



アメリカの金利低下と米中貿易摩擦

債券市場参加者は米ファンダメンタルよりも米中貿易摩擦を心配しすぎ？

このところ、アメリカの債券市場は金利低下が続き、FOMCでの利下げ予想もさらに進んでいます。2020年4月末のFOMCでは、これから3回から4回利下げを行い、FFレートは1.0~1.5%になると予想しているようです。30年国債の利回りは過去最低を更新しました。株式市場や信用市場はそれほど調整していません。この先リーマン・ショック以上の長引く景気低迷が起こると市場参加者は予想しているのでしょうか？債券、株式どちらがおかしいのでしょうか？FRBの中立金利は理事からは2.5%と示しています。パウエル議長も利下げサイクルに入っていないと述べています。であれば、利下げはあと1回が妥当といえます。低金利による金余りで、市場参加者があまりにも傲慢になっているのかもしれない。

2019/08/22

金融商品取引業者：ブライツ・アセット株式会社
登録番号：関東財務局長（金商）第3102号
加入協会：一般社団法人第二種金融商品取引業協会
一般社団法人金融先物取引業協会
一般社団法人日本投資顧問業協会
HP：www.brightasset.co.jp

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的としてブライツ・アセット株式会社が作成した資料です。投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更されることがあります。投資に関する決定は、お客様ご自身で判断なさるようお願いいたします。

アメリカの金利低下と米中貿易摩擦

債券市場参加者は米ファンダメンタルよりも米中貿易摩擦を心配しすぎ？

利下げを催促するような急速な中長期金利の低下は、アメリカの景気減速を示唆するのか？

このところ、アメリカの債券市場は金利低下が続き、FOMCでの利下げ予想もさらに進んでいます。今年の3月ぐらまではアメリカの金融政策は利上げがある程度継続するか、もしかしたら利上げ局面が終了するのではと見られていたのですが、現在では完全に利下げが来年に向けて継続すると市場参加者は見ているようです。2020年4月末のFOMCでは、政策金利(FFレート)は、これから3回から4回利下げを行い、FFレートは1.0~1.5%になると予想しているようです。(グラフ1~7参照)

債券市場の市場参加者は、アメリカ経済のファンダメンタルというよりも、米中貿易摩擦のことを心配しているようで、金利予測・予想が大きく変化したときには、米中の貿易摩擦交渉でのやり取りが起因しているようです。

