

米2年債ショート膨張、10年債に伝播余地 20年ぶり高水準、長期金利上昇や長短金利差修正に

2022/9/7 (水)

米国債市場では短期2年債金利の上昇を受けて、先物市場ではショート・ポジションが膨張過熱となってきた（売り持ち、債券価格は下落で金利は上昇方向を見越す）。シカゴ商品取引所（CBOT）の投機的な米2年債先物ポジションでは、ロング+ショートの合計に占めるショート比率が2001年以来20年ぶりの高水準となっており、ポジション面、金利水準面（債券価格面）で売り余地の残る長期10年債へのショート伝播余地が注目されやすい。長期債金利の上昇や、短期上振れ・長期下振れと逆転している長短金利差の修正要因となり得る。

10年債ショートも増加ながら「2年債比」出遅れ

「9月2日時点の米金利スワップ市場では、米金融当局が今月20、21日のFOMCでまたも政策金利FFを0.75%引き上げ、3.8%前後に達するまで引き締め策を継続するとの見方が50%強に上っている。これは米国債相場に一段の下げ余地（金利は上昇余地）があることを示唆する。過去の引き締めサイクルでは、米政策金利のピークに10年債利回りが並ぶ、あるいはそれを超えていた」――。

ブルームバーグは4日、このように米国債価格の下落余地（金利は上昇余地）に警告を発している。

その中では世界最大の資産運用会社・ブラックロックのグローバル債券担当最高投資責任者（CIO）が、米長期債金利について、「現在はレンジ内の取引で、レンジの上限にあるとみている。しかし、既に高水準に達したと言うのはかなり困難だ」と慎重な見通しを示していた。

米国債市場では6月以降、FRBによる短期政策金利の引き上げ強化姿勢や、短期的なインフレ高止まりの懸念などで、2年債といった短期金利の先行上昇が目立ってきた。一方で10年債などの長期債金利は、利上げによる先行きの景気後退（リセッション）懸念や、世界減速と戦争長期化懸念などによる安全逃避、資源相場の上げ渋り等で、相対的に金利の上昇が抑制されている（債券価格は下げ渋り）。

その中でシカゴ商品取引所の投機的な米債ポジションでは、先行して2年債のショートが拡大してきた（CBOT、非商業部門）。ロング+ショートの合計に占めるショート比率は最新8月30日週に78.3%となり、直近最低である7月19日週の55.1%から急激に増加。2001年11月以来、約20年ぶりの高水準への膨張過熱となっている。

目先は2年債ショート拡大と2年債金利上昇（債券価格は下落）の各ペース鈍化が注目される。一方では、ポジション面や金利水準面（債券価格面）で

売り余地の残る長期10年債へのショート伝播余地が焦点になる。先行き長期債金利の上昇余地や、逆転している長短金利差の修正要因として注視されそう。

しかも2年債金利は9月の月間最高（2日時点）が3.55%となり、「2年後にかけての政策金利（翌日物）3.5%超え」を先行して織り込んできた。一方で10年債は9月の最高が3.29%前後にとどまっている。「過去の引き締めサイクルでは、米政策金利のピークに10年債利回りが並ぶ、あるいはそれを超えていた」（ブルームバーグ）という経験則に沿えば、10年債金利は2年債が先行して織り込んできた3.5%超えや、金利スワップ市場が織り込んでいるFFの最終到達点3.8%前後まで、先行き上昇余地が残されている。

米10年債のショート比率も8月30日週には73.8%となり、直近最低である7月12日週の56.5%からは増加してきた。それでも10年債のほうは約4年前となる2018年10月に、73.2%という同水準の拡大実績があったばかりだ。2年債に比べると、まだ「記録的なショートの偏り」には至っていない。

その前の10年債のショート比率の最高としては、2010年4月の80.6%、2009年5月の85.7%などがあった。約20年ぶりの高水準に膨張してきた2年債ショートに比べると、10年債のほうはショート比率拡大の余力が残されている。

過去利上げとCPI+3%超え、10年債は前年比1%

過去にも2年債のショートが膨張過熱となったあと、10年債へのショート伝播と10年債金利の上昇、長短金利差（10年債－2年債）での10年債の下振れ一服への修正が遅行観測されるケースが見られてきた。具体的には2017－2018年、2009－2010年、2006－2007年といった例がある。

