

KAMIYAMA Reports vol. 143

逆イールド再来、今度は違うのか？

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹



ここがポイント！

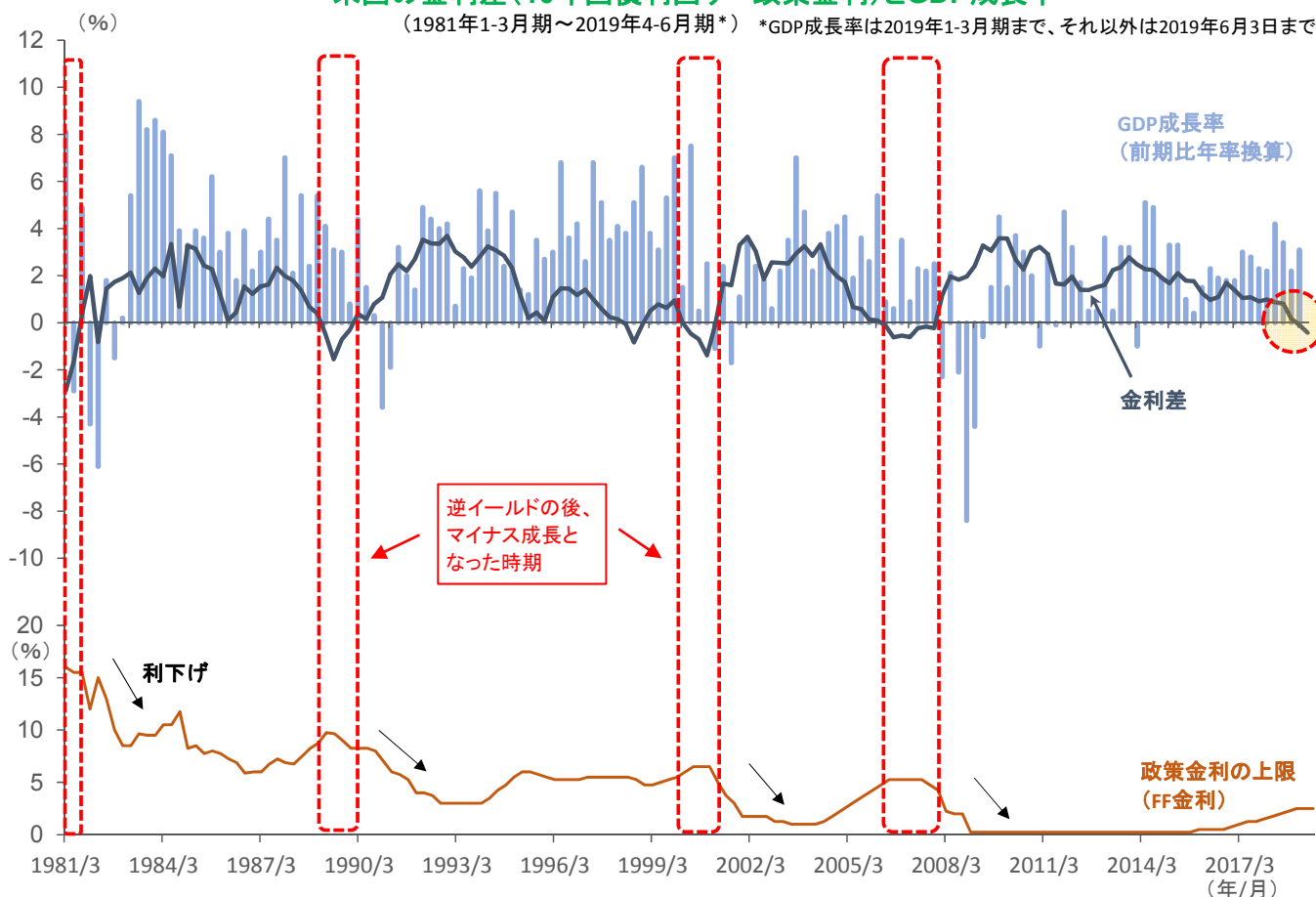
- ✓ 政策金利が長期金利を上回る事態に
- ✓ 市場は2度の利下げ期待も
- ✓ 今度は違うのか？短期で終われば問題なし

政策金利が長期金利を上回る事態に

これまで、たびたびイールドカーブの逆転が言われてきた。イールドカーブとは、債券の利回りと残存期間に対応する点をつないだ線で、利回り曲線のことだ。通常、残存年数が長いほど金利は高くなるが、短いほど金利が高くなると「逆イールド」と呼ばれる。ここでの問題は、米国において、政策金利(FF金利)が10年国債利回り(以下、長期金利)を上回る事態となり、金融政策が实体经济を冷やす恐れが出てくることだ。

米国の金利差(10年国債利回り-政策金利)とGDP成長率

(1981年1-3月期~2019年4-6月期*) *GDP成長率は2019年1-3月期まで、それ以外は2019年6月3日まで



(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成) 上記は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

