

米債の長短金利差、緩やかな拡大機運

資産縮小視界、入札・発行計画、物価などで波乱も

株式会社ジャパネコノミックス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2017/8/4

米国債市場では長短金利差の緩やかな拡大機運が見られ始めた（スティープ化）。現状のドル安や資源安定化、世界経済の改善期待などは長期金利の低下に歯止めを掛けるほか、9月のFOMCではバランスシート縮小（償還される長期国債の再投資停止など）と慎重なペースでの利上げ明示が見込まれ、短期金利の低位抑制と長期金利の低下ブレーキが意識されやすい。一方で8日以降の米国債入札や債務上限問題、今後の国債発行計画、物価動向などでは長期金利の急上昇といった波乱リスクも残されている。

米10年債金利、テクニカルは15日前後に変化日

「米トランプ政権はさすがに11月頃までには減税論議を具体化させると見られ、オバマケア（医療保険改革）見直し法案などの迷走で財源のメドが立たなければ、超長期債の発行準備を本格化させる可能性がある」――。

このほど米ワシントンを訪ねてきた大手米系金融機関幹部はこのように打ち明ける。超長期債はムニューシン財務長官が2月の就任直後から強い意欲を示してきた。すでに同長官は「超長期債が米政府の資金調達を支援する上で完全に理にかなう」と表明し、5月には50年と100年債を精査する作業部会を財務省内に設けている。

米国の債券市場では超長期債の発行のみならず、先行きの金利上昇やFRBの利上げ継続などを警戒した社債発行の駆け込み増加リスクが覆っている。FRBによる9月の資産縮小とあいまって、米国の長期債は需給悪化が警戒される。しかも現在はFRBの慎重なペースでの利上げ方針やドル安などにより、米国株が底堅さを保っているほか、ドル安と裏表で新興国市場などに資金が流入している。部分的ながらも米国の長期債という安全資産から、米国内外のリスク資産や資源相場などでの資金分散を促していく。

反対に米国の短期債については、FRBが政策金利である短期FF金利を慎重なペースで引き上げていく構えだ。現在は世界貿易の復調や資源安定化などで世界の中央銀行の外貨準備高が復調傾向にあり、先行利上げで一定の金利が付く米国の短期債には還流需要が再増加となってきた。引き続き米長期金利は低下圧力が続くものの、長短金利差という点では短期金利の低位抑制との見合いでの長期金利の相対的な上昇圧力が意識されやすい（緩やかなスティープ化）。

しかも米長期債については、8月8日以降の四半期定例となる米国債の大型入札を含めて、9月にか

けて需給悪化の懸念がくすぶる。9月にかけては米議会での債務上限引き上げの難航リスクが控えているほか、9月には19-20日のFOMCと同時に、7日のECB（欧州中銀）理事会で債券買い入れの縮小論議が進展する可能性がある。

ちょうど米10年債金利の日足・一目均衡表チャートでは、8月15日前後に変化日を示す「雲のネジレ」が観測されている。現在のところ雲のネジレは2.26%から2.27%に位置しているが、8月中旬にかけては雲のネジレの下抜けトライと、上抜け通過の緊迫攻防が想定されよう。

すでにドルの総合力を示すドル実効指数（インターコンチネンタル取引所算出）は、過熱感を示す週足RSI指数（相対力指数）でドルの売られ過ぎ過熱シグナルが点滅してきた。8月4日週は2日時点で26%と下限節目の30%を下回り、2008年3月以来の低水準となってきた。水面下では短期調整的なドル反発のエネルギーが蓄積されつつある。

資産減少、過去は長期金利上昇や長短金利差拡大

過去にFRBのバランスシートは2014年10月末での量的緩和（QE）終了直後やテクニカルな資金調節の関係、保有米国債の償還スケジュールとの兼ね合いなどで、短期的に減少したり、前年比での伸び率がマイナス化となる場面が観測されてきた。具体的には昨年後半や2015年前半、2010年後半などでFRBのバランスシートに直結するマネタリーベースの減少場面が見られている。いずれも前後したタイミングで、米10年債金利の上昇、10年債-2年債の金利差拡大、ドル高といった相場局面が観測されている。

現在の場合、米国の10年債-2年債の金利差（長短スプレッド）は縮小圧力が根強いものの、6月27日に2016年9月以来の最少に縮小してから緩やかな拡大方向に転じ始めた。米大統領選の不透明感が蔓延していた2016年9月時に比べると「1年後のFRBの利上げ継続確率」は高く、2年債金利の低下余地の制約が長短金利差の縮小に歯止めを掛けていく。

