日経平均が25000円に到達するとの予想を維持する。依然として日々の細かい値動きはUSD/JPYと日経平均の相関が認められるものの、やや長い目でみると両者の相関は崩れつつある。USD/JPYが100へと下落しても、企業収益は増益基調を保つと思われ、株価が年率10%程度の上昇軌道を描くとの見方を維持している。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。