

米長短金利差、僅かながら拡大軌道固めへ

2019/7/22

利下げや景況・物価予想修復、短期債はショート整理余地

米国債市場の長短金利差は、僅かながらも拡大軌道を固めつつある（スティープ化）。米 10 年債－2 年債の金利差は、2017 年以來となる 52 週移動平均線の上抜けや 26 週線の上向き化へと基調転換してきたほか、2 年－3 カ月物の金利差も昨年後半からの急縮小を経て、昨年 10 月以來の 13 週線超えへと拡大修復されてきた。米 FRB による短期政策金利の引き下げ地ならしのほか、貿易摩擦小康と株高、ドル安、資源高などもあって、先行きの景況感や物価の見通しも修復兆候がある。

先行指数は後退シグナル回避、利下げでダメ押し

世界的に利下げ観測や金利低下、デフレ圧力などが銀行株に打撃となるなか、MSCI 先進国株指数（ドルベース）の「商業銀行株指数」は 18 日、直近安値である 5 月 31 日から +5.3% の上昇となってきた。短中期のトレンド判断で参考になる週足テクニカルでは、実に昨年 3 月以來となる 26 週移動平均線の上抜けと上向き化という基調好転シグナルが点滅している。

しかも重要節目ラインである週足・一目均衡表チャートの雲下限について、6 月後半からは上抜け回帰と下値固めに向かい始めた。過去には 2016 年 8 月や 2012 年 6 月、2009 年 9 月などから上抜け突破が観測され、いずれも底固めを経た上昇トレンド入りの高確率実績を有している。いずれも連動する形でのリスク選好により、日本では日経平均株価やドル/円でのドルは底上げされてきた。現在はまだ総悲観ムードが根強いものの、相場格言「強気相場は悲観の中に生まれ、懐疑の中に育つ」という流れの先行指標として注目されやすい。

もちろん、米国株市場での銀行決算は前週以降、先行き不安感を示す内容が相次いでいる。それでも米国や先進国での銀行株を下支えしているのが、米国における長短金利差の縮小一服だ。米 FRB による 7 月末の 0.5% 利下げ期待や、その後の複数回の利下げ織り込みなどで、10 年債金利の低下以上に短期 2 年債の金利低下が加速。週間最低金利の比較ベースで「10 年債－2 年債」の金利差は、7 月 19 日週に 0.273% となっている。3 月 22 日週の +0.116% を直近最少として金利差縮小に歯止めが掛かり、昨年 11 月以來の開き幅へと回帰してきた。

最近の米国では利下げ期待に貿易摩擦懸念の緩和が重なり、株高、ドル安、資源高などが進行している。結果、最新の 7 月指標では景況感や物価判断の先行き見通しが改善してきた。こうした足元比での将来期待の修復もまた、短期債より長期債のほうの

金利を底上げさせやすい。

例えば 7 月のフィラデルフィア連銀製造業景況指数では、6 カ月先予想が 38.0 と前月の 21.4 から +16.6 もの急上昇となった。実に 2011 年 7 月以來という、大幅なプラス幅になっている。販売価格も現状が 9.5（前月 0.6）、6 カ月先予想が 34.1（24.4）となり、物価の先高感が示唆されている。

同じく米景気の先行きを示す米コンファレンス・ボードの景気先行指数では、最新 6 月に「ディフュージョン指数」が 60.0% と前月の 55.0% から上昇した。同指数は構成要素の中での景気に敏感な指標のうち、上昇を示している指標の割合だ。過去の分析では、同指数が 6 カ月間 50% を下回った場合、「景気後退のサインと見る傾向がある」（コンファレンス・ボード）という。

現在の場合、2016 年 10 月の 25% を最後に 50% 割れはまだ見られていない。その中でも FRB は「先行きの景気後退の未然阻止」に向けて、予防的利下げを準備している。足元の先行指数の底堅さ維持とあいまって、当座の景気後退リスクの後ズレが担保されやすい。この景気先行指数とディフュージョン指数の算出指標では「長短金利差（スプレッド）」も一つの重要な構成要素となっており、裏表の関係で長短金利差の緩やかな拡大軌道入りは可能性が高まっている。

