

新興国、危機対応が米金利上昇促す試練 過剰警戒の修正反発、米金利が「持続性」左右

2018/9/21

中国を含めた新興国は内需拡大や危機対応の自助努力を強化させ始めたが、それが安全逃避の後退や米 FRB による利上げ継続支援などにより、米長期債金利の上昇（債券価格は下落）を促す試練に直面してきた。現在は新興国市場のみならず、日本株も新興国危機や通商摩擦懸念などを過剰に警戒した相場の反動修正に移行しているが、「反発の持続性」は 25-26 日の米 FOMC や 10 月 5 日の米雇用統計などに向けた米債金利の動向が左右する。米債金利の年後半上昇アノマリーも注視されやすい。

アルゼンチン大幅利上げと歳出削減、IMF は評価

「新興国危機の一つの震源地であったアルゼンチンでは 8 月末以降、中央銀行による大幅利上げや政府による新課税と歳出大幅カットなどによる財政再建策が実行された。市場評価は冷めたものであったが、IMF は 17 日、緊急支援策であるスタンドバイ（一定期間内にいつでも合意された資金の引き出しができる）取り決めの修正に関し、『アルゼンチンは合意の条件である経済政策プランの強化で、重要な進展が見られる』と危機対応策を評価した意味合いは大きい」――。

ある経済官庁系シンクタンクの幹部は、このような解説を行う。中長期的には改めて大幅利上げや緊縮財政などによる景気悪化が懸念されるものの、短期的には「とにもかくにもバケツの穴をふさぐため、痛みを伴う政策を実行した」（同）という点は評価されるという。

同時進行で 13 日には、トルコ中銀が大統領の牽制を無視して大幅利上げを断行した。翌 14 日にはロシア中銀が市場予想に反し、3 年 6 カ月ぶりの利上げを前倒しで決定している。さらに 19 日には米国と敵対してきたトルコのエルドアン大統領が、米企業向けのイベントの講演原稿で、「米国とトルコの関係は投資と貿易によって強化される」と態度を軟化させており、新興国の各国では危機パネの形で混乱阻止の動きが具体化されてきた。

中国に関しても、米トランプ政権が 17 日に対中関税第 3 弾を正式発動させたことで、過度な通商摩擦懸念が一旦の悪材料出尽くしとなっている。その直後から中国の李克強首相は、19 日に「輸出競争力向上のため、人民元切り下げることはない」、20 日に「さらなる付加価値税と所得税の引き下げを行うなど、大掛かりな減税を実施する」と発言。同じく 20 日には「中国は大半の貿易相手国からの輸入に課している平均関税率を来月にも引き下げること計画」と報じられるなど、米国による対米輸出封じ込

めに対処するための内需拡大策や、輸出依存脱却と輸入重視策が強化されている。

ただし、米国債市場では 5 月以降、新興国不安や通商摩擦懸念が安全逃避による米 10 年債シフトを支援してきた（債券価格は上昇で金利は低下）。その意味で新興国による危機対応努力や内需刺激策の強化は、米国内での雇用・賃金の改善や資源高、輸入関税増強による輸入物価上昇、追加減税による米財政赤字の一段の拡大――などと絡み合うで、米長期債金利の押し上げ要因となりやすい。

しかも新興国不安の小康は、米 FRB による 9-12 月の利上げを含めた利上げ継続の材料となるものだ。中国による人民元安・対米輸出依存からの脱却努力も、これまでの中国の外貨準備高増加と米国債投資還流という資金ルートを変容させ、一帯一路構想などとあいまって「アジア域内でのアジア資金の直接活用」を促していく。いずれも米債金利の上昇要因となるもので、中国などの新興国にとっては「痛しかゆし」のジレンマに直面していく。

もちろん、新興国不安や米中通商対立は簡単には解消されず、目先は「過剰警戒相場の反動揺り戻し」にとどまる。日本株についても 7-10 日以降の急上昇は、新興国・通商不安のほか、20 日の自民党総裁選などを過剰に警戒したヘッジ売りや先物売りの買い戻しが主導したものだ。今後は新興国市場、日本株ともに、過剰警戒の反動を超えた反発の持続性を占ううえで、米債金利の動向が注視されやすい。

