

2019年4月19日 全7頁

# 「逆イールド」が目前に迫る FRB の最終手段

残された唯一の選択肢は「ステルス・逆・ツイスト・オペ」

経済調査部

エコノミスト 小林 俊介

研究員 廣野 洋太

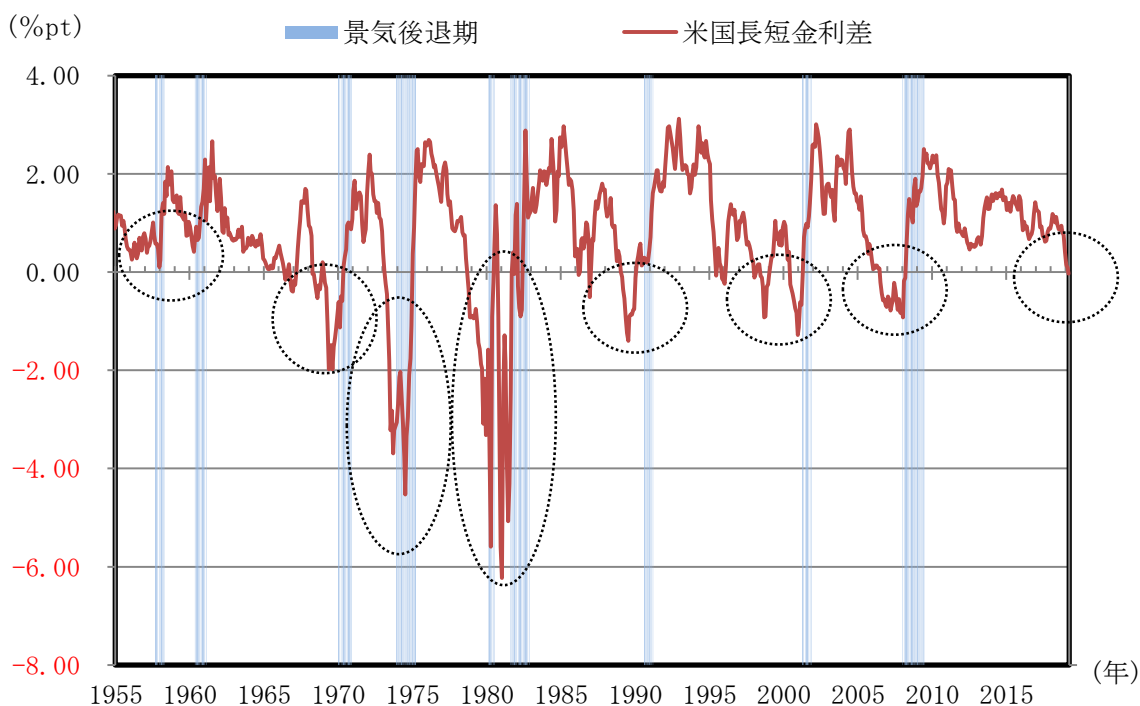
## [要約]

- 3月下旬に米国債の長期金利が短期金利を下回る「逆イールド」が一時的に示現した。同現象の直接の背景はFRBの「ハト化（保有資産圧縮政策の早期停止公表）」である。しかし、景気循環から見ても、労働市場における構造問題（負の履歴効果の存在）から見ても、長期金利の顕著な上昇を自然体で期待することは当面難しそうだ。そしてイールドカーブが極端に平坦な状況が続けば、クレジットの拡大サイクルの反転と、それに伴う景気後退が発生する可能性が高まる。
- 「逆イールド」が目前に迫る中でもなお、FRBは米国企業の債務レバレッジを抑制する目的で、追加的な金融引締めを企図するだろう。しかし上述した要因から「政策金利」の引き上げは当面難しい。「量」の政策も、放棄してしまった。残された唯一の手段は「質」に関する部分—保有資産（米国債）の中心年限短期化による、イールドカーブのステープ化—となるだろう。この市場調節が機能している間に限り、「逆イールド⇒景気後退シナリオ」が回避されることになる。