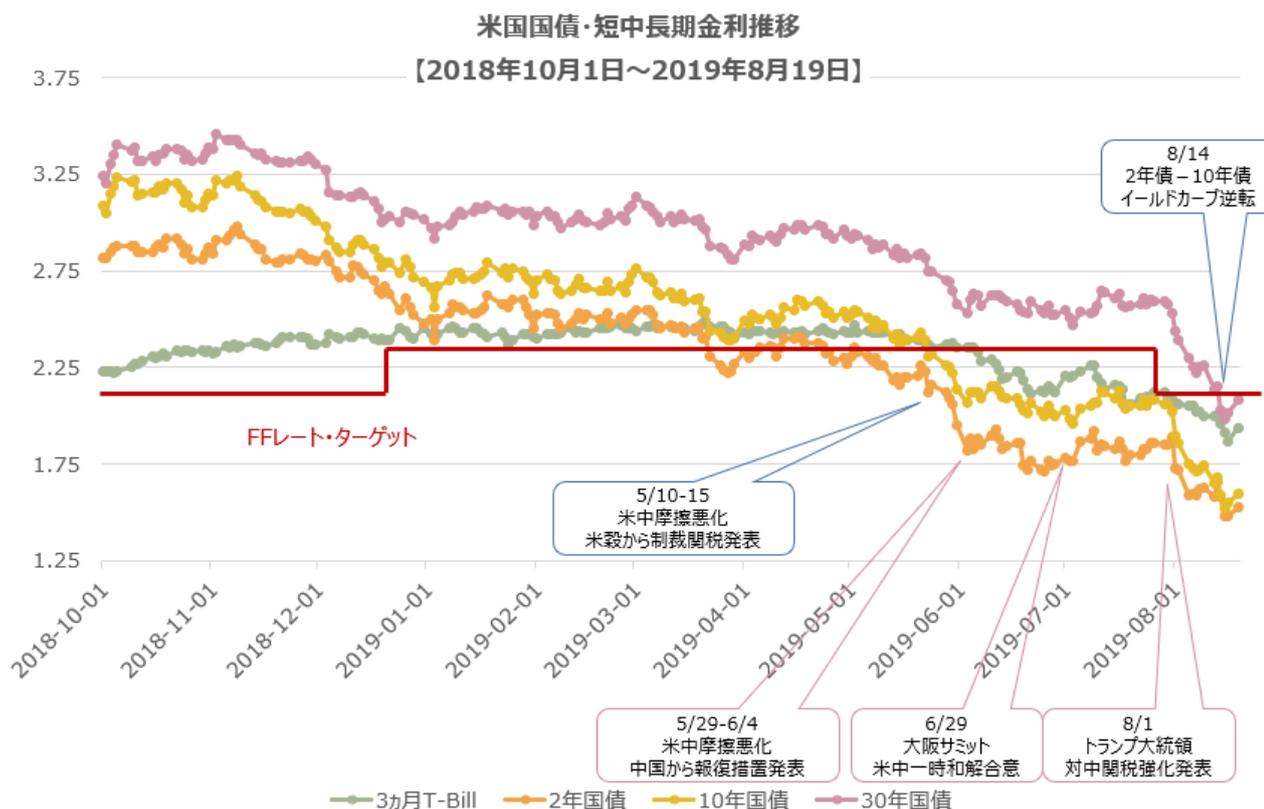
米中貿易交渉において、時系列で主だった両国の動きをまとめてみました。

表1：米中貿易交渉の経過

時期	アメリカ	中国
2018年夏	中国からの輸入品計2500億ドル分に制裁関税	米からの輸入品計1100億ドル分に報復関税
2018年12月1日	米中首脳会談、貿易戦争「一時休戦」合意、協議再開	
2019年5月上旬		貿易協議で合意案に難色
5月9~10日	貿易協議物別れ	
5月10日	発動済み2000億ドル分の制裁関税10%を25%に	
5月13日	中国からの全輸入品に制裁関税を拡大する計画発表	
5月15日	中国通信機器大手「ファーウェイ」への制裁強化発表	
5月31日		中国企業の権益損ねる外資リスト作成方針発表
6月1日		発動済み600億ドル分の報復関税を25%に
6月2日		貿易協議に関する白書で米国を批判
6月3日		国家発展改革委、レアアースの輸出管理強化方針
6月29日	大阪サミットにて 米中首脳会議、「一時休戦」合意、交渉再開	
8月1日	追加の3000億ドル相当(輸入全製品)の中国製品に対し10%の制裁関税を課し、9月1日に発動すると発表	
8月5日	中国を為替操作国に指定	人民元相場7米ドル台に下落、容認
8月13日	米通商代表部(USTR)、一部輸入品(スマートフォンやノートパソコン)への関税発動を12月15日まで延期と発表	
8月16日	USTR、制裁対象品目を発表	

米中貿易交渉がとん挫し、関係が悪化するたびに金利は低下していき、FOMCの政策金利予想も低下していています。30年国債にいたっては、過去最低の利回り水準です。市場参加者は、リーマン・ショック以上の長引く景気低迷が来ると予想しているのでしょうか？株式市場はリーマン・ショックのときの何倍もの水準で推移しています。クレジット市場も特に悪化はしていません。債券市場参加者だけが、米中貿易摩擦の悪化が長引く景気後退を招くと予想しているのでしょうか？貿易交渉は長引きそうですが、もうまくいけば、今の金利低下によるFOMCへの利下げ催促相場は終了するかもしれません。