10年債-2年債の金利差は昨年12月以降の縮小傾向が一服となってきたが、連動する形で米国株市場では銀行株や保険株などに遅れ物色が見られている。そもそもFRBによる「資産縮小を先行で、利上げは慎重なペース」という政策スタンス自体が長短金利差の拡大を意図したものだ。先行き米国では、1) 利ざや改善による金融機関の貸出・収益改善や信用創造、2) 年金や保険などの運用環境改善、

3) 期待インフレの修復——といったプラス効果をもたらす。過去には長短金利差の縮小底入れと連動して、ドル/円ではドルが底入れ反発となるパターンも観測されてきた。

一方で2年債金利の低位横這いが維持された中で、緩やかな10年債金利の上昇という軟着陸に対して、昨年後半のような単発的な10年債金利の急上昇（債券価格は下落）といったリスクも無視できない。8日以降の米国債入札や16日のFOMC議事録、債務上限問題、今後の国債発行計画、物価動向など次第では長期金利急上昇といった波乱リスクも残されている。

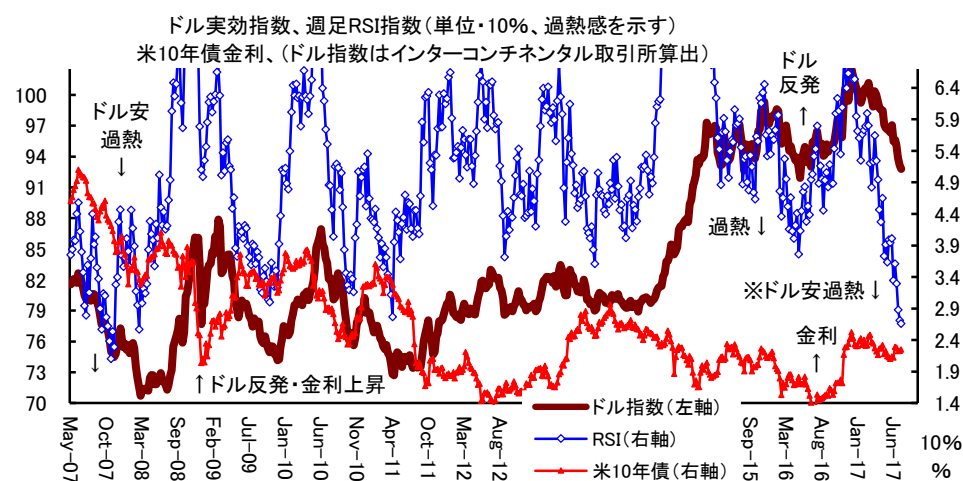
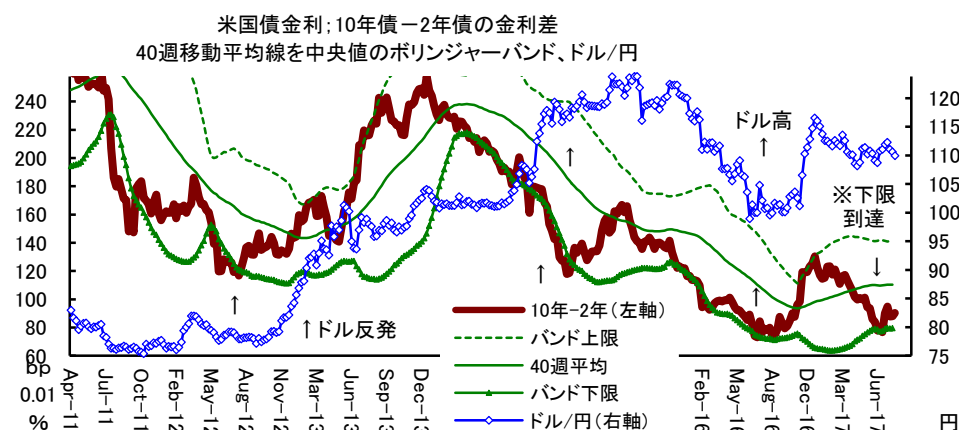
とくに物価動向に関しては、現在のドル安や原油などの資源安定化が先行きインフレの低下に歯止めを掛けていく。最新7月の米ISM製造業景況指数では「仕入価格」が62.0となり、6月の55.0から大きく上昇してきた。イエレンFRB議長などFRB幹部がインフレ低下を「一時的」と見なす要因としては昨年後半からのドル急騰や、原油相場の前年比急反発の剥落などがあり、現在のドル安と原油安定化はタイムラグを経てインフレの上昇要因となっていく。

