

みずほマーケット・トピック(2017年12月11日)

米金利の逆イールドはいつ発生しそうか？～遅くとも19年～

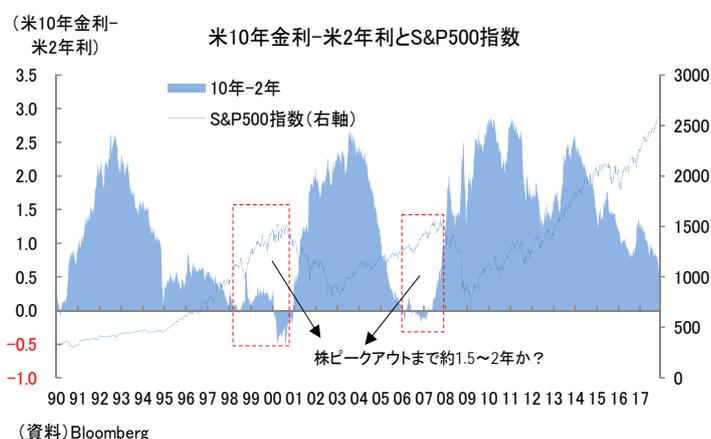
2018年のテーマとして米長短金利差の逆転(いわゆる逆イールド)を挙げる声が日増しに強まっている。年初来、本欄でもイールドカーブのフラット化が示すFRBの正常化プロセスへの疑念がドル全面安に繋がっていると考えてきたが、2018年はその傾向がますます強まりそう。市場で注目される4つの金利(FF金利、2年金利、10年金利、中立金利)の推移を見ると、先行きを読む上で重要となる示唆は2つある。1つは①10年金利にしり、2年金利にしり、「利上げの終点」を大きく超えて推移することはないということ、もう1つは②逆イールドが発生するポイントも「利上げの終点」であること。これらの事実を踏まえると、現時点の逆イールドの発生予測としては「遅くとも19年、早ければ18年」というのが雑駁なイメージになる。為替相場を読む上ではやはり米金利の動きが重要であり、逆イールドとなり、長短金利共に上昇余地が無いとの認識が広がったところでドル売りが意識される可能性が高い。

～相変わらず伸びない米国の賃金～

先週末の為替市場ではドル相場が続伸する展開となった。注目された米11月雇用統計は非農業部門雇用者数(NFP)変化に関し、前月比+22.8万人と市場予想(同+19.5万人)を上回り、今週12～13日のFOMCにおける利上げへの期待が一段と高まっている。ドルは対ユーロで1.17台前半、対円で113円台後半をつけている。しかし、相変わらず平均時給の伸びは物足りないものであり、前年比+2.5%は市場予想(同+2.7%)を下回る伸びである上、経験則に照らせば、賃金が主導して個人消費支出(PCE)デフレーターが+2%に到達するという展開も殆ど見込めないだろう。筆者は引き続き利上げやバランスシート(B/S)の縮小は拙速と考え、2018年中にもリスク資産価格の調整を通じて、正常化プロセスが頓挫、米金利が低下する中でドルも売り優勢となると予想している。

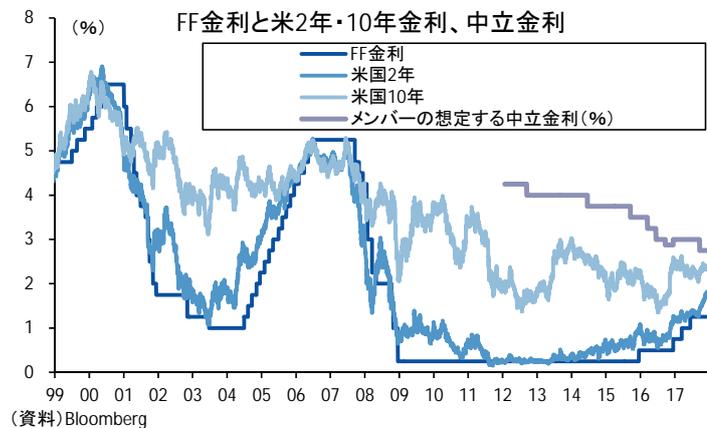
～2018年のテーマ:逆イールド発生予測～

ところで今朝方のブルームバーグは『2018年中の逆イールド発生予測、ウォール街で無視できない潮流に』と題した記事を報じている。ここもとの米金利動向を踏まえ、ウォール街においては2018年のテーマとして長短金利差の逆転(いわゆる逆イールド)を考慮せざるを得なくなっており、来るべき後退局面に言及する向きが増えているという。年初来、本欄でもイールドカーブのフラット化が示すFRBの正常化プロセスへ



