

海外公的マネーの米債、2.5%以下は減少

2019/4/22

米 10 年債金利の低下制御、増加一服で金利上昇圧力

米債金利は昨年 11 月から急低下してきたが（債券価格は上昇）、海外政府の外貨準備高（外準）を中心とした公的マネーの保有高は、年初からの再増加が一服になってきた。2013 年以降、米 10 年債金利の 2.5% 割れからは低金利嫌気などで保有高が減少するパターンもあり、2.5% 以下の金利低下を抑制する要因となりやすい。同時に保有高の増加一服は金利上昇要因となるもので、5-6 月にかけての FOMC や米中貿易協議の大詰め、OPEC（石油輸出国機構）総会を受けた原油動向などの金利影響材料が注視されよう。

FRB 代理保管の米国債、年初からの再増加一服

「低調なスタートとなった 2019 年の世界経済だが、後半には成長の再加速が予測される。この成長率の回復は、主要国での大幅な金融緩和策が下支えするものだ。また、GDP が潜在成長率に近い率で拡大しているにもかかわらず、インフレ圧力がないことで可能になり得る」――。

IMF は 9 日、最新の世界経済見通しでこのような予測を示した。世界の成長率予想は 2019 年こそ 1 月時の 3.5% から 3.3% へと引き下げたが、「2020 年は 3.6% に持ち直す」としている。11-12 日のワシントン G20 財務相・中銀総裁会議で議長を務めた麻生太郎財務相も、終了後に「世界経済は年後半に緩やかに持ち直すとの認識を共有した」と説明した。

その中で米 FRB が代理保管する外国中央銀行の米財務省証券保有高は、最新 4 月 17 日週時点で 3 兆 0513 億ドルとなった。前週比では -187 億ドルの減少となり、3 月 20 日週の 3 兆 0802 億ドルを直近ピークとして頭打ちに転じている。

最近では 1 月 4 日に 3 兆 0105 億ドルと 2017 年 8 月以来の低水準に減少したあと、再増加へと転換。米 FRB の利上げ停止のほか、世界経済の減速懸念などもあって、海外公的マネーからも「安全逃避の米国債シフト」が再燃してきた。しかし、4 月中旬には保有高が減少に転じている。

単純に年初からの機械的な資金配分の一巡や、米国債価格の反落（金利は上昇）を受けた時価ベースでの目減りといった影響は想定される。それでも同時進行で米欧中で経済指標が好転しており、「各国の公的マネーの米国債逃避から、景気テコ入れのための国内分配」や「過度な世界減速やリスク忌避の一服」を示すものだ。

同時に米国の 10 年債金利は、3 月 21 日から 2.5% の節目を割り込んできた。昨年 1 月以来の低水準となっている（債券価格は上昇）。同じタイミングで海

外公的マネーの米債保有高は、3 月 20 日週をピークに減少となってきた。一つの要因として、「2.5% 割れによる金利面での米国債の魅力低下」が意識されそう。

過去にも同保有高は、米 10 年債金利が 2.2% から 2.4% 前後で低迷していた 2017 年 9-12 月、1.9% から 2.4% でのレンジが続いた 2015 年 6-11 月などで減少が目立っていた。その前では、2013 年 12 月からの 3% 割れと 2014 年 8 月の 2.3% に至る金利急低下でも、保有高の減少が観測されている。各局面ごとに複合的な背景があったとはいえ、「2.5% 以下」という節目割れは、海外公的マネーの米債離れの要因として注目されやすい。

過去実績として海外公的マネーによる米国債保有高の増減は、米債金利の重要先行指標となってきた。今回についても、タイムラグを経た米債金利の上昇が注視されやすい。ちょうど 4 月末から 5 月上旬には、米 FRB による FOMC や米雇用統計と平均賃金、米国債の四半期定例・大型入札といった金利敏感イベントが相次ぐ。

世界減速からの翌年回復、年央から金利上昇例も

リスク選好を左右する米中貿易協議に関しては、一旦の合意イベントとして 5 月下旬や 6 月下旬などでの米中首脳会談が調整され始めた。さらに 6 月 25-26 日には OPEC（石油輸出国機構）が予定され、減産継続の思惑などが原油相場の底上げと米債金利の上昇要因として注目されよう。

奇しくも米 10 年債金利の週足テクニカルでは、一目均衡表チャートで 7 月 5 日週にかけて転換点を示す「雲のネジレ」が観測されている。現状段階で雲ネジレの位置は、2.88-2.89% 前後という水準だ。7 月 5 日週にかけては、雲のネジレ方向への接近やネジレの上抜けトライといった金利上昇の波乱は無視できない。