グラフ1：アメリカ国債の金利推移



出所：FRB のデータよりブライト・アセットが作成

グラフ2：米国 30 年国債(Treasury Bond)利回りは過去最低を更新



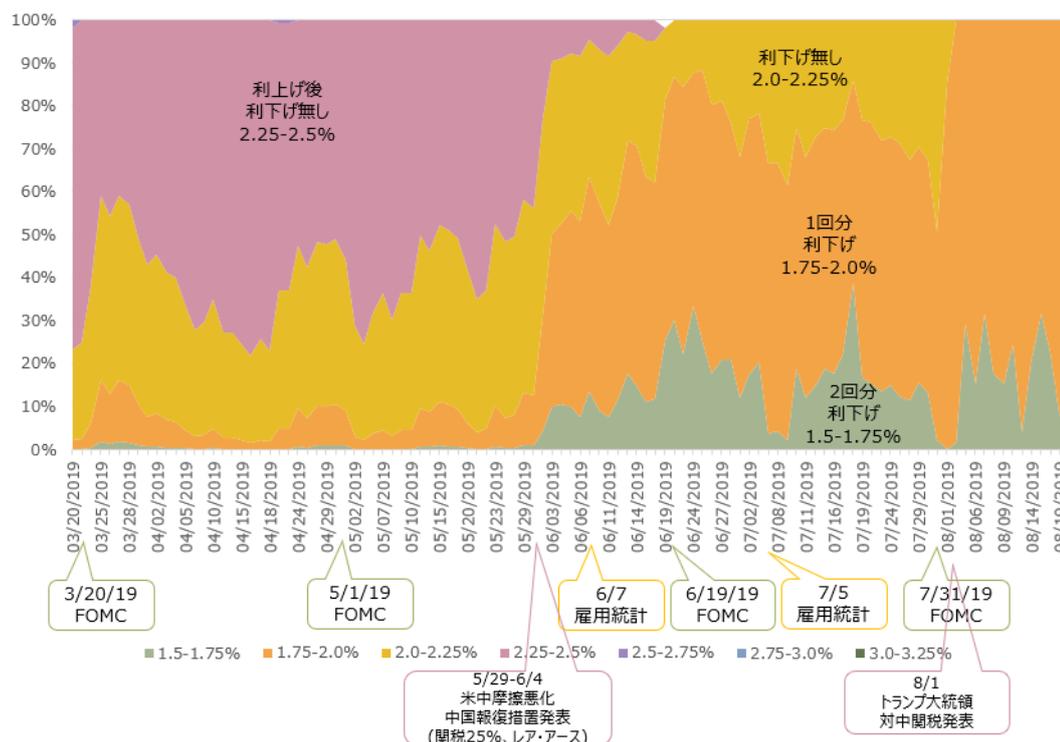
出所：FRB のデータよりブライト・アセットが作成

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的としてブライト・アセット株式会社が作成した資料です。投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更されることがあります。投資に関する決定は、お客様ご自身で判断なさるようお願いいたします。