の懸念がドル全面安に繋がっていると考えてきたが、2018年はますます、行き過ぎた引き締め懸念がリスク資産価格ひいては米経済の先行きに影を落としていることが注目されてきそうである。

現状の10年金利(約2.38%)と2年金利(約1.79%)の差は約59bps程度である。これは2007年10月以来、約10年ぶりの小さな水準だが、逆イールドに至るまでにはまだ距離がある。敢えて、タイミングを予想するとしたらいつくらいになるだろうか。右図は市場で注目される4つの金利(FF金利、2年金利、10年金利、中立金利)の推移を見たものである。先行きを読む上で重要となる示唆は2つある。1つは①10年金利にしり、2年金利にしり、「利上げの終点」を大きく超えて推移することはないということ、もう1つは②逆イールドが発生するポイントも「利上げの終点」であること、である。少なくとも前回ないし前々回の利上げ局面ではそうだった。



①10年金利にしり、2年金利にしり、「利上げの終点」を大きく超えて推移することはないということ、もう1つは②逆イールドが発生するポイントも「利上げの終点」であること、である。少なくとも前回ないし前々回の利上げ局面ではそうだった。

～遅くとも19年、早ければ18年か～

今年9月末時点で、メンバーが想定する政策金利見通し(ドットチャート)では「利上げの終点」である中立金利が2.75%とされ、2019年末に関しては2.70%弱という予想中央値も公表されている。2年金利がFF金利誘導目標に対して数bps上乗せされることを思えば、「2019年末までの2年以内に逆イールド」という予測はあり得るだろう。もちろん、中立金利が2.50%や2.25%へ下方修正されてくれば、この「2年以内」という時間軸

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2017	2018	2019	2020	Longer run
Jun-14	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3.75%
Sep-14	3.75%	n.a.	n.a.	n.a.	3.75%
Dec-14	3.625%	n.a.	n.a.	n.a.	3.75%
Mar-15	3.125%	n.a.	n.a.	n.a.	3.75%
Jun-15	2.875%	n.a.	n.a.	n.a.	3.75%
Sep-15	2.625%	3.313%	n.a.	n.a.	3.50%
Dec-15	2.375%	3.250%	n.a.	n.a.	3.50%
Mar-16	1.875%	3.000%	n.a.	n.a.	3.25%
Jun-16	1.625%	2.375%	n.a.	n.a.	3.00%
Sep-16	1.125%	1.875%	2.625%	n.a.	2.90%
Dec-16	1.375%	2.125%	2.875%	n.a.	3.00%
Mar-17	1.375%	2.125%	3.000%	n.a.	3.00%
Jun-17	1.375%	2.125%	2.938%	n.a.	3.00%
Sep-17	1.375%	2.125%	2.688%	2.875%	2.75%

(資料)FRB

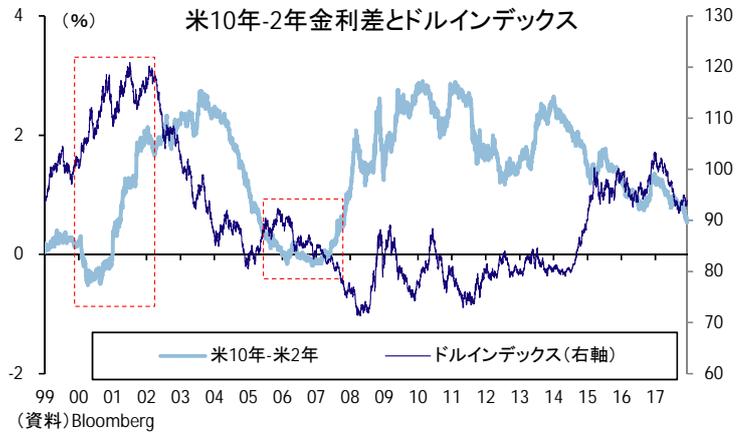
も短縮化されてくることになる。2014年6月末の3.75%が3年3か月で100bps切り下げられたのだから、1年で25bps～50bps切り下げられてもさほどおかしな話ではない。逆イールドの発生予測としては「遅くとも19年、早ければ18年」というのが雑駁なイメージになるのではないか。

～逆イールドと為替について～

なお、逆イールド発生が直ぐに株価の急落やリセッションを意味するわけではない。P.1の図からも分かるように、逆イールド発生から株価がピークアウトするまで1年半から2年程度のラグがある。株価のピークアウトから実体経済が景気後退に至るには、さらに時間を要する(1～2年)だろうが、FRBの政策運営に影響が出始めるのはやはり株価が調整したタイミングだろう。これらの型通りに考えるならば、FRBの正常化プロセスが止まるとしたら、早いシナリオで「2018年末に逆イールド→

