

イールドカーブ変化から読み解く 各国の景気サイクル



金融研究部門 研究員 伊藤 拓之

hitoh@nli-research.co.jp

1—イールドカーブとは

イールドカーブは償還までの期間（残存期間）が異なる債券の利回りを描いた利回り曲線であり、期間の長短が生み出す利回りの関係を表し、「金利の期間構造」を示す。イールドカーブの変化はマクロ経済の景気サイクルを反映すると考えられる。本稿は日米独豪4カ国の景気サイクルを分析してみた。

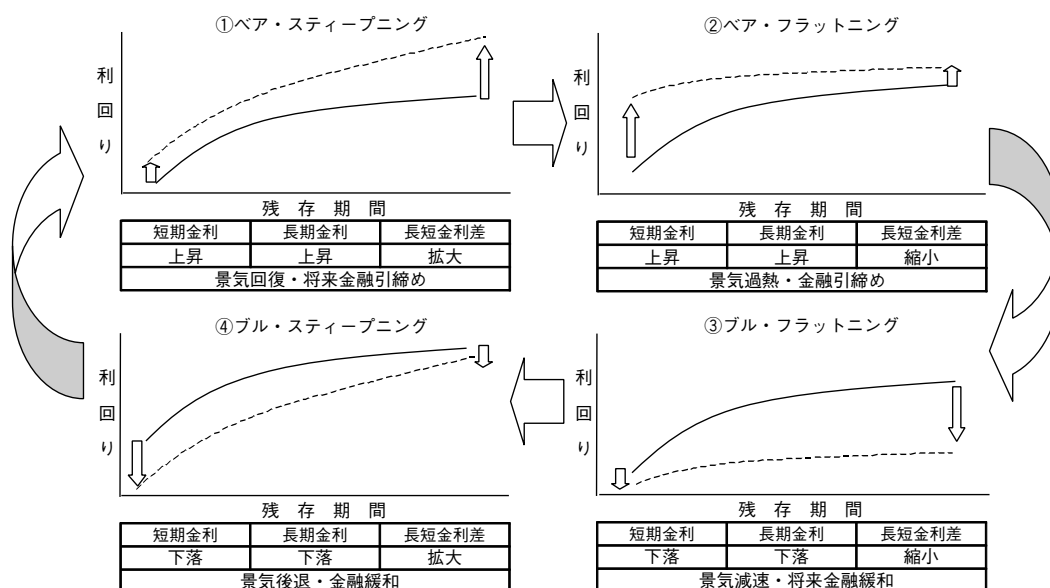
2—金利サイクルと景気・金融政策の関係

各国の中央銀行は金融政策により短期金利を調節するが、長期金利は投資家が将来の金融政策を予測し、事前に織り込んで変動すると考えられ、イールドカーブは以下の特徴的な形状変化をする。

「弱気^(注1)な傾斜化（ベア・スティーピング、図表-1①）」は景気回復により将来の金融引締めを織り込んで長期金利が既に上昇している。「弱気^(注1)な平坦化（ベア・フラットニング、図表-1②）」は景気過熱により中央銀行が金融引締めを行った状態で、長期金利は先行して上昇している。

「強気^(注2)な平坦化（ブル・フラットニング、図表-1③）」は景気減速により将来の金融緩和を

[図表-1] イールドカーブの形状変化と景気サイクル・金融政策



織り込んで長期金利が既に低下している。「強気^(注2)な傾斜化（ブル・スティーピング、図表－1④）」は景気後退により中央銀行が金融緩和を行った状態で、長期金利は先行して低下している。