## 遂に示現した「逆イールド」の恐怖

資本ストック循環で確認される世界経済の現状は成熟局面にさしかかっている<sup>1</sup>。その裏側で軌を一にして振幅するクレジットサイクルもまた、拡大・膨張の終わりが近づいている可能性が高い。そして拡大のサイクルが終焉・崩壊に向かい、景気後退が始まる際のトリガーの一つとして、米国における長短金利の逆転が懸念されている。実際、**図表 1** に示す通り、過去において、世界経済の趨勢を決める米国の景気拡大が終わり、景気後退に入る直前には、ほぼ例外なく「長短金利の逆転現象<sup>2</sup>」が米国で確認されてきた。

**図表 1：米国長短金利差と景気循環**



(出所) NBER、Haver Analyticsより大和総研作成、長短金利差は5年物米国債利回り－FF金利

<sup>1</sup> 詳細は下記レポート参照。小林俊介・廣野洋太「[日本経済見通し：2019年1月 世界経済の拡大を終わらせるのは誰か？](#)」(大和総研レポート、2019年1月23日)

<sup>2</sup> なお、長短金利差を計算するに当たり、それぞれ何の金利を利用することが望ましいか、という点については議論の余地が残る。しかし上述の議論を踏まえれば、それぞれが「貸出金利」と「調達金利」の代理変数となることが望ましい。もっとも、正確には貸出金利と調達金利の差は「期間リスクプレミアム(期間リスクに対する要求収益率)」と「リスクプレミアム(債務不履行リスクに対する要求収益率)」の合算値である。このうち後者は貸出先の信用度と与信機関のリスク許容度に依存するため、好悪の分水嶺となる水準を一意に決定することは難しい。一方、前者がマイナスになることは明確に与信機関にとっての逆風を意味する。従ってリスクフリーレートのうち、貸出に対応する年限(2年や5年)の国債金利と、調達に対応する短期金利(FF金利など)の差分を取ることが賢明と言えそうだ。

余談ながら、「5年と10年」「3年と5年」の逆ザヤなどが一時メディア等で取り沙汰されていたが、この文脈においてはあまり意味のある指標とは考えられない。また、一部には「名目潜在成長率とFF金利の差分を取るべき」だとする論調もあるようだが、これは明確に判定基準が甘すぎる。そもそも、名目潜在成長率は、通常、貸出金利を上回る。さもなければ、株式など、融資や債券よりもリスクの大きな資産が超過収益を生むことは不可能だ。「名目潜在成長率とFF金利の差分」は、この「超過収益率」と「期間リスクプレミアム」と「企業リスクプレミアム」の三要素の合算値である。これがマイナスに転じるような絶望的環境で景気後退が起きていることは自明である。しかし逆は成立しない。すなわち、「名目潜在成長率とFF金利の逆転」が起こらない限り景気後退が起こらない、との主張は論理性を欠く。

