

米国債「3年不振」重石、戻り売り圧力残存 利下げでも高位のFFや増発なども長期金利の低下抑制

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2023/11/22 (水)

米国の長期債金利は低下しているが（米債価格は上昇）、3年に及ぶ成績不振の後遺症もあり、戻り売り圧力は残存している。現状の各種統計では売り越しが見られ、米債価格の反発局面では損失・利益の確定売りやヘッジ売り、債券全体の圧縮などが一定程度は想定される。さらに政策金利FFは来年利下げでも現状 5.50%の高位から高めの水準が続くことや、米国債の発行増持続、FRBの資産圧縮なども長期債金利の低下抑制要因となる。

米債「複数年」低迷、金利低下ペースと幅を抑制

「過去30年にわたる金利の低下を受け、市場で当たり前になっていた超低金利の時代はもはや終焉した」、「今後10年近くは、金利の高い状態が続く可能性がある」、「（米FRBは来年以降にかけての利下げでも）政策金利FFを物価目標2%との見合いなどで、適切なレンジと言える2-4%に維持する」――。

米投資運用会社オークツリー・キャピタル・マネジメントの共同創業者ハワード・マークス氏は、このような見解を同社のレポートやインタビューなどで繰り返し強調している。同氏の投資哲学は投資の神様、ウォーレン・バフェット氏が高く評価しているほか、同氏のファンドは米CNNが過去に「リーマン・ショックの際、投資家に多額の利益をもたらした運用会社」と称賛していた。

こうした長期見通しの一方で、短期的には米国債市場で10月後半から長期の10年債金利が低下となっている（米債価格は上昇）。米国でのインフレ低下やFRBの利上げ休止と来年の利下げ観測、過去利上げの効果や今夏以降の長期金利急上昇を受けた先行き景気悪化の懸念などが、金利の低下要因となっている。

それでも米国債の債券価格ベースでは、今年を含めて3年の成績低迷が続いてきた。米国の内外で売り遅れや含み損拡大の投資家が残されており、米債価格の反発（金利は低下）局面では損失・利益の確定売りやヘッジ売り、債券全体の圧縮などが一定程度は想定される。過去実績でも米国債の価格指数で成績低迷が複数年の継続となった場合、戻り売りの圧力や新規投資の慎重姿勢などもあって、米10年債は金利低下のペースや金利低下の水準について抑制が見られてきた。

今回の場合、政策金利FFは来年利下げでも、現状 5.50%という高位から高止まりが続く。さらに米国債には発行増加やFRBによる保有米債の圧縮といった需給の悪化持続などもあり、長期金利の低下余地（米債価格は上昇余地）は狭まりが注視されやすい。

米債金利の低下余地の制約は、現状からの米国株の上値余地抑制や、ドル/円を含めた全般的なドル水準の下値抑制といった要因につながってくる。

ちなみにドル/円は11月14日以降、米10年債金利の低下に遅行追随する形でドル安が加速されている。米10年債金利は、17日に4.38%方向に低下する場面があった。最近では10年債金利の月間最低が4.05%となっていた9月に、ドル/円で月間ドル安値は144.45円前後という組み合わせが見られている。

その他、月間最低金利3.94%の8月にドル安値は141.52円前後、3.56%であった昨年10月は143.53円前後となっていた。

最近の米国債を巡る投資状況では、各種統計でも戻り売り圧力の残存が示されている。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では、最新11月15日週に前週比-8.46億ドルの減少となった。非米国の公的な外貨準備高マネーなどが含まれるが、10月25日週以降は4週のうち3週が減少となり、累計で-29.42億ドルの減少となっている。

利下げでもFF4%以上余地、10年債金利低下制約

その他、米投信協会（ICI）の週間・資金流入流出では、米債型・政府債ファンドが11月1日週に-10.35億ドル、8日週に-11.30億ドルのネット流出を記録。日本の財務省による週間の対外中長期債投資では、10月29日-11月4日週に-3882億円、11月5日-11日週に-682億円と連続のネット売り越しになっている。

直近の米10年債金利は10月23日の5%超えを最高として、11月17日には4.38%方向に低下する場面が見られている。一方で米投資運用会社オークツリー・キャピタル・マネジメントの共同創業者ハワード・マークス氏が、先行きFRB利下げ後の適正水準と見なすFFのレンジ上限4%などとの見合いからすると、10年債金利の低下余地には制約が意識される。

