

先行き不透明下で米国債は金に相对劣勢

金利上昇要因、インフレ・債務・債券増発など懸念

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2023/1/6 (金)

米国市場では先行き不透明感の中で、「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）。昨年 11 月以降は米債優位の場面もあったが、改めて昨年初からの金優位・米債劣勢へと回帰しつつある。潜在的な米債金利の上昇（米債価格は下落）要因として注視されそう。インフレ高止まりの長期化懸念のほか、米国内外での官民債務懸念と公社債の増発観測、新冷戦入りに伴う反米諸国の金シフトなどの影響が注目される。ドル反落見通しの影響もあるが、米債金利上昇はドルの下支え要因にもなる。

金先物÷米債先物指数、2013 年以來の金優位

「2023 年に米 FRB は利下げへと方向転換せず、必要以上に長く引き締め領域を維持する」、「引き締めにより、政策金利 FF は消費者物価指数（CPI）上昇率を上回り、その結果として実質金利は過去 10 年では珍しかったプラス圏に浮上する」――。

米著名投資ストラテジストであるバイロン・ウィーン氏（米大手投資会社ブラックストーンのプライベート・ウェルス・ソリューションズ副会長）らは 1 月 4 日、毎年初に公表する「びっくり予想」でこのような予測を示した。

実質金利の上昇という逆風でも、「米株式相場は 2023 年半ばまでに底入れする」と指摘。一方で為替相場は米国の実質金利上昇のほか、FRB が世界の中銀よりもタカ派姿勢を強めたままになるため、「ドル相場はユーロや円といった主要通貨に対してアウトパフォームする」と予測している。

実際の米国市場では年明け以降、10 年債金利が低下となっている（米債価格は上昇）。現状はインフレ高止まりや FRB 利上げの各長期化リスクよりも、年明けに伴う新年投資マネーの米債配分のほか、米国景気の先行き悪化懸念やインフレ抑制思惑などが米債金利の低下要因となっている。

一方で年明けからは、NY 金先物の上昇が加速されてきた。昨年 11 月以降の反発モメンタムが維持され、1 月 4 日には昨年 6 月以來の高値を更新している。こちらは昨年までのドル高騰の反動反落見通しのほか、FRB による先行きの利下げ期待、反対の米インフレ高止まり長期化警戒、米国内外の景気悪化懸念と先行き不透明感による安全逃避などが、金の上昇要因となっている。

その中で「同じ避難資産」である米国債の価格と金先物の相对比较でいえば、金のほうが優位となっている。NY 金先物÷米債先物指数の相对倍率は、週間高値の比較で 1 月 4 日段階では 5.01 となり、昨年

12 月 9 日週の 4.68 を直近最低として金優位が再燃してきた（米債先物指数は S&P 30 Year US Treasury Bond Futures Total Return Index）。

最近では昨年 11 月からの米債金利低下と米債価格上昇もあり、昨年 11 月 11 日週の 4.91 を金優位のピークとして金劣勢と米債優位の場面もあった。しかし、足元では昨年前半からの基調転換されてきた金優位・米債劣勢へと回帰。しかも 1 月 4 日時点の 5.01 とは、2013 年 2 月以來となる金優位方向の高水準となっている。

過去実績として「同じ安全資産」である米債の価格と金先物の相对比较で金が優位となる場合、米 10 年債といった長期金利には上昇の圧力が掛かってきた（米債価格は下落）。金優位に対し、ドル資産である米債の劣勢はドル安の要因となるが、過去には米債金利の上昇がドルを下支えするケースも見られている。

米労働参加率低下と賃金上昇、米債「対金」劣勢

同倍率の前回 5.0 超えは、2010 年 11 月から観測された。米 10 年債金利の月間最高は同月が 2.96% であったが、そこから 3-5 カ月後にかけて 3.77% から 3.61% に上昇となっている。その前の 5.0 超えは、1993 年 4 月から観測された。米 10 年債金利は同月の 6.16% から上昇モメンタムが点火され、1994 年 11 月には 8.03% まで上昇。約 20 カ月間で +1.88% 幅の金利上昇が続いた実績もある。

金の相对優位については、米国でのインフレ高止まり長期化懸念が想定される。金はインフレに強く、国債はインフレに弱いという特性がある。さらには米国内外での官民債務懸念（国債の信用リスク）と公社債の増発観測（債券市場全体の需給悪化）、新冷戦入りによる反米諸国の金シフト（米国債離れ）などの影響が注目される。

