

安全逃避下で米国債は金に相对劣勢

金利低下抑制、インフレ・戦争・FRB 対応などが重石

2022/3/9 (水)

国際金融市場では安全逃避下であって、同じ「避難資産」では米国債の価格が金相場に相对劣勢となっている（金が優位）。米国債金利の低下抑制（米債価格は上げ渋り）や金利上昇要因として注目されやすい。コロナ問題に続くウクライナ戦争を受けた資源・穀物などの高騰とインフレ上昇圧力のほか、戦争余波・ロシア財政懸念・各国の軍事費増強などによる世界的な国債価値の動揺、米国など各国での一段の財政支出余地、FRB による米国債の購入縮小や保有分の減額、一方での上昇ペース慎重化の場合の金支援などが、米国債の相对劣勢を持続させる。

各国で物価高対処の財政支出や軍備費増強も

「コモディティ（国際商品相場）は通常、景気サイクルの終盤や世界的な混乱期に良好なパフォーマンスを示し、インフレや混乱に対するヘッジ手段となる」、「現在の需給バランスと高いロール・イールド（限月間の先物価格差）が追い風となり、コモディティは輝きを増していく」、「向こう1年、株式と債券のリターンを決定する最大の要因は、成長よりもむしろ高水準で不安定なインフレであり、（過去比でコモディティへの配分は低くなってきたこともあって）ポートフォリオにはコモディティが貴重なヘッジ手段になる」――。

世界的な債券ファンド大手である米 PIMCO は3月4日、このような分析レポートを示した。

商品相場はコロナ影響による生産・輸送などの制約に加えて、化石燃料は環境規制や収益性の低さなどで新規の投資・開発が手控えられていること、在庫の減少に伴い、ほとんどの主要コモディティ市場は高いロール・イールド、（期先物の価格が期近物の価格を下回る）バックワーデーションの状態にあること――などにより、一段の上昇余地と上昇期間の持続余地があるとしている。

しかも2月後半からは、ロシアとウクライナの紛争が勃発してきた。ロシアの資源部門への制裁が強化されることで、「長期的にエネルギー・素材の価格のトレンドを支える」（同）可能性もあるという。

すでに各種商品相場は上昇ペースが急加速されており、短期的には行き過ぎ過熱感も意識され始めた。一方で2月後半以降のウクライナ戦争による商品高騰と、「有事と安全逃避」がテーマとなる形での避難資産シフト、それに伴う金相場の上昇と米国債価格の上昇（金利は低下）にあって、米国債は金に相对劣勢となっている（金が優位）。現状からの米国債金利の低下抑制（米債価格は上げ渋り）と、先行きの金利上昇要因として注目されそう。

金の相对優位としては、単純に世界的なインフレ高止まりの持続懸念がある。教科書的にインフレになった時に価値が目減りする（価格が下落する）代表的な資産は現金や国債、逆にインフレになると価格が上昇する資産には、金や株、不動産などが指摘されてきた。PIMCO が指摘するように、今後1年は「高水準で不安定なインフレ」が債券価格を圧迫する一方、金などのコモディティがヘッジ機能を果たす可能性がある。

同時に米国債に関してはウクライナ戦争に対し、万一、米国が関与を強めると「戦時下の国債」は価値毀損が警戒されていく。さらに当座の世界的な国債市場には、対ロシア経済制裁を受けたロシアの財政破綻懸念、ロシア国債発の世界的な国債信用不安リスク（米国債にはヘッジ売りや損失穴埋めの換金売り圧力も）、資源・食糧発の物価高騰を受けた米国など各国での景気対策と財政支出増加（米国外では保有する米国債の取り崩し余地も）、ウクライナ支援やロシア・中国脅威の現実化などに伴う各国の軍事支出増加（財政規律の悪化懸念）といった不安材料が覆っている。

海外公的マネー保有の米国債、有事でも増加限定

財政支出に関しては、すでに米バイデン政権がロシアのウクライナ侵攻への対応とコロナ対策で、325億ドル（約3兆7500億円）の追加予算を議会に要求している。ウクライナ関連では100億ドルの緊急予算を求めた。

また、各国での軍事費増加でいえば、ドイツのシュルツ首相が2月27日、ロシアの脅威に対抗するため、独連邦軍の増強に今年1000億ユーロ（約13兆円）を投じる方針を表明している。また、「毎年、GDPの2%以上を国防費として投じる」と宣言。同首相はウクライナへの武器提供も決めており、これまでの消極的な外交・防衛政策を大きく方針転換させてきた。