短期金利先物市場から計算した今後のFOMCでのFFレート予想

グラフ3：FFレート予想（2019年9月18日）

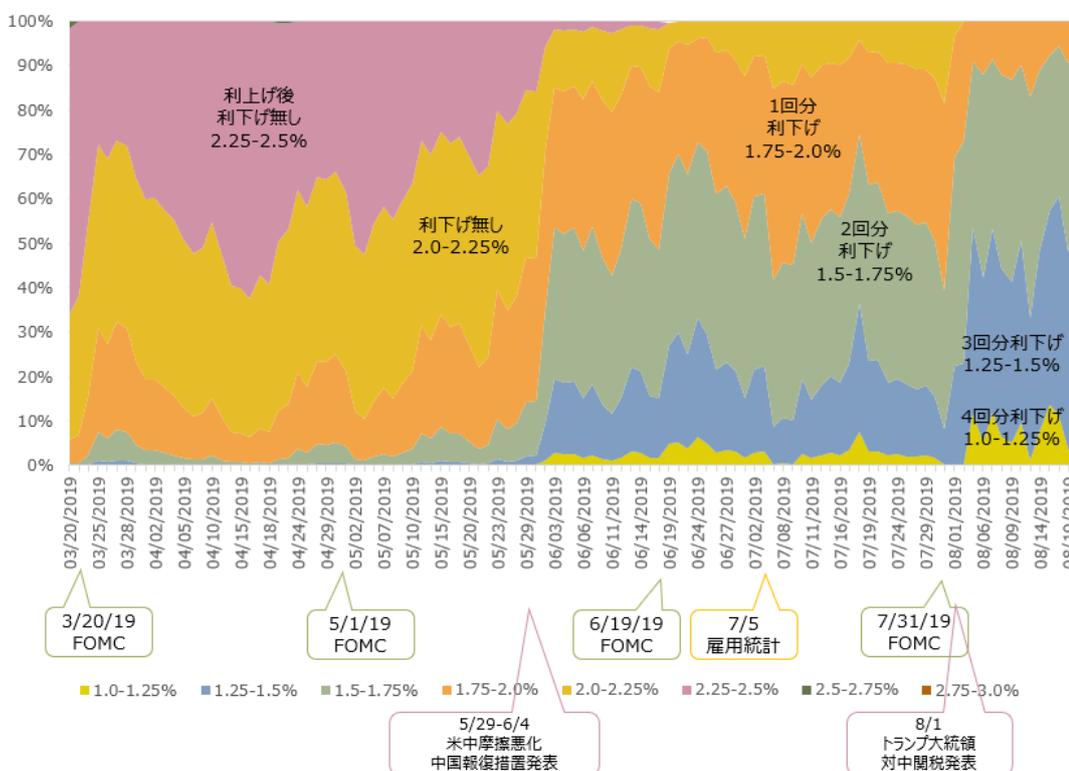
2019年9月18日のFOMCでのFFレート予想



出所：CME Fed Watch よりブライツ・アセットが作成

グラフ4：FFレート予想（2019年12月11日）

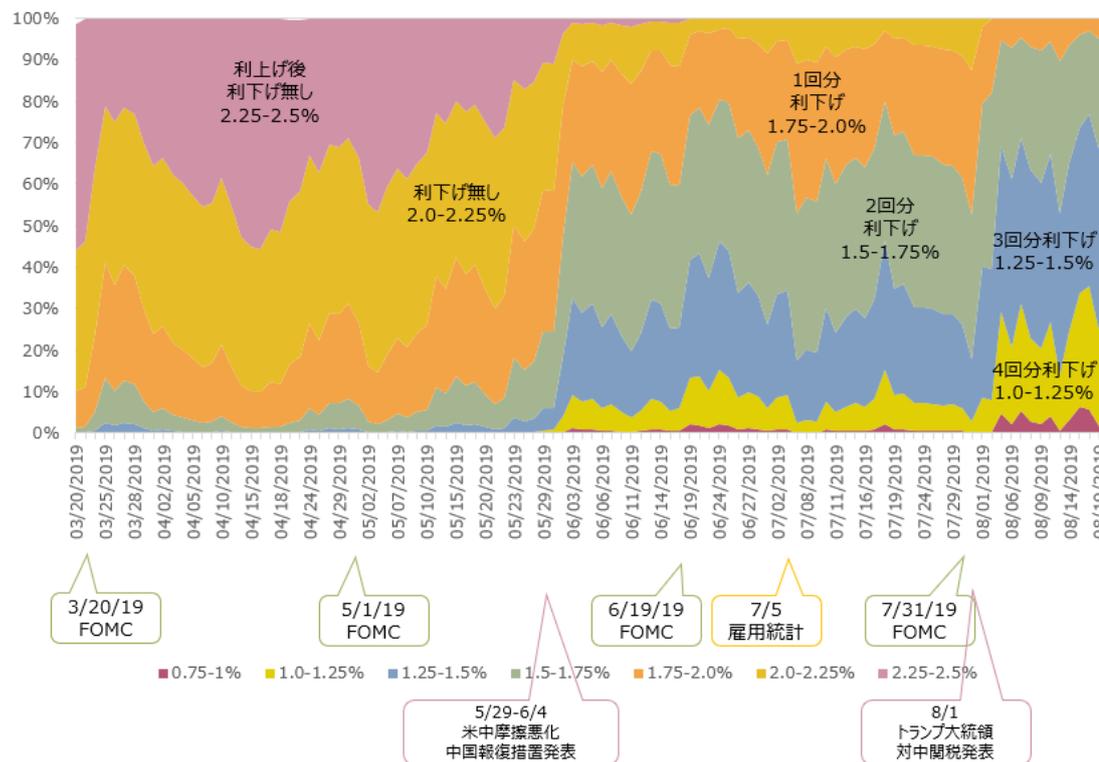
2019年12月11日のFOMCでのFFレート予想



出所：CME Fed Watch よりブライツ・アセットが作成

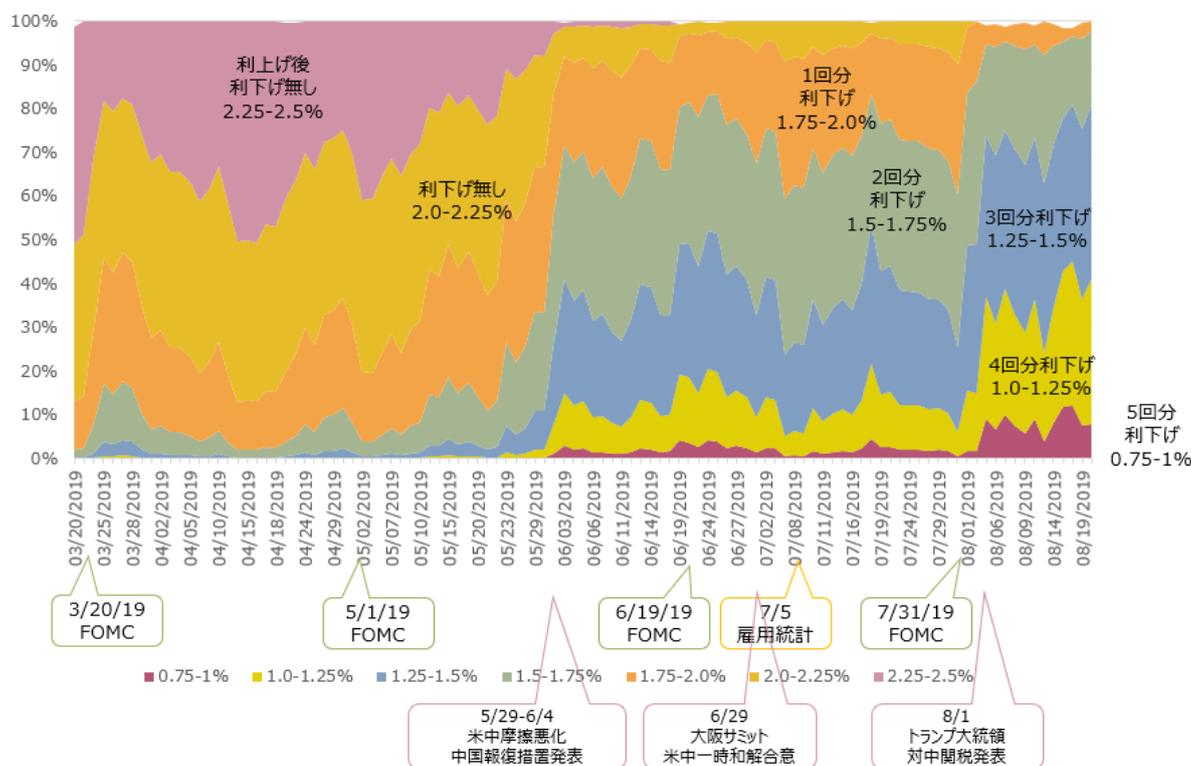
当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的としてブライツ・アセット株式会社が作成した資料です。投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更されることがあります。投資に関する決定は、お客様ご自身で判断なさるようお願いいたします。