ちなみに過去の IMF 統計で世界減速のあと、2020 年予測の 3.6% と同水準の成長実績となったケースとしては 2014 年がある。今年と同じ状況にあった前年 2013 年の場合、米 10 年債金利は 3 月の 2% から 5 月にかけて 1.6% まで低下。しかし、その後は「年後半から翌年の回復」を先取りする動きも一因となり、12 月にかけて 3% 超えまで急上昇している。

その前では 2010 年に世界経済が、前年の減速から改善となった。当時の前年 2009 年の場合、米 10 年債金利は 3 月の 2.4%、4 月の 2.6% を発射台として、6 月や 12 月に 3.9% や 4% 方向へと金利が急上昇となっている。過去の世界減速と翌年回復の日柄

実績として、今年も 5-6 月の年央にかけての「先走りの金利上昇」には注意を要しよう。

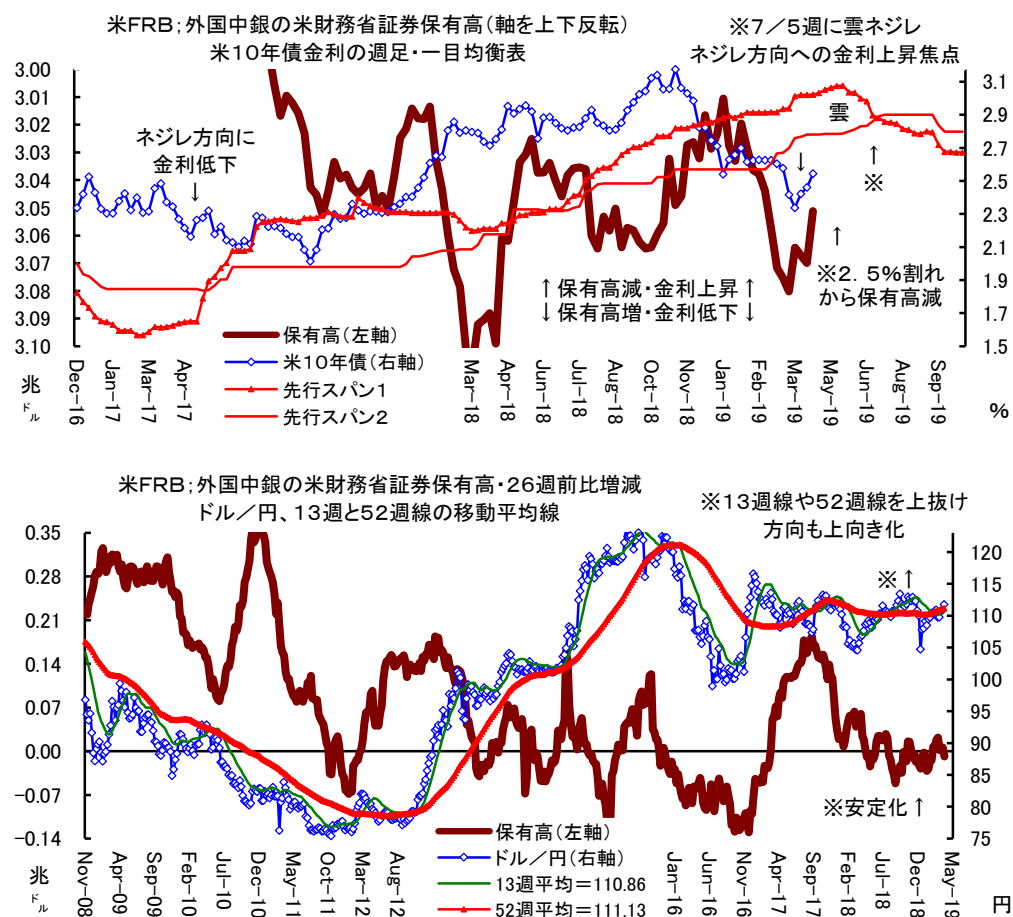
もちろん、今年は FRB によるバランスシート（保有米国債などの資産）縮小に関して、9 月末での終了方針となってきた。米国債の需給面では、債券価格のプラスと金利低下の要因となりやすい。しかし、FRB の資産縮小一服は、FRB による利上げ停止の長期化とあいまって、米国の株価や住宅・不動産といったリスク資産や、原油などの資源相場にはプラス要因となる。裏表の関係により、米国の長期債については、「安全逃避の後退」や「資産・資源インフレの懸念」などが債券価格圧迫と金利の上昇要因となっていく。

