

米国債「発行増」持続見合いで金利低下に制約

発行前年比との比較は平時下限、金利低下余地が狭まり

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2024/9/2 (月)

米国債は発行増の持続との見合いで、米 10 年債金利に低下余地の制約が注視されそうだ（米国債価格は上値制約）。米国債はコロナ対策やインフラ整備等の財政支出増、金利上昇を受けた利払い費増加への対応等に伴う発行の急増は一服してきたものの、過去比では高い水準が維持されている。その中でも 7 月以降に米金利は急低下してきたが、「10 年債金利－発行残高・前年比」相対比較は過去の平時下限に金利が下振れとなっており、現状からの米金利や為替ドル/円でのドルについては、下げ余地の狭まりが注目されやすい。

米国債の発行は増加持続、金利低下は行き過ぎも

「今後 2 年間で新発の米国債利付債供給は、3 兆ドル（約 430 兆円）余り増加する見通し」（シティグループのストラテジスト、23 日付け顧客向けレポート）、「米大統領選候補であるハリス、トランプ両氏の経済目標や税制、歳出は優先順位が異なるにもかかわらず、（どちらが勝利しても）基本的な米国の財政状況はほとんど変わらない。トランプ氏が 2017 年に導入した減税措置の大半はどちらの候補の下でも延長され、財政赤字拡大の一因になる」（海外格付け機関のフィッチ、29 日のブリーフィング）――。

米国の国債や財政に関し、直近ではこのような見通しが示されている。

米国の国債発行自体は最新 8 月の四半期定例入札で前期から規模が据え置かれたほか、米財務省は「向こう数四半期」について中長期債の発行を増やす必要はないという説明を行っている。それでも債務累増と金利の高止まりを受けた利払い費の一定増加持続や、バイデン政権によるインフラ整備・再生エネルギー支援などの財政支出継続、高齢化対応の間接影響などにより、米国では「過去比」で高水準の国債発行が持続となっている。

最新 7 月の月次・米財政収支では、赤字が前年比 +10% の増加となったばかりだ。高齢者向け公的医療保険「メディケア」などの給付金支払いが、前年比で反動増となったことなどが影響している。

その中で米財務省による米国債の発行残高（短中長期の国債）は、8 月 29 日時点で前年比 +7.2% の増加となった。5 月の +10.2% や 6-7 月の +7.7% からは鈍化しているものの、過去「平時」との比較では高い伸び率が維持されている。

米国債の発行増加は 2022-23 年にかけての金利急上昇を見るまでもなく、基本的には米国債市場の需給悪化や、米国債の価値希薄化、国債増発による景気・インフレの刺激効果等により、金利上昇と米

国債価格の下落要因となりやすい。

一方で今年 7 月以降は米 10 年債金利が急低下となり、8 月の月間最低は 29 日時点で 3.67% となっている。昨年 6 月以来の低水準となってきた（米債価格は上昇）。単純に「米 10 年債金利の月間最低－米国債の発行残高・前年比」の相対比較は、-3.49% の金利下振れとなっている。同格差での金利下振れのマイナス方向は、米国債の発行と需給動向との見合いで「金利低下の行き過ぎ過熱」を示唆するもの（発行残高が一定増加となっている局面の場合、通常は金利上昇で同格差は接近の方向）。

その点で今後は同格差の乖離修正もあり、10 年債金利の低下余地の狭まりや下げ止まりが注目される。連動する形で為替相場でのドル/円でも、一旦のドル安余地の縮小や、ドル下げ止まりからの下限切り上がりが見えそう。

同格差は今年 3 月に -5.91% までの金利下振れがあり、金利低下の行き過ぎ過熱が示されていた。そこから 8 月は -3.49% と、下振れ幅自体は抑制となっている。

米債発行比の金利低下、修正で金利とドル下支え

過去、コロナ・ショックやリーマン・ショックなどの市場波乱を除いた「平時」の局面では、同格差での金利下振れ幅拡大ピークが 2022 年 2 月に -6.82% という乖離幅があった（発行増に対して、金利低下が行き過ぎ）。その後は乖離修正に移行となり、米 10 年債金利の月間最低は同月の 1.74% を最低ボトムとして、9 カ月後には 3.60% に切り上がっている。連動する形でドル/円の月間ドル安値も、同期間に 114 円から 143 円方向にドル高が進展となっていた。

コロナ前の平時では、同格差が 2016 年 10 月に -7.51% という金利の下振れ拡大が見られている。米 10 年債金利は同月の 1.59% がボトムとなり、1 年後には 2.27% へと上昇。ドル/円も同期間に 100 円から 111 円超えに、連動でのドル高進行となっていた。