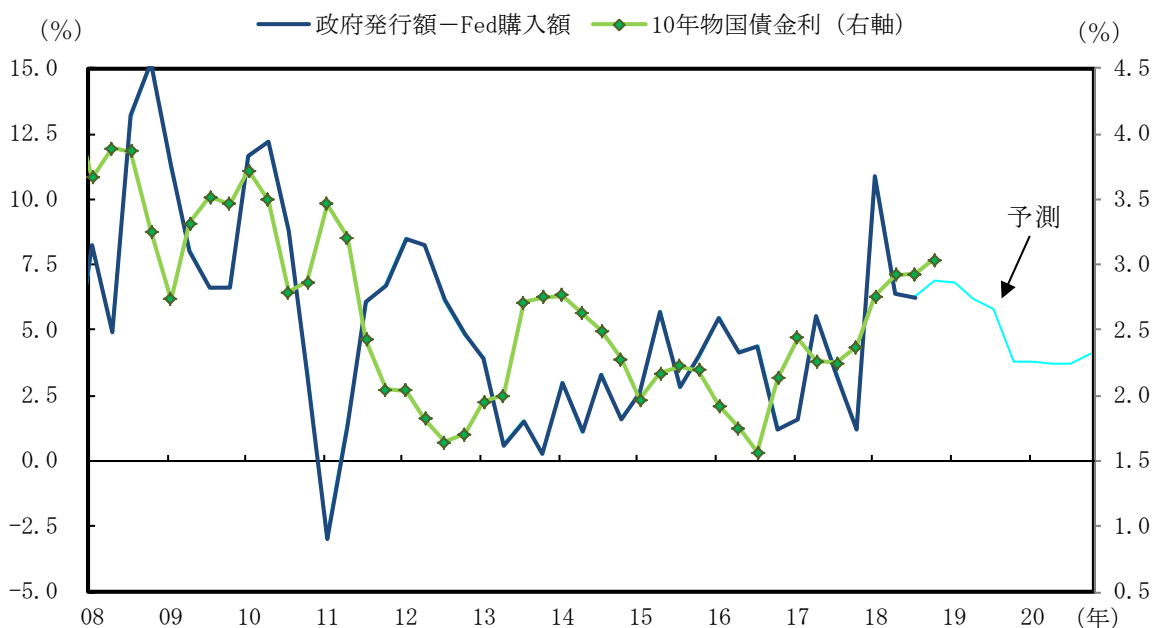
もつとも、この発見は何も目新しいものではない。卵と鶏の議論となるが、そもそも、長短金利の逆転は、債券市場から見た場合、将来の景気減速（後退）を意味している。より本質的には、与信機関から見た場合、長短金利が逆転するということは、「貸出を増やせば増やすほど損をする」ことを意味する。結果として貸し渋り・貸し剥がしが発生し、先述した拡大均衡が崩壊する。そして自己実現的に景気後退の局面に突入することになる。

### 「FRB のハト派転換に伴うリスク・オン局面なので心配無用」説は正しいのか？

その「逆イールド」が3月下旬に発生し、世界の金融市場は一時的な動揺を見せた。しかし市場の混乱は早期に収束し、本稿執筆の時点では、むしろリスクアペタイトを回復させている。その背後にある論考としては以下のような見方が多いようだ。いわく、「①逆イールドの発生は、あくまでもFRBの金融政策が緩和に転換したことにより発生した、一過性の現象にすぎない」。「②景気の先行き懸念が逆イールドの主因であれば、社債価格や株価は低下しているはずだが、実際には上昇している」。「③こうしたリスク・オンの流れはいずれ長期金利を押し上げることになるため、懸念する必要はないだろう」。

このうち①は首肯できるものと言えそうだ。図表2に示す通り、金融市場における米国債の需給は、「減税に伴う供給の増加」と「FRBの保有資産圧縮とその加速に伴う、需要の減少」の両面から、2017年末から2018年末にかけて悪化を続けた。これが長期金利の過度な上昇圧力をもたらしたことは疑いの少ないところだ。その後、FRBは2019年3月のFOMCで政策を大幅に修正し、保有資産圧縮政策の早期停止を発表した。結果として、当面の米国債需給は相応にタイト化する。今回の長期金利低下は政策方針の転換を反映したものと言えるだろう。

