

## 利回り曲線及び社債スプレッドは米景気後退リスクが低いことを示唆

2018年8月14日

米国債市場において、10年国債と2年国債の利回り差が縮小していることを踏まえ、米経済が早ければ2019年にも景気後退に陥るとの警戒感を抱き始めている投資家が多いとみられます。しかしながら景気後退の指標としては、より短期の利回り曲線や社債市場での投資家のリスク許容度がより適切であると考えます。短期金利見通し及び社債市場は、いずれも来年の景気後退リスクが低いことを示唆しています。今回の米景気拡大とクレジット・サイクルは既に長期化していますが、多くが予想するよりも長期化する可能性があるともみています。

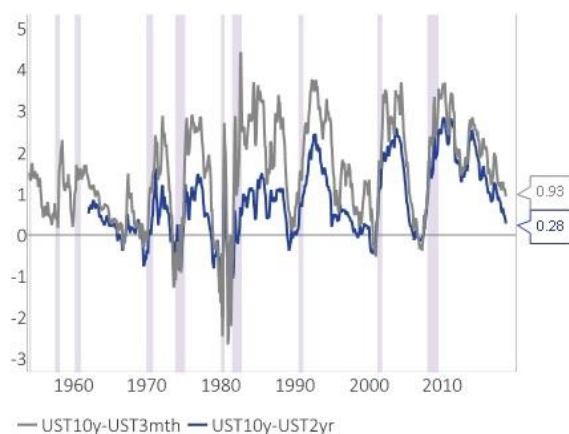


デビッド・ライリー  
クレジット・ストラテジスト・ヘッド

米国債の利回り曲線の逆転(短期国債の利回りが、長期国債の利回りを上回る状態の逆イールド)は、1950年代以降で確認できる全ての景気後退において先行指標になってきたと言えます。もっとも、利回り曲線の逆転自体が景気後退を引き起こすわけではなく、むしろ景気後退によって米連邦準備制度理事会(FRB)が、その後数四半期以内にも利下げを開始するかもしれない、という投資家の見通しを反映したものであると考えられます。

利回り曲線の形状を見る上で投資家が一般的に用いるのは、10年国債利回りと2年国債利回りの差であり、足元では約30bps(0.3%)となっています。これは前回の景気後退終了時から見て最も低い水準です。FRBが更なる利上げを示唆しているなか、市場コメンテーターの間では、「2年/10年カーブ」が今後早期に逆転し、第二次世界大戦以降で2番目に長期に及んでいる今回の景気拡大局面が終わり、景気後退期に突入することを示唆する可能性があるとの声が多く聞かれるようになってきました<sup>(1)</sup>。ただし、利回り曲線の傾きを考慮する上で、もっと重要だと考えている他の指標からは、利回り曲線の逆転はそれほど早期には起こらず、目先の景気後退リスクは低位に留まることを示唆しています。

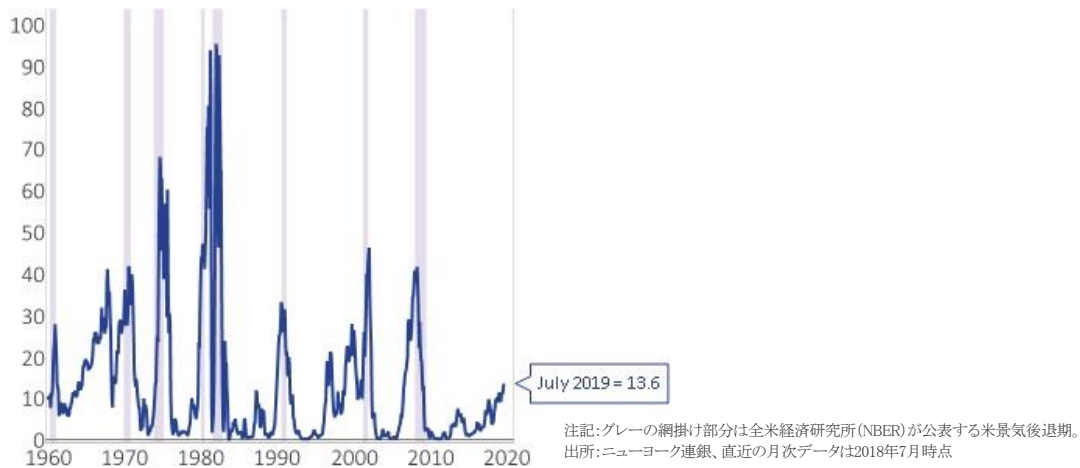
図1：利回り曲線：米10年国債と2年国債及び3ヶ月国債利回りの差(%)