2019～2020 年に株価がピークアウト」、遅いシナリオで「2019 年末に逆イールド→2020～2021 年に株価がピークアウト」といったイメージになるだろうか。

為替相場を読む上ではやはり米金利の動きが重要であり、逆イールドとなり、長短金利共に上昇余地が無いとの認識が広がったところでドル売りが意識される可能性が高いと考えたい。この点、2000 年に逆イールドが発生した際はドルインデックスがむしろ上昇しているが、これは IT バブル崩壊とそれを受けた大幅な利下げが 2 年金利を大幅に押し下げ、景気後退懸念の早期払拭に繋がったからである。さらに言えば、1995～2002 年はルービン元財務長官の下で意図的なドル高政策が取られていたという経緯もある。特殊な時期だったとあって差し支えない。一方、2006 年に発生した逆イールドではそれが発生したタイミングでドルインデックスも同時にピークアウトしていた。この時もその後の金融バブル崩壊を受けて急速かつ大幅な利下げが敢行され、2 年金利の下落主導で 10 年-2 年金利差は拡大したが、米経済に回復の基調が見出せない中、長期にわたってドル相場の低迷が続いた。今後の参考になるのはやはり後者と考えたいところである。次の後退局面で FRB に打てる手は多くない。これだけ上昇した株価の大幅調整の後遺症を「4～5 回の利下げ余地」と「再投資の再開」というカードだけで乗り切れるのだろうか。2018～19 年にかけて発生する逆イールドは長めのドル安局面を示唆する合図と考えたい。



いづれにせよイールドカーブのフラット化や逆イールドが発生するのは金融引き締めが効くと信じるからこそであり、必然の帰結でもある。逆イールドやそれが示唆する株価の調整が 2018 年なのか 2019 年なのかという時間軸に議論の余地は大いにありそうだが、そのような展開が刻一刻と迫っているのは間違いない。なお、株価やドルの調整に逆イールドが必要条件というわけでもない。現時点の長短金利差縮小も十分、先行きの危うさを示唆していると考えたいところである。

