

米2年債ショート整理進捗、ロング増には制約 短期金利低下・株高・ドル安を制御、ショート再増余力も

(株) ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2021/8/4 (水)

米2年債は6月以降の金利再低下（債券価格は上昇）の一因となってきた投機的なショート・ポジション（売り持ち）の整理が進捗しつつある。先行きロング拡大余地は残るものの、米FRBによる先行き利上げの可能性は消えていないほか、供給制約などによる短期的なインフレ圧力の残存、米経済の基本的な高成長持続、政策金利FF（翌日物）のゼロ%下限制約との見合いでの2年債金利の低下制約（債券価格の上値余地の狭まり）などもあり、ロング増には限界もある。米国の短期金利低下と過度な株高、ドル安の「各抑制効果」が注視されよう。

米2年債ショート3月来の低水準、買い戻し進展

「米ワシントンでは今年の夏休みシーズンが終了すると、来年11月の中間選挙対策が段階的に始動していく。バイデン政権からすると何とか景気急回復の過熱ピークアウトを制御しつつ、来秋に向けて雇用の増加を伴う一定の経済成長を持続させるという政治的な意向が強い」――。

米国系の大手資産運用会社幹部はこのような指摘を行う。米与党の民主党は現在、5500億ドル（約60兆円）規模のインフラ包括法案を巡る議会調整を進めているが、先行きの難航や規模減額、実際の執行時期遅延といった各リスクを踏まえつつも、時間軸としては「来秋の中間選挙前までの成果表出」を逆算している側面もある。

一方で足元の米国経済については重要先行指標であるISM製造業景況指数が、最新7月分で予想を下回る減速となった。根強い供給・輸送制約や素原材料などの不足と価格上昇、変種を含めたコロナ感染の再増加などにより、成長ペースの鈍化が懸念されつつある。

それでも「来秋にかけての成長延命」という政権与党の目標を勘案すると、現状からの景気減速の度合いや期間は抑制される可能性がある。米国債市場でも現状段階では長期金利の急低下（債券価格は上昇）に比べて、1-2年先の景気動向が反映される短期金利の低下幅は抑制されている。

例えば米10年債金利は2月以来の低水準となってきたのに対し、2年債金利はFRBによるFOMCで利上げ時期の前倒しなどが示唆された6月16日時の水準で踏みとどまっている。各年限ごとの米債需給の違いが影響しているにせよ、1-2年後に向けた過度な景気減速リスクの抑制のほか、1-2年後に向けたFRBによる利上げ観測の現状残存を示唆するものだ。

その中でシカゴ商品取引所（CBOT）による投機的な米国債先物ポジションでは、最新7月27日週時点

で2年債が-5万4331枚のネット・ショートになった。前週の-5万8083枚を含めて、3週連続で売り持ちが減少（債券価格上昇と金利低下の方向に作用）。7月6日週の-19万8362枚や3月9日週の-40万7364枚を直近最大のショートとして、2月23日週の-3万9871枚以来の低水準へと圧縮されている。

米2年債金利は6月18日FOMC直後の0.282%前後を直近最高として、7月以降は金利再低下となってきた。8月2日には0.168%と6月16日以来の低水準に切り下がっている。同時進行で2年債ポジションではショートの整理（＝買い戻し）が進んできたと見られるが、足元では解消の進捗と終盤入りが示唆されつつある。

最近の米2年債ポジションは2017年5月以降、基本的にネット・ショート状態が長期定着してきた。ショート整理時の下限は今年2月の-3万9871枚のほか、2020年3月の-3万6065枚、2019年5月の-3万3305枚などとなっている。一時的なネット・ロング転換局面があった2018年も、ロング期間は5-6月の6週前後と短期にとどまっていた。

ISM「入荷遅延」低下、供給・輸送制約改善示唆

その意味で最新7月27日週の-5万4331枚以降は、一旦のショート整理「下限」接近が意識されやすい。現状からの米2年債金利の低下余地狭まりや、反動調整的な金利上昇が注視される。

過去実績として米2年債のショート整理が一段落となると、2年債金利は底入れから上昇へと転じてきた。連動する形で為替相場のドル/円では、ドルの下げ幅縮小やドル反発に移行するパターンが見られている。一方で米国株市場では、金利敏感のITハイテク株などに悪材料へと作用。2年債ショートの整理一巡後には、2年債ショートの再拡大と金利上昇、フィラデルフィア半導体株指数（SOX）といった米ハイテク株の上げ渋りや調整株安という相関性が同時観測されてきた。

今回についても、まずは米国の短期金利低下と過度な米株高、ドル安の「各抑制効果」が注視されよう。

もちろん、今後は世界的な感染再増加や米国経済の減速懸念、中国での規制強化などによるリスク回避とあいまって、米2年債のポジションがショート整理を超えてネット・ロング拡大へと移行していく可能性も残されている。