注記: グレーの網掛け部分は全米経済研究所(NBER)が公表する米景気後退期。  
出所: Macrobond、直近の月次データは2018年7月時点

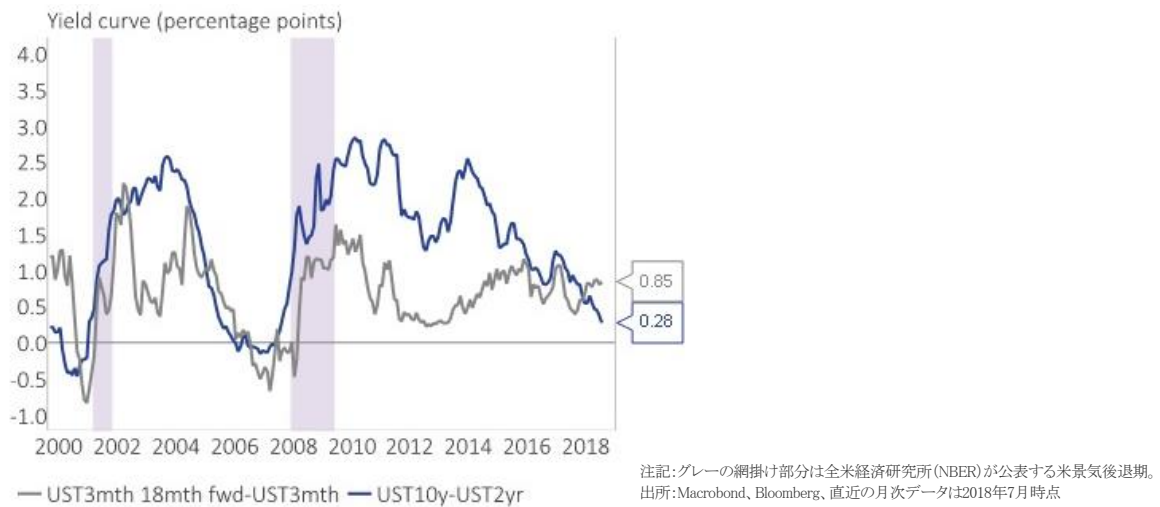
ニューヨーク連銀は、今後12ヶ月間の景気後退リスクを測る上で、10年債と3ヶ月債の利回り差を用いています。2018年7月時点の最新の月次データでは、この「3ヶ月/10年カーブ」が示唆する2019年7月までに景気が後退するリスクは13.6%となっています。これは、米経済が景気後退に陥る平均確率である17%（第二次世界大戦以降、米経済の景気後退は平均して6年に1度）を下回る数字です。