3—各国の金利サイクルと景気・金融政策

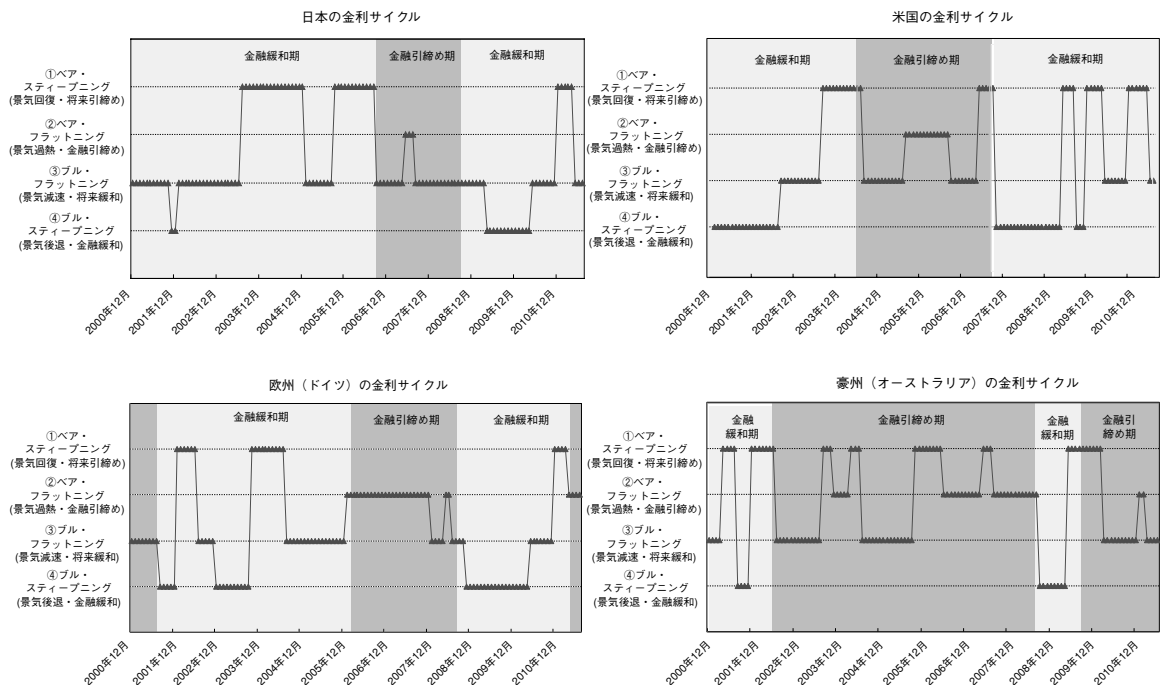
1999年12月末から2011年7月末までの国債金利データを用いて日米独豪4カ国の金利サイクルを判定した。短期金利には3ヶ月国債金利、長期金利には10年国債金利を用い、前月との金利差の12ヶ月指数移動平均^(注3)を用いた。短期金利・長期金利・長短金利差の前月差の上昇・下落から金利サイクルを判定し、各金利サイクルは2ヶ月以上続くものとして修正した。

現在日米ともに金融緩和政策により短期金利は0%近辺に誘導されているが、2011年前半は景気回復期待から「ベア・スティーピング」であった。直近では景気後退懸念から「ブル・フラットニング」に移行し、今後も両国の中央銀行はしばらくの間低金利政策を継続すると考えられ、直近長期金利は低下傾向にあるので、「ブル・フラットニング」が続くであろう。

欧州（ドイツ）では2011年4月より利上げが再開され、直近その効果として「ベア・フラットニング」となったが、昨今の欧州各国の財政不安から今後長期金利の上昇を伴い、「ベア・スティーピング」に逆戻りすることも懸念される。豪州（オーストラリア）はリーマン・ショック後一時利下げを行ったが、その後2009年10月に利上げを再開し、利上げ直後「ベア・フラットニング」となった。直近では「ブル・フラットニング」となり、将来の金融緩和を織り込み始めているといえよう。

このように、中央銀行の金融政策の予測や景気サイクルをイールドカーブの変化から読み解くことができる。個人投資家が資産運用する上でもイールドカーブの変化に注視する必要があるだろう。

[図表－2] 4カ国（日米独豪）の金利サイクル



金融引締め期は中央銀行が利上げおよび高金利政策を継続しており、金融緩和期は利下げおよび低金利政策を継続している。

(資料) DataStreamを用いてニッセイ基礎研究所作成

(注1) 金利上昇、つまり債券価格は下落するため、弱気（ベア）となる。
 (注2) 金利低下、つまり債券価格は上昇するため、強気（ブル）となる。
 (注3) 指数移動平均は、移動平均の重みを指数的に減少させ、最新のデータを重視するとともに古いデータを切り捨てない。

$$Y_t = Y_{t-1} + \frac{\alpha}{n} (Y(t) - Y_{t-1})$$

$$Y_t$$
: 時点 t における移動平均、 $Y(t)$: 時点 t におけるデータ、 n : データ数