しかし、現状からの米2年債ロング積み上げと金利低下見通しには、FRBによる2023年にかけての利上げ観測が障害となる。米セントルイス地区連銀の

ブラード総裁は7月30日、FRBが「今秋に量的緩和縮小（テーパリング）を開始すべき」という見解を示したばかりだ。債券購入を来年初頭に終了させ、必要に応じて「来年中の利上げ実施」を可能にするため、「かなり速いペースで縮小することが望ましい」と述べている。

8月2日には米景気の減速懸念下にあつて、FRBのウォラー理事が「向こう2回分の雇用統計でそれぞれ80万—100万人増加すれば、FRBは10月までに量的緩和措置の縮小に着手する可能性がある」、「2022年の利上げに向けた体制を整えるため、テーパリングに早期に着手する必要がある」という見解を示した。

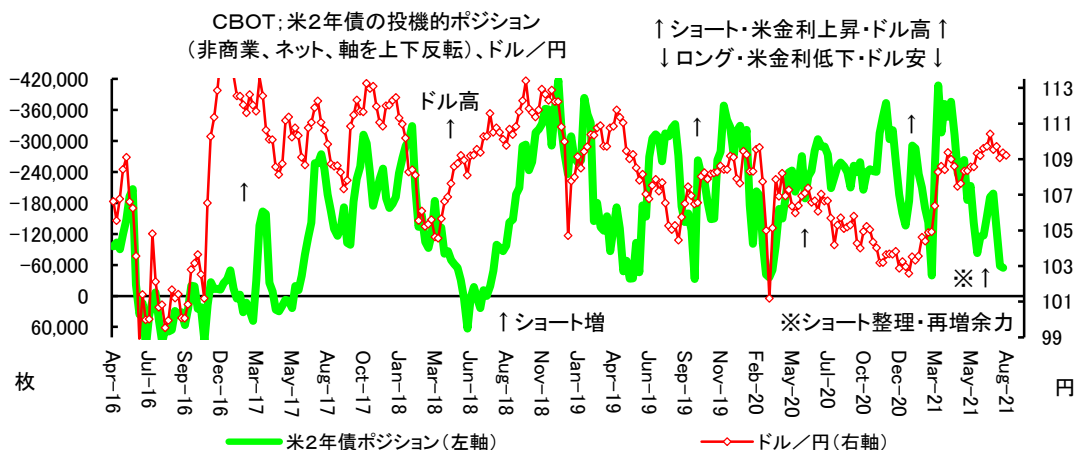
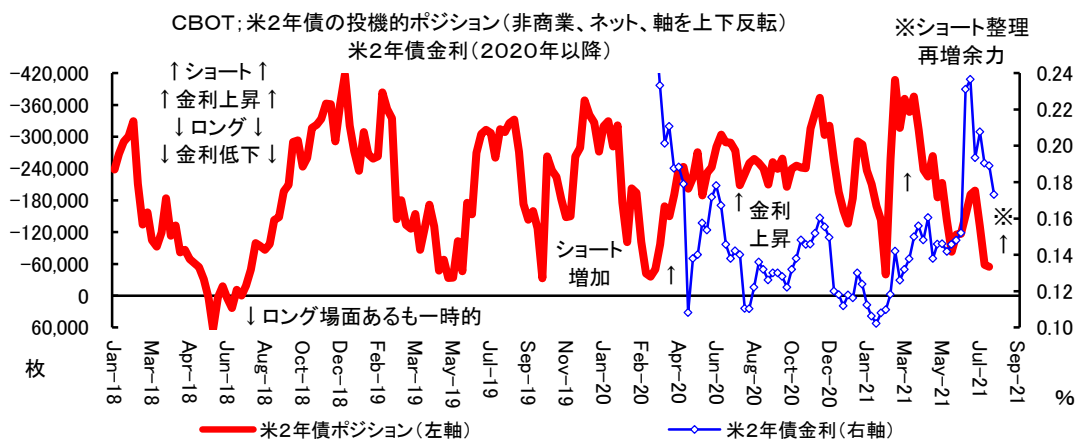
もちろん、FRBの先行き利上げスケジュールには不透明材料が山積している。それでもFRBは政策金利FF（翌日物）のマイナス化は明確に否定しており、ゼロ%が下限フロアとなる制約は続く。連動する形で2年債金利については、FFとの見合いで現状からの金利低下余地（債券価格の値上がり余地）は狭まりが意識される。米2年債のショート整理を超えたロング積み上げの制約となるものだ。

