

Market Flash

発表日: 2019年4月3日(水)

イエレン前議長の言うとおりに? ～米債は逆イールドになりやすい～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一 (TEL: 03-5221-4521)

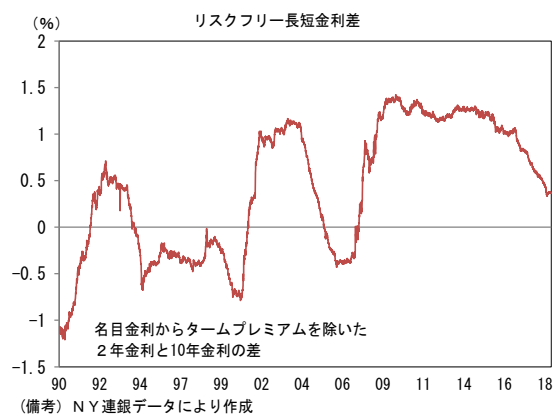
- ・日経平均は底堅い企業業績を背景に、先行き12ヶ月は23000近傍で推移しよう。
- ・USD/JPYは米利上げ打ち止めが視野に入中、先行き12ヶ月で105へと下落しよう。
- ・日銀は現在のYCCを2020年春頃まで維持するだろう。
- ・FEDは利上げを停止し、2019年は様子見を続けるだろう。

<#逆イールド #長期金利 #タームプレミアム #銀行貸出 #信用サイクル>

- ・**逆イールド**は景気後退の兆候なのか。一般的に指摘されているように、長短金利差の逆転は金融当局の利上げ（短期金利上昇）が景気をオーバーキルするとの見通しが支配的になった時に起こる現象であるから、債券市場参加者の見通しが正しければ、景気後退のサインと読むことができる。景気拡大期待が保たれている状態のイールドカーブが順イールドになることを前提にすれば、逆イールドは、現在の短期金利が高過ぎることを意味している。
- ・一方、イエレン前議長は19年3月22日に発生した3ヶ月金利と10年金利の逆転について「（現在の長期金利は）タームプレミアムがゼロかマイナスに陥っており、逆転現象が起きやすくなっている」、「米債市場で起きた長短金利の逆転は、利下げの必要性を示すかもしれないが、景気後退の前兆だとは思わない」との見解を示した。これはFRB議長在任時からの変わらない主張で、長期金利がFEDによって意図的に抑制されている状態の長短金利差は、市場参加者の景気見通しを忠実に反映していないとの見解である。
- ・そこでタームプレミアムを除去したベースの金利¹、すなわちリスクニュートラルの2年金利と10年金利の差を取ってみたところ、3月末時点のリスクニュートラル長短金利差は+35bpと、逆イールドまでにはそれなりの距離があり、過去の利上げ局面との比較でも高いことがわかる。このリスクニュートラル長短金利差は2006年頃に▲40bp程度まで逆イールドが進行していたので、現在のカーブの形状を見る限り、イエレン議長の主張は理に適っているように思える。リスクニュートラル金利は短期金利のロールで得られる期待リターンであるから、この尺度の長短金利差が順イールドの状態にあるのは市場参加者が景気拡大継続を織り込んでいることを示している。この点のみで判断すれば、現在の長短金利差は市場参加者の景気後退懸念を誇張している可能性があり、景気後退のシグナルとして有効ではないように思える。

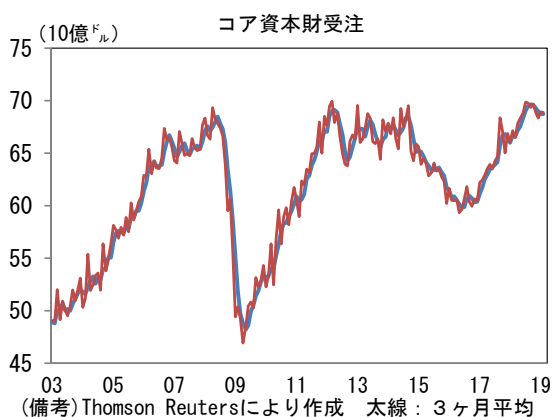
¹ 発表元のNY連銀はリスクニュートラル金利としている。短期金利の期待リターンと表現することもできる。

- ただし、逆イールドが引き起こす本質的な問題は、①理論的根拠が乏しくても、人々が景気後退を意識することで不安が自己実現する、②利鞘縮小に伴う銀行貸出態度の厳格化がクレジットサイクルを悪化させ倒産・失業が増加する、といった波及ルートにあると考えられ、上記観点のみで判断するのは早計と思われる。既に株価や社債価格が下落するなど、実体経済を冷やしかねない現象が発生している。



【その他海外経済指標他】

- 2月コア資本財受注は前月比▲0.1%と市場予想（+0.1%）に反して減少。直近6ヶ月で4度目の前月比マイナス。3ヶ月前比年率では▲3.4%とモメンタムは下方屈折し、前年比でも+2.6%とマイナス圏転落が視野に入っている。



【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標】

- 日本株は前日終値付近で寄り付いた後、USD/JPY上昇を伴って水準を切り上げている（10:30）。

【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- 前日の米国株は区々。NYダウは下落もS&P500は横ばい圏推移。WTI原油は62.58^{ドル}（+0.99^{ドル}）。
- 前日のG10通貨はUSDに目立った動きがない中でNZD、AUDが売られた。RBAが利下げバイアスを示したことでAUDが下落し、NZDも追随。USD/JPYは111前半で一進一退。
- 前日の米10年金利は2.474%（▲2.7bp）で引け。マクロ面で新規の材料に乏しいなか、ナローレンジで推移。欧州債市場（10年）はドイツ（▲0.049%、▲2.3bp）、フランス、スペインが金利低下。イタリアは小幅に金利上昇。

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調査研究本部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、第一生命保険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。