図2：3ヶ月/10年カーブが示す米景気後退確率（%）の推移



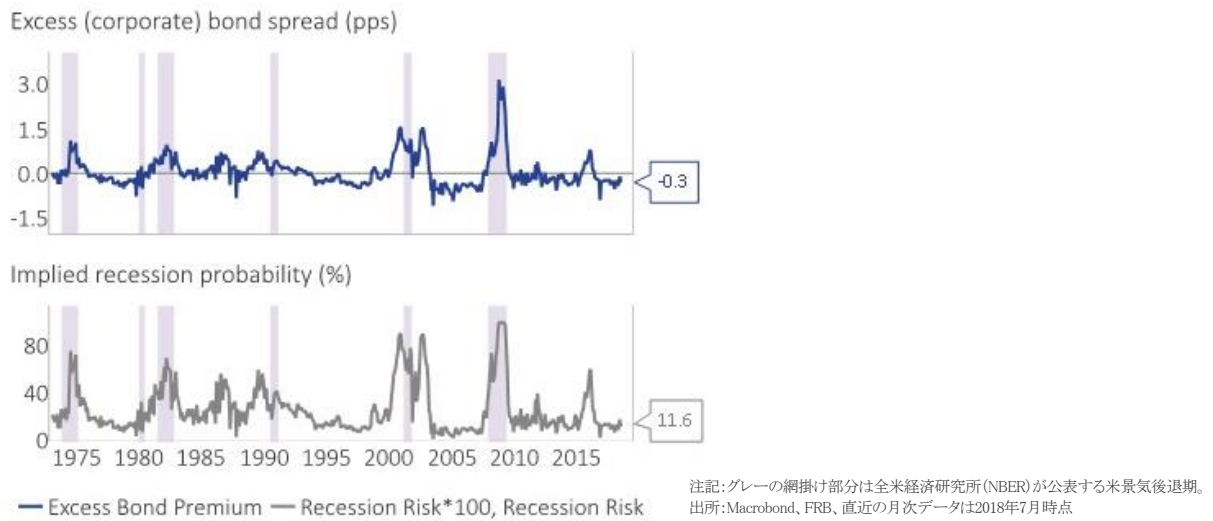
最近発表された計量分析において、複数のFRBスタッフは、「短期フォワード・スプレッド(3ヶ月国債の現行金利(または割引率)と18ヶ月先のインプライド・フォワード・レートとの差)が、2年/10年カーブよりも精緻な景気後退の先行指標である」と結論付けています<sup>(2)</sup>。短期フォワード・スプレッドは2年/10年カーブと比較して、短期の経済見通しの変化に対する感応度がより高く、FRBの金融政策見通しの変化として考えられます(図3)。2017年夏の終わりから、減税効果による米経済の成長見通しやFRBのフォワード・ガイダンスを反映して、短期フォワード・スプレッドは大きくスティープ化しました。一方で2年/10年カーブはフラット化した状態が続きました(10年国債利回りはグローバルな投資家の利回りや安全資産としての需要や、量的緩和(QE)の名残も反映しています)。

図3：利回り曲線：2年/10年カーブ及び短期フォワード・スプレッド（%）



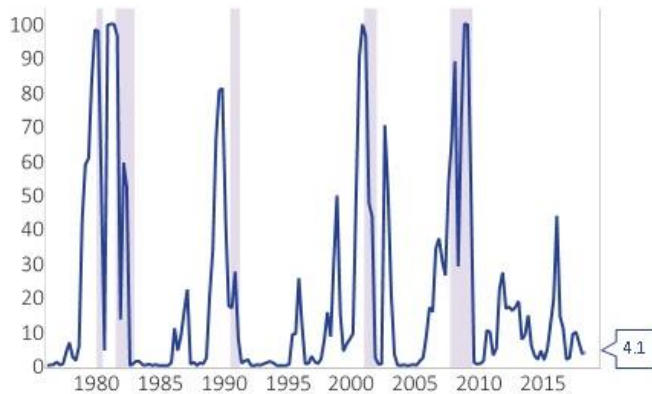
利回り曲線が持つフォワード・ルッキング性を踏まえれば、現時点を示す経済指標（鉱工業生産などの“ハード”な指標及び景況感指数などの“ソフト”な指標）と比較して、より精緻な景気後退の指標になり得ると考えられます。またその点では、社債のスプレッドも将来の経済活動に関する投資家の見通しを反映するフォワード・ルッキング的な指標であると言えるでしょう。FRBのスタッフが、社債市場における投資家心理や投資家のリスク許容度を測る際に使用する指標が、「上乗せプレミアム（企業固有のデフォルト（債務不履行）リスクに直接的に関係しない上乗せスプレッド）」です<sup>(3)</sup>。上乗せプレミアムの上昇は、投資家が景気後退懸念を強めていることを示唆している可能性があります。図4は、この上乗せプレミアムに基づく、今後12ヶ月間の景気後退の確率を示したもので、足元では12%程度となっています。またここで興味深いのは、社債市場が景気後退に関して誤判定を行っていた（つまり実際には景気後退が起らなかった）ことが過去に複数回あったことです。2002年の会計スキャンダルと大手企業の破綻（エンロン事件）や、2016年の商品価格の下落に関連したデフォルト増、及び中国経済のハード・ランディング懸念がその例です。

