

米金利低下阻む国債増発とFF 下限フロア

2019/2/4

長期債残高 8 年ぶり前年比増税、歳出増が利下げ遅延

米長期金利は低下圧力が根強いが（債券価格は上昇）、米政府の国債増発持続と政策金利 FF の当座の横這い化が金利低下余地の制約になる。今年の米国債純発行額は前年比 2 倍となった昨年の 1.3 兆ドルを上回る見込みで、恒常的に需給悪化警戒が続く。一方で国債増発の持続は広義の歳出増加要因となり、米 FRB の利上げ停止や米中貿易摩擦の緩和期待などとあいまって景気を下支えし、利下げ時期の遅延につながる。当座は FF2.5% 継続との見合いで米金利低下には制約があり、ドルの下値余地も狭まる。

公的債務残高・長期債が増加転換、過去はドル高

「トランプ米大統領は長らく不動産ビジネスに携わっており、長期金利の動向には苦労してきた。その分だけ、日本での日銀による長期金利の低位クギ付け政策と、国債買い入れによる間接的な財政ファイナンス策の長期化には密かに関心を寄せてきた」――。

米財務省などと情報パイプを持つ国際金融筋は、かねてからこのような指摘を行っている。実際にトランプ氏は昨年以降、米 FRB の利上げ継続に対して批判トーンを激化させてきた。

その中であくまで偶然ながらも、米財務省は 1 月 30 日、2 月実施の四半期・米国債入札に関して過去最大規模の長期債発行計画を明らかにする一方、同じ 30 日の FRB による FOMC では米国債の再投資停止を含めたバランスシート縮小に関し、早期停止の可能性が示唆されている。結果、米 10 年債金利は、1 月 18 日の 2.80% から 31 日には 2.62% 方向に押し下げられた（債券価格は上昇）。

あくまで米債金利の低下については、1) FRB による利上げ停止示唆とインフレの落ち着き見通し、2) 米政府機関閉鎖や寒波などを受けた当面の米国指標の下振れ観測、3) 米国株などのリスク資産に対する長期スパンでの頭打ち警戒――などが影響している。

一方で米財務省は 2 月の四半期定期入札で、長期債の発行額を 840 億ドルと過去最高水準に引き上げた。3 カ月前時から 10 億ドルの増加となっている。今年の米国債の純発行額についても、「2017 年の約 5500 億ドルから 2018 年には 1 兆 3400 億ドルに 2 倍増となったが、2019 年は 1 兆 4000 億ドルに達する見通し」（ドイツ銀行アナリスト、1 月 29 日ブルームバーグ）という可能性が出ている。

潜在的な米国債需給の悪化と、米長期金利の低下制約（債券価格の上値抑制）要因となるものだ。需給面では 1 月 31 日、海外で最大級の買い手である

中国の米国債保有高が、貿易摩擦や外貨準備高減少、人民元買い支えなどの影響を受け、昨年 11 月末に 1 年半ぶりの低水準に落ち込んだことが明らかになっている。

そうした中で、米財務省の公的債務残高・長期債（政府の金融負債総額を含む）では、昨年 12 月に前年比 +9.13% の増加となってきた（11 月は +8.99%）。昨年 1 月の +7.70% をボトムに拡大基調へと転じ、プラス幅は 2016 年 4 月以来の大きさとなっている。リーマン・ショックを受けた 2010 年までの急増とその後の反動急減を経て、約 8 年ぶりの前年比プラス幅増勢へと転換してきた。

前回の長期減少後の前年比プラス幅拡大は、2005 年以降に観測された。当時のドル/円は 2002 年以降のドル安・円高が底入れとなり、2005 年 1 月の 101 円から 2007 年 6 月の 124 円方向までドル高トレンドが点火された実績を有している。その前の前年比プラス幅拡大への基調転換としては、1995 年、1989 年などの前例があったが、ほぼ全てのケースでドル高・円安へのトレンド移行が連動観測されてきた。

FF2.5% で横這い、2 年債や 10 年債の低下制約

米国の長期債発行増は、米財政赤字の拡大などによるドル安要因となるものだ。その一方で、過去実績では、1) 米国債需給の悪化などによる米債金利の下げ渋りや上昇、2) 国債増発と裏表の歳出増加による米国景気の下支え効果、3) 米財務省による米国債ファイナンスの優先度上昇と外国マネーの取り込み重視（過去には日本の当局によるドル買い介入＝米国債購入の黙認ケースも）、4) 国債増発に付随した海外からのドル買い需要増加や、米政府のドル安誘導自制――などを通じて、ドルの下支えやドル高につながるパターンが目立っている。