FF金利は現状 5.50%だが、前週にかけては「来年の利下げは合計で-0.75%幅や-1.00%幅」といった織り込みが進み始めた。それでも現状のFF5.50%は高い水準にあり、計-0.75%の利下げでも4.75%、計-1%の利下げでも4.50%と高止まりが見込まれる。

FFは短期の翌日物金利であるのに対し、10年債金利は期間が長く、過去平時であれば10年債金利のほうが高い位置となってきた（10年債>FF）。その点で来年のFF4.75%や4.50%予測、もしくは来年以降

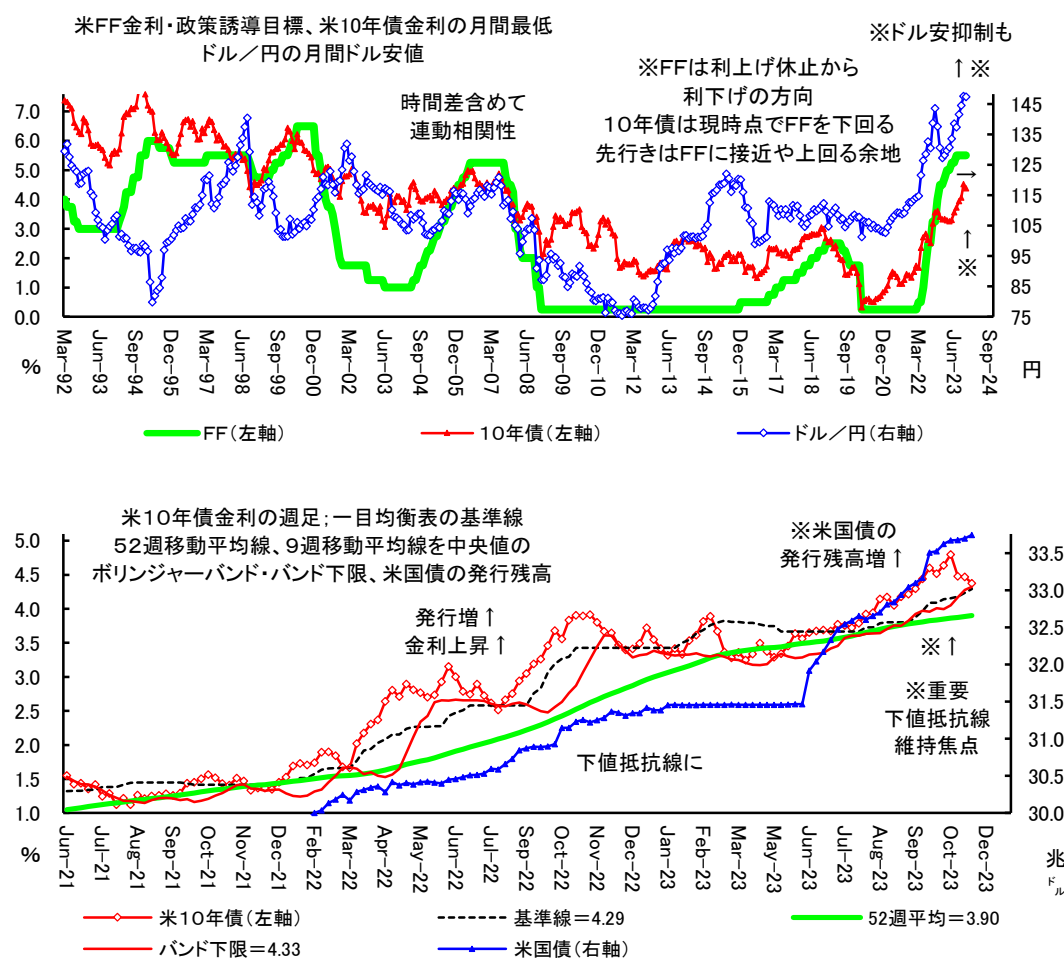
の利下げ最終地点のターゲット上限が 4.00%であるにせよ、現状から 10 年債金利が 4.38%方向に低下してきたのは、やや先走りの側面がある。