米国のインフレについては IMF のギータ・ゴピナート筆頭副専務理事（前チーフエコノミスト）が日本時間 5 日、「米国での労働市場指標とサービス価格など非常に粘着性のあるインフレ項目を見ると、インフレはまだヤマを越えていないのは明らか」と指摘。IMF によるアドバイスは、「FRB がこのまま利上げを続けることだ」という見解を示している（英フィナンシャル・タイムズ紙）。

米労働指標については 4 日、最新 12 月分の ISM 製造業景況指数で「雇用指数」が 51.4 となり、前月の 48.4 から改善となった。昨年 6 月の 47.3 を最低として下げ渋りや小幅改善が見られており、構造的な人手不足や、コロナ制限からの正常化拡大などに

よる求人需要の根強さが示されている。

人手不足を示す形で、米国では労働参加率の低迷が続いたままだ。根強い賃金インフレの上昇圧力を示唆するもので、過去実績として米国の労働参加率と賃金前年比は「インフレの強弱度合い」を示す尺度として、米債先物指数と金先物の相対倍率と密接な連動相関性を有している。

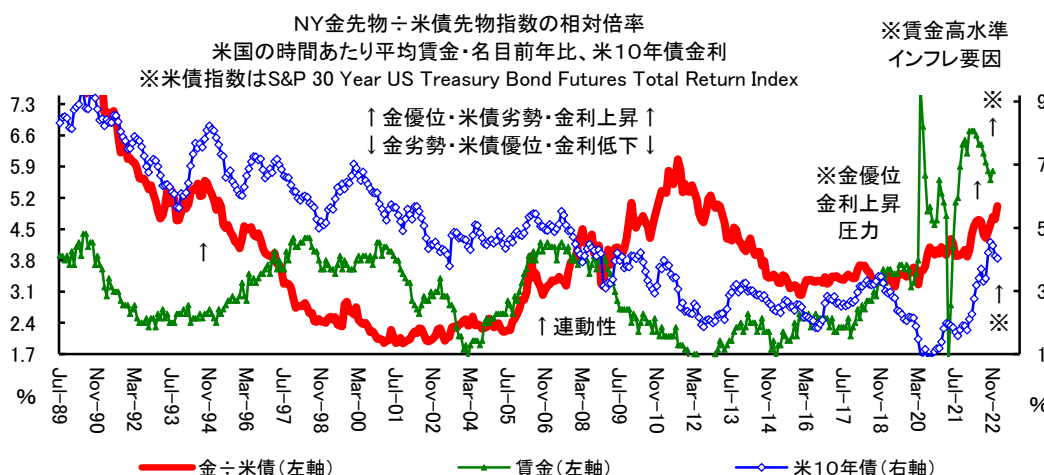
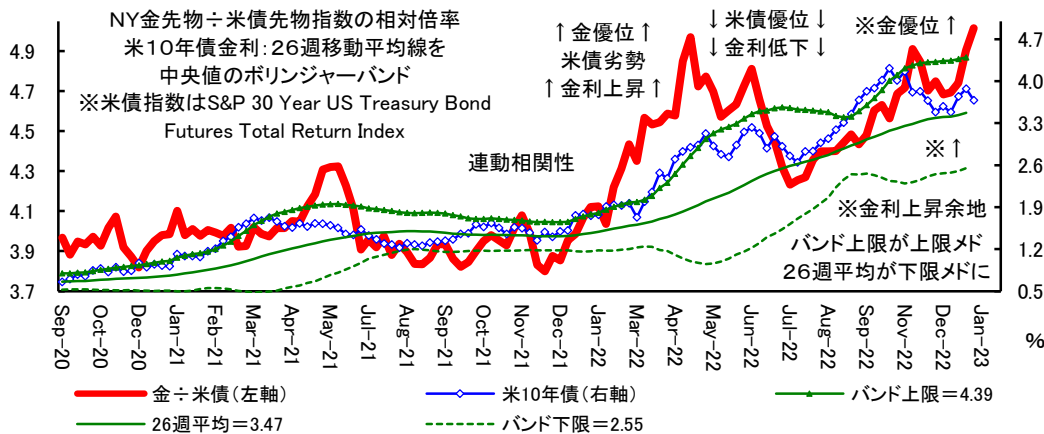
また、債務は世界の官民で累増するなか、IMF は昨年 12 月に「経済見通しが悪化し続け、金融引き締めなどで借入コストがさらに上昇する場合、高債務を管理することがますます難しくなる」と警鐘を発している。米国では今年、債務上限の引き上げが議会の主要テーマとなるが、今年から議会がネジレ化したほか、下院で多数派を握る共和党では議長選出で内紛が起きるなど、議会の動向は波乱含みとなっている。