ひるがえって最近の同格差「米 10 年債金利の月間最低－米国債の発行残高・前年比」は、金利の下振れ拡大ピークが 3 月の -5.91%、直近 8 月は -3.49% になっている。過去平時での下振れ下限ゾーンは -6% から -7% となっており、今回も下限への一旦の接近と、金利下振れ乖離の修正、連動した米 10 年債金利とドル/円でのドルの下限切り上がりが注目されやすい。

現在の場合、金融経済不安が回避された「平時環境」を示す形で、米国の銀行株は底堅さを保ってい

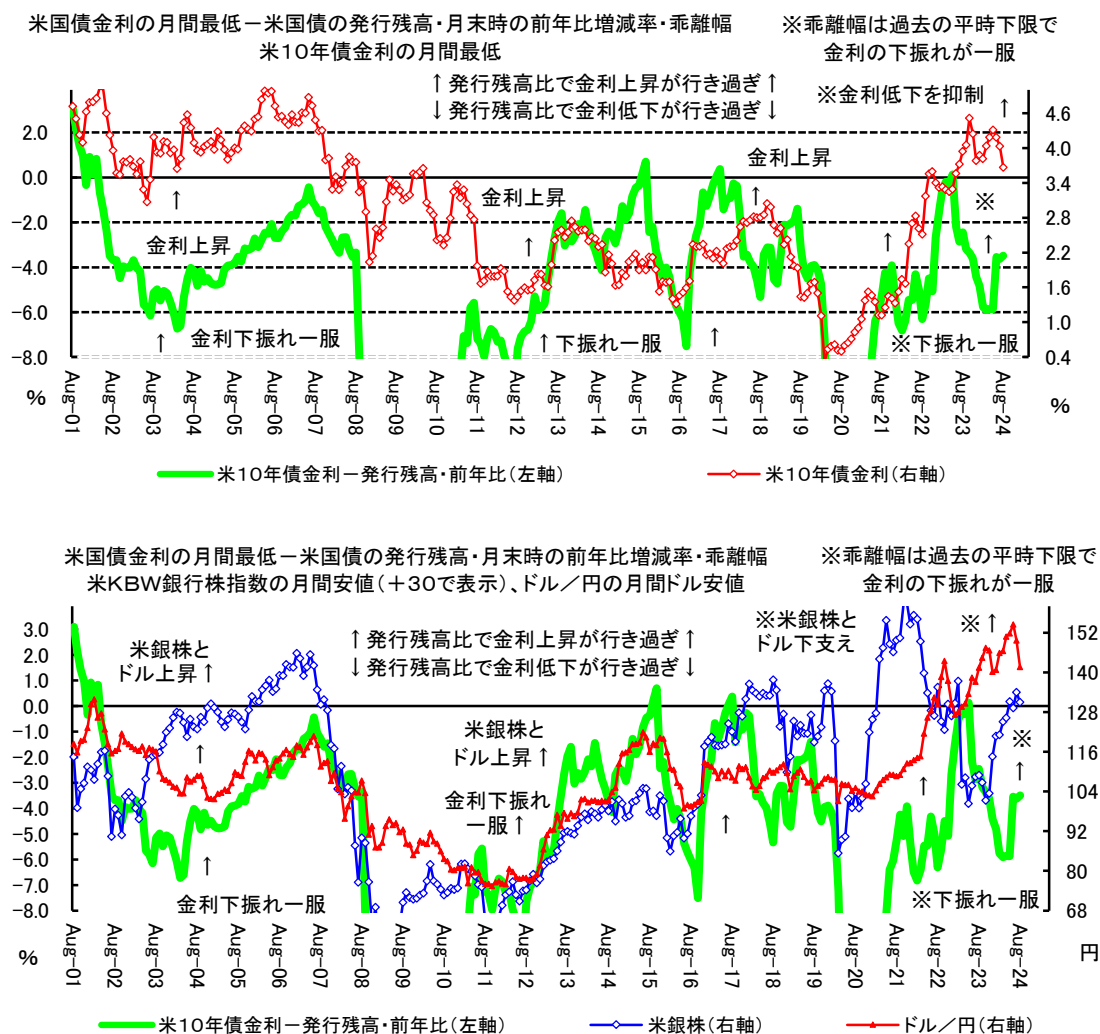
る。米国の代表的な銀行株指数・KBW 銀行株指数は 7 月末からの市場混乱と反落を経て、8 月 29 日には 7 月末以来の高値を V 字回復してきた。

