

# マネー潮流

## 米、金利と景気の逆行現象の終わり

「歪み」の終わりが意識される中、景気サイクルの下降が続くのが焦点だ。

森田長太郎

オールニッポン・アセットマネジメント執行役員／チーフストラテジスト、ウオールズ&ブリッジ代表



もりた・ちょうたろう  
慶応大学経済学部卒業。日興リサーチセンター、日興ソロモン・スミス・バーニー証券、ドイツ証券、パークレイズ証券、SMBC日興証券を経て2023年10月から現職。日本国債市場での経験は通算で20年超。グローバルな経済、財政政策の分析などマクロ的アプローチに特色。

撮影・大澤 誠



Al Drago / The New York Times

コロナ禍で生じた経済の「歪み」やFRBの急激な利上げで長期金利は大きく動いた

**米** 10年国債金利は、昨年11月と12月の2カ月間で実に105ベーシポイント（1・05%）もの大幅な低下を見た。2カ月で100ベーシポイントを超える長期金利の低下は、1990年代以降で2回しかない。1回目は大手ヘッジファンドの破綻で金融危機寸前となった98年8〜9月（いわゆるLTCMショック）。2回目は2008年の11月と12月、すなわちリーマンショックのときだ。それに続く3回目となる大幅な長期金利の低下が今回起きたのである。

「インフレ率の鈍化」、「景気指標の軟化」、「FRBによる利下げ開始の示唆」がその要因として挙げられる。より俯瞰すれば、「コロナ禍」が米国の経済および金融市場にもたらした大きな「歪み」の反動が極端な形で現れたのがこの2カ月間であったといえる。

パンデミック発生後の米国経済と米金利市場における最大の「歪み」は、通常ならある程度一致して動くはずの景気サイクルと長短金利が大きく逆行する状況が続いたことであった。米国では、21年後半にはすでにコロナ後の景気拡張サイクルがピークアウトしており、22〜23年は本来なら金利は長短ともに低下しているはずの時期であった。

しかし、22年3月以降のFRBによる急激な利上げで長短金利は大きく上昇。昨年10月にはついに米10年債で5%に達したのである。米国の景気サイクルを何で見るとは難しい点だが、代表的な指標としてISM製造業景況指数を見よう。21年11月の60強をピークに23年6月には46まで低下し、直近の11月の数値もまだ46台にとどまっている。

この間にFRBは、目標の2%を大きく上回って高騰したインフレ率を抑制するために、急激な利上げを実施した。それは景気サイクルとの対比では1年程度遅れて開始された利上げであり、ロシアのウクライナ侵攻とそれによる資源価格の高騰がそこに攪乱要因を追加した。そして、大幅に遅れて始まった利上げサイクルに連動して、22年から23年にかけて米長期

金利の急上昇も起きた。

金融引き締め局面の終盤で金利と景気サイクルの逆行が短期間生じるのは必ずしも珍しいことではない。しかし、今回は何と云ってもその間の利上げペースが異例に急激だったのが特徴である。

過去2カ月の長期金利急低下を景気のピークアウトに連動したものと説明してしまうと、必ずしも景気の実態に沿った説明にはならない。むしろその前段階で異例に大きな「歪み」（＝逆行現象）が生じていたところに利下げの観測が浮上し、その異例の「歪み」がいよいよ終了するとの見方が市場参加者の間に急速に醸成された結果として長期金利の急低下が起きたと理解すべきだろう。

今後の大きなテーマは、この長期金利の急激な低下をフォローするような景気サイクルの下降が続くのかどうかである。上昇したサイクルはいずれ下降に転じ、下降したサイクルはいずれ反転するのが景気のメカニズムである。

インフレが落ち着いてくるのであれば、「引き締めすぎた」分の政策金利の引き下げまでは実際に行われる可能性がある。しかし、もし景気サイクルの下降がどこかで止まってきた場合、今度は景気拡張のサイクルが金利上昇を促す

状況が生じる可能性も出てくる。

実際のところ、24年の景気サイクルを見通すことは、米国のみならず世界的にも非常に難しい作業だ。グローバルな景気サイクルの先行指標として注目されるシリコンサイクルは、すでに23年半ばにボトムアウトして拡大局面に入っている。しかし、製造業全体の状況を把握するPMIや米ISMといった景況指数を見るとまだ底ばい圏を脱しておらず、シリコンサイクルと半年にわたって乖離する珍しい状況が続いている。

ハイテク分野以外の産業では、いまだにコロナパンデミック下における供給混乱の影響（一時的な需要増の反動を含む）が継続している。しかも、異例のタイミングで

とペースで行われた金融引き締めの影響が主要国では広がっている。上向きのサイクルと下向きのサイクルが現時点では世界的に拮抗し、そのどちらが優勢になるか次第で、24年のグローバルな景気サイクルの方向性も決まってくる。

## サイクルはどちら方向か

もし、そのサイクルが上向きとなるのであれば、現在低下方向を示している長期金利はどこかでその逆行の圧力に抗しきれず、再び上昇方向に転じるだろう。逆に上向きのシリコンサイクルを腰折れさせるほどの他の要因で景気下降の圧力が強まれば、景気サイクル全体が一段と下を向き、長期金利のさらなる低下が促されるだろう。

どちらの答えが正しいのかはまだすぐにはわからないが、1つのヒントは、中央銀行の決める短期金利はともかくとして、長期金利がすでにこの2カ月間で大きく低下してしまったという事実だ。各国で生じている長期金利の低下は、むしろ24年においては一定の景気刺激効果を持つ可能性がある。その影響が強まるならば、景気サイクル全体は先行するシリコンサイクルの方向、すなわち拡張方向に徐々に収斂する可能性がある。

まだ予断をもって言える段階ではないが、24年のできるだけ早い段階でその答えを正確に見極めることが、金融市場の先行きを予測してゆくうえでは非常に重要になってくる。

## 1月22～28日の経済日程

22日(月)

日銀金融政策決定会合(23日まで)  
中国人民銀行・最優遇貸出金利(LPR) 発表

23日(火)

植田和男・日銀総裁会見  
経済・物価情勢の展望  
(展望リポート) 公表  
米アカデミー賞候補作発表

24日(水)

2023年と同年12月の貿易統計  
発表

25日(木)

欧州中央銀行(ECB) 定例理事会  
米23年10～12月期GDP  
速報値発表

26日(金)

12月18、19日金融政策決定会合  
議事要旨公表  
米23年12月個人消費支出(PCE)  
物価指数発表

28日(日)

フィンランド大統領選挙