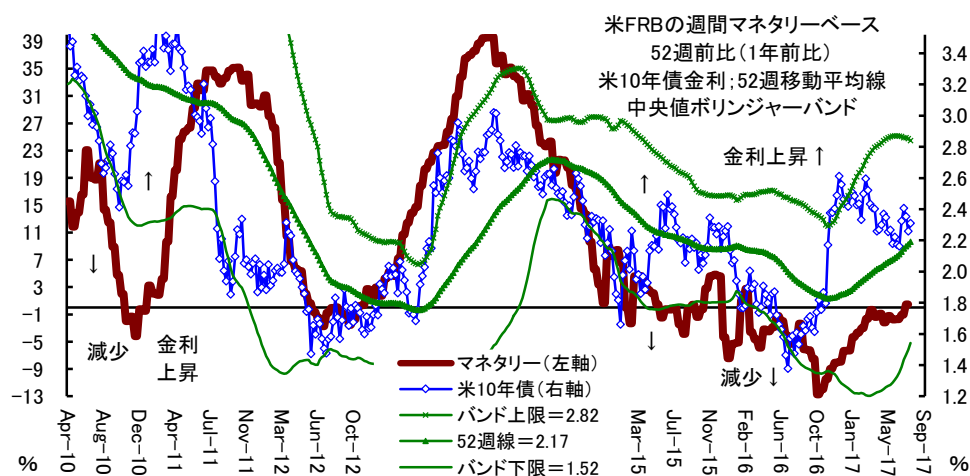
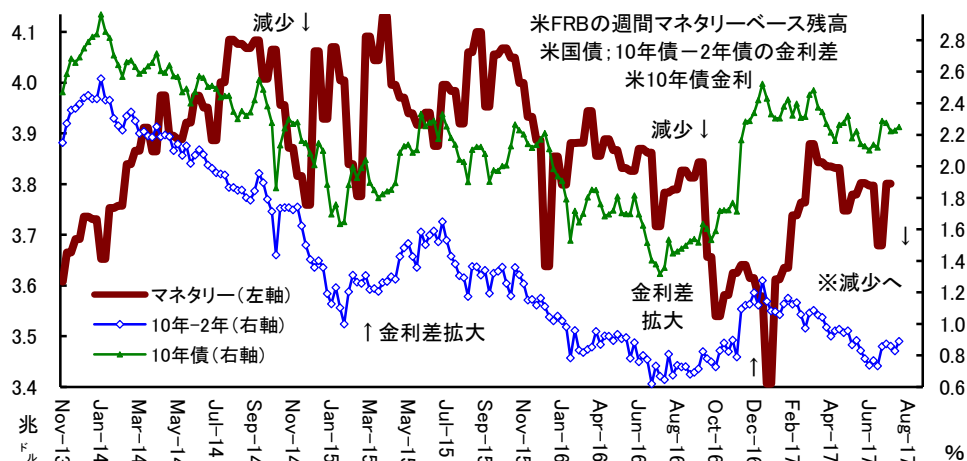
また、米国では減税論議以前の問題として、財政収支が再悪化の傾向にある。2017会計年度（16年

10月から17年9月）の6月までの累計歳入が税収の伸び悩みで前年度同時期比+1.6%増にとどまる一方、歳出は社会保障などの義務的経費の増加で+5.7%の増加となった。

その中で米財務省は7月31日、7-9月期の国債入札規模は960億ドルになるとの見通しを示している。これまでの見通しから20億ドル少ない水準となるが、4-6月の国債発行は350億ドルとなり、当初見通しの260億ドルが増加したばかりだ。増額の背景には「歳入が想定より少なかったため」とされており、7-9月以降についても国債が増加する可能性は消えていない。年後半から来年にかけては、減税などの経済対策論議とあいまって、米財務省の国債発行計画に神経質となる地合いが続く。

米国債市場に関してはグリーンズパン元FRB議長が、改めて債券バブルの過熱に警告を発した。（8月1日のブルームバーグ）。同氏は「どのような基準から見ても、実質長期金利はあまりにも低過ぎるため、持続不可能だ」と指摘。「こうした金利が上昇する場合、かなり急速に上昇する公算が大きい。われわれが経験しているのは株価ではなく債券相場のバブルであり、それは市場に織り込まれていない」と語っている。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様自身でお願いします。