国際為替部
 チーフマーケット・エコノミスト
 唐鎌大輔 (TEL: 03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2017年12月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境-「ねじれ」構造は健在-)
2017年12月7日	株高の真因を考える-「付加価値の取り分」という視点-
2017年12月6日	6つの要人発言で振り返る2017年
2017年12月5日	テーバリングが改めて示唆するベスマネーの無意味さ
2017年12月4日	米税制改革の為替相場への影響について
2017年12月1日	週末版(「働き方改革」で給料は減るのか-残業代カットの影響について-)
2017年11月27日	メインシナリオへのリスク点検-中立金利の行方-
2017年11月24日	週末版(欧米中銀の会議議事要旨について-FRBは自信喪失、ECBは内部分裂-)
2017年11月22日	リバーサル・レート発言から考える「次の一手」や為替への含意 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年10月分)
2017年11月21日	欧州政局の流動化とユーロ圏経済・金融への影響
2017年11月20日	やはり「選挙の年」だった欧州の2017年
2017年11月17日	週末版
2017年11月15日	本邦7-9月期GDPを受けて-「デフレ脱却宣言」も視野?-
2017年11月14日	一足早い「2017年の為替相場」振り返り
2017年11月13日	利上げでも買えないボンドの苦境-BOE利上げの読み方-
2017年11月10日	週末版(円相場の基礎的需給環境-気がかりな需給と実勢相場の「ねじれ」-)
2017年11月8日	「常識的な論点」から見直したい相場の現状
2017年11月7日	「薄氷の上昇」と懸念すべきドル/円相場の現状
2017年11月6日	パウエル理事の議長指名を受けて-意識すべき論点-
2017年11月2日	週末版(FOMCを終えて-「危ない橋」を渡り続けるFRB-)
2017年11月1日	日銀金融政策決定会合を受けて-最もビュアな片岡委員-
2017年10月31日	メインシナリオへのリスク点検-日米FTAと欧州政治-
2017年10月30日	ECB政策理事会を終えて-「弱気な強気」の正常化-
2017年10月27日	週末版
2017年10月24日	「円安なき日本株上昇」の実態と危うさ
2017年10月23日	衆院解散総選挙を受けて-増税可否、日銀人事、政策への影響- 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年9月分)
2017年10月20日	週末版
2017年10月19日	為替政策報告書と日米経済対話-忍び寄る日米FTA-
2017年10月18日	ECB政策理事会プレビュー-「腫れ物」を触るかのような正常化-
2017年10月17日	「優等生の右傾化」が示唆する欧州のリスク
2017年10月16日	G20財務相・中央銀行総裁会議-最後のショイブレ前-
2017年10月13日	週末版(内部留保課税を巡る論点整理-何が正しくて、間違っているのか-)
2017年10月12日	FOMC議事要旨-危うい法廷弁護士のごとき政策運営-
2017年10月11日	円相場の基礎的需給環境-円高地合い続く-
2017年10月10日	米9月雇用統計を受けて-過信は禁物-
2017年10月6日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月7日開催分)-APPIは「小さく減らして長く延長、が有力」-
2017年10月5日	正規雇用の賃金は本当に上がるのか?
2017年10月4日	好調過ぎる日銀短観に見る危うさ
2017年10月3日	「賃金と雇用の断絶」に関するIMF分析について
2017年10月2日	カタルーニャ混乱と反EU機運の関係性について
2017年9月29日	週末版
2017年9月27日	次期ECB総裁人事に関する現状整理
2017年9月26日	メインシナリオへのリスク点検-本邦政局リスクは後退-
2017年9月25日	日銀金融政策決定会合を終えて-「寝た子を起こす」反対票-
2017年9月22日	週末版
2017年9月21日	FOMCを終えて-短期は強気、長期は弱気金利見通し- 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年8月分)
2017年9月20日	衆議院解散・総選挙の為替、日銀総裁人事への影響などについて
2017年9月15日	週末版
2017年9月14日	日銀金融政策決定会合プレビュー-総括的「再」検証も視野に-
2017年9月13日	ユーロ圏金融状況指数(MCI)に見るユーロ高の影響などについて
2017年9月12日	クーレ理事発言の真意-ユーロ高はもう看過できない-
2017年9月11日	円相場の基礎的需給環境-ドルインデックス半値押しで思うこと-
2017年9月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて-解せないユーロ買い-)
2017年9月7日	タカ派の劣勢が強まるFOMC-フィッシャー辞任を受けて-
2017年9月6日	追い込まれる日銀-倒錯した政策運営の現状・展望-
2017年9月5日	ECB政策理事会プレビュー-テーバリングまで至るのか?-
2017年9月4日	ユーロ買いに対する現状認識について
2017年9月1日	週末版
2017年8月30日	メインシナリオへのリスク点検-急浮上してきた地政学リスク-
2017年8月29日	北朝鮮ミサイル発射と円急騰を受けて
2017年8月28日	ジャクソンホール講演-イエレン・ドラギ講演のレビュー-
2017年8月25日	週末版
2017年8月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年7月分)
2017年8月18日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(7月20日開催分)-強まる為替への問題意識-)
2017年8月17日	FOMC議事要旨を受けて-疑われるフィリップス曲線-
2017年8月16日	17年上半年の対米証券投資-下半期に向けてのみどころ-
2017年8月15日	米インフレ期待の現状について-NY連銀消費者調査-
2017年8月14日	VIX急騰で断たれるキャリー取引の芽と不安な米株調整
2017年8月10日	週末版
2017年8月9日	2017年上半年の円の基礎的需給環境などについて
2017年8月8日	技術的難しさが極まるECBの量的緩和の現状
2017年8月7日	米7月雇用統計-加速しない賃金と伸び悩む「質」-
2017年8月4日	週末版(ユーロ圏のフィリップス曲線の現状-フラット化して下方シフト-)
2017年8月3日	フォワードルッキングという幻想-OECD景気先行指数を通じて-
2017年8月2日	フォワードルッキングという幻想-日銀議事要旨が示唆する戒め-
2017年8月1日	実効相場で考えるドル相場の現状-調整は始まったばかり-
2017年7月28日	週末版(メインシナリオへのリスク点検-新しいリスクは「安倍退陣」と「正常化ブーム」-)
2017年7月27日	FOMCを終えて-後任人事を見据えてハト派化も?-
2017年7月26日	ECB政策理事会の読み方-シントラ発言の火は消せず-
2017年7月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年6月分)
2017年7月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を受けて-次の論点は外交的視点-)
2017年7月20日	最近のユーロ相場について-投機筋、PPP、金利差-
2017年7月19日	ECB政策理事会プレビュー-「火に油」を避けるべく...
2017年7月14日	週末版(ドル/円相場の水準感について-現状の「異常さ」を見つめ直す-)
2017年7月13日	イエレン議会証言を受けて-花道の正常化は続く模様-
2017年7月12日	EU回帰でドイツは変わるのか?
2017年7月11日	正常化ブームの中で考えたい各国中銀の立ち位置
2017年7月10日	円相場の基礎的需給環境-円キャリーの兆候はあるか?-