ショート規模、10 年債より 2 年債で整理遅れ

先行き 10 年債以上の 2 年債の金利低下余地を示唆するのが、投機的なショート・ポジション（債券価格下落と金利上昇方向を見越した売り持ち）の積み上がりだ。シカゴ商品取引所（CBOT）による投機的な米国債先物ポジションでは、最新 7 月 9 日週時点で 2 年債は－31 万 2954 枚となり、3 週連続のネット・ショート拡大となった。5 月 14 日週の－3 万 3305 枚を直近最低として売り持ちの増加が続き、2 月 19 日週の－33 万 4844 枚以來の高水準となっている。

投機売買だけでなく、ヘッジなど多種多様の目的が含まれているが、それでも 2 月の場合、ショート整理に連動して米 2 年債金利の低下（債券価格は上昇）が進展。3 月 5 日の 2.56% を直近最高として、5 月は 1.91%、6 月は 1.69% 方向に急低下している。

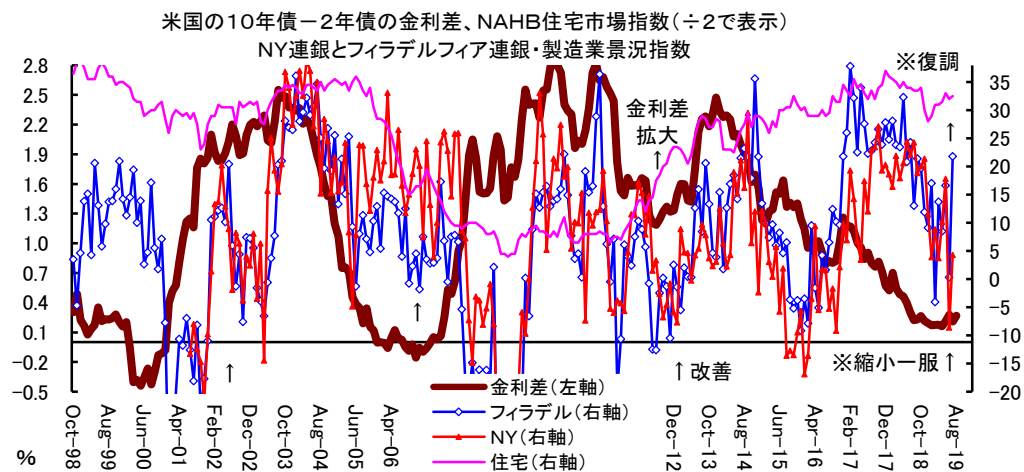
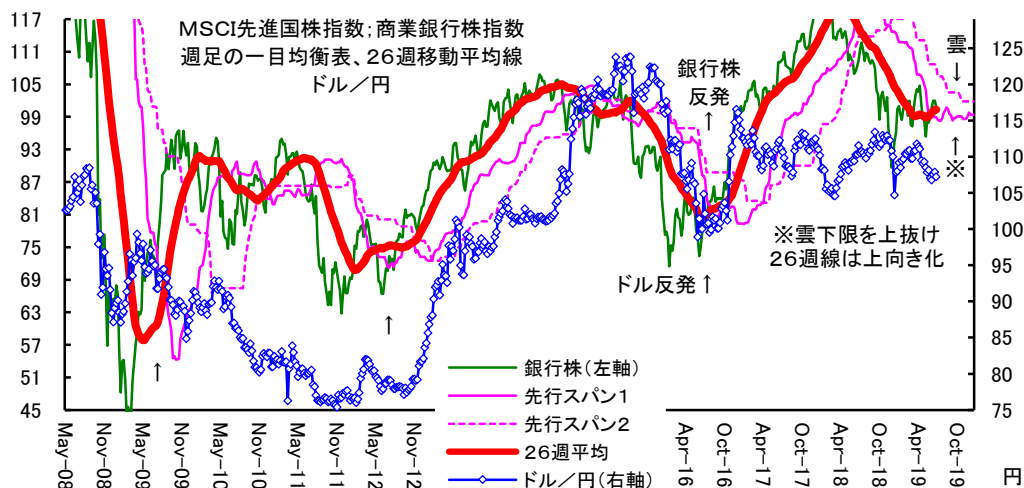
一方で米 10 年債のポジションも、9 日週時点で－28 万 8836 枚というネット・ショートになっている。しかし、こちらは 6 月 4 日週の－46 万 7702 枚を直近最高として、ショート整理が先行進展してきた。それが 6 月以降、10 年債金利の低下が加速される一因となっている。すでに 4 月 30 日週以來の低水準へ