図表2：米国債の純発行額（GDP比）と10年物国債金利の推移



(注) 2018年以降は、FRBとCBOの見通しより大和総研試算。

(出所) FRB、CBO、Haver Analytics より大和総研作成

### 「逆イールド発生⇒株高」は当然の現象。安心材料にはならない

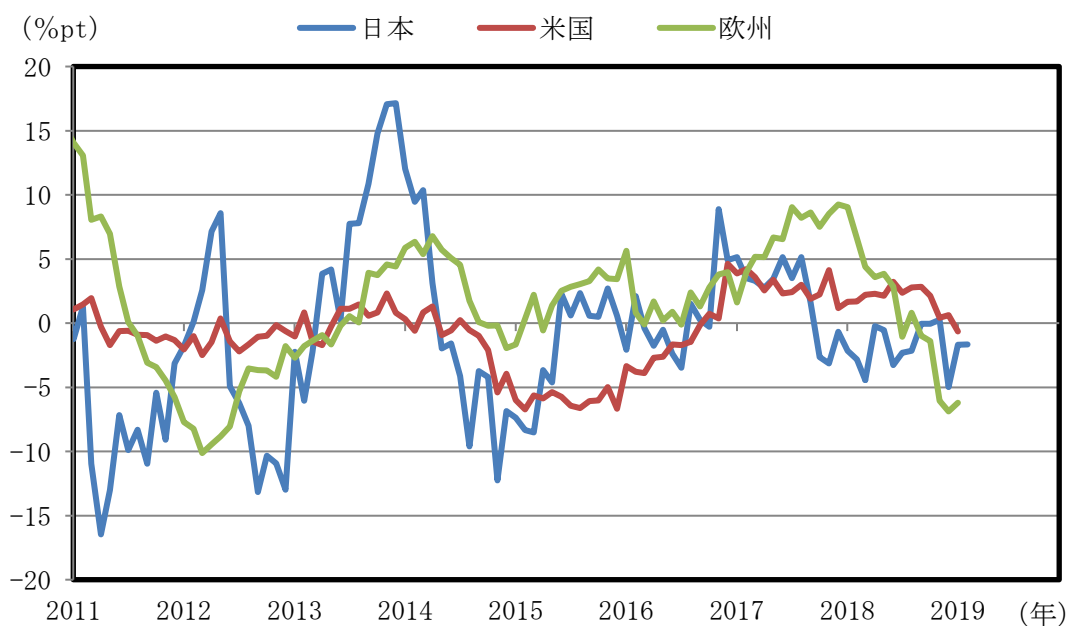
しかし②③については一定の留意が必要だ。そもそも、背景がどうあれ、長短金利差の縮小、ないしは逆イールドの発生が、与信機関の期間収益を損ねるものであることに変わりはない。

また、逆イールド環境下で社債価格や株価が上昇する現象は、「毎度おなじみ」のパターンだ。これも当然の話で、FRBの政策変更を受けて利回り曲線がフラット化する環境下において、銀行や債券投資家はクレジットリスクを取って利回りを確保する行動を取る。俗に言うサーチフォールイールド、いわば苦肉の策であるが、これが一時的に社債価格や株価を押し上げる。しかしその後、期間損益の悪化と過度なリスクテイクが祟り、最終的にはデレバレッジと景気後退が発生することも、毎度のパターンだ。社債価格や株価の上昇が安心材料となるわけではない。

さらに言えば、社債価格や株価の上昇は、長期国債金利の上昇をいっそう困難なものにする。他の資産を購入するために長期国債が売却されて初めて金利が上昇することになるわけだが、既に他のリスク資産の価格が高い（≒利回りが低い）のであれば、そうした資金フローの発生も限定的となる。結局のところ、長期金利の先行きは、実体経済における借入需要がどれだけ回復するか、すなわち実体経済の強弱と、それを受けてFRBが再度の政策変更を行うか否かにかかっている。そして実体経済の過熱を自然体で期待することは、二つの理由から難しい。

一つは短期的な問題だが、減税効果の剥落が当面の米国経済の成長を減速させる公算が大きい。また、**図表3**に示す通り、減税に伴う需要増加により、2018年の米国経済は日本や欧州とは対照的に在庫調整圧力を免れてきたが、減税効果の剥落とともに2019年の米国では在庫圧縮を目的とした生産調整が始まる可能性が高い。

