

米金利上昇の背景と今後の見通し 急騰の影響は市場の混乱を招き、上昇抑制要因に

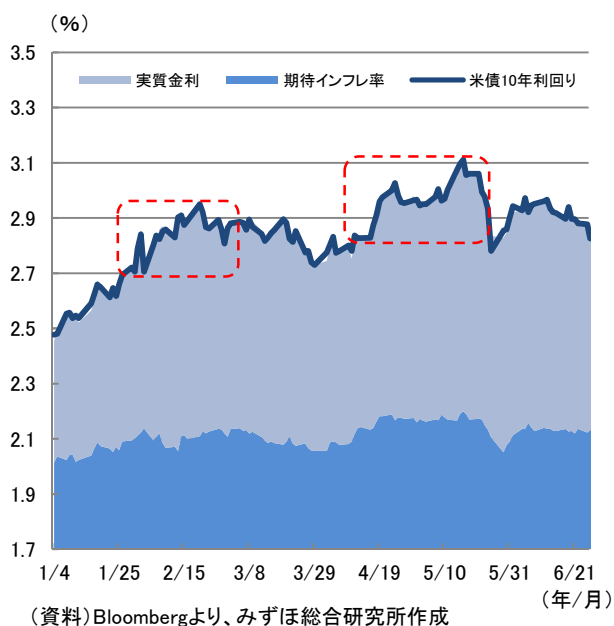
みずほ総合研究所
調査本部 市場調査部
03-3591-1248

- 米国債券市場は2018年に入り2度の金利上昇局面を経験。1度目（2月）は需給悪化に加え、ボラティリティの上昇に伴う投資家のポジション調整を受けた株式市場・債券市場の急落
- 2度目（4月以降）の金利上昇は1度目とは異なり、期待インフレ率の上昇だけでなく、グローバルなリスク許容度の回復や良好なファンダメンタルズを背景とした実質金利の上昇が原因
- 米金利の急上昇は他市場（株式市場や新興国市場）に対し悪影響を及ぼし、結果としてグローバルなリスクオフという形で米債需要を高めるため、先行きについては緩やかな上昇に留まる見込み

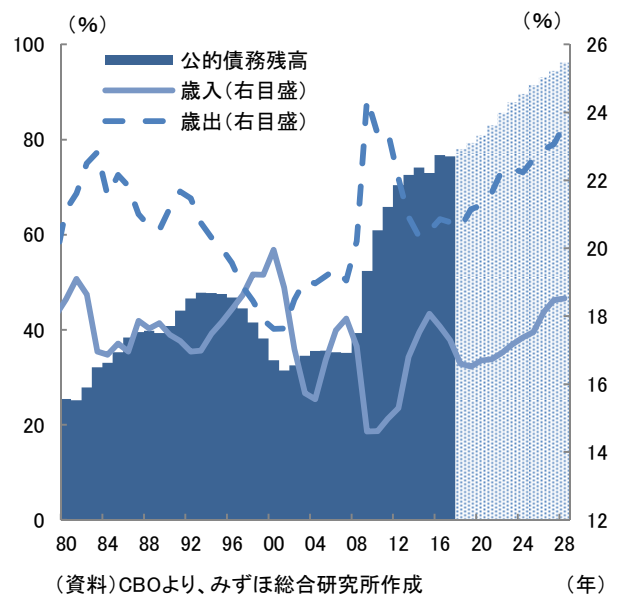
1. 需給悪化懸念やボラティリティの急上昇がもたらした金融市場の調整

米国は2018年に入り、2度の金利上昇を経験した（図表1）。1度目はトランプ政権の財政拡張政策による需給悪化懸念と、米雇用統計（2/2）に端を発したボラティリティの急騰に伴う投資家のポジション調整に起因した、金融市場の調整によるものである。年初来、トランプ政権の拡張的な財政政策により国債の増発が意識されており、緩やかに金利が上昇した。CBO（米国議会予算局）によって半期に一度発表される「予算および経済見通し」（4/9）において、その懸念が杞憂でなかったことが確認できる。ここでは、税制改革法等の新たな税法と予算案を考慮した先々の経済や財政の試算が行われ、その結果、米国の