グラフ5：FFレート予想（2020年1月29日）モーゲージ金利推移
2020年1月29日のFOMCでのFFレート予想グラ



出所：CME Fed Watch よりブライツ・アセットが作成

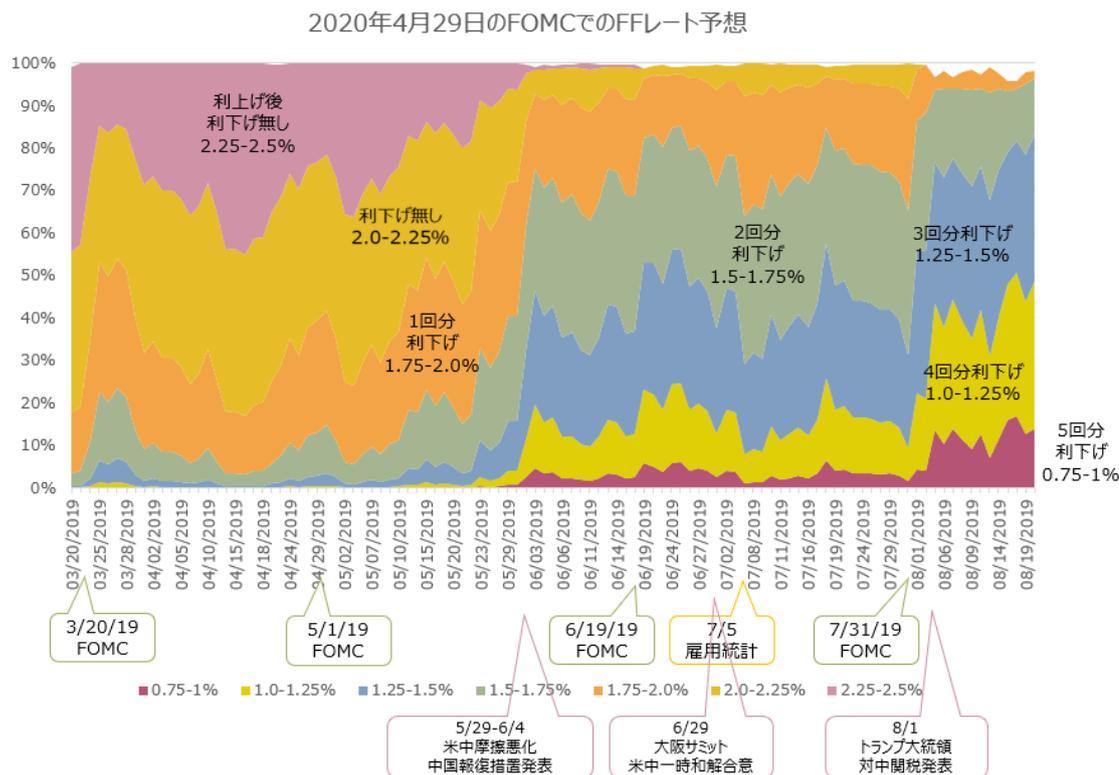
グラフ6：FFレート予想（2020年3月18日）
2020年3月18日のFOMCでのFFレート予想



出所：CME Fed Watch よりブライツ・アセットが作成

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的としてブライツ・アセット株式会社が作成した資料です。投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更されることがあります。投資に関する決定は、お客様ご自身で判断なさるようお願いいたします。

