

米債金利、冬眠覚醒で緩やかな上昇機運

2019/3/4

FRB 中立長期化織り込み、公社債発行増、景気反動復調

米長期債金利は昨年 10 月から急低下したあと、1 月からは横這い冬眠となってきたが、緩やかながらも覚醒上昇の機運が見られ始めた（債券価格は下落）。FRB の利上げ停止や年内バランスシート縮小の終了は織り込みが進む一方、当面は中立長期化見通しが強まりつつある。現状の中立水準以下での FF 政策金利や名目 GDP 前年比以下の 10 年債金利は景気刺激効果を持つほか、米国での公社債発行増加による需給悪化、2 月以降の米指標の反動復調、長短金利差の正常化などが長期金利の上昇圧力となる。

名目 GDP>金利の上振れ維持、景気と資産支援

「歴史的、世界的に名目 GDP 成長率が長期金利を上回っている限り、緩和的な金融経済環境が醸成され、株価や不動産などの資産価格にはプラス効果を与え続ける。マクロ経済面でも、景気後退に転じた前例は皆無に等しい」——。

かねてから米国系ヘッジファンドの幹部は、このような基本原則を繰り返し強調してきた。2009 年以降、米国で記録的な長期に及ぶ景気回復と株高が維持されている背景には、まさに底流部分で「名目 GDP 前年比より低い 10 年債金利」という緩環境が堅持されていることが一因になっている。

昨年からは過去の最長記録などとの見合いで、さすがに 10 年前後に及んできた米国の景気拡大と株高には終焉リスクが高まってきた。しかし、悪材料が相次いだ昨年 10-12 月期の米 GDP は名目前年比が +5.3% となり、前期の +5.5% から鈍化したものの高い伸び率が堅持されている。一方で同期に米 10 年債金利のほうは、2.68% 方向に低下する場面があった（債券価格は上昇）。

結果、「名目 GDP 前年比-10 年債金利」の格差は +2.62% となり（前期は +2.69%）、3 期連続で +2.6% 超えの大幅乖離が維持された。2016 年 1-3 月に +0.87% へと上振れ幅が縮小したあとは、名目 GDP 優位へと格差が再拡大となっている。昨年 10-12 月時点における緩環境の堅持は、最低でも先行き 1 年間は米国の景気と株価の改善モメンタムを持続させる慣性効果を持ち得る。

ちょうど世界最大規模のヘッジファンド運用会社ブリッジウォーター・アソシエーツの創業者、レイ・ダリオ氏は 2 月 28 日、「米国のリセッション（景気後退）確率が低下している」との見方を示した。景気が減速し始め、米金融当局が成長にブレーキをかけることに「より慎重になったとみられるため」と説明している（リンクトイン、ブルームバーグ）。

その中で米 10 年債金利は、ジワリと上昇に転じ

てきた（債券価格は下落）。3 月 1 日週に週間最高が 2.73% 前後となり、週足テクニカルでは重要節目ラインである一目均衡表の転換線 2.67% を上抜け突破しつつある。昨年 11 月以来の上抜け回復であり、目先は下限固めを経ながら基準線 2.90% や、5 月にかけて雲上限が位置する 3.08% 方向が視界に入ってきた。

ちなみに前回、米国で「名目 GDP 前年比-10 年債金利」の格差が 3 期連続以上の 2.6% 超えとなったのは、2014-2015 年があった。その前でいえば、2012 年に観測されている。いずれもその後は 1-2 年後を含めて、短期調整的な景気減速や株安を挟みながらも、景気改善と株高の軌道は慣性的に維持されてきた。さらにさかのぼると、1976 年から 1979 年以來となる緩環境となるものだ。当時の名目 GDP 前年比は 1977 年 1-3 月の +9.2% をボトムとして、1979 年 1-3 月には +14.7% へと成長モメンタムが増幅されている。

こうした前例を含めて、「名目 GDP 前年比-10 年債金利」の格差がプラス化となっている局面では、FRB による利下げ転換は観測されていない。いずれも利下げ転換までには 1-2 年の期間を有しているほか、1980 年代以降の前例では、同格差がマイナス転換（＝引き締め環境による景気悪化）になって、初めて FRB は利下げへと移行している。

緩慢利上げと中立以下での停止、過去後退と違い

しかも今回の場合、過去の景気減速から後退入りとは異なり、1) FRB は過去比で極めて緩慢なペースで利上げを進めてきた、2) 過去の引き締めとは違い、FRB はあくまで「金融政策正常化」目的で利上げを行い、しかも中立水準の到達前に利上げを停止させた（緩環境維持）、3) 昨年までの FRB 利上げ局面でも米トランプ政権は財政出動と減税を行い、今年も歳出増加は続ける（景気刺激）——といった景気配慮の政策対応が講じられている。