図表1 米国10年国債利回り



図表2 財政見通し

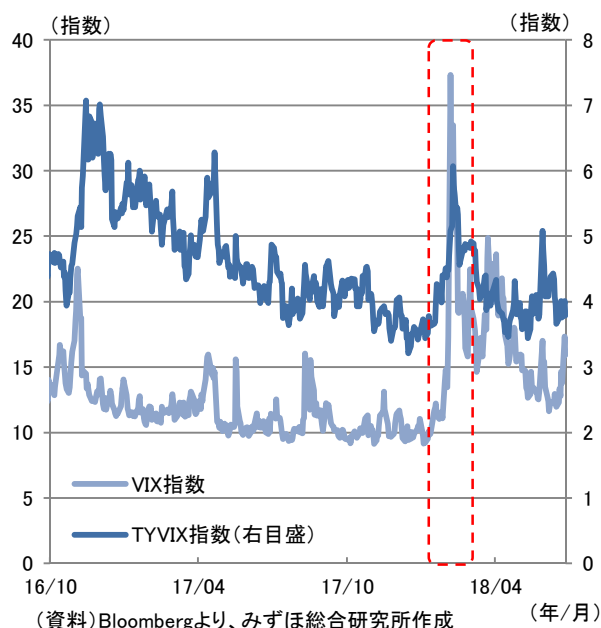


財政赤字や債務発行残高の大幅な増加が予想されている。財政赤字の累積額が1兆ドルを超える時期は前回発表(2017/6/29)と比較すれば2年前倒しされており、また2028年には債務残高がGDP対比ほぼ100%に達すると見込まれている(図表2)。FRBによるバランスシート縮小も、需給悪化懸念を高める一因となった。2017年10月から始まったバランスシート縮小は、FRBが保有する米国債や住宅ローン担保証券を月額最大100億ドル減らすという政策である。具体的には、FRBが満期を迎えて償還される債券を再投資に回さないというアプローチがとられる。これによって、債券の買い手が減ることで、需給の緩みを生じさせている。

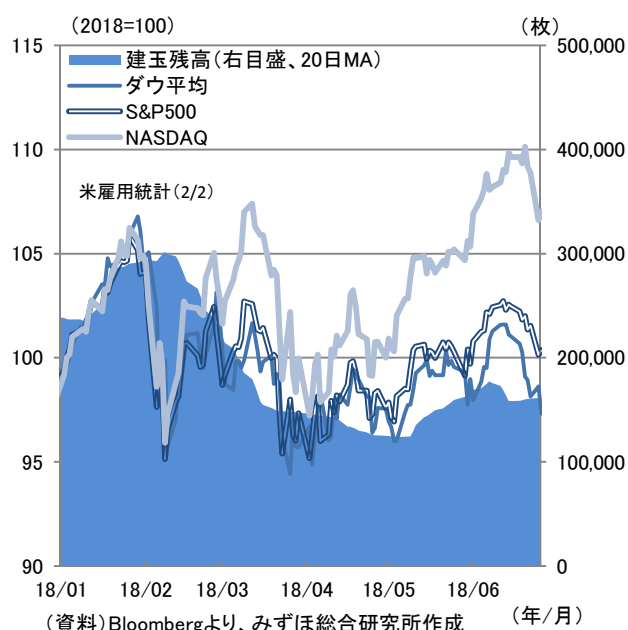
また、一部でVIXショックと呼ばれる金融市場の調整に関しては、米雇用統計(2/2)で賃金上昇が確認されたことを受けて、利上げペース加速の思惑が広がったことにより、債券・株式市場のボラティリティが大きく上昇したことが背景にある(図表3)。

