

オプション倶楽部 TV

2024年5月「グレイ・リノ分析」補足 Q&A

ゴールデンウィークの合間に覆面介入があったようで、ドル円は160円台から一時151円台にまで下げました。しかし、すでにドル円は155円目前まで戻しており、また米国株が4月半ばから反発基調にあったことで、週明けの日経平均に大きな下げは、ありませんでした。しかし、週末の5月限SQに向けて不穏な空気があります。

さて、前回のグレイ・リノ分析では、日本円だけでなく、米ドルの土台（ファンダメンタルズ）にも危うい兆候があることを確認しました。今回は「債務」面から米国の金融当局も打つ手が限られている点を確認しておきましょう。

<資料 P2>

——4月末から5月頭にかけてのドル円急落（円高）は日銀の覆面介入が原因とみられています。前回2022年9月の介入では結果的にドル円は150円周辺から130円周辺にまで下げており、150円台に戻すまでに1年ぐらいかかりました。政策金利差が変わらない以上、長期的なドル高円安基調に変わりはないとしても、中期的には基調が変わるシナリオは想定しておくべきでしょうか？

2022年の介入がある程度うまくいったのは、米国の了解を取り付けていたからといわれています。なお、その後、円高基調がしばらく続いたのは米国の金融政策の変更から10年物米国債の利回りが低下したからです（橙枠）。金利差が縮小したからであり、介入が主因とはいえないでしょう。そして、その後は再度金利差が拡大して円安トレンドになっています。

<10年物・2年物米国債利回りとそのスプレッドおよびCRB指数>



出所) ブルームバーグより筆者作成

——覆面介入だとすれば、日本政府・日銀はスキを突いて振り上げた拳を下ろし、少なくとも目先の円安を食いとどめたことになり、面目躍如といえるのでしょうか？

評価は人によって違うと思います。「ほんの少しの時間稼ぎとなっただけ」という批判も出てきそうです。

——円安による国民生活の負担を言い訳にして抱えている米国債を減らせるのであれば、日本にとっては、ある意味、都合が良いのではないのでしょうか？

そのような理由で日本が米国債の保有額を減らすことを米国が容認してくれるとは思えません。米国債の利回りが上昇する可能性もあるからです。ただし、それ以上の見返りとなるお土産を何か渡すことができれば別ですが。

<資料 P3>

——米銀の未実現損益とは、利回り上昇による保有債券の含み損ということでしょうか？

未実現損失は含み損です。すでに売却して損益が確定した実現損失は、グラフにのせていません。このグラフは満期まで持とうと考えて保有している債券の含み損の部分と、トレード用として売却が可能な保有債券の含み損です。

——債券ですので債務者が破産しないかぎり満期時に元本も戻ると思います。どうして保有債券の含み損が米銀の経営にとって逆風となるのでしょうか？

簡単に申し上げますと、含み損を時価会計で評価した場合、債務超過となる可能性があるからです。

——利上げによる預金利息の支払い増を考えると債券投資の含み損は銀行の経営に大きな逆風になっているといえるのでしょうか？

ご指摘のとおりです。預金金利の引き上げは支払い増になります。一方、預金金利を上げないと預金が他の銀行などに逃げてしまいますね。

——短期債を保有することで低利回り債の含み損をカバーしていく方法は考えられないのでしょうか？

それぞれの銀行の体力によるでしょう。銀行の財務健全性指標（ストレステスト）が悪化しない範囲であれば可能でしょう。

<資料 P4>

——FRB（米連邦準備理事会）のバランスシート（貸借対照表）規模の推移を掲載したのは、なぜでしょうか？

FRB が6月から市中からの資金吸収額を減らすことになったからです。

——なぜ FRB は6月からバランスシートの圧縮ペースを減速することにしたのでしょうか？

米国債の需給悪化による利回り上昇を食い止め、米地銀の含み損拡大を抑えようとしているわけですね。一方、必要な金利の上昇がなければ、インフレが加速するリスクが残ります。