今後の米国債の需給面では、米FRBが米国債の買い入れ縮小や保有分の減額に移行していくことも重石になる（量的緩和の縮小と引き締め）。これまでのFRBの超緩和策を受けた「カネ余り資金の米国債滞留」についても、縮減に直結する政策転換だ。

一方で現在のFRBについてはウクライナ戦争配慮のほか、米国での資源・食糧などの価格高騰と景気打撃に目配りする形で、利上げペースの慎重化が注目され始めた。この点は改めて金相場の支援材料となり得るもので、相対的な金相場の優勢と米国債価格の劣勢の持続につながる。

米国債を含めた世界の国債の需給環境では、ウクライナ発の地政学リスクや対ロシア経済制裁ショックなどを受けて、世界の官民投資家からは、保有する各国の国債を処分したり、現金化する動きも見られ始めた。

ブルームバーグの集計データによれば、海外投資家は2月に中国の国債を350億元（約6400億円）売り越し、記録上で最大の月間売越額となった。外国勢の保有高は今年1月に記録した過去最大の2兆5200億元から2兆4800億元に減っている。

米国債市場でも中長期的なトレンドに影響を及ぼすリアルな長期運用資金のうち、世界の外準（外貨準備高）を中心とした米国外の公的マネーでは、保有する米国債が減少トレンドへと移行している。現状段階では「有事の米国債買い」も限定的だ。

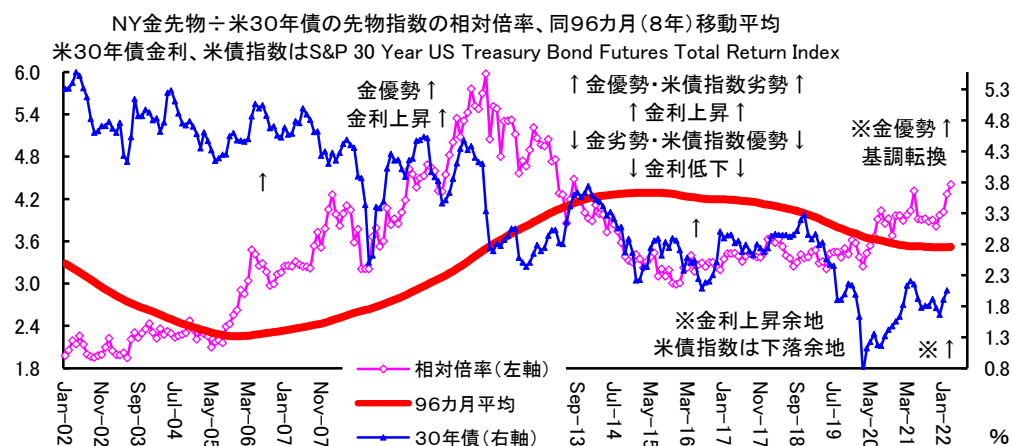
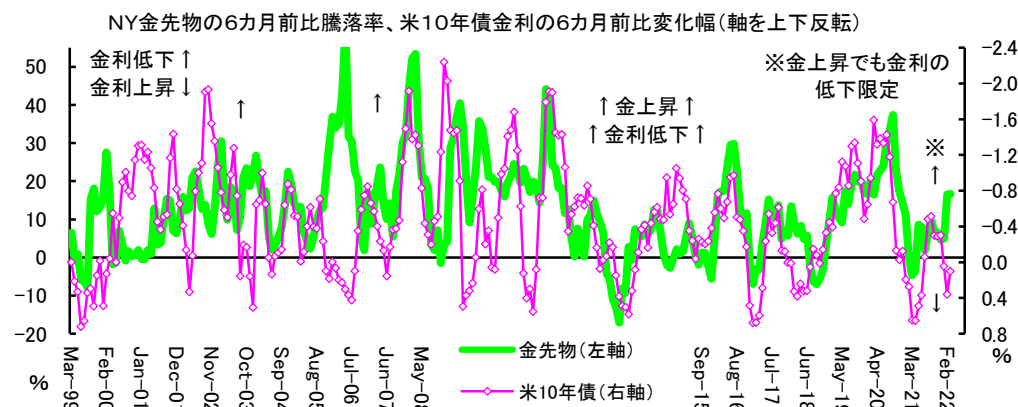
米FRBが代理保管する外国中央銀行の米財務省証券保有高は、最新3月2日週の最終日ベースで3兆0438億ドルとなった。前週比では+44億ドルの微増となったが、直近3週のうち2週は前週比で減少となっている。保有高は昨年12月29日週に3兆0132億ドルとなり、2020年11月以来、約1年ぶりの低水準となったが、その後も反動回復は限定的になっ

