

# 長短金利が逆転した米国は景気後退を迎えるのか —実質金利の低さと金融政策により景気後退には至らない見通し—

- 3月のFOMC（連邦公開市場委員会）後、短期金利（政策金利）と長期金利の逆転現象が起きました。市場ではこれが米国の景気後退期入りを示唆しているのか否かに関心が高まっています。
- 過去の例では、長短金利が逆転するとその後、景気後退期入りする傾向がみられましたが、今回のケースは、景気後退期入りが近づいたことを示唆するものではないと考えています。

## FRBが利上げ見送りを示唆した背景

3月のFOMCにおいて、FRB（連邦準備制度理事会）は現状の政策金利を維持するとともに、年内の利上げ見送りを示唆しました。大方の予想を上回るハト派的姿勢をFRBが示したことから、市場ではサプライズとして受け止められました。

政策金利が中立金利を下回っているにも関わらず、FRBが利上げを見送った背景には、中国など海外経済の減速や米国の景気減速、インフレの鈍化などがありますが、そのほか明示的に指摘されなかった理由として、長短金利の接近があったと考えられます。

短期金利と長期金利が逆転すると、その後、景気後退期入りする傾向があることは、よく知られた現象です。3月のFOMC時点では、長短金利差は0.20%程度まで狭まっており、あと1回（0.25%）利上げをすると、長短金利が逆転する可能性が高まっていたため、FRBもこれを意識したとみられます（図表1）。

## FRBのハト派的姿勢を受けて長短金利が逆転

しかし、皮肉なことに、予想以上にハト派的だったFRBの姿勢を受けて、市場では米国経済が想定以上に悪化しているのでは、といった懸念が強まり、長期金利が急低下し長短金利の逆転が発生しました。

長短金利の逆転を受けて、市場では、今後、米国が実際に景気後退期を迎えるのか否か、議論が盛んになっています。そこで過去の動向を振り返ってみると、1971年以降で長短金利逆転※の発生は14回ありましたが、その後、実際に景気後退期を迎えたのは6回でした。確率的には、長短金利の逆転後、約43%の確率で景気後退期を迎えたと言えます（図表2）。

※ 長期金利:米国10年国債利回り、短期金利:FF金利誘導目標（中央値）

図表1 長期・短期金利(政策金利)と景気後退期



図表2 長短金利差と景気後退期



### <本資料に関してご留意いただきたい事項>

■ 本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■ 本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■ 本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■ 投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

過去の例に照らせば年内の景気後退の可能性は低い

しかし、景気後退期を迎えた場合でも、長短金利の逆転後、直ちに景気後退が始まった訳ではありません。前述6回のケースでは、景気後退期入りするまでの平均期間は約14カ月※であり、そのうち最短期間でも約10カ月※ありました。これを今回に当てはめると、年内の景気後退期入りの可能性は低いことになります。

※ 長短金利逆転から景気後退期入りまでの期間は月次ベースで算出

低位な実質金利と利下げ余地が景気の下支えに

では、来年以降、景気後退期入りする公算が大きいのかと言うと、今回の長短金利逆転は、以下の2つの理由から景気後退期入りに繋がらないと考えています。

その理由のひとつが、実質金利の水準です。短期金利を実質ベースで見ると、過去に短期金利が長期金利を上回った前後では、実質金利は大抵の場合、4%近辺か4%を大きく超える水準まで上昇していました(図表3)。しかし、足元の実質金利は1%付近で推移しており、過去の例に比べると著しく低位の水準に位置しています。このことは、現状の政策金利が相対的に緩和的水準であることを意味しています。

もうひとつの理由は、2015年以降の利上げにより政策金利の水準が引き上げられたことで、将来、景気後退の可能性が高まった際には、利下げにより景気を下支えする政策余地が生まれていることです。過去の金融引締め終了時に比べると現時点の政策金利の水準は低位であるものの、日銀やECB(欧州中央銀行)に比べれば、FRBの政策対応余地は大きいと言えます。実際、市場ではFRBが来年、利下げに動く可能性を織り込み始めており、FF金利先物レートは来年央までに1回(0.25%)の利下げ、2021年央には2回目の利下げを見込む水準まで低下しています(図表4)。

米国経済は、昨年の高成長の反動もあり今年は減速が見込まれますが、上記の理由により、景気後退には至らず、潜在成長率を上回る2.0%~2.5%程度の成長で着地するものと考えています。

以上(作成:投資情報部)

図表3 長短金利差、実質金利と景気後退期



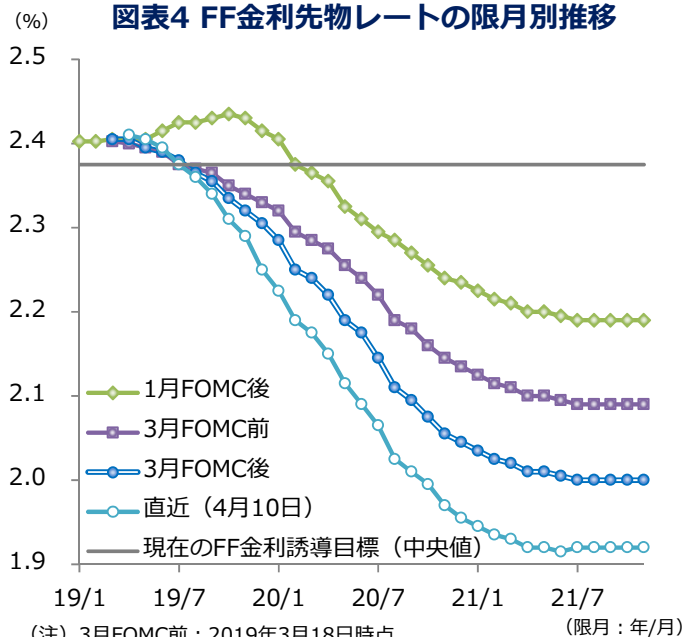
(注) シャドーは景気後退期、左軸は逆メモリで表示 (年/月)

(注) 長短金利差:米10年国債利回り-FF金利誘導目標(中央値)

2019年3月は27日時点

(注) 実質金利:短期金利をPCE価格指数で実質化(2019年1月まで)

図表4 FF金利先物レートの限月別推移



(注) 3月FOMC前:2019年3月18日時点 (限月:年/月)

(注) グラフはFF金利先物レートの限月別水準

(図表3・4出所) Bloombergのデータを基に岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書(交付目論見書)をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

## 皆様の投資判断に関する留意事項（2019年3月末現在）

### 【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等（外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。）に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様に帰属します。

### 【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定（いわゆるクーリングオフ）の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がり小さかった場合も同様です。

### 【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用  
**購入時手数料**：購入価額×購入口数×上限3.78%（税抜3.5%）
  - お客様が換金時に直接的に負担する費用  
**信託財産留保額**：換金時に適用される基準価額×0.3%以内
  - お客様が信託財産で間接的に負担する費用  
**運用管理費用（信託報酬）の実質的な負担**  
：純資産総額×実質上限年率1.991088%（税抜1.8436%）程度  
※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用（信託報酬）は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。
- その他費用・手数料**
- **監査費用**：純資産総額×上限年率0.01296%（税抜0.012%）  
※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。（監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。）
- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

### 【岡三アセットマネジメント】

商号：岡三アセットマネジメント株式会社  
事業内容：投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業  
登録：金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第370号  
加入協会：一般社団法人 投資信託協会／一般社団法人 日本投資顧問業協会

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書（交付目論見書）」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

### <本資料に関するお問い合わせ先>

フリーダイヤル 0120-048-214（9:00～17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く）