図4：社債の「上乗せプレミアム」及びそれに基づく景気後退リスクの推移



前述の「短期フォワード・スプレッド」と「上乗せプレミアム」の双方を取り込んで、ブルーベイでモデルを作成して、今後12ヶ月間で米経済が景気後退に陥る確率を図5に示しました。当モデルの良いところは、他のモデルと比較して前回の2008年初めに始まった景気後退リスクの高まりを、より明確に示唆したことであると言えます（重回帰分析による相関は0.5で、統計上はより「有意」であった）。ただし、利回り曲線モデルのみ使用した場合と比較して、社債市場における投資家のリスク回避的な動きによる影響を受け、誤ったシグナルが多かったということも事実です。とは言いながらも、短期フォワード・スプレッド及び上乗せプレミアムの足元の値はともに、景気後退リスクが低く、実際には2018年前半に低下したことを示唆しています。

図5：短期フォワード・スプレッドと上乗せ債券プレミアムを組み合わせたモデルに基づく景気後退確率（%）



注記：プロビットモデルで、景気後退が12ヶ月以内に始まれば従属変数=1、その他の場合は0。1972年開始。前四半期に景気後退があった場合や金利がレンジの下限にあった期間は除く（2009年1-3月期から2014年4-6月期）。  
出所：BlueBay、FRB、Macrobond、直近の月次データは2018年7月時点

フォワード・ルッキング的な金融市場の数値(利回り曲線及び社債スプレッド)を使用する際には、市場が全ての取得可能かつ関連する情報を適切に取り入れ、「合理的」とであると暗に仮定することになります。一方で、長い歴史を振り返ると金融危機は頻繁に起こり、その後の市場の混乱は、合理的とはかけ離れた投資家の行動を反映したものであったと言えるでしょう。しかしながら、多くの市場参加者の注目を集める2年/10年カーブのフラット化とは裏腹に、短期金利と社債スプレッドに織り込まれた市場の予想は、今後1年以内に米国が景気後退に陥るリスクは低いことを示唆しています。足元の米景気拡大期は、最も長期に亘っているとともに、(ここ最近の成長加速を踏まえても)累積の経済成長としては最も控えめであると言えるかも知れません。しかしながら、利回り曲線が早期の景気後退を示唆しているとの見方には慎重になるべきでしょう。米景気後退に備えたポートフォリオを構築するのは時期尚早であると考えます。

(注記)

- 1) ただし、将来のFRBの利上げ見通しは既に米国債の利回り曲線に織り込まれており、したがって、あと複数回に亘って25bpsの利上げが行なわれたとしても必ずしも利回り曲線の反転につながるわけではありません。
- 2) 出所:「Don't Fear) The Yield Curve」、FEDS Notes、2018年6月28日
- 3) 出所:「Recession Risk and the Excess Bond Premium」、FEDS Notes、2016年4月8日

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 1029 号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

#### ■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく手数料や費用等は、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたします。最終的な料率・計算方法等はお客様との個別協議により別途定めることとなりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマージング社債戦略：年率 1.05%（税抜き）/ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.85%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜き）、投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）/金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.75%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/マルチクレジット戦略：年率 0.80%（税抜き）/ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面をご覧ください。

#### ■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

- ・ 価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
- ・ 流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
- ・ カントリーリスク：投資対象国/地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではございませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面等の書面の内容を十分にお読み下さい。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上