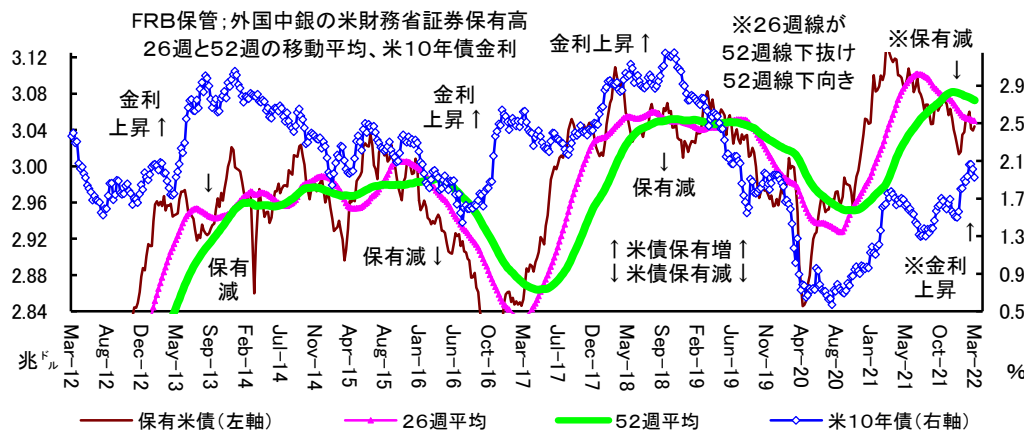
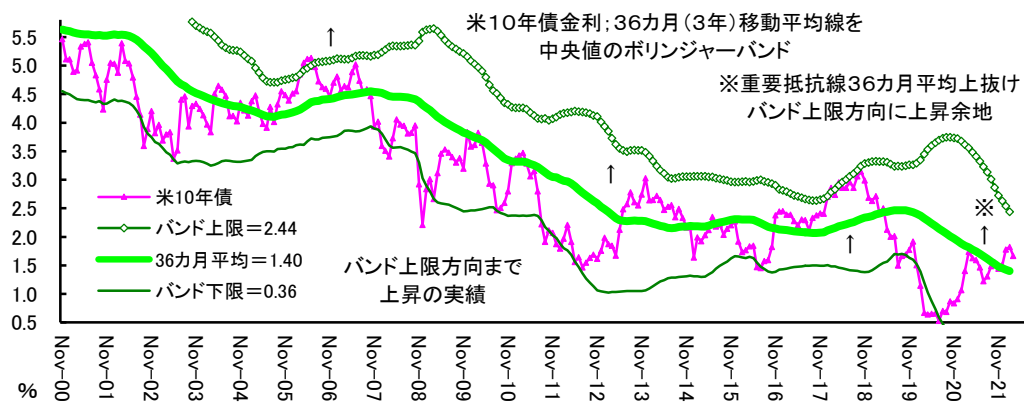
ている。

過去実績として海外公的マネーの米債保有動向は、米債金利に先行性を有してきた。現在も続く保有米債の減少モメンタムは、先行き米10年債金利の一段の上昇余地を示唆するシグナルとして無視できない。

FRBによる利上げ局面を含めて、米10年債金利が上昇する局面では、月間最高金利の比較で最低でも「前年同月比+0.8%から+1.0%前後」という上昇パターンが繰り返されてきた。昨年は過去比で金利上昇が抑制されたが、それでも金利上昇の局面では、昨年10月に前年同月比+0.83%前後、4月に+0.97%前後の上昇幅が観測されている。

その前では2018年11月に+0.81%前後、2017年7月に+0.77%前後、2013年12月に+1.19%、2010年1月に+1.01%前後——といった前年比上昇の実績が見られてきた。その点、昨年の米10年債金利の月間最高は、3月が1.77%前後、4月が1.75%前後、5月が1.70%前後などとなっている。控えめに「前年同月比+0.5%から+0.8%の上乗せ」と試算しても、今年5月に向けては2.2%から2.5%方向への上昇余地が残されている。





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。