



## 米国の長短金利差縮小をどうみるか？

調査研究部 古金 義洋

### ○現在の長短金利差は景気後退を心配させる水準ではない

米国の利上げが進むに伴い、長短金利差の縮小が話題に取り上げられることが多くなっている。

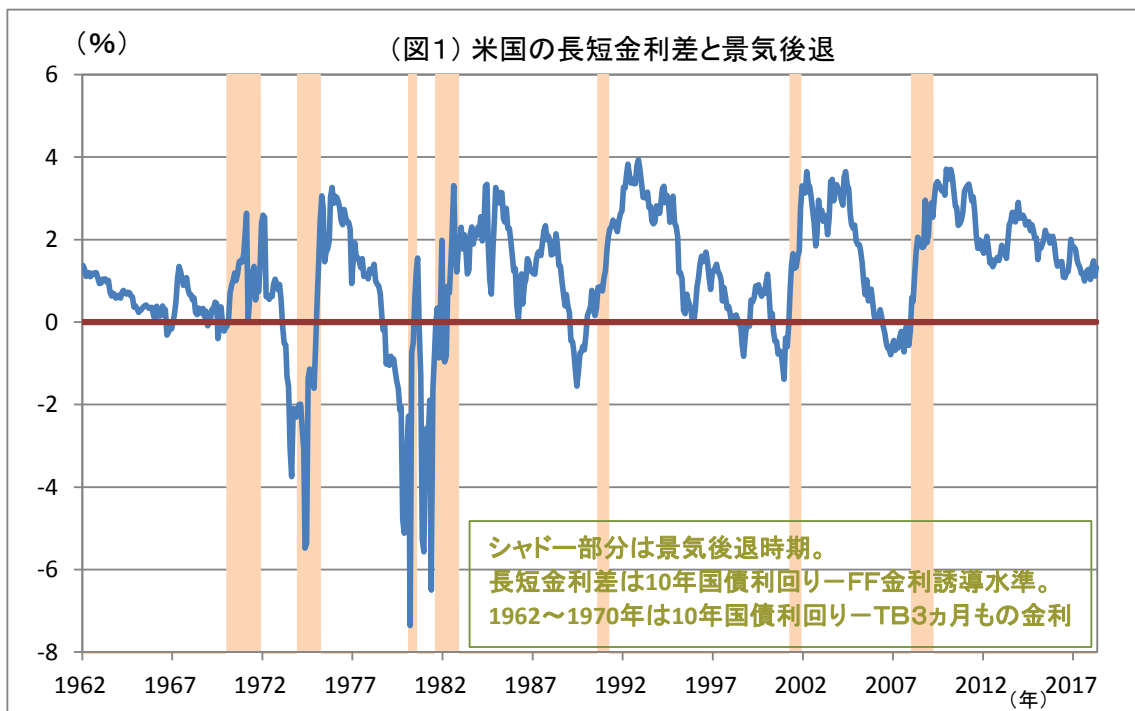
長短金利差は株価や失業保険申請件数などとともに、コンファレンスボードが作成する米国の景気先行指数のコンポーネント10指標のうちの1つで、景気の代表的な先行指標だ。長短金利差の縮小を景気悪化の兆候とみる向きもある。

確かに、米国のリセッション(景気後退)は金融引き締めによって起こるケースがほとんどだ。FRBは景気過熱やインフレに対応して金融引き締めを行うが、金融引き締めは短期金利を大きく押し上げる。その際、長期金

利も上昇するが、金融引き締めがインフレ期待を抑制するため、長期金利は短期金利ほど上昇せず、長短金利差は縮小する。引き締めが強まれば強まるほど短期金利は上昇し、一方で、長期金利はインフレ期待の低下と先行きの景気悪化懸念で上昇が押さえられ、長短金利は逆転する。

実際、短期金利が長期金利を上回って長短金利が逆転する状況は、リセッションの前兆である。図1でみる通り、米10年国債利回りの数値が入手できる、1962年以降の景気後退局面(図1のシャドー部分)の前には必ず長短金利(図1は長期金利が10年国債利回り、短期金利がFF金利誘導水準)の逆転現象がみられる。

ただ、図1でみる通り、正確に言えば、長





短金利が逆転しても、すぐに景気後退になるわけではない。1966年や1998年時のように長短金利が一時的に逆転しても再び元通りになってしばらく景気拡大が続くケースもある。

長短金利逆転がリセッションにつながった7回のケースをみると、長短金利逆転時と景気後退突入時の時差は、短い場合で5か月（1969年時）、長い場合は18か月（前回リーマン危機時）とかなり開きがある（表1）。過去7回の両者の時差は平均12か月だ。

現在のFF金利誘導水準は1.5～1.75%だ。仮に、物価の予想以上の上昇などの理由により、利上げペースが急加速して、6月以降、年末までのFOMC 5回すべてで利上げがあるとすれば、FF金利は2.75～3.0%となる。10年国債利回り今と同水準の2.9%なら、今年末に長短金利差がやっと逆転することになる。