今年でいえば米財務省は 1 月 28 日、昨年までに決められた減税や歳出拡大のほか、高齢化などの影響もあって、今年 1―3 月と 4―6 月の純借入必要額が「当初予想から増加する見通し」であることを明らかにした。同じ 28 日には超党派機関の米議会予算局（CBO）が、米国の財政赤字は 2019 年会計年度（18 年 10 月―19 年 9 月）に 8970 億ドルとなり、前年度の 7790 億ドルから拡大する見通しを示している。そのうえで「財政赤字が 1 兆ドルを超えるのは、2022 会計年度の見込み」と予測した。

もちろん、今年に関しては米議会でのネジレ化と野党・民主党の抵抗が、財政支出の歯止め要因となる。一方で民主党は伝統的に「大きな政府」志向であり、インフラ整備や低所得者への補助・減税、社

会保障支出の拡充などには前向きだ。トランプ米大統領も 2020 年の再選対策として、インフラ整備の具体化に着手。1 月 18 日には最大 13 年間に及ぶインフラ計画について政権幹部と会議を開催し、高速大容量の第 5 世代 (5G) 移動通信システムや航空管制システムの整備を含めたプランの協議を始動させている。

こうした国債増発と裏表の財政支出持続は、米国の景気の下支え要因となっていく。FRB による利上げ停止や米中貿易摩擦の緩和期待とあいまって、「FRB の利下げ時期遅延」につながる。すでに米国の内需や全体株に先行する「NY ダウ輸送株指数」は、昨年 9 月以降の先行急落を経て、昨年 12 月 24 日を底値に先行反発へと移行してきた。1 月 31 日時点で年初来リターンは+9.7%となり、代表指数である NY ダウ工業株 30 種の+7.2%をアウトパフォームしている。先行き米国景気のリバウンド回復に期待をつなぐものだ。

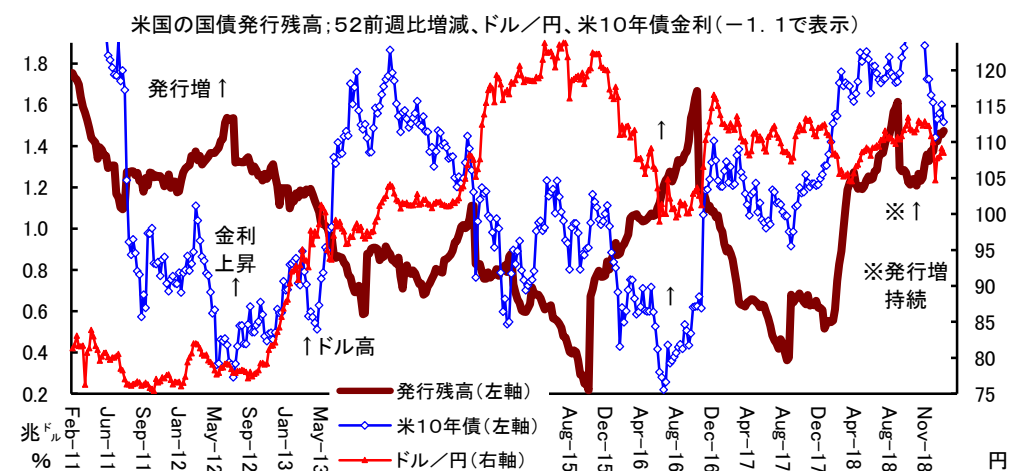
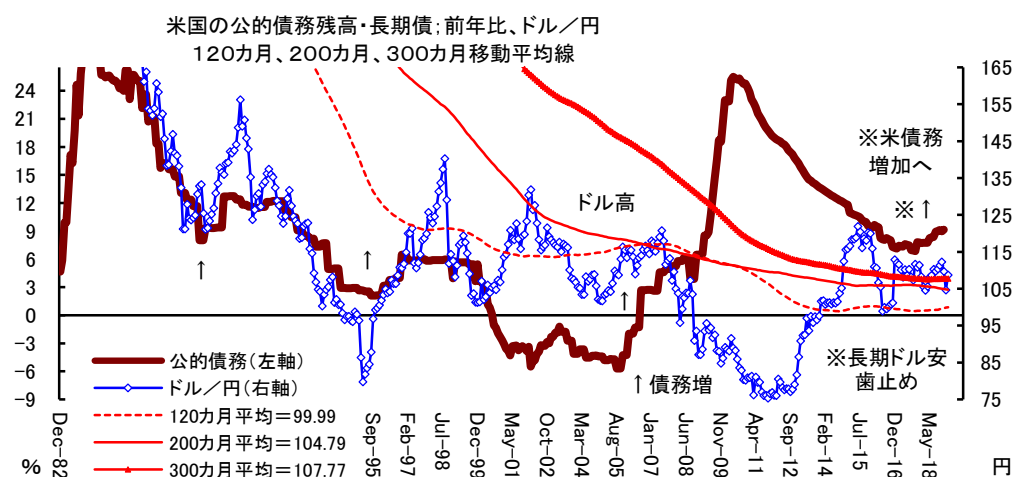
過去に米国の財政支出が前年比でプラス安定化を維持し、現在のように巡航速度ペースでの景気が維持されている局面では、米国の 2 年債金利、10 年債金利ともに、FF 金利（翌日物）政策誘導目標レベルに対しての大幅な下振れや下振れ定着は回避され