日銀の金融システムレポートでは、ボラティリティと資産価格の下落の関係について以下のような記載がある。『ボラティリティと株価の間で次のような相互連関メカニズムが作用した。まず、①これまでの低金利・低ボラティリティ環境のもとで、VIX先物等をショートしてボラティリティの低下局面での収益獲得を目指す「ショート・ボラティリティ戦略」を採用するファンド・商品への資金流入が進んでいた。こうしたなか、②本年2月以降、VIXに上昇圧力がかかったことで、こうしたファンドのポジション調整(VIX先物の買い戻し等)が起これ、これが一段のボラティリティ上昇につながった。これを受け、③ポートフォリオのボラティリティを一定水準に抑えることを目指す(「リスク・パリティ戦略」と呼ばれる)ファンド等が、保有するリスク性資産を売却した。さらに、④この動きにトレンドをフォローする他の投資家が追随することで、一段の株価下落とボラティリティの上昇が引き起こされた。』金融市場の混乱はグローバルな株価下落のみならず、株式市場よりもボラティリティが低位で推移していた米国債市場も直撃した。

図表3 米国ボラティリティ指標
(株式：VIX、債券：TYVIX)



図表4 VIX先物建玉と米株式市場

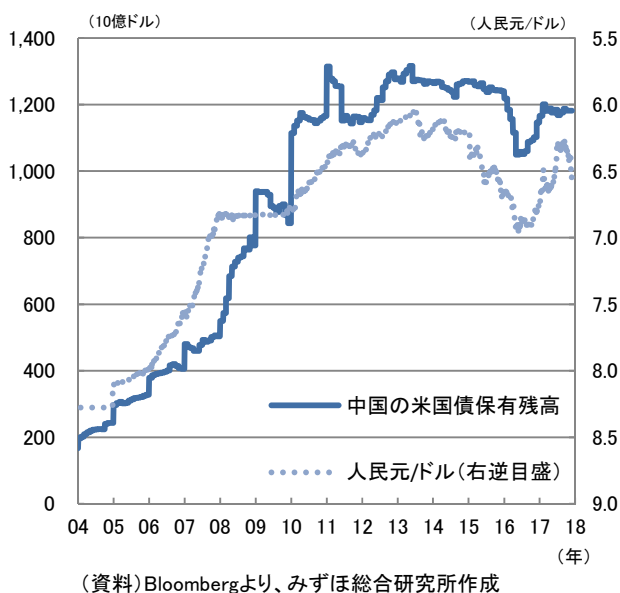


2017年を通じてグローバルな金融緩和環境と景気の緩やかな拡大に支えられた所謂ゴルディロックス的な相場展開によって恐怖指数とも呼ばれているVIX指数は10を割り込み、約30年ぶりの水準まで低下した。2018年も前年同様特段大きな調整もなく、債券・株価ともに堅調だろうという投資家の油断が2月の金利の急騰を招いたのである。