図表3：日米欧の出荷在庫バランス



(注1) 出荷在庫バランス＝出荷前年同月比－在庫前年同月比。

(注2) 災害要因を均すため、日本の2018年9-10月のデータは平均値を算出した。

(注3) 欧州はEU28。欧州のみ生産指数前年同月比－在庫DI前年同月差。

(出所) 各国統計より大和総研作成

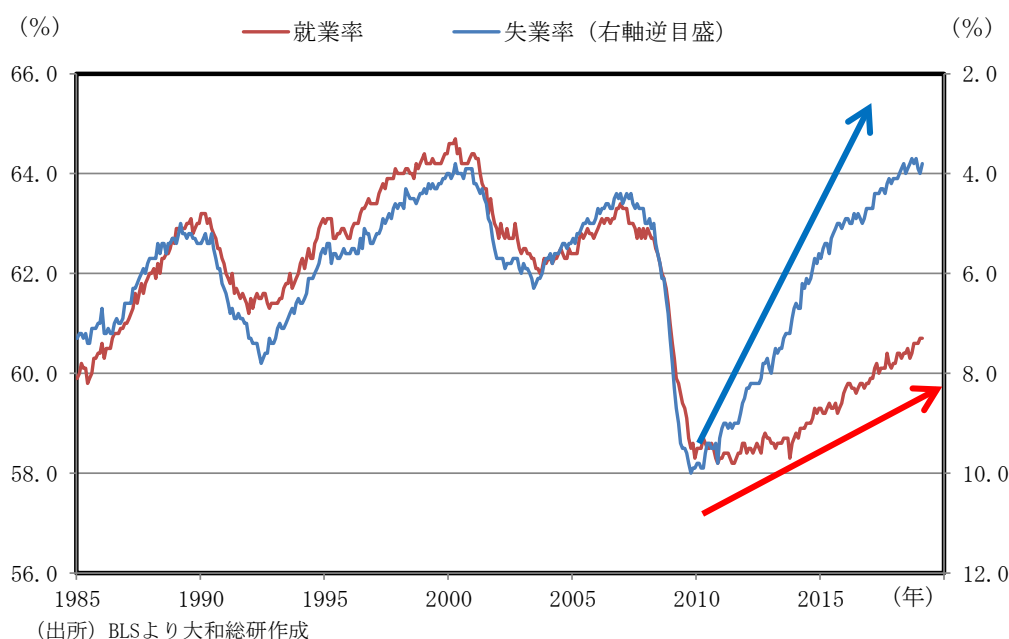
米国経済は今後、(トランプ米大統領の数少ない公約の積み残しである「インフラ投資の拡大」に代表される財政拡張政策などの外的なショックが発生しない限りにおいて、) おそらく潜在成長率を下回る水準へと向かって減速することになる。

### 「失業率の低下⇒賃金上昇」期待論の落とし穴

もう一つはより本質的・構造的な問題だ。米国の労働市場には未だに深刻なスラック（需要不足）が発生しており、本格的な賃金上昇、ひいては物価上昇が始まるまでには時間を要する。米国において「失業率が歴史的な低水準にあるにもかかわらず賃金の伸びが加速しない」ことは、つい最近まで、あたかも神秘的な謎の一つであるかのように議論されてきた。しかし**図表 4**を確認すると原因は明らかだ。失業率はもはや意味を持たない。

米国の失業率は確かに歴史的な低水準にあるが、就業率もまた、歴史的な低水準にある。これは深刻な非労化が発生していることを意味する<sup>3</sup>。この非労化の傾向は2008年の金融危機以降に進展しているが、これは1990年代末以降の日本で発生した現象と酷似している。すなわち、金融危機後の就職氷河期に職を得られなかった人々が非労化し、労働市場の「外」で待機している状況である。従って、米国の労働市場には未だ巨大なスラックが存在する<sup>4</sup>。

**図表 4：米国における失業率と就業率の推移**



<sup>3</sup> 定義上、全ての人口は「有業者人口」「失業者人口」「非労人口」に分解される。このうち「失業者人口」が全体に占める比率が低下しているにもかかわらず「有業者人口」も全体に占める比率が低下しているということは、「非労人口」が全体に占める比率が上昇していることを意味することになる。

<sup>4</sup> このような危機後の非労化が、長期に亘る潜在成長率の低下とデフレーション傾向を生み出す現象は「ヒステリシス（履歴）効果」の一種として広く認識されるようになってきた。非労化して教育・研修やOJTを受けられないでいた期間が長くなるほど、労働の質は劣化し、マクロの労働生産性を引き下げる。ミクロの視点から見ても、スキルを持たない労働者は低賃金をはじめとして条件の悪い雇用に甘んじなければならないケースが増える。結果として賃金のデフレーション傾向が発生することになる。