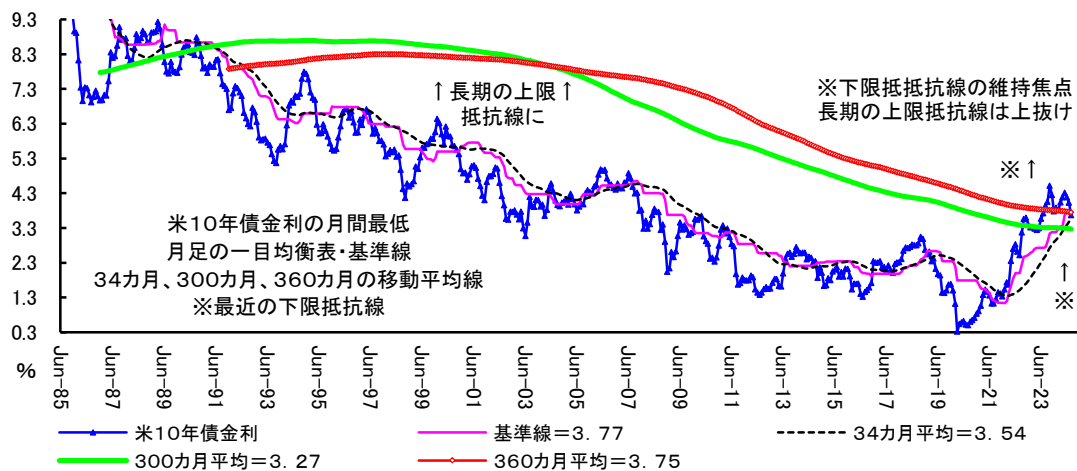
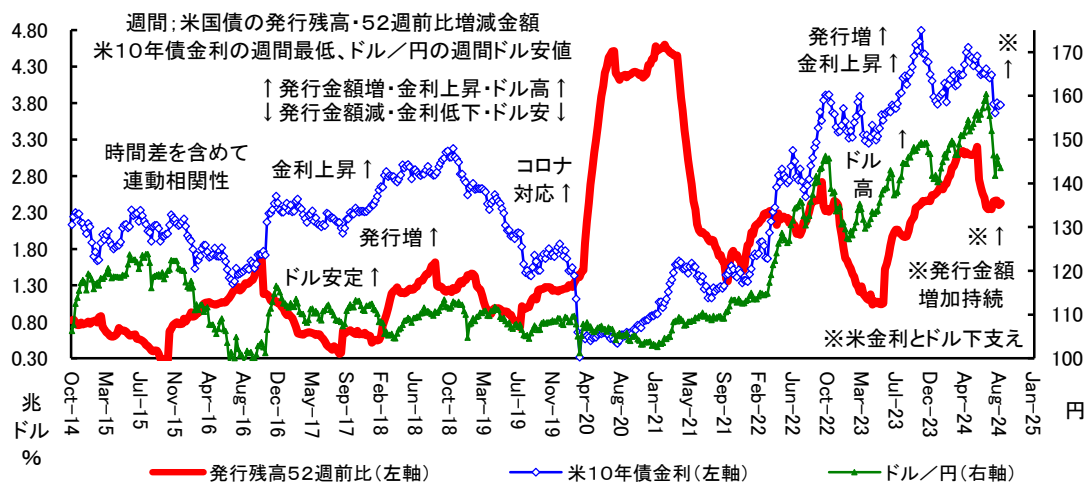
米国債の発行残高については週間ベースで、52 前週比（前年比）の「増減額」が 8 月 29 日に +2.43 兆ドルの増加となっている。7 月 26 日週の +2.34 兆ドルが直近最少となる形で、僅かながらも再増加となってきた。2020 年のコロナ対応では +4 兆ドル超えの急増となり、その後は反動減となったが、足元では 1990 年代以降で最大レベルの前年比増加額が維持された状態だ

コロナ前の平時である 2019 年には、+0.7 兆ドルから +1.3 兆ドル前後の前年比増が普通の状態であった。そこから現在は高止まりが持続となっており、

過去の米 FRB による利下げ局面に比べると、米 10 年債金利やドル/円でのドルの水準レベルについて、「過去比での高止まり」維持とさせやすい。

米 10 年債金利の長期トレンド判断で参考になる月足テクニカルによると、足元では長期スパンでの重要抵抗線の上抜け維持を固めつつある。8 月 29 日時点での数値では同日の終値が 3.86% に対し、月足・一目均衡表の基準線 3.77%、360 カ月 (30 年) 移動平均線 3.75%、34 カ月移動平均線 3.54%、300 カ月 (25 年) 移動平均線 3.27% などの上抜け定着攻防となっている。このうち 30 年平均や 25 年平均は 1980 年代後半以降、強力な上限抵抗ラインとして機能してきたが、足元では「下限抵抗ライン」に位置関係が変わるというトレンド転換が見られている。





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。