

米5年債金利1%超え、素通り警戒ゾーンに 1-2%は急変動、政策「正常化」織り込み加速注視

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2021/10/20 (水)

米5年債金利は2020年2月以来の1%超えとなってきたが、過去実績として1-2%前後は上昇・低下の両面で素通りしやすい真空ゾーンとなっている。5年債は短期政策金利の動向とFRBによる長期債購入ペースの双方から影響を受けるという位置付けもあり、先行き「複数回利上げ」や「長期債購入の減額から停止」といった金融政策正常化の織り込み加速と、金利上昇の加速が注視される。ドル/円ではドルの支援材料となる一方、米国株の下落による日本の株安とリスク回避の円高には注意を要しよう。

5年債、政策金利と長期債購入の動向に両影響

「米FRBの金融政策は慎重に正常化へと向かう」(9月29日、パウエルFRB議長)、「米国経済にはコロナ変異種や債務上限問題といった不確定要因はあるものの、中期的な経済の道筋を楽観視しており、来年には完全雇用へ回帰する」(9月28日、イエレン米財務省官)――。

ここにきて米国の政策当局幹部からは、このような金融政策と経済の「正常化」見通しが目立ち始めている。

IMFの経済顧問兼調査局長も12日、最新の世界経済見通しで「先進国・地域は、2022年に総生産がパンデミック前のトレンドに戻り、2024年にはそれを0.9%上回るとみられる」と指摘。来年以降にかけてのコロナ危機前への経済正常化に自信を示した。

その中で米国債市場では金利の上昇が加速し、5年債金利は9月22日の0.82%前後を直近最低として10月13日以降は1%の節目を突破してきた。2020年2月以来の高水準となっている。5年債金利は為替相場でのドル/円と相関性が高く、当座のドル高持続をサポートする材料として注視されやすい。

一方で5年債は10年債との連動性もあって、上昇ペースが行き過ぎると米国株の下落を促す。日本株など世界株も連れ安となり、現在の円全面安の過熱調整や投機的な円ショート・ポジション(売り持ち)積み上がりの反動などもあって、単発的にリスク回避の円全面高が加速される潜在余地にも注意を要しよう。

米5年債については、過去にブルームバーグがストラテジストなどの意見をもとに、「短期金利の動向と、当局による長期債購入ペースを巡る観測の両方から影響を受ける」(8月25日)といった指摘を行ってきた。

また、今年2月には「5年債利回りは、米金融政策当局が緩和的とも引き締め気味とも考えない中立的な政策金利を推測する上で、最も適した市場の目

安」という、マルチ資産戦略責任者の分析を紹介。当時は0.57%前後にあった5年債金利が、0.75%方向に上昇した場合、「その他の条件が変わらないと仮定して、コロナ禍から経済が回復過程にある中で、金融環境を引き締めることになりかねない。同時にそれは、企業や政府の借り換えブームが終了する可能性を意味する」という警告を発していた。

こうした点でいえば、足元の1%超えへの上昇は先行き短期・政策金利FFの「複数回利上げ」や、FRBによる長期債購入の「減額開始から減額規模拡大、その後の停止」を織り込む形での金利上昇余地が注視される。同時に5年債金利の上昇は、「中立的な政策金利との見合いでの金融環境の引き締め圧力」が示唆され、米国株を始めとした世界のリスク資産の調整下落要因にもなりかねない。

しかも過去実績として5年債金利の1%超え後は、一気に2%方向に向かうモメンタムの加速が観測されてきた。反対に2%超えからの金利低下局面では、一気に1%割れに急落するという「素通りしやすい真空ゾーン」となっている。その意味でFRBの次回FOMCである11月2-3日や年末にかけては、短期間で2%方向を目指す金利急上昇や、連動したドル/円でのドル高オーバーシュートが注視される。同時進行の形で、常に米日株の下落とリスク回避の円高も警戒される地合いが続く。

5年債ショート急増、10年債ロングで追随余地も

現在と同じような量的緩和と実質ゼロ金利政策の見直し局面でいえば、2013年5月から5年債金利は1%超えとなった。その翌月6月には1.56%前後、4カ月後の9月には1.86%と、短期間での急上昇となっている。その過程では部分的に「5年後のFF1.75%超え方向」を一気に織り込む動きもあったが、結果論ながら、FFはそこから「4年5カ月後」にあたる2018年3月に1.75%へと利上げが進んでいた。

当時のドル/円は2013年5月の1%超えのあと、翌6月の93.64円前後でドルが底入れ反転。5年債金利の急上昇などもあり、6-7カ月後となる同年12月に105.44円前後と+11.8円幅のドル高が進行している。