2年債金利の先行上昇から10年債金利の追従上昇、長短金利差の正常化修正に関しては、ポジション面やポートフォリオ面での年限調整で「2年債金利の上昇行き過ぎと10年債金利の出遅れ行き過ぎ」に調整が入るといった側面がある。さらには、米2年債金利の先行した利上げ織り込みの一巡や、利上げ効果による短期的なインフレの鎮静と長期的なインフレ懸念の残存、当座の景気悪化リスクの織り込み進展と先行きの景気修復期待――などでも長短金利差の逆転に修正が入りやすい。

現在はパウエルFRB議長が8月26日、「成長や雇用の鈍化を犠牲にしても、インフレ抑制のために利上げを継続させる覚悟」を強調した。FRBは長期債

金利を政策目標にしていらないとはいえ、短期政策金利 FF の引き上げなどを通じた長期債金利の一定の上昇波及は、インフレ抑制や資産価格抑制にとって重要になってくる。その意味でFRBは長期債金利が一定の上昇となって引き締め効果を大きく発揮するまで、利上げと量的引き締めを長期化させる可能性もある。

現在の米CPI（消費者物価指数）は、7月に前年比+8.5%と高止まりしている。過去のCPI前年比+3%超え時におけるFRBの利上げ局面では、「インフレ懸念+利上げ効果」などで、米10年債金利は最低でも前年同月比+1%前後は上昇するパターンが観測されてきた（月間最高金利の比較）。

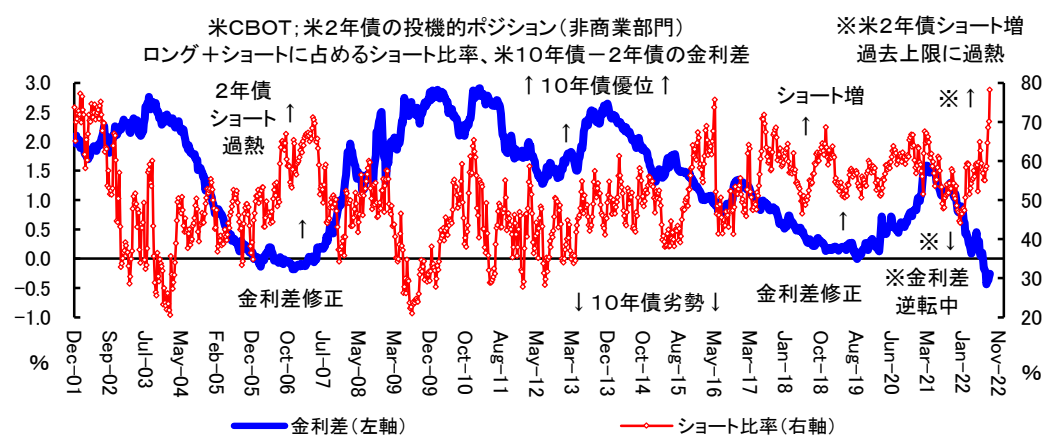
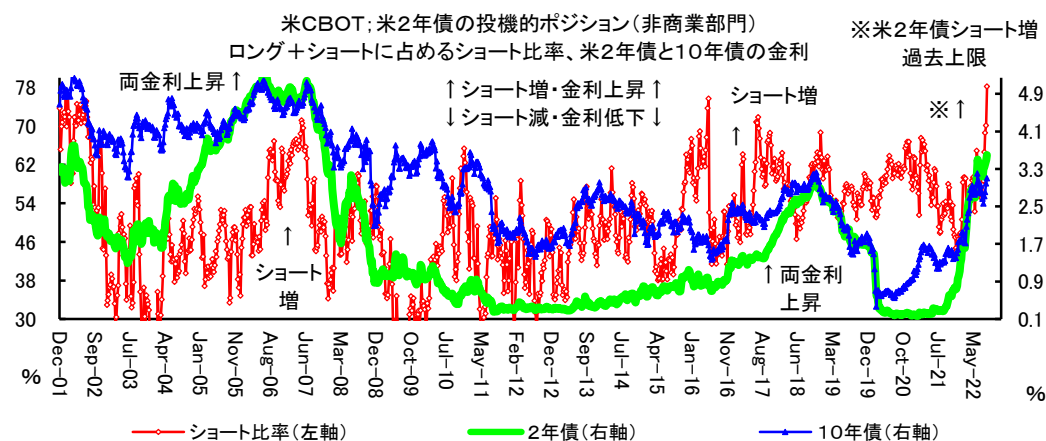
最近では2006年6月に+1.1%、2000年2月に+1.3%、1997年1月に+0.9%、1994年9月に+2.2%、1987年に+2.6%といった実績が見られている。今年は4月に+1.2%と過去例が踏襲され、8月には+1.8%にまで前年比での上昇幅が拡大してきた。