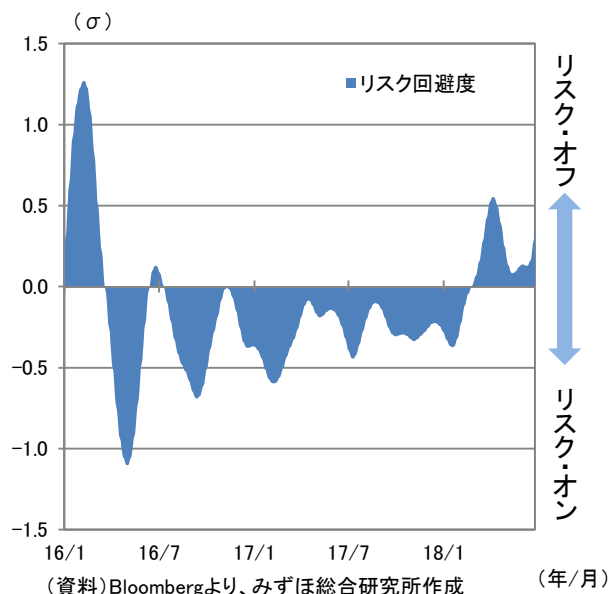
2. 4月以降の金利上昇の背景

4月以降は長期金利が2月の水準を上回る中でも、ボラティリティは株式・債券市場ともに落ち着きを取り戻していることが確認できる。シカゴ先物市場で取引されているVIX先物のポジション調整も一服し、株式市場は良好な決算内容にも支えられ、S&P500やダウ平均株価は下げ止まっており、ナスダック総合指数は最高値を更新した(図表4)。4月以降の金利上昇局面は、期待インフレ率と実質金利の両方が上昇に寄与している。期待インフレ率上昇の発端となったのは、トランプ大統領の外交政策である。トランプ大統領がイラン核合意からの離脱を決め(5/8)、イランへの制裁が再開したことで、イランからの原油の輸出が滞るのではないかという思惑が広がり、原油価格が急騰した。これが将来のインフレ率の上昇期待につながった。ところが、図表1を見ても分かるとおり、期待インフレ率の上昇はわずかである。2018年来で最も金利が上昇したのは5月17日であり、10年国債利回りは3.1%と年初から約65bp上昇した。しかし、期待インフレ率(ブレイク・イーブン・インフレ率10年)は2.2%であり、年初からの伸びは18bp程度である。つまり、名目金利の上昇幅65bpのうちの47bp、約70%は実質金利の上昇で説明できるということである。その実質金利の上昇の背景は、ファンダメンタルズ指標が悪化する中でも物価・賃金に関する指標が堅調さを維持したことに加えて、トランプ減税法案可決以降の需給悪化懸念が米中貿易対立で一層意識されたことや投資家のグローバルなリスク許容度が落ち着きを取り戻したこと等、複合的な要因が挙げられよう。