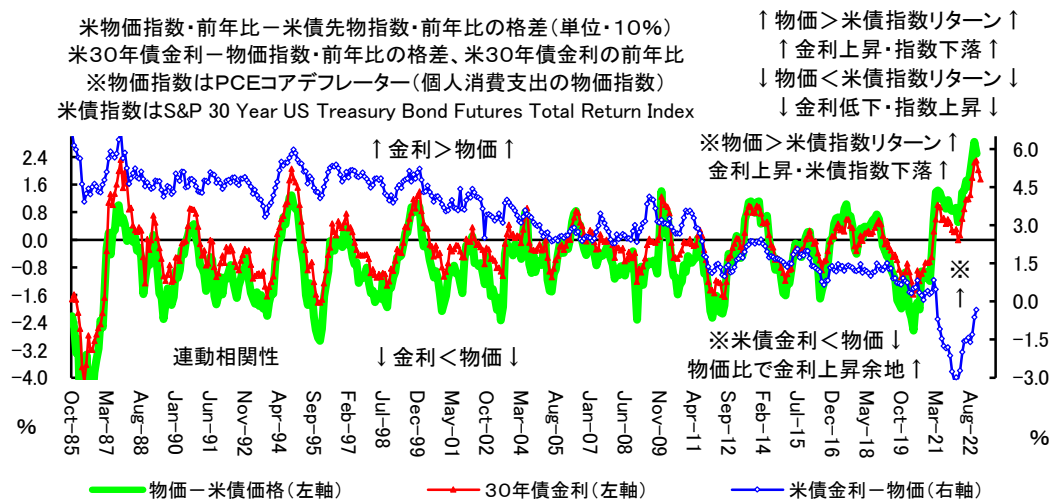
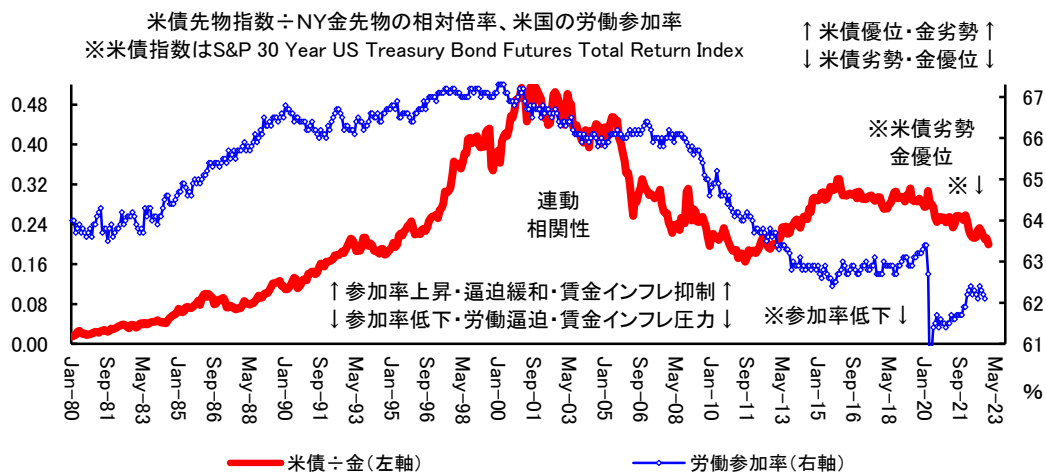
NY 連銀はこのほど、「借り入れのある米国の学生は、学生ローンの支払いが猶予されていても他の債務返済に苦勞しており、米政府の債務救済計画がつかまれば、延滞率が急上昇する可能性が高い」とい

う調査レポートを取りまとめた。中国でも年明け 4 日、「中国当局は半導体への巨額投資休止へ、コロナが景気や財政を圧迫」という財政懸念が浮上している。

その他、債券の増発観測については、年明け 1 月 3 日の米投資適格債 (IG) 市場では、新規発行が相次いだ。「ボラティリティー拡大や景気後退に対する懸念が浮上しており、市場環境が良好なうちに資金を調達する発行体が目立った」(ロイター) という。インフォーマ・グローバル・マーケットズのデータによると、今年 1 月の起債額は最大 1500 億ドルとなる見通しで、過去の 1 月最高である 2017 年の 1740 億ドルに迫る可能性がある。

世界の債券発行については英金融大手パークレイズが 4 日、今年の ESG (環境・社会・企業統治) 社債の発行額が 30% 増加し、4600 億ドルを超えるという見通しを示した。今年の欧州ではロシア制裁などに伴う資源エネルギー危機対策やウクライナ復興支援策として、「EU の共同債発行」が焦点になっている。





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。