ただ、それでも長短金利差逆転からリセッション突入までの時差（平均で12か月）を考慮すると、リセッション突入は来年の年末頃になる計算だ。現在想定されているような、年3～4回程度の利上げであれば、来年いっばいは、長短金利差の動きを根拠に景気後退を心配しなければいけないような状況ではない。

そもそも長短金利の逆転が景気後退の先行指標とされるのは、次のような理由による。

通常、横軸に債券などの残存期間、縦軸に利回りをとってグラフ化した「イールドカーブ」は右上がりの曲線を描く。これは長期の債券ほど価格変動リスクが大きく、投資家はそのリスクの大きさに対応したより高めの利回りを求めるためだ。その上で、長期金利＝予想短期金利の平均値であるため、イールドカーブの形状は将

来の金利予想に左右される。

金利が今後上昇していくと予想されれば、短期金利より長期金利が高くなる。仮に、現在の1年物金利が1%、1年後の1年物金利予想が3%だとすれば、現在の2年物金利は2%となる。逆に、金利が今後下落していくと予想されれば、長期金利より短期金利の方が高くなる。仮に、現在の1年物金利が4%、1年後の1年物金利予想が2%だとすれば、現在の2年物金利は3%となる。

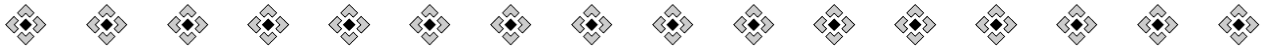
つまり、リスクプレミアム分を考慮してもイールドカーブが通常とは違って右下がりになっている状態（「逆イールド」と呼ばれる）、つまり長短金利差の逆転は、金利が大幅に低下することが予想されている局面であることになる。

金利が先行き大幅に低下する局面というのは景気悪化時にほかならない。言い換えると、逆イールドは景気悪化が予想されている状況だということになる。現在はまだ金利上昇が予想されている局面であり、すぐに景気後退を想定するのは気が早すぎるだろう。

また、長短金利逆転の時期は、ちょうど長期金利が上昇から低下に転換する時期に当たる。過去3回の長短金利差逆転時をみると、長短金利差逆転が始まった時期はそれぞれ1989年2月、2000年5月、2006年6月だったが、長期金利がピークを打った時期もそれぞれ1989年2月、2000年1月、2006年6月とほ

（表1）長短金利逆転時と景気ピーク時（＝景気後退突入時）の時差

長短金利逆転時	景気ピーク時	時差
1969年7月	1969年12月	5 か月
1973年2月	1973年11月	9 か月
1978年9月	1980年1月	16 か月
1980年9月	1981年7月	10 か月
1989年2月	1990年7月	17 か月
2000年5月	2001年3月	8 か月
2006年6月	2007年12月	18 か月
平均		12 か月



ば一致していた。

過去3回の例が今回も当てはまるとすれば、現在はまだ長短金利差がプラス域であるため、長期金利もなお上向きで推移する可能性が高い。

### ○長短金利差1%での株式投資の期待収益率は7%程度

長短金利差同様、株価も景気の先行指標だ。では、同じ景気の先行指標である、長短金利差と株価の関係はどうか。長短金利差が拡大している時期は株式投資のパフォーマンスが良いと言われるが、実際はどうだったのか。

1980年代前半までは長短金利差が大きく変動しており、安定性に欠けるため、1985年以降の長短金利差と株価上昇率(S&P500種株価指数の1年間の上昇・下落率)の関係がどうだったかをみてみよう。

両者の時差相関をみると、最も投資のパフォーマンスが良かったのは、10か月前の長短金利差をみて株式投資を行う方法であったということがわかる。

最小二乗法を用いて、長短金利差と株式投資収益率の関係を計算すると、

株式投資収益率(%) = 2.55 + 4.55 × (10か月前の長短金利差)  
という関係が得られる。

例えば、今(18年4月)から10か月前の17年6月の長短金利差は1.05%だったが、これをみて18年4月にS&P500株価指数を買おうとすると、今後1年間の株式の期待投資収益率は7.33%(=2.55+4.55×1.05%)となる計算だ。

長短金利差が2%以上あった2013~14年ほどではないが、1%の長短金利差があれば、株価はなお堅調に上昇していくことが期待できる状態だ。

### ○懸念すべきはFRBが後手に回っている点

以上の通り、長短金利差は縮小しているが、現在の長短金利差の水準は景気後退が心配されるほどのものではない。長短金利差がなおかなりのプラスであることからすれば、短期金利同様、長期金利もまだ上昇傾向を辿るだろうし、株価もなお上昇傾向が続くとみることできる。結論的には、長短金利差が縮小していることに関して言えば、現段階ではさほど懸念する必要はないということになる。

では、何が問題なのか?問題は長短金利差が縮小していることではなく、むしろ、長短金利差の縮小が遅れていることであろう。つまり、FRBが後手に回っている可能性がある点だ。

現在の米国経済が完全雇用状態である点から言えば、現在の長短金利差のプラス幅は明らかに大きすぎる。これは金融政策が景気を過剰に刺激していることを意味する。

マーケットが問題視しているのは、仮に物価が上がり始めた場合、長短金利差を急速に縮小させるために、急速な金融引き締めが行われる可能性があることなのではないか。