その前ではリーマン・ショック後の金利急低下のあと、2010年11月に5年債金利は1.01%前後と1%割れ寸前まで低下する場面があった。しかし、1%前後で底入れしたあとは、一転して金利急上昇へと転換。僅か3カ月後となる2011年2月には、2.42%方向へと急反発している。まさに1-2%前後での滞空時間の短さを示すものだ。

リーマン・ショック直後でも、2008年11月の2.83%から翌12月に1.19%へと急低下した。当時は1%前後で底入れのあと、6カ月後の2009年6月に2.99%という急変動が観測されていた。

5年債金利の1-2%ゾーンの急変動に関しては、1%超えや1%割れという節目突破を契機に、ポジション、ポートフォリオ、ヘッジなどの各対応が機械的に加速される側面もある。1%超え後の急上昇でいえば、1) 1%超えからは、FRBの物価目標2%などとの見合いで「5年後のFF2%超え」の織り込みが加速されやすい、2) 5年債1%超えは微妙に物価が上昇し始める段階であり、FRB物価目標2%との見合いで先行きインフレが現実警戒され始める、3) 利上げ観測に連動して10年債や30年債などの長期債金利が上昇するため、金利差面で5年債から、金利の高い長期債に長期運用マネーがシフトされる、4) 複数回の利上げ織り込みが本格化してくると、2年債などの短期債から、一気に5年債などへ金利上昇（債券価格下落）リスクが警戒されてくる——といった要因などが注目される。

過去に5年債金利の急上昇と、連動した先物での5年債ショートポジション拡大（売り持ち、債券価格は下落で金利は上昇方向）局面では、運行追従して10年債金利の上昇とショート拡大が観測されてきた。