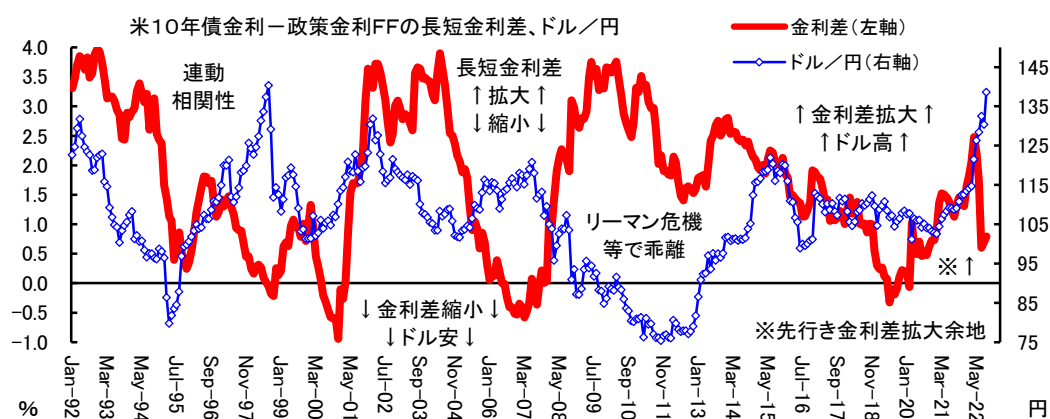
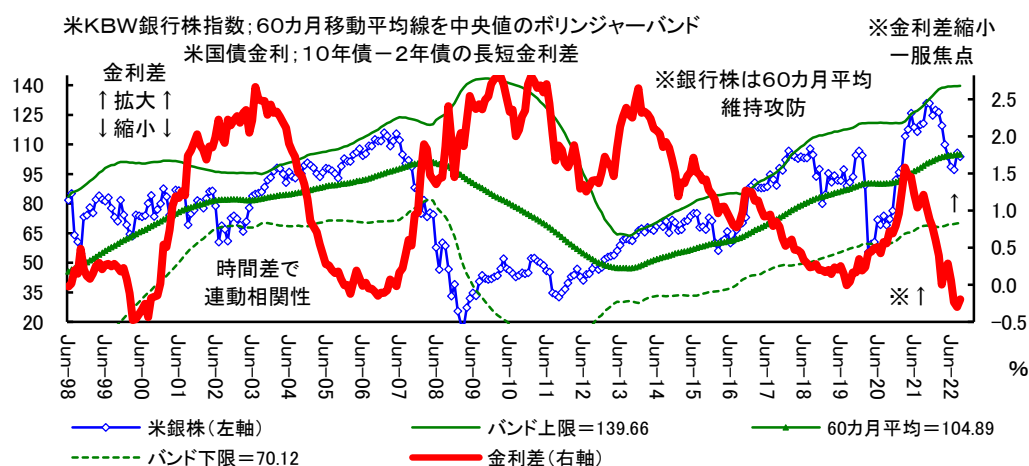
FRBに利上げは現状段階で、来年前半までの継続

が焦点になっている。来年前半にかけての米10年債金利の水準メドで参考になる今年の月間最高金利は、4月が2.98%前後、5月が3.20%前後、6月が3.50%前後となっていた。最低で「前年同月比+1%」としても、米10年債金利は来年4-6月にかけて4.0%から4.2%、4.5%方向を目指す可能性は無視できない。

なお、過去実績として「米10年債-2年債」や「米10年債-FF」といった長短金利差で、現在のような10年債金利の下振れや金利差縮小から、10年債金利が優位に向かう局面では米国の銀行株が上昇トレンドに移行してきた。連動する形で為替相場のドル/円では、ドル高基調入りのパターンが目立っている。

背景としては、過度な景気後退懸念の緩和や軟着陸期待、長短金利差の正常化と利ざや改善、それに伴う米国での金融機能や信用創造の修復、金融健全化による米国経済の持続的な成長支援、適度な長期金利の上昇に伴うドルのサポート効果などがある。





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。