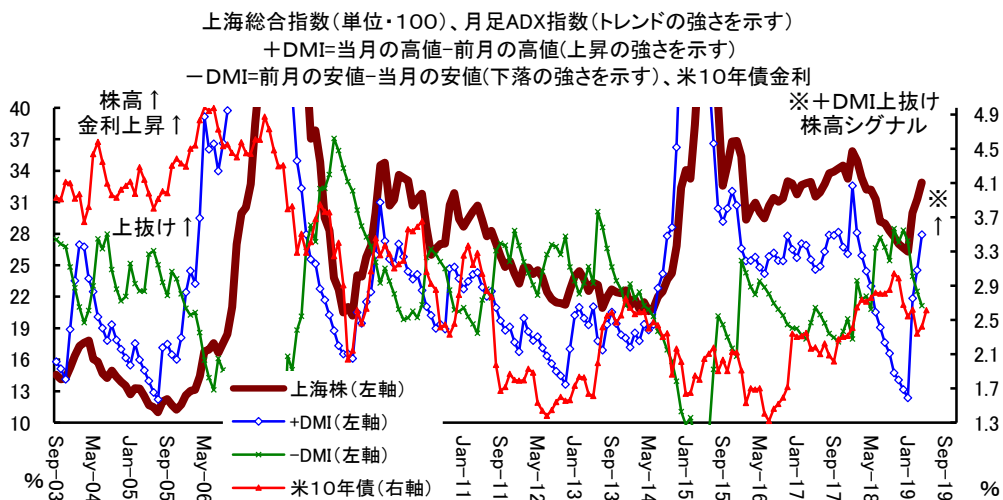
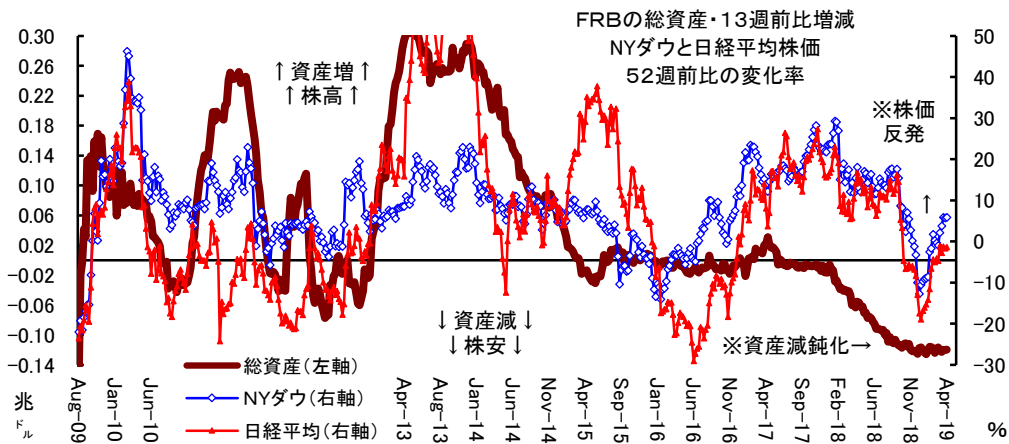
すでに FRB の総資産は、足元で減少ペースが鈍化してきた。約 3 カ月前比となる 13 週前比では、最新 4 月 17 日週に -1197 億ドル減となり（前週は -1199 億ドル）、4 週連続でマイナス幅が縮小している。最近では昨年 12 月 19 日週に -1251 億ドル

へと減少幅が拡大する過程で、実質的な量的引き締め（注）の圧力が増大。米国株は大幅下落に見舞われた経緯がある。

しかし、今年 1 月以降は減少幅が縮小に移行し、連動して米国株や日本株は反発に転じている。今後は 9 月末に資産縮小が終了となることで、好悪両面を有しながらも、量的引き締め的一段落による「超低金利ユーフォリア」と「カネ余り相場」の再加速余地が注目されそうだ。

すでに中国では流動性の供給が再増強され始めた。中国人民銀行による経済全体のファイナンス規模は 3 月に 2 兆 8600 億元（約 48 兆円）となり、2 月の約 7000 億元から 4 倍もの急増となっている。3 月のマネーサプライ（通貨供給量）では、M2 が前年比 +8.6% 増と 2018 年 2 月以降で最も高い伸びとなっている（2 月は +8.0%）。そうした追い風を受けて、中国株市場のテクニカルでは上海総合指数などで複合的な買いシグナルが点灯してきた。





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。