米金利は年後半上昇の傾向、年末商戦や原油高も

当座の米 10 年債金利の攪乱要因となるのが、債券価格の下落と金利上昇を見越したショート・ポジションの高止まりだ。シカゴ商品取引所の投機的な米 10 年債ポジション（CBOT、非商業部門）では、ロング+ショートの合計に占めるショート比率が最新 9 月 11 日週に 72.1% となり、前週の 72.3% に続いて 2010 年 5 月以来の高水準を記録した。7 月 17 日週の 65.6% をボトムとして、ショートの拡大傾向が続いている。

今後はショート整理による金利低下（債券価格は反発）が焦点となるが、過去のショート膨張局面では慣性的な勢いによる金利上昇のオーバーシュートが観測されてきた。最近では 2011 年や 2010 年、2009 年などで、ショート拡大と縮小転換に前後する過程での金利上振れが見られている。

しかも米 10 年債金利の季節的なアノマリーとして、「8-9 月に金利底入れで年末にかけて上昇」というパターンが目立ってきた。昨年は 9 月 8 日の

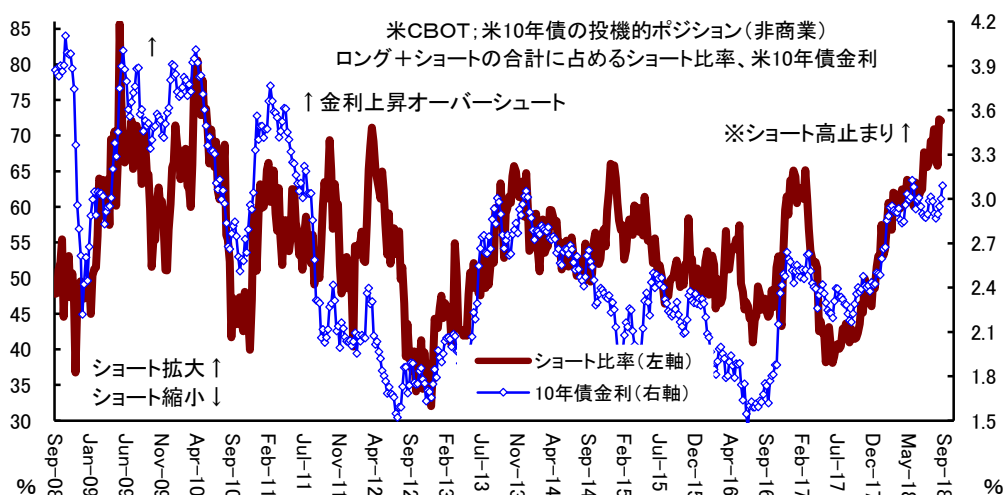
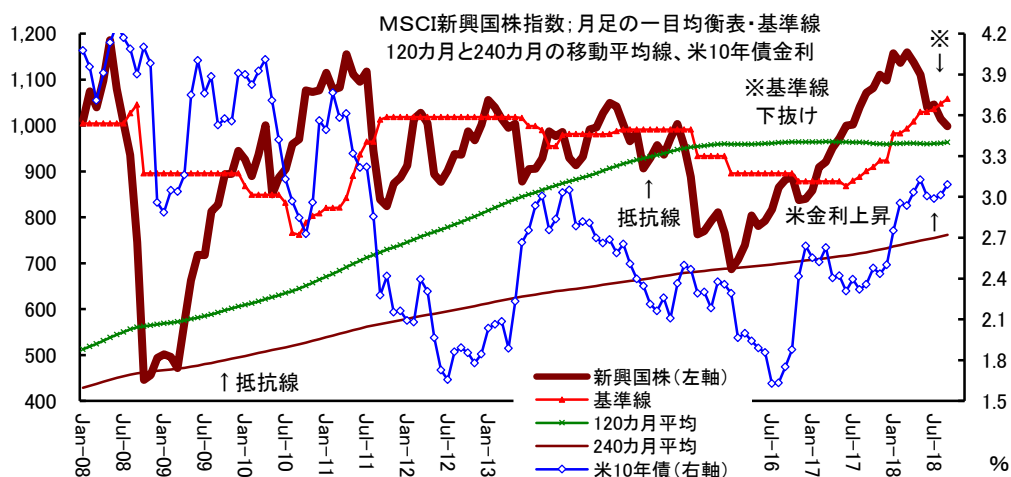
2.01%が最低となり、12月にかけて2.5%方向に上昇したほか、2016年は11月の米大統領選要因もあり、9月7日の1.52%を最低として12月には2.6%方向に切り上がっている。2015年も10月2日の1.90%が下限となり、11-12月にかけて2.35%超えの上昇モメンタムが形成された。