■当資料は、日興アセットマネジメントが投資環境などについてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目録見書)をご覧ください。

現状、長期金利が政策金利(2.25~2.5%)の下限を下回る 2.0%に近い水準となっており、金融政策が実体経済(と市場が思っている水準)をこえている状態だ。例えば、企業が売り上げにつながらない設備投資を行うほどに経済が過熱して、物価も上昇しているということであれば仕方がない。不要なインフレの芽を摘むことは中央銀行の仕事だからだ。だが、現状はそのような過熱があるように見えない。市場参加者は、経済情勢についてマイナス成長を想定していると思えないが、トランプ政権の追加的な貿易政策などに懸念を強めており、その中で FRB(米連邦準備制度理事会)の対応の遅さにいらだち始めたように見える。

市場は 2 度の利下げ期待も

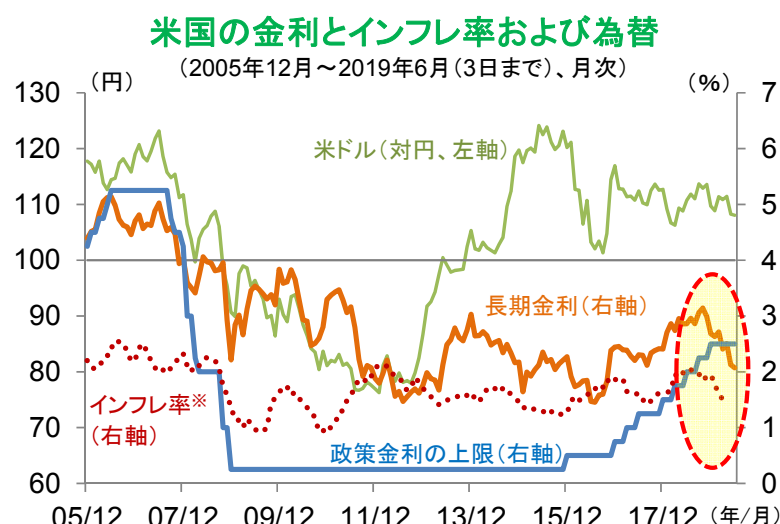
6月3日現在の米国 CME(シカゴ先物市場)の FF 金利先物価格に示される 12月までの利下げ確率は、1回以上が 97.0%、2回以上が 80.1%で、市場は利下げを織り込んでいる(1回当たり 0.25%ポイントで換算)。市場は間違っていることもあるし、現時点の経済指標は経済の大幅な悪化を示すとは言いにくいのだが、長期金利が 2%程度に低下したことも、FF 金利先物価格に示される利下げ期待も、経済への悲観を意味している。

こうなると、FRB は利下げする確率が高まる。FRB は市場を裏切らないように気を使うからだ。足元、6月の FOMC(米連邦公開市場委員会)を控え、FRB 高官は、金利とインフレ率が低水準にある中で将来的に景気が下向けば、適切に行動すると述べている。

もちろん、市場が間違っていると FRB が判断することもある。その場合は、FRB が市場よりも経済と物価に強気で、利下げしない、あるいは利上げ継続となるが、可能性はあまり高くない。政治的にトランプ政権が利下げを喜ぶことが、FRB に影響を与えることはほぼないと見ているものの、中国のみならずメキシコへの関税引き上げがさらに進めば、FRB が景気減速の程度が増してしまうことを恐れることは十分あり得る。

今度は違うのか？ 短期で終われば問題なし

逆イールドは、しばしば GDP(国内総生産)のマイナス成長(景気後退)に先行(1981年以降 5回のうち 4回)したことで、市場参加者に恐れられている。しかし、逆イールドは、政策金利が(FRB の意志により)低下する、あるいは市場参加者の景気への信頼が回復して長期金利が上昇するかのいずれかによって、解消される。



※インフレ率はコアPCE物価指数、前年同月比、2019年3月まで

(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)

* 上記は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

いまのところ、インフレ率があまり目立って上昇していない中で、政策金利が上昇していることから、金融政策変更への期待が高まるのは当然だ。

FRB は、逆イールドを短期で終わらせて市場の悲観を解消できるとみている。一方で、長期金利は 2016 年前半から上昇を続けてきていた。世界景気のサイクルとしては減速でも、日本や欧州の金融政策の正常化を含む経済拡大のトレンドが実質成長率や金利を押し上げることも、長期的に想定してよいだろう。

<KAMIYAMA View コーナー> www.nikkoam.com/products/column/

★KAMIYAMA Reports (レポート、投資の参考となるテーマを解説) ★ KAMIYAMA Seconds! (動画、90秒でマーケットニュースをズバリ解説)

★投資ってなんだ!? (レポート、上手にお金に働いてもらう方法や投資の不安を解消するためのヒントなどをご紹介)

facebook www.facebook.com/nikkoam Twitter twitter.com/NikkoAMofficial

■当資料は、日興アセットマネジメントが投資環境などについてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目録見書)をご覧ください。