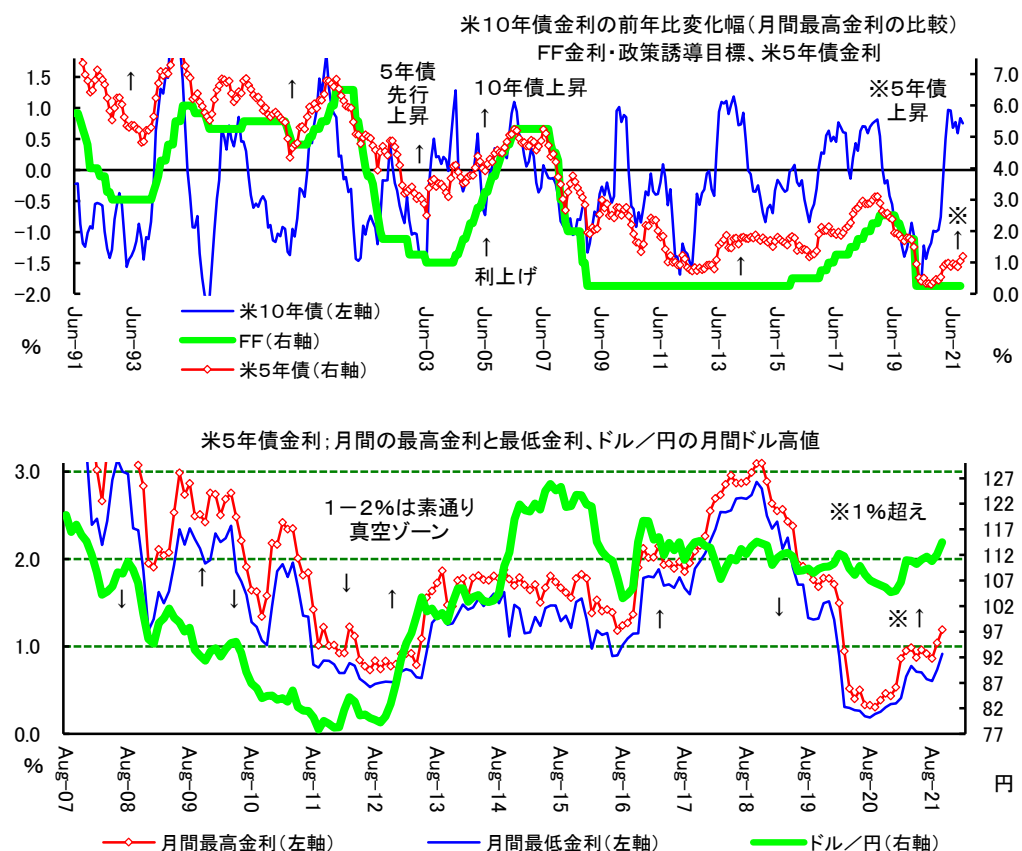
現在の場合、米シカゴ商品取引所（CBOT）の投機

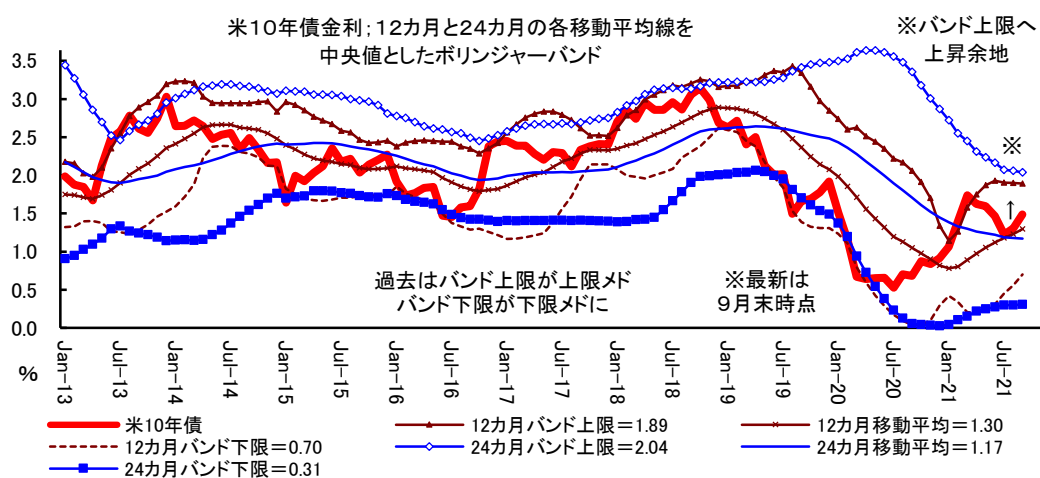
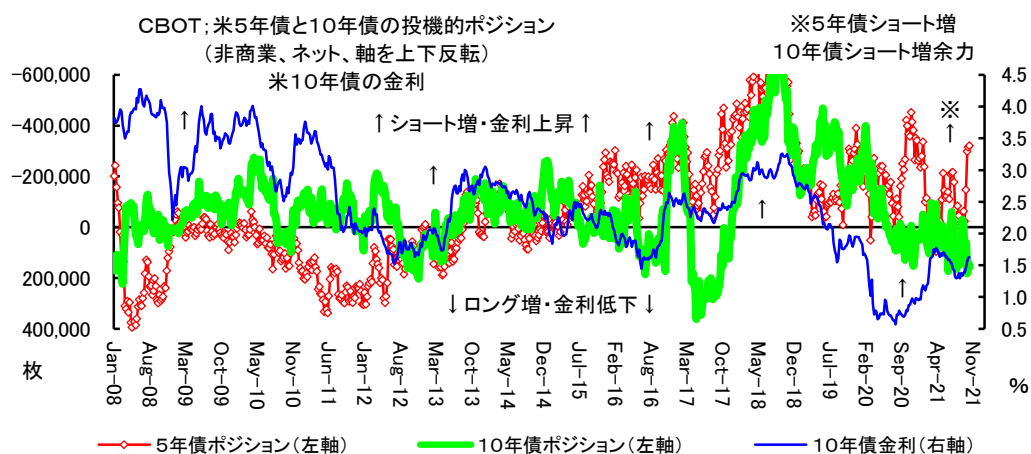
的な米国債先物ポジションでは、5年債が8月24日週の+9万5201枚というネット・ロングから先行してショート急拡大へと転じている。最新10月12週には-32万14919枚のネット・ショートとなり、今年1月以来の大規模ショートへと積み上がってきた。

それに対して10年債は、最新10月12日週時点で+15万6042枚のネット・ロングが維持されている。直近のロング最高である9月28日週の+18万1207枚からはロング整理が進展しつつあるが、まだロング完全解消とネット・ショートの拡大余力（＝米債金利上昇・米債価格下落・ドル高の各余地）は残存したままとなっている。

過去実績として米10年債金利の上昇局面では、月間最高金利の比較ベースで「前年同月比+1%前後」までの上昇パターンが繰り返されてきた。その点、当面の金利水準で参考になる昨年の月間最高金利は、昨年10月が0.88%、11-12月が0.98%となっている。+1%の上昇実績に沿えば、年後半にかけて1.88%から1.98%方向が金利上昇の上限メドとして注視される。

ただし、今年3月には1.77%前後まで金利が上昇する場面があった。来春にかけて金利が上昇する場面があると、2.77%方向への金利上昇が波乱余地として無視できない。





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。