図表5 中国の米国債保有残高



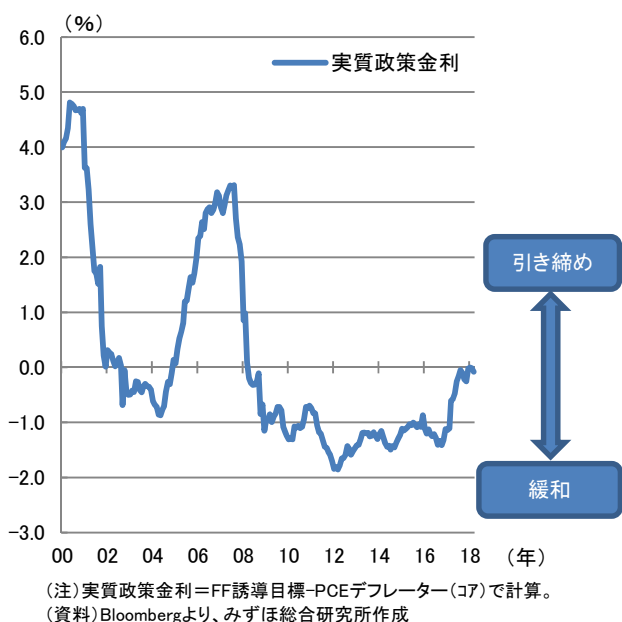
図表6 リスクアピタイトインデックス



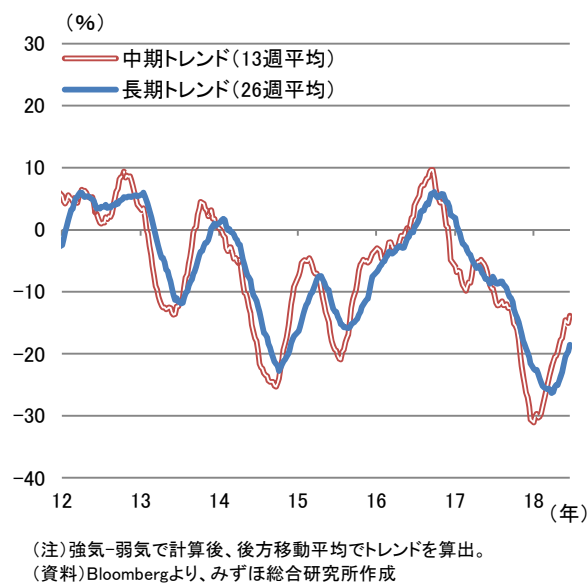
需給悪化懸念は一層深刻になったといえる。供給面では米国債の供給圧力は続いている。5月2日に米国財務省より発表された今四半期の資金調達計画で、国債発行額は730億ドルと2月の660億ドルからさらに拡大した。また、4月以降の新たなリスクとして、米中貿易摩擦に伴う中国による米国債売りへの警戒があげられる。中国は年々、米国債への投資を積み上げており、米国債保有残高は約1兆2000億ドルと世界最大であり、発行残高の約8%を占める（図表5）。その中国が米中貿易摩擦の深刻化によって、米国債を売却するのではないかという思惑が市場に広がっている。3月には中国の駐米大使が、米国債購入の減額を検討するかという質問に対して「あらゆる選択肢を排除しない」と発言し、6月には中国商務省が、米国による2000億ドルの追加関税措置に対し、「質と量を組み合わせた総合的な対策を取る」と発言している。また、足元で対ドルでの人民元下落が進行しており、中国政府が国際競争力を高めるため、意図的に元安誘導をしている可能性もある（図表5）。今後についても米国の強引な通商政策へのスタンスが継続するようであれば、米中関係が悪化し、中国による政治的な意味合いを含む米国債券売りに対する金融市場の警戒感は続くと思込まれる。

投資家のリスク許容度の改善基調も金利上昇圧力につながった。米国の保護主義姿勢の高まりやアジアの地政学的な緊張等、リスク回避姿勢が大きく高まった。こうした状況が現在は幾分緩和されつつある。図表6はグローバルな投資家の許容度を示したリスクアピタイトインデックスである。リスクアピタイトインデックスとは、主成分分析により投資家のリスク許容度に関連した複数のマーケットデータ（VIX、為替、各種スプレッド等）の共通要因を抽出し、その第1主成分スコアをHPフィルターで平滑化したものである。当インデックスが上昇すれば、金融市場における投資家のリスク回避度が上昇（リスク許容度が低下）していることを示す。このグラフからも2017年は年間を通じて、極めて緩慢なリスクオン相場が継続したことが分かる。一方で、2018年は年初来リスクオフに振れたものの足元では一旦落ち着きを取り戻した。株式等の資産価格の持ち直しと共に長期金利は上昇しやすい環境にあったといえる。

