

「長短金利逆転」論争の違和感

祖江 康宏
マーケットエコノミスト
SMBC信託銀行
投資顧問部



3月22日に米国で長短金利の逆転が生じて以降、市場関係者や専門家の中で、これは「景気後退の予兆なのか」を巡る議論が活発化している。長短金利差は、景気に先行して変動する指標群とされる景気先行指数の構成指標の1つであり、長短金利の逆転が過去、高い精度で景気後退を予兆してきたことが注目を集める理由である。

市場関係者の中で広がる「長短金利逆転は景気後退の予兆なのか否か」論争は、景気の転換点通過（ピークアウト）後の落ち込みの深さ、つまり減速か後退かが争点だと換言できる。ただ、筆者は、多くの投資家にとって、景気の調整深度よりも転換点の捕捉の方が重要だと考えている。その理由は、景気回復から下降への転換時はそれまでのリスクテイク姿勢を大きく見直す必要性が高い一方、景気下降局面では、減速でも後退でも、投資家の対応方針（主にリスク抑制、削減）は本質的には変わらないためである。

この論争でもう一つ気がかりなのは、「今回は違う（This time is different）」すなわち「今回の長短金利逆転は景気後退の前兆ではない」という主張が目立つ点だ。その根拠としては非伝統的金融政策による歪みを挙げる意見が多い印象を受ける。ただ、真否の判明は早くて数年後*1であり、誤っていた場合は対応の遅れに直結するため、これも短期投資家以外にとっては有益な議論だと思えない。むしろ、主張の真否に関係なく「今回は違う」という見方が強まることによって、中央銀行の金融緩和姿勢への過度な信頼と景気への過信が醸成され、景気減速下での株高が正当化される下地が整いつつあるように見える。ファンダメンタルズの改善を伴わない一種のバブル的な状況といえ、投資家は「不安の崖」を登るべきか、難しい判断を迫られる。バブル時における転換点の見極めは通常の景気循環以上に難しく、調整時の反動も大きくなるなど、投資の難易度は格段に上がってしまう。

では、米景気の現状はどうか。本稿では、上述した景気先行指数で確認する。米国の景気先行指数は長短金利差を含めて10の指標で構成される。この10指標のうちの1つは株価（S&P500指数）であるため、株価自体、景気に先行して動くことを示唆している。足元では、長短金利差と株価は、景気に対して相反するシグナルを発しており（図表1）、どちらかは誤っている（と事後的に判断される）可能性がある。景気先行指数の構成指標である10指標の最近の基調をみると、株価を含めて2指標が上向き、2指標が概ね横ばい、長短金利差を含めた残りの6指標は下降、特に長短金利差、ISM製造業景況感指数（新規受注）の2指標が直近に大きく悪化している（図表2）。長短金利逆転は、景気先行指数のなかでも悪化度合いが強い事象であることがうかがえる。特定の1つの指標に基づいて景気判断を下すのは早計であり、その他の早期警戒指標などと総合的に判断すべきだというのが、現時点での筆者の率直な意見だが、景気先行指数をみる限り、米景気が減速しつつあることは確かだろう。過半数の景気先行指数構成指標は下降基調にあり、今後の推移次第では景気後退に陥る可能性は否定できない。果たして「今回は違う」のか、むしろこれから評価の分水嶺に差し掛かるとみられる。

*1 一般的に長短金利の逆転から景気後退まで1年程度のタイムラグがあり、景気後退認定もリアルタイムには行われず、事後的に判定される。仮に景気後退に陥る場合でも、それが判明するのは、現在から数年を経なければならぬ可能性が高い。

【図表1】 S&P500指数と米長短金利差



【図表2】 米景気先行指数の構成指標

構成指標	単位	18/11	18/12	19/01	19/02	前月比	3カ月前比	基調
景気先行指数 (2016年=100)		111.4	111.3	111.3	111.5	0.2%	0.1%	緑
週平均労働時間 (製造業)	時間	42	42	42	41.7	-0.3	-0.3	黄
週間新規失業保険申請件数	万件	22.76	22.19	22.54	22.15	-0.4	-0.6	緑
消費財受注	億ドル	1,354	1,365	1,362	1,364	0.2%	0.8%	緑
ISM製造業景況感指数 (新規受注)		61.8	51.3	58.2	55.5	-2.7	-6.3	黄
資本財受注 (航空機除く (非国防))	億ドル	394	389	390	392	0.4%	-0.5%	黄
住宅着工許可件数	万戸	132.2	132.6	131.7	129.6	-1.6%	-2.0%	黄
S&P500指数	ポイント	2,723	2,567	2,607	2,755	5.7%	1.2%	青
先行信用指数 (Zスコア)		-0.92	-0.27	-0.75	-0.93	-0.2	0.0	青
長短金利差	%	0.92	0.56	0.31	0.28	0.0	-0.6	黄
業況判断の消費者期待感平均 (Zスコア)		0.69	0.34	-0.49	0.42	0.9	-0.3	黄

注: 基調は筆者が評価

出所: コンファレンスボード