グラフ7：FFレート予想（2020年4月29日）

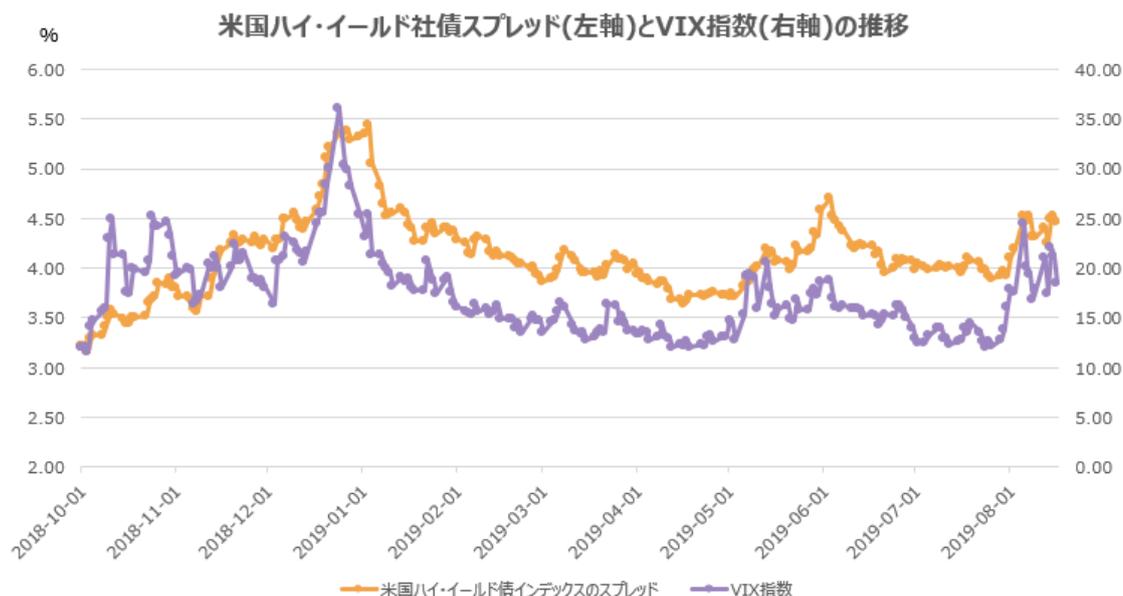


出所：CME Fed Watch よりブライト・アセットが作成

信用市場の悪化？

債券市場で心配されるのは、信用市場（クレジット）の悪化です。しかしながら、最近の信用市場はそれほど懸念されていません。昨年10月以降の米国ハイ・イールド市場のスプレッド(上乘せ金利)と株式のVIX指数を見ても、この先とんでもなく大きな経済危機が訪れるとは見えません。むしろ、クレジット市場や株式市場は昨年年末のほうが危機感は強かったと思います。

グラフ7：米国ハイ・イールド市場のスプレッドとVIX指数推移（2018年10月～2019年8月19日）



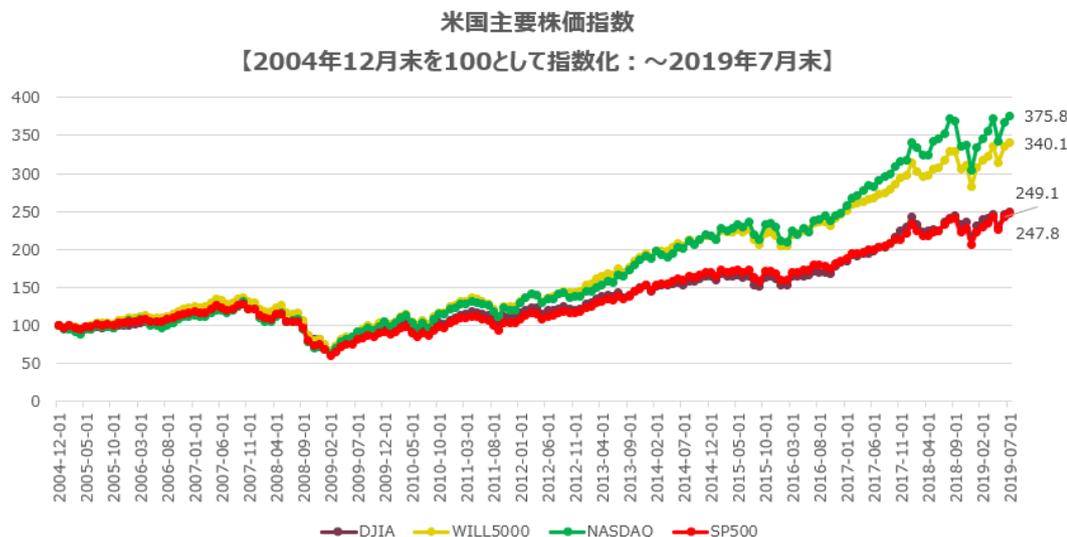
出所：FRB データよりブライト・アセットが作成

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的としてブライト・アセット株式会社が作成した資料です。投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更されることがあります。投資に関する決定は、お客様ご自身で判断なさるようお願いいたします。

米国株式市場は絶好調

米国の株式市場は長期的に見れば、絶好調です。リーマン・ショック後だけで見ても、2～4倍になっています。むしろこの株式市場の上昇こそおかしいと見るべきなのかもしれません。リーマン・ショック後のFRBによる金融緩和政策で完全に金余りになってこの状況が現れているのでしょう。