図表7 金融政策スタンス



図表8 債券投資家のセンチメント

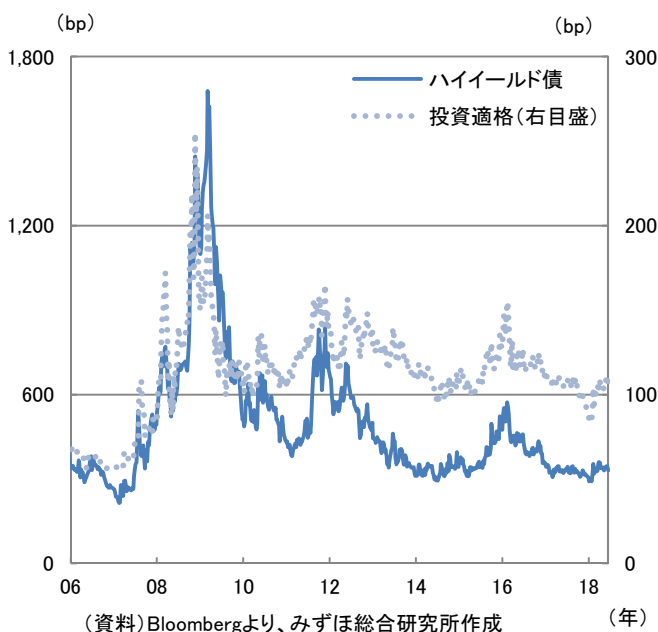


3. 急激な金利上昇がおこる蓋然性は小さい

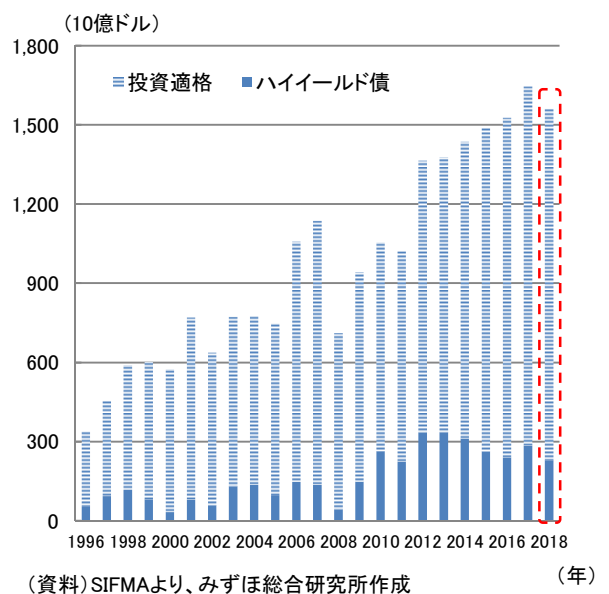
2018年後半から2019年にかけての米国長期金利の見通しは、F R Bによる政策金利の引き上げが段階的に行われるなかで、緩やかな上昇に留まると予想している。米国債市場内外の両面の要因から金融市場は金利の急騰を許容できない状況が継続すると考える。F R Bによる段階的な政策金利の引き上げが行われる中で、金融政策のスタンス（図表7）は徐々に緩和的な状況から引き締め方向に移っている。市場が想定する中立金利がゼロ近傍で推移する中、政策金利から物価上昇率を差し引いた実質的な政策金利を確認すれば6月のFOMCにおける利上げを受けF R Bの金融政策へのスタンスはニュートラル状態になったといえる。今後段階的に政策金利が引き上げられれば、米景気に対して引き締めの政策運営をしていると市場参加者が捉える可能性がある。政策金利の引き上げが先行きの景気に対して引き締めのスタンスとなる警戒感は長期金利上昇を抑制する要因になろう。また、債券投資家のセンチメントについても2016年の利上げ開始以降悪化していたが2018年に入り改善基調にあることも低下圧力となり得るだろう（図表8）。

また、長期金利上昇の影響が外部市場に波及し、結果的には上昇圧力を一定程度抑える可能性が高いと考える。2018年に入り既に2度も米金利急騰に端を発したグローバルなリスク回避局面を経験するなか、金利上昇に対する悪影響を投資家は十分に理解している。再度、米長期金利の上昇スピードが加速する場合、株式市場や新興国市場等、他のリスク性商品への悪影響の伝播により、投資家のリスク許容度の低下という経路で米国債への買い圧力につながるであろう。米国の金融政策変更に伴う米金利の上昇やドル高は相対的にドル資金の借り手である企業や新興国等の主体にとってコスト上昇へとつながるため、急激な金利上昇による金融市場全体への調整圧力の高まりには留意が必要である。新興国市場への影響については、リーマンショック以降のF R BによるQ Eを含めた緩和的な金融政策は外貨（ドル）の流入という追い風となった。現在の引き締め局面においては、米国の金利上昇に伴うドル高の影響で新興国からのドル資金の流出が意識される可能性がある。2013年にF R Bが量的緩和の縮小を示唆したことで金融市場が大きく