その中で 2 月後半から米 10 年債金利が上放れしてきた材料としては、2 月 26 日のパウエル FRB 議長の議会証言などで FRB の「中立スタンス長期化」が織り込まれ始めたことがある。現状の中立水準以下での FF 政策金利や名目 GDP 前年比以下の 10 年債金利は、財政支出の維持とあいまって景気刺激効果を持つ。先行き利上げ停止によって短期金利は低位抑制されるため、これまでの「過度な長短金利差の縮小」の反動正常化の圧力が 10 年債金利の緩やかな上昇を促していく。

その他、最近の米長期金利の上昇背景としては、

1) 米国の10-12月GDPの底堅さや、最新2月分のミシガン大学消費者信頼感指数やシカゴ PMI などの大幅改善、2) 米国企業による社債起債の増加（債券市場全体の需給が悪化）、3) 中国 PMI の改善などを受けた世界景気の循環底入れ兆候、4) 米中貿易対立や英国の合意なき EU 離脱などの過度なリスク後退——といった材料がある。

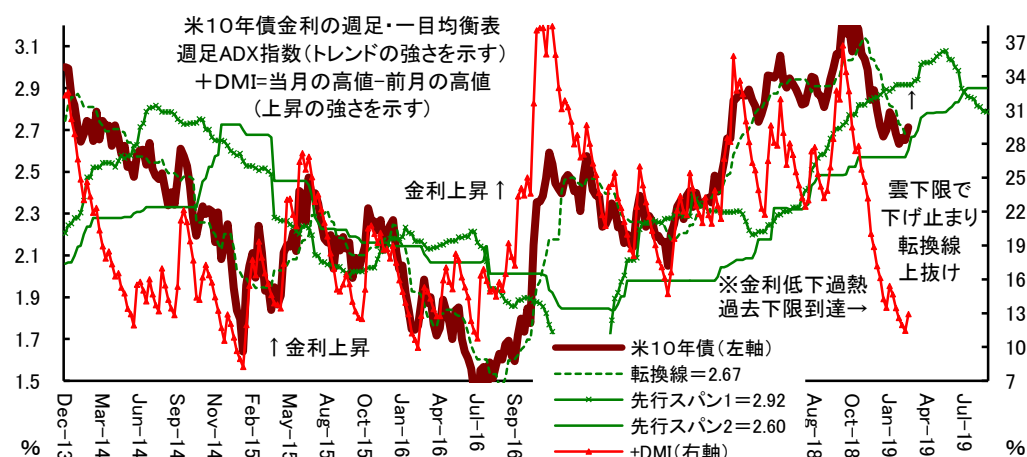
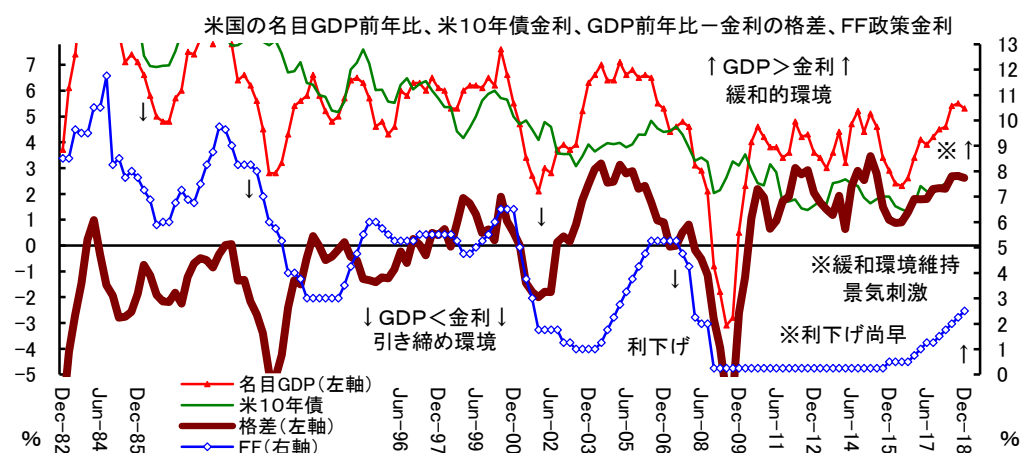
このうち米指標に関しては、今後も2月分以降に関しては反動改善が想定されやすい。米国企業による社債発行に関しても、市場混乱一服のほか、昨年までの大量発行の借り換え対応、貿易摩擦不透明感などで遅延されてきた設備投資の始動と資金需要、投資家サイドによる一定の金利が付く社債への根強い需要などで、先行き増加余地が残されている。