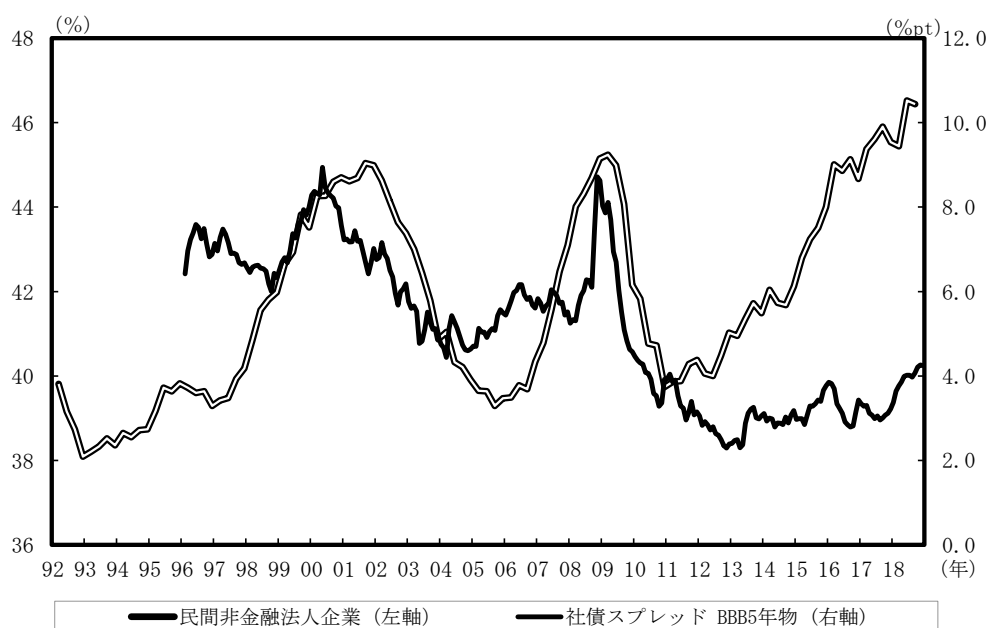
結果として賃金上昇率も鈍いペースにとどまっているのが米国経済の現状である。また、「2%のインフレ率」は瞬間風速ですら殆ど達成されたことがない。それにもかかわらず、合計9回にも亘って政策金利が引き上げられたことの方が疑問視されても不思議ではない。だからこそ、2019年に入ってからFRB高官から「平均インフレ率目標」や「上下に対象的なインフレ目標」、そして「高圧経済」といった概念への言及が増加しているのである。政策金利の再引き上げや、それを上回る長期金利の上昇が発生するのは、かなり先の話となりそうだ。

### FRBの真の目的は「バブルのガス抜き」

しかしここで一つの疑問が浮上する。そもそも、就業率も賃金も改善が鈍く、インフレ率も目標の2%に達したことすら殆どないにもかかわらず、FRBは9回にも亘る拙速な利上げを断行してきたのだろうか。この問いに対する一つの解が、FRB自身が“Financial Stability Report”の中でも言及している企業債務レバレッジの問題だろう。図表5に示す通り、米国企業の債務残高（のGDP比）は既に、過去のバブル崩壊前夜の水準を超えてしまっている。

企業債務残高の増加は、世界金融危機以降に継続して行われてきたFRBの金融緩和政策により、企業の借入コストが非常に低い水準に抑制されてきた結果である。もちろん企業が借入を増やすことはFRBの狙い通りであり、これだけならば全く問題はない。では何が問題かと言うと、その使い道だ。FRBが企業の借入コストを低下させた目的は、企業が借入を増やし、それを設備投資や雇用の増加に使うことにこそある。しかしながら設備投資や雇用の伸びは緩やかなペースにとどまった。これは危機の「履歴効果」により、潜在成長率が低下したことと無縁ではない。すなわち、企業から見た米国市場の成長見通しが低下した結果、従来見込んでいたよりも設備も雇用も必要なくなったということだ。