図表9 クレジットスプレッド



図表10 社債発行

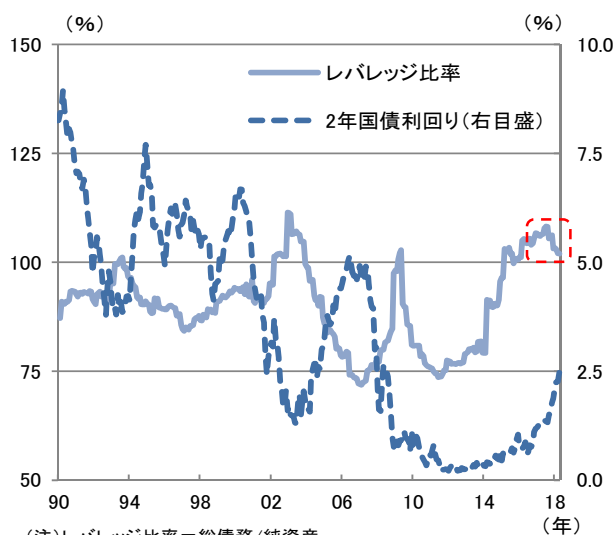


混乱したテーパータントラムでは新興国からの資金流出が市場参加者のリスク許容度の急低下の契機となり、ポジション調整へとつながった。IIF（国際金融協会）は4半期に一度発表するレポートにおいて、FRBによる現在の金融引き締めが徐々に新興国に対して悪影響が及んでいることを指摘した。

合わせて株式市場への影響にも留意しなければならない。リーマンショック以降の米国株式市場における投資家別売買動向をみると、最大の買い手は米国国内企業となっている。昨年までは好調な企業業績を背景に余剰資金を活用した自社株買いに加えて、低金利環境によって社債の調達コスト（図表9）が低下していたため、社債発行による自社株買いも積極的に行っていた。一方、今年は金融政策の正常化に伴い、社債スプレッドがワイドニング（拡大）しているため、企業行動として社債を発行するメリットが落ちている。そのため、企業の社債発行ペースは若干ではあるが昨年度を下回る見込みとなっている（図表10）。米企業の財務状況を確認すると、政策金利引き上げと共にレバレッジ比率にも一服感がみられる（図表11）。また、長期金利上昇に伴うイールドスプレッドの縮小によって、投資家にとっての株式市場の魅力が相対的に低下している点も見逃せない（図表12）。こうした政策金利の引き上げに伴う従来の調達構造の変化によって株式市場の買い手の行動が変化していることに加えて、金利上昇に伴うバリュエーションの変化が起こっている可能性がある。

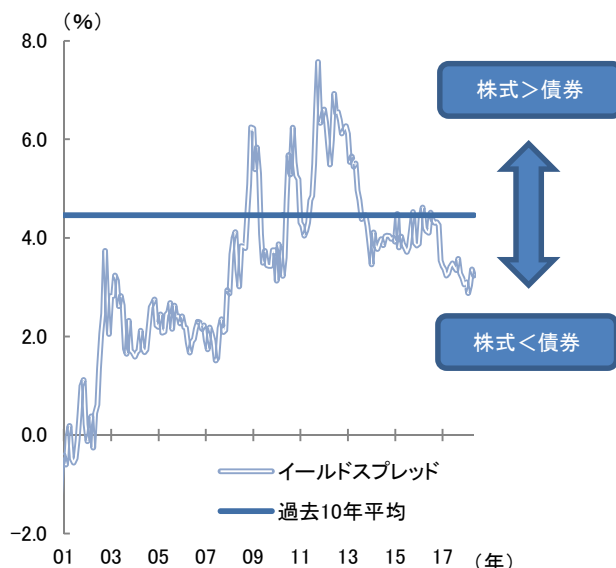
内外の要因から2018年後半にかけては米国長期金利の急騰が起こりづらい環境が整いつつある。もちろん、外生的なショックを理由に長期金利が急騰する可能性はあるものの、他市場の混乱が結果的にはグローバルなリスクオフという形で米国債への需要を高めるため、長期金利の上昇は一時的なものに留まる見込みである。

図表 11 米企業のレバレッジ比率



(注)レバレッジ比率＝総債務/純資産。
SP500構成銘柄より不動産・金融業種を除外した企業で作成。
(資料)Bloombergより、みずほ総合研究所作成

図表 12 イールドスプレッド



(注)イールドスプレッド＝株式益回り－10年国債利回り。
(資料)Bloombergより、みずほ総合研究所作成

[共同執筆者]

市場調査部主任エコノミスト
市場調査部

殿岡直樹
宮本凌

naoki.tonooka@mizuho-ri.co.jp
ryo.miyamoto@mizuho-ri.co.jp

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。