

# 金融経済 ニュースの着眼点

株式会社大和総研  
金融調査部 主任研究員  
長内 智



## 第7回 米国の長短金利差が示す景気後退リスク

米国FRBが2019年7月に政策金利を引き下げました。米国経済は緩やかなペースで拡大しているものの、将来的な景気後退に備えて「予防的利下げ」が実施されたと考えられます。今回は、米国の長短金利差と景気に関する非常に有名な経験則を通じて、足下で景気後退懸念が高まっている背景を確認しつつ、今後の株式市場と為替市場について展望したいと思います。

### ① FRBが10年7カ月ぶりの利下げ — ～経済見通しの不確実性が背景

米国の中央銀行に相当するFRB（連邦準備制度理事会）は、2019年7月、金融政策を決定する会合であるFOMC（連邦公開市場委員会）において政策金利の引き下げを決定しました。FRBの利下げは、2008年12月以来、10年7カ月ぶりのことです。

中央銀行の利下げは、景気の浮揚やインフレ率を引き上げるために実施する金融緩和政策です。景気への波及経路としては、FRBの利下げに伴い市場金利および貸出金利が低下することで企業や個人が資金を借りやすくなり、投資をはじめとする経済活動が刺激されるという経路が挙げられます。そして、経済活動が活発化してくると一国全体の需給バランスが引き締まり、物価上昇圧力が生じます。

他方、足下の米国経済が緩やかなペースで拡大し、雇用・所得環境が良好であることを踏まえると、必ずしも金融緩和政策が必要な局面ではないように思われます。米国の景気循環を見ても、2009年6月を谷とする景気拡張局面は、FRBが利下げを決定した月（2019年7月）に史上最長の11年目に突入し、息の長い景気拡大が続いています。それでは、なぜFRBは利下げに踏み切ったのでしょうか。

この背景として、米国経済見通しの不確実性の高まりが挙げられます。つまり、FRBは、将

来的な景気の悪化に備えて「予防的利下げ」を実施したと考えられます。

### ② 米国の長短金利差と景気の関係 — ～足下で景気後退シグナルが点灯

ここで、米国の将来的な景気後退入りを占う上で重要な指標である、米国の長短金利差（＝長期国債利回り－短期国債利回り）の動向について確認しておきましょう。長短金利差の推移は利用する国債によって変わるため、ここでは金融市場で注目されることの多い「10年国債利回り－3カ月国債利回り」と「10年国債利回り－2年国債利回り」の2つを取り上げます。

米国経済には、長短金利差がマイナスに転じる、いわゆる「逆イールド」が生じると、その後しばらくして景気後退に陥るという非常に有名な経験則が存在します。米国経済が1990年、2001年、2007年に景気の山をつけて景気後退に陥った時期を確認すると、2つの長短金利差が景気後退局面入りする前にマイナスに転じていることを確認できます【図表】。

また、両金利差はいずれも2017年から縮小傾向が続いており、景気後退局面が近づいている可能性を示唆しています。最近の推移を確認すると、「10年国債利回り－3カ月国債利回り」は、2019年3月下旬にマイナスに転じました。その後いったんはプラス圏に浮上しましたが、5月下旬以降はマイナス圏での推移が続いてい



ます。

5月以降は、米中貿易摩擦の激化も重なり、金融市場では、景気後退シナリオを見込む市場参加者が徐々に増えてきました。そして、先行きの不確実性が高まってきたことを受けて、FRBは利下げに踏み切ったのです。

その後、2019年8月中旬には、「10年国債利回り－2年国債利回り」が一時マイナスを記録したことで景気後退懸念が急速に強まり、その日の米国株式市場は大幅安で取引を終了しました。

米国の長短金利差と景気後退の関係については、歴史上の経験則にすぎないとみる向きもあります。しかし、過去に何度も景気後退の予兆となった米国の長短金利差の推移については、今後も注視していくことが重要だと考えます。

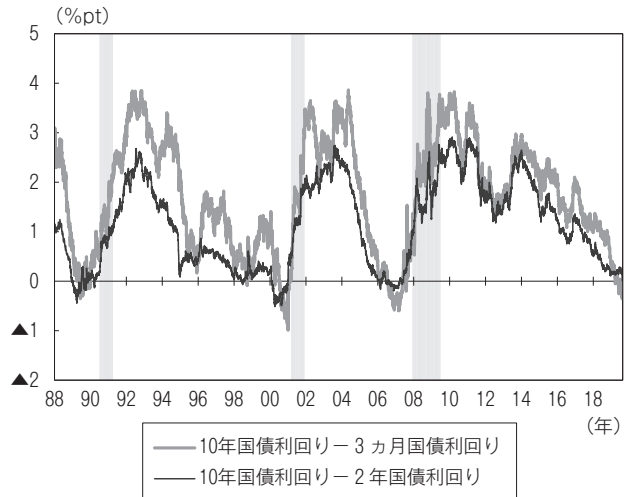
### ③ 景気後退シグナルに揺れる金融市場～難しい対応を迫られる政策当局者

世界の株式市場と為替市場は、今後も米国の長短金利差や経済指標に揺れる展開を想定しておきたいと思います。

具体的には、「10年国債利回り－2年国債利回り」が明確にマイナスとなり、経済指標も景気の悪化を示唆する結果となれば、米国が景気後退に陥るとの懸念から、世界的に株価が大きく下落すると見込まれます。この場合、投資家がリスク回避の動きを強める「リスク・オフ」により、為替市場において全面的な円高が進行する可能性があるでしょう。

その反対に、米国の長短金利差が総じて上向

【図表】米国の長短金利差と景気後退



(注) シャドーは景気後退期。3カ月国債は、財務省短期証券3カ月物。  
出所：NBER（全米経済研究所）、Bloombergより大和総研作成

き、経済指標で予想を上回る良好な結果が示されると、世界的に株価が大きく持ち直し、為替市場では円安が進むと想定されます。

現在、世界経済および金融市場に漂う暗雲を振り払うために、各国中央銀行の金融緩和政策と各国政府の財政政策の発動が期待されています。ただし現実には、政策余地が以前より限られている点に注意が必要です。

中央銀行の現在の政策金利水準は、過去に景気後退局面入りしたときより低く、大幅な利下げを行うことができません。財政政策に関しても、各国の政府債務が膨らんでおり、大規模な財政出動が行いにくい状況にあります。

こうした中、各国の政策当局者は、景気浮揚に向けて今後も難しい舵取りを迫られることになるでしょう。



**おさない さとし** 2006年早稲田大学経済学研究科博士課程単位取得退学、大和総研入社（金融資本市場担当）。2008～10年大和証券に出向（海外市場担当）、2010年大和総研に帰任（新興国、日本経済担当）。2012～14年内閣府参事官補佐として経済財政白書、月例経済報告などを担当。2014年大和総研に帰任（日本経済担当）、2018年より現職（金融資本市場担当）。執筆書籍：『この1冊でわかる 世界経済の新常識2019』日経BP社、2018年、共著。『日経プレミアシリーズ：トランプ政権で日本経済はこうなる』日本経済新聞出版社、2016年、共著。『リーダーになったら知っておきたい 経済の読み方』KADOKAWA、2015年、共著。