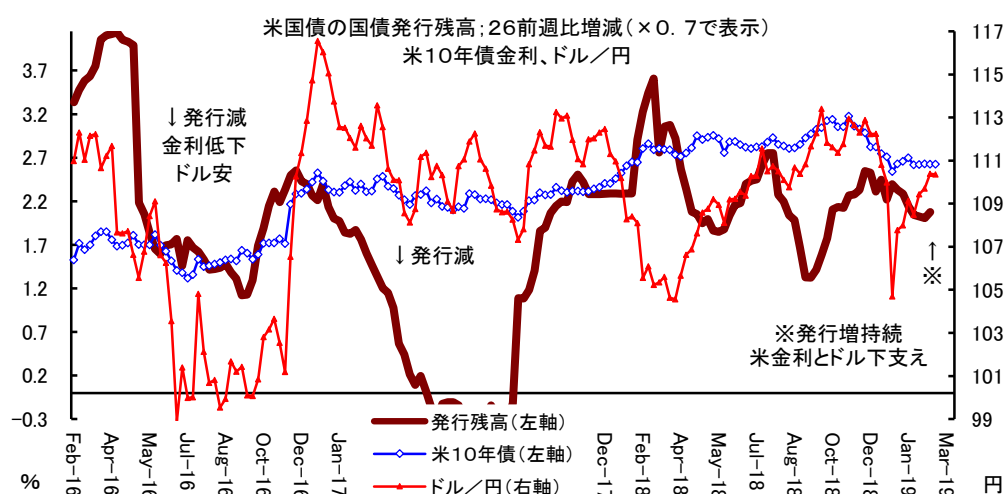
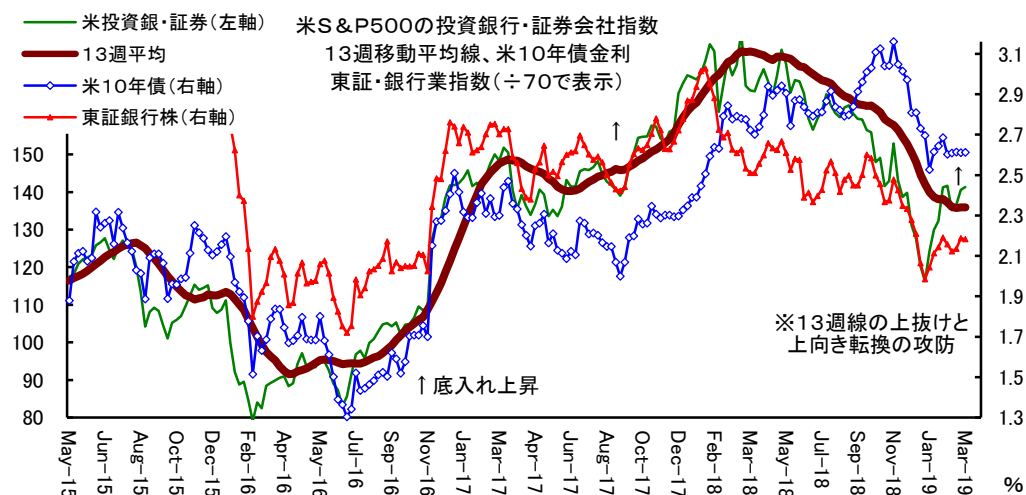
すでにブルームバーグ算出による米株 S&P500 の業種別では、長短金利差の拡大や社債発行業務の増加が追い風となる「投資銀行・証券会社」指数に底堅さが見られ始めた。昨年3月以降の長期下落を経て、1月から底入れに移行。反発ペースは鈍いも

の、週足テクニカルでは13週移動平均線を上抜け回復し、13週線の方角角度の上向き転換を巡る重要転機に直面している。

最近では13週線の上向き転換が2017年6月以降、2016年4月以降、2012年8月以降などから観測された。いずれも一定の時間差を挟みつつも、米10年債金利や東証・銀行業指数、ドル/円でのドルなどが連動して上昇トレンドに移行した実績を有している。

しかも今年の米国債市場では、国債発行の増額による需給悪化が懸念されている。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。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）という可能性が出ている。





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。