——なぜ、ここで米国債発行額の増加が注目されるのでしょうか？

一方、米国債の発行増は需給を悪化させます。したがって、これは利回りの上昇要因です。これもあって、FRB はバランスシートの縮小ペースを緩やかにするのでしょう。

——FRB（や外国政府機関）が米国債の購入額を減らしているなか、発行額が前期比 10% 増となった米国債を購入しているのは、どこでしょうか？ 金融機関や年金基金などのファンドでしょうか？

年金や生命保険など長期視点から運用している投資家は、株式の比重を下げることにもなりますので、新規資金での運用を債券に回しているのでしょう。

——米国債の発行額が増えているのも 10 年物米国債の利回りが年初から上昇基調にある

一因ということでしょうか？

ご指摘のとおりだと考えています。需給が悪化していると考えています。

——つまるところ、米国政府は比較的高利回りの国債を多めに発行しているということでしょうか？

ご指摘のとおりです。この状況が続くと、米国の債務状況はさらに悪化していくでしょう。その先には債券格付け引き下げの心配が出てきます。

——もし米国債の格付けが引き下げられたら、どのような影響が考えられるのでしょうか？

米国の金利高・株安でしょう。

<資料 P5>

——なぜ米国政府の債務が経済成長のペースを超えるまでに急ピッチで増えているのでしょうか？ 利払い費でしょうか？

利払い費の増加も一因ですね。さらに、ウクライナやイスラエルへの支援も影響しているでしょう。

——米国政府の債務増加を防ぐためには歳出削減か歳入増加だと思うのですが、現在は打つ手なしの状況なのでしょうか？

大統領選挙前に景気も悪くしたくない状況でしょう。打つ手は限られている、または決定打に欠けている状態でしょう。

——とはいえ、日本のように債務の対 GDP 比が 260%でも何となくやっている国があるので、かなり長期のグレイ・リノになる可能性もあるのでしょうか？

可能性は否定できません。

＜資料 P6＞

——**米国でカードローン残高が増えているのはインフレと関係があるのでしょうか？**

インフレで支払いが厳しいので、クレジットカードのいわゆるリボリビング払いにしているわけですね。このようななか、適用金利が上昇していますので、庶民の生活は厳しい状態でしょう。

——**高い金利でもおカネを借りざるを得なくなっている人々が増えているということでしょうか？**

そのとおりです。いわゆる株高に喜ぶ富裕層と高金利に苦しむ庶民で二極化の状態です。

——**つまるところ、米国で政府・金融機関・個人の債務が急速に膨らんでいるということでしょうか？ 企業の債務も膨らんでいるのでしょうか？**

富裕層と一般庶民では違いますが、一般庶民の生活は厳しい状態でしょう。企業については、個別企業ごとにバランスシートを確認する必要がありますね。

——**しかし、政策金利の引き下げはインフレを煽る可能性があるため、実施が難しいというのが現状でしょうか？**

ご指摘のとおりです。インフレ懸念があるなか、一気に金利を引き下げるわけにもいかない状況です。

【免責事項】

本テキストの図表・数値などは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性・信頼性・完全性を保証するものではありません。

本テキストに掲載された情報・図表・資料は、あくまで情報提供を目的としたものです。証券など金融商品の売り買いを提案・勧誘するためのものとして、また証券など金融商品について助言・推奨するものとして、利用・解釈しないでください。

本テキストは一般向けに編集されています。特定の投資目的・特定の投資環境・特定の投資家を一切考慮していません。事前に専門家の適切な助言を受けるべきですし、最終的な投資判断は、個人が個々の状況を考慮して、自らの責任で下すようにしてください。

本テキストに基づく行為の結果、発生した障害・損失などについて筆者およびパンローリング社は一切の責任を負いません。

本テキストに記載された URL などは予告なく変更される場合があります。

本テキストに記載されている会社名・製品名は、それぞれ各社の商標および登録商標です。