グラフ8：主要米国株価指数

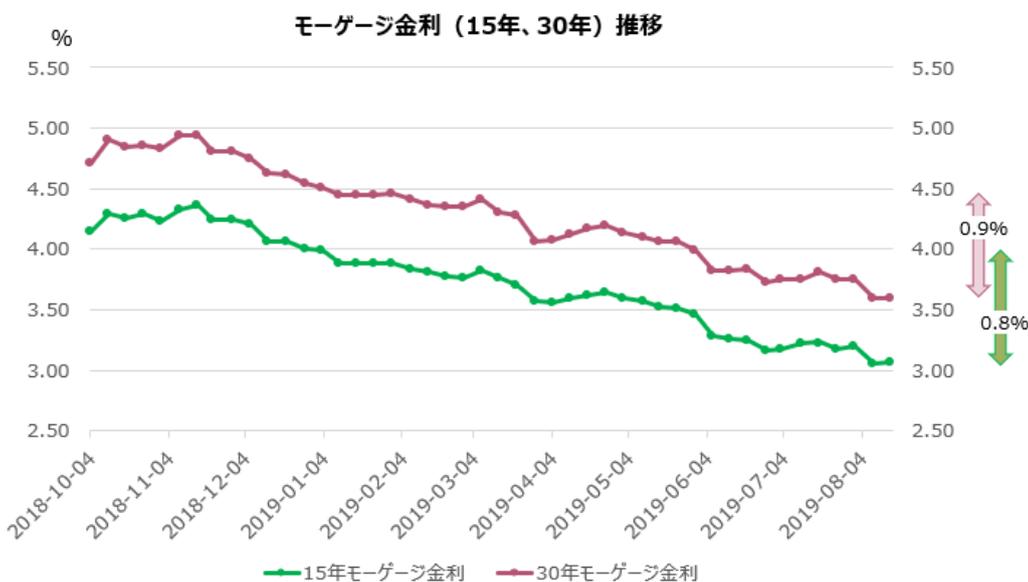


出所：FRBのデータからブライト・アセットが作成。指数は、S&P Dow Jones Indices LLC: Dow Jones Industrial Average、Wilshire Associates: Wilshire 5000 Total Market Full Cap Index、NASDAQ OMX Group : NASDAQ Composite Index、S&P Dow Jones Indices LLC: S&P500 Index

モーゲージ証券保有者のコンベキティー・ヘッジ？

債券参加者の中には、モーゲージ関連の参加者もいます。モーゲージ金利はこの1年で急速に低下しています。(グラフ8参照) 多くのモーゲージ債券はFRBが保有していますが、サービサーと呼ばれる貸付債権回収管理を行っている商業銀行は、金利低下に伴うコンベキティー※注は非常に気にしているかと思われます。FRBがさすがに、コンベキティー・ヘッジしているとは思えませんが、サービサーや住宅金融公庫などは積極的にコンベキティー・ヘッジを行っている可能性が高いでしょう。

グラフ9：モーゲージ金利推移



出所：FRBデータよりブライト・アセットが作成

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的としてブライト・アセット株式会社が作成した資料です。投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更されることがあります。投資に関する決定は、お客様ご自身で判断なさるようお願いいたします。

※注：コンベキシティーとは

コンベキシティーとは、金利が低下していても債券なのに価格が上昇しなくなる特性のこと。金利低下が進むと、債務者が住宅ローンより低金利のローンに借り換えることで、金利の高いモーゲージ債券は期限前償還が進みます。そのため、モーゲージ債券・債権の価格は金利が低下しているのに価格が上がらない状況になります。価格の劣後を避けるために、モーゲージ債券保有者は、コンベキティー・ヘッジとして国債（デュレーション）の購入やスワップのレシープを行い、コンベキティー・ヘッジを行います。こうした行為でさらに金利が低下する現象が起こります。

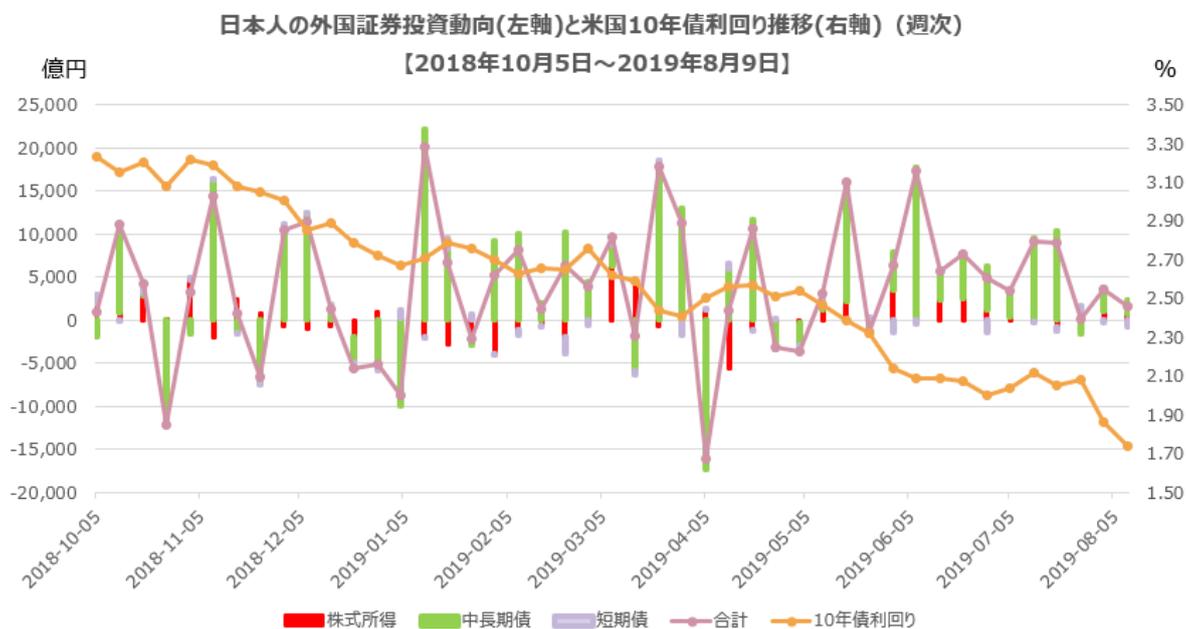
日本の投資家の動向

日本の大手機関投資家の米国証券投資は非常に大きい金額で行われています。2019年4月以降だけで、外国の中期債券を6兆8000億円買い越しています。（グラフ9参照）4月の第1週には売り越したものの7月まで順調に購入を継続していました。8月に入ってからの金利急低下局面では、購入ペースが落ちています。8月に入ってからの米国金利の急低下は、日本の機関投資家というよりも、米国内の銀行や機関投資家、ヘッジ・ファンドなどが積極的に債券購入を進めている可能性が高いです。