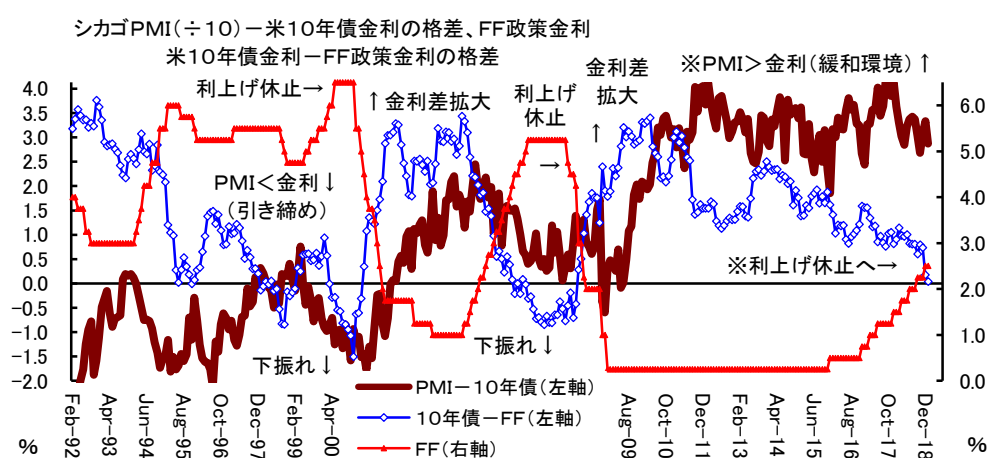
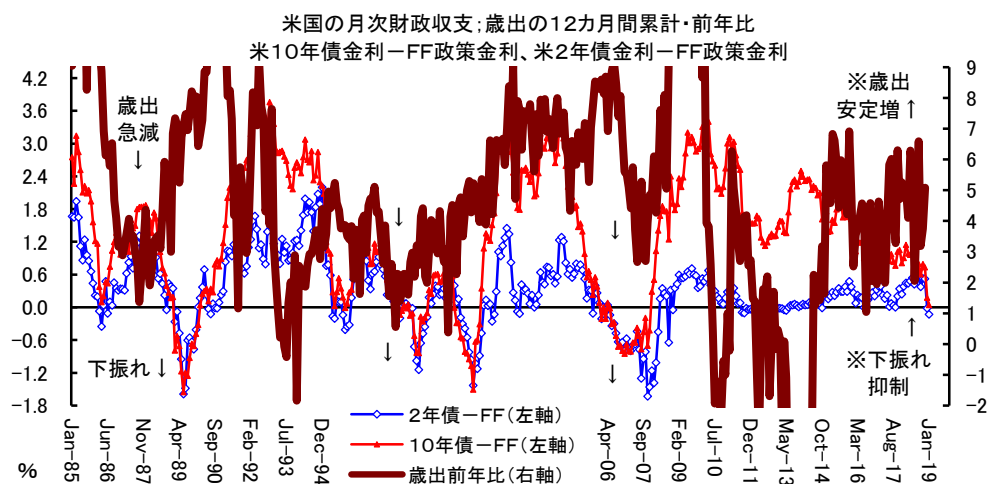
てきた。

当面の FF は、2.5%での横這い長期化が見込まれる。米 2 年債金利（直近最低は 2.37%）、10 年債金利（2.54%）は、2.5%方向への接近とともに当座の下限フロア接近が意識されていく。ドル/円についても、現状からのドルの下値余地縮小と、104-105 円方向に下抜けた場合の短命化が支援されやすい。

米国では最新指標の遅延混乱が続いているが、1 月 31 日の 1 月シカゴ PMI（購買部協会景況指数）は 56.7 と前月の 63.7 から急落した。しかし、50 の節目は維持されているほか、1 月に米 10 年債金利は月間最低が 2.54%と昨年 1 月以来の低水準に低下している。

結果、シカゴ PMI を 10 で割った指数と米 10 年債金利（月間最低）の格差は+5.67 となり、2010 年以降の+5 から+6 前後のレンジが維持された。現在もなお、米国の景況判断指数の長期金利見合いでの大幅な上振れと（景況指数>金利）、緩和的な金融環境が堅持されている。過去には同格差がマイナス化する引き締め状態になったあと、米国の景気後退や FRB の利下げ転換が連動観測されてきた実績を有している。





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ご自身でお願いします。