図表5：米国企業の債務残高対GDP比と社債スプレッド



(出所) FRB、BEA、Haver Analyticsより大和総研作成

では借入を増やした米国企業は設備投資でもなく、雇用でもなく、一体どこに資金をつぎ込んだのだろうか。それは株式市場であった。企業から見て株式の発行はコストであり、株式資本コストよりも借入コストの方が相対的に低いのであれば、借入をして自社株買いをする企業が増える。結果として米国企業の債務は積み上がる。他方で自己資本は目減りしたはずだが、株価の上昇が時価会計を通じて自己資本を押し上げ、見た目上の財務健全性を保つ要因となっている。このことが高レバレッジ下での低クレジットスプレッドを実現させ、「債務膨張+自社株買い」のレバレッジ循環をいっそう後押ししたということだ。

この債務膨張／バブル形成過程における「ガス抜き」をする目的で、イエレン前 FRB 議長は断続的な金融引締めを実施していた節がある<sup>5</sup>。また、前議長は上述した安易なリスクテイクを抑制するために金融「規制」が必要だと考えていたようだが、トランプ政権下で金融規制は緩和の方向へと調整が進んでいる。かくして、債務膨張／バブル形成のガス抜き「だけ」を目的として金融引締めが行われることになった。

### 残された唯一の選択肢＝「ステルス・逆・ツイスト・オペ」

そしてこの金融引締めが 2018 年に効きすぎた結果として金融市場が混乱し、「糞（あつもの）に懲りて膾（なます）を吹いた」FRB が選択したのが 2019 年 3 月の「ハト化」である<sup>6</sup>。しかしこの「ハト化」は、「バブルのガス抜き」という FRB の目的とは相反する政策対応だ。国債金利の低下に加え、先述したサーチフォーイールドが社債のクレジットスプレッドを抑制することで、米国企業の債務レバレッジはさらに拡大する可能性が高い。そしてこの問題に対応する上で、FRB に残された政策手段は少ない。前頁で指摘した理由から、政策金利の引き上げは難しい。また、「量」の政策についても、2019 年 3 月の FOMC で一旦、放棄してしまった。

残された唯一の手段は「質」に関する部分—すなわち、保有資産（米国債）の中心年限の操作—である。かつて FRB はイールドカーブをフラット化させる目的で、「ツイスト・オペ（保有国債の中心年限の長期化）」を行った。今回はこの真逆のオペ—すなわち、保有国債の中心年限の短期化によるイールドカーブのステープ化—が、FRB にとって唯一採用可能かつ有効な政策手段となるだろう。

なお、FRB は現在、保有国債の中心年限について政策目標を設定していない。また、最近まで関連した議論も殆ど行われなかった。それも当然の話だ。同政策は FRB にとって唯一残された、裁量が許される市場調節手段に他ならない。従って、いわば「ステルス・逆・ツイスト・オペ」によって今後 FRB は米国債のイールドカーブの傾きを維持するだろう。そしてこの市場調節が機能している間に限り、「逆イールド⇒景気後退シナリオ」の点灯が回避されることになる。

<sup>5</sup> なお、イエレン前 FRB 議長は「ガス抜き」が勢い余ってクレジットサイクルを逆回転させるほどの「株安・社債金利上昇」を起こさぬよう、常に「寸止め」を念頭に置いていたのではないかとの評も金融市場では支配的であった。しかしパウエル現議長は、就任から約 1 年間の実績から判断する限りにおいて、一貫性のない発言を繰り返しており、果たしてどの程度、前議長の政策方針を継承できているのか疑わしい。

<sup>6</sup> 詳細な経緯は下記コラム参照。小林俊介「[パンチボウルの片付けが下手クソすぎて、ミラーボールを出すことになった話](#)」（大和総研コラム、2019 年 2 月 18 日）