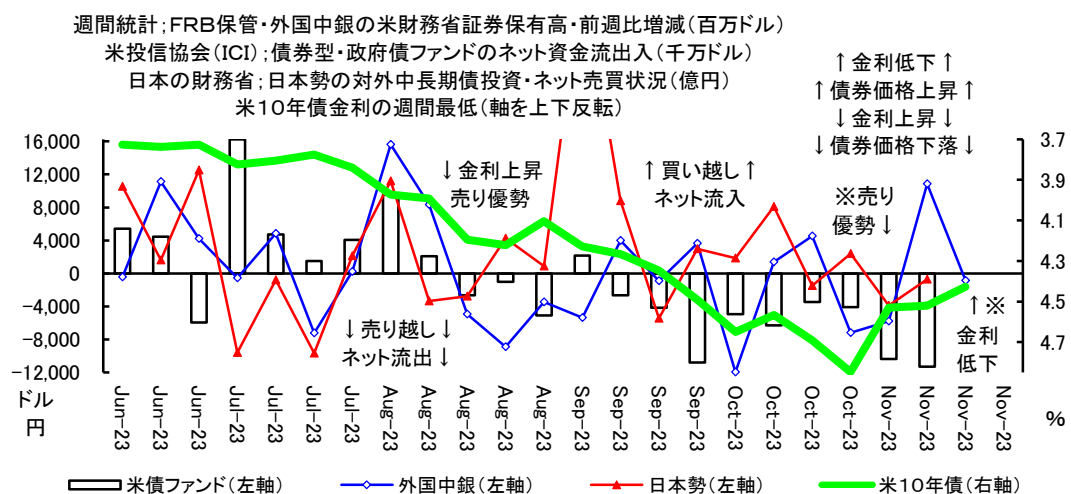
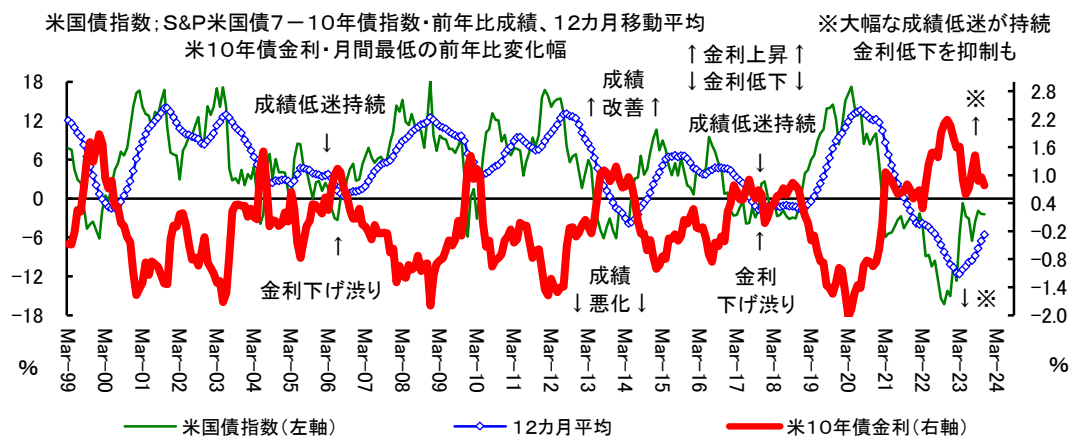
これから一段と利下げ幅拡大を織り込みに行く可能性があるとはいえ、当座は来年 FF4.75%や 4.50%予測の水準が、米 10 年債金利の現状から来年にかけての参考メドとして無視できない。過去の長期実績でいえば、現在のような FF 利上げ局面で 10 年債金利の下振れ乖離があっても、利上げ休止から利下げに移行する局面で 10 年債金利が FF 水準に接近したり、FF を上回っていく「正常化」パターンが繰り返されてきた。

最近の短期 FF 金利と長期の 10 年債金利については、2022 年の FRB による利上げ開始以降、利上げペ

ース加速の一方での先行きの米国経済の悪化懸念などもあり、FF 優位と 10 年債劣勢による金利差の縮小と逆転が続いてきた（10 年債＜FF）。今年 7 月には「米 10 年債金利の月間最高 4.09%－FF 金利 5.50%」と長短金利差が－1.14%という長期金利の下振れ逆転となり、1982 年以来、約 42 年ぶりという逆イールドが広がっている。

今後もこうした逆イールド状態が、新たな時代に即した「ニューノーマル」として持続していく可能性は無視できない。それでも今年 10 月には FF が 5.50%で利上げ休止となる中、米 10 年債金利は 5.02%に上昇。過去の通常パターン通り、FF 金利の水準に米 10 年債金利が追従して迫る上昇となり、長短金利差の大幅乖離が是正される場面が見られている。





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、複製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自身でお願いします。