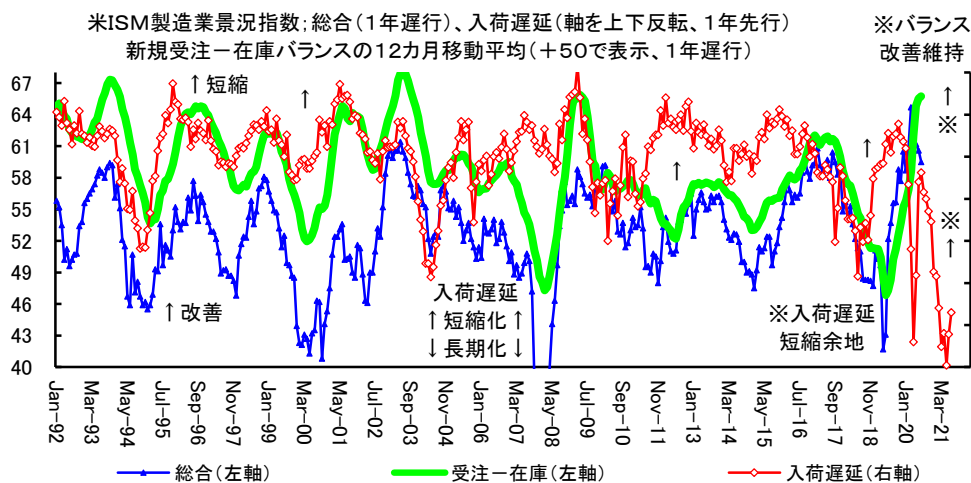
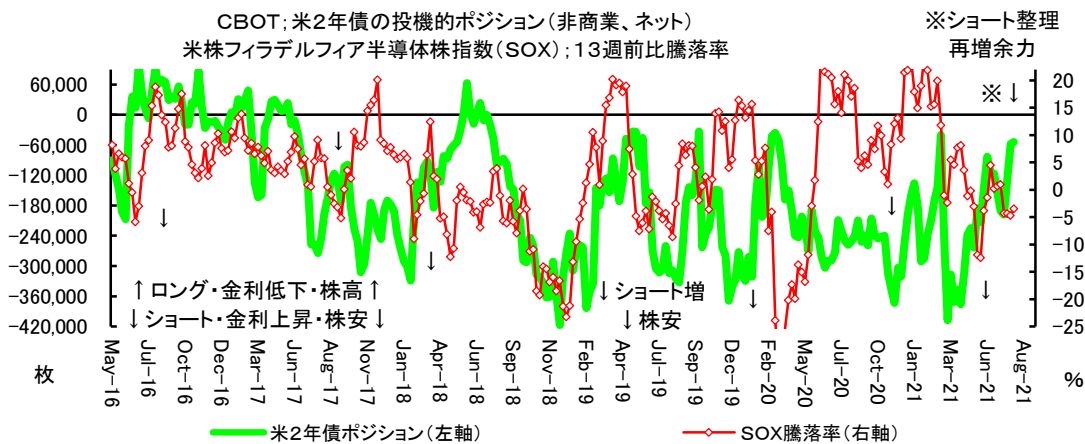
過去に米2年債ポジションがネット・ロングに転換した局面でいえば、2018年5—6月に2年債金利は2.3%から2.6%で推移していた。当時はそこからゼロ%に近い方向に、潤沢な金利低下余地と債券価

格の値上がり余地（＝ロング拡大のインセンティブ）が残されていた。その前のロング拡大時は2017年4—5月の1.2%から1.4%、2016年6—11月の0.5%から0.9%、2015年3—9月の0.5%から0.8%時などとなっている。いずれも現状の米2年債金利0.17%前後に比べると、金利低下の余地と債券価格の値上がり余地が残存していた。

また、米国の先行き景気に関しては、減速を示した7月のISM製造業景況指数にあつて、供給・輸送などの制約状況を示す「入荷遅延」が低下に転じている。5月には78.8と1974年以来の高水準に急上昇し、入荷遅延の深刻化や長期化が示されたが、その後は6月75.1、7月72.5と切り下がっている。入荷遅延の改善と短縮化を示唆するもので、過去実績では半年から1年のタイムラグを経てISM総合指数の押し上げへと波及してきた。

同じ7月のISM指数では、総合指数に先行する「新規受注—在庫」のバランスが+16.0となった。6月の+14.9から再上昇となったほか、トレンドを示す12カ月移動平均でも上昇トレンドが維持されている。米国ではワクチン普及などで経済制限の解除と経済活動の再開が進んでおり、先行き供給・輸送などの制約改善と正常化回帰の余地が、来秋の中間選挙に向けた経済成長の維持延命要因として注視される。





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。