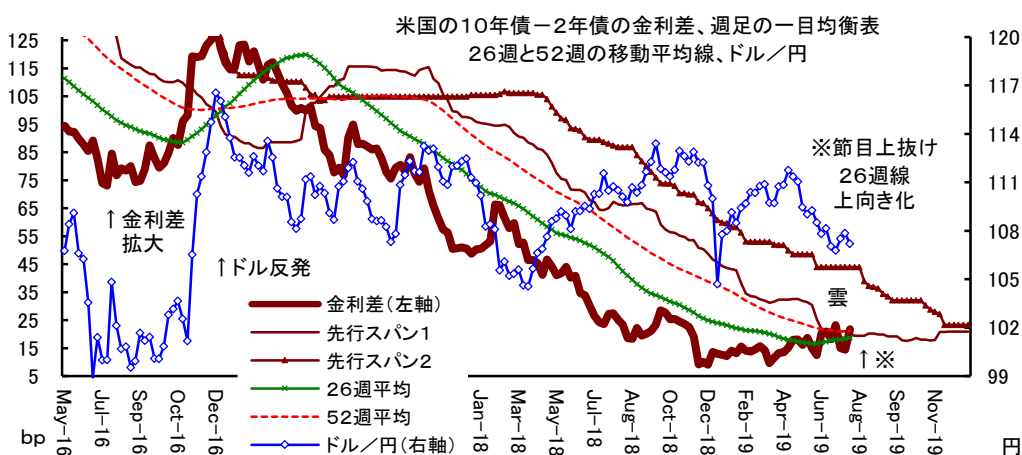
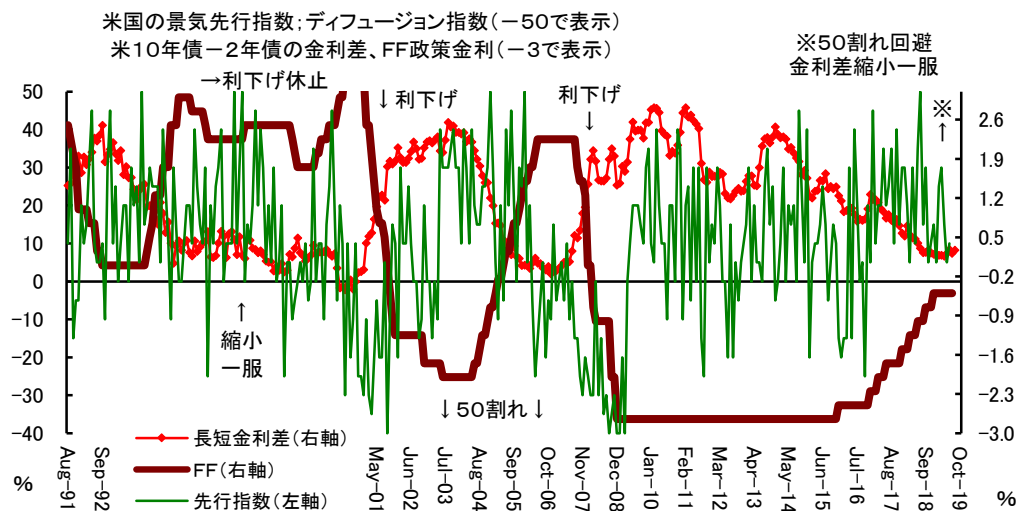
と圧縮されており、「今後のショート整理余地」という点では、10年債よりも2年債のほうで金利低下の残存余地が着目されやすい(長短金利差は拡大余地)。しかも現在はショートの規模比較でも、2月19日以来となる2年債の高位残存となってきた。

ちなみに「米10年債－2年債」金利差の週足テクニカルによると、6月後半から52週移動平均線の重要節目を上抜け突破している(金利差は拡大方向)。同時に2017年から強力な上限抵抗ラインとなってきた一目均衡表の雲下限を上抜けしてきたほか、26週移動平均線の方角性も上向き化へと転換している。いずれも2017年3-4月以来の基調転換となるもの

だ。2016年12月を直近最大とした2年半に及ぶ金利差縮小トレンドに、一旦の歯止め機運が見られつつある。

同時に「2年債－3カ月物」の金利差も、昨年後半からの急縮小に歯止めが掛かってきた。昨年12月にはFRBが政策金利FF(翌日物)を中立金利見合いで引き上げ過ぎたこともあり、3カ月物優位のマイナス幅拡大が加速されてきた経緯がある。しかし、6月からは金利差縮小に歯止めが掛かり、7月19日週からは昨年10月以来となる13週移動平均線の上抜け回帰へと拡大に転じてきた。





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。