中国は為替安定のために米国証券(主に債券)を購入するのか？

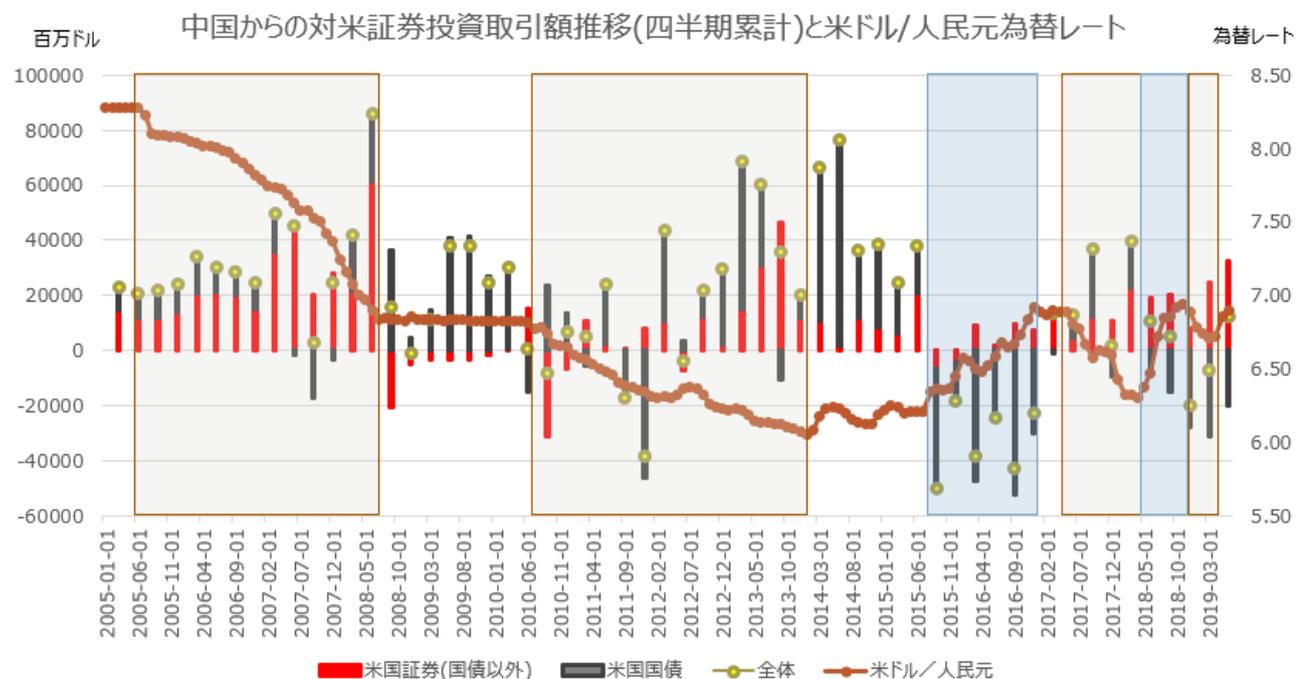
過去数年のデータを見る限り、中国は人民元安局面では、米国証券を売却し、人民元高局面では米国証券を購入しています（グラフ10参照）。四半期ごとのデータで見れば、きれいな整合性が取れていました。これまでの動向からみれば、8月になってからの人民元安は、中国にとっては米国証券の売却を意味します。もし中国がこの人民元安局面で米国証券を買い増していたのなら、まさしく人民元安誘導ということで、為替操作国に指定したばかりの米国にとっては怒りは収まらないでしょう。完全に貿易戦争・通貨安競争への突入を意味します。さすがにそのようなことはないでしょう。

グラフ10：日本の投資家による外国証券投資動向



出所：財務省、FRB のデータをもとにブライト・アセットが作成

グラフ 11：中国からの対米証券投資額推移と人民元為替レート



まとめ

アメリカの金利は8月に入ってから一段と低下しています。30年国債にいたっては、過去最低金利を更新しました。米中貿易摩擦が白熱してきていますが、リーマン・ショック以上の景気減速が本当に起こるのでしょうか？株式市場はリーマン・ショック後の安値から高騰しています。クレジット市場もおおきな信用収縮は起こっていません。8月に入ってから日本や中国はそれほど大量に米国証券を購入しているようには見えません。市場はFEDに対して、利下げの催促しているようですが、FEDの中立金利は市場予測ほど低下はしていません。この先1年で、1%の利下げはあり得ないと思います。今週末のジャクソンホール会議でのパウエル議長の講演が非常に大きなインパクトを持ちそうです。