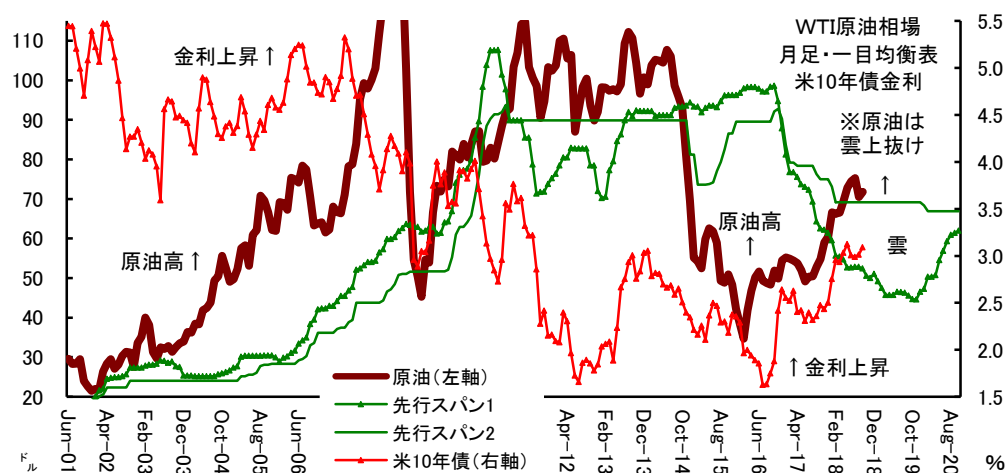
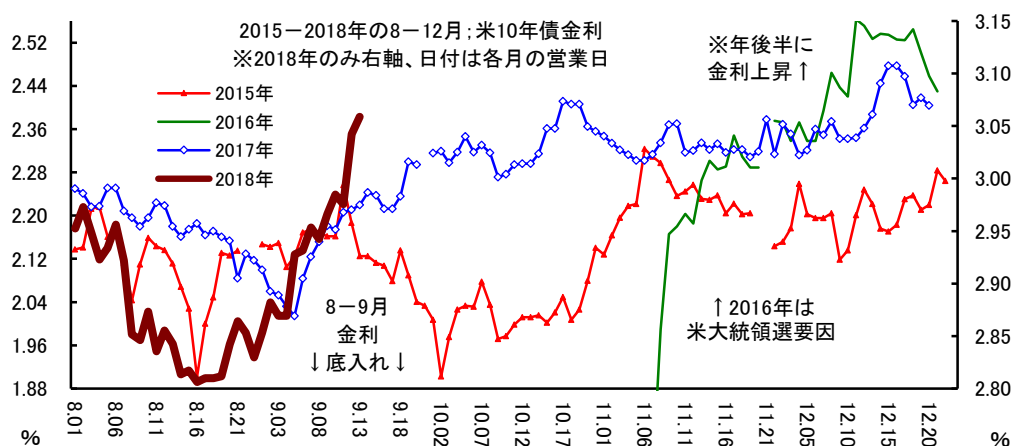
こうした米金利の年末上昇ジンクスについては、1) 年末商戦に向けて米景気が改善しやすい、2) FRBが年間の総括や年間の統計把握などもあって、12月利上げを志向しやすい、3) 長期運用資金や各国の外貨準備高マネーなどによる米債配分が、年明けまで息切れとなる、4) 米国株は「9-10月買いで4-5月売り」の運用実績が良い——といった要因がある。加えて米国では10月から新会計年度や議会での予算審議が始まることで、財政状況や国債発行計画などへの警戒感も高まりやすい。

今年の場合、当座は25-26日の米FOMCや10

月5日の米9月雇用統計などが、米債金利の上昇イベントとして警戒される。現在は原油相場の上昇も、金利押し上げの伏兵材料となってきた。主要産油国であるサウジアラビアは8月に国営石油会社サウジアラムコの新規株式公開(IPO)計画の中止が明らかになり、財政支援のために原油相場の適度な上昇が重要となりつつある。17日には米国によるイラン制裁などを受けた原油上昇リスクに対し、「サウジが1バレル=80ドル超えを容認する」姿勢が報じられたばかりだ。

今後は米国によるイラン産原油の禁輸制裁発動が11月4日に控えているほか、米国の内需好調さなどによる冬季の暖房油需要、中国などの内需刺激策強化などもあり、年後半にかけては原油相場の高止まりもまた、米債金利の上昇リスクとして警戒されそうだ。





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ご自身でお願いします。