

米国のテーパリングの超長期国債金利への影響

1. 連邦準備制度(Fed)によるトレジャリーのロールオーバーの方法

Fed による量的緩和により保有されているトレジャリー(米国国債)及びモーゲージ証券(以下 MBS)は、償還の都度、ロールオーバーされてきた。満期を迎えた証券の償還金額は、オークションで発行される同じ日に決済される 3 年、10 年及び 30 年満期のトレジャリーに交換される。それぞれの満期の債券の交換比率は、発表されたそれぞれの債券の発行金額に比例して割り当てられる¹。

図表 1

量的緩和で Fed の System Open Market Account(SOMA)に保有されていた債券の償還時のロールオーバーの方法

満期となる証券の金額	証券	公表された発行金額	配分比率	ロールオーバーの金額
\$1,000,000,000	3-year	\$24,000,000,000	41.4%	\$413,793,200
	10-year	\$21,000,000,000	36.2%	\$362,068,900
	30-year	\$13,000,000,000	22.4%	\$224,137,900
		\$58,000,000,000	100.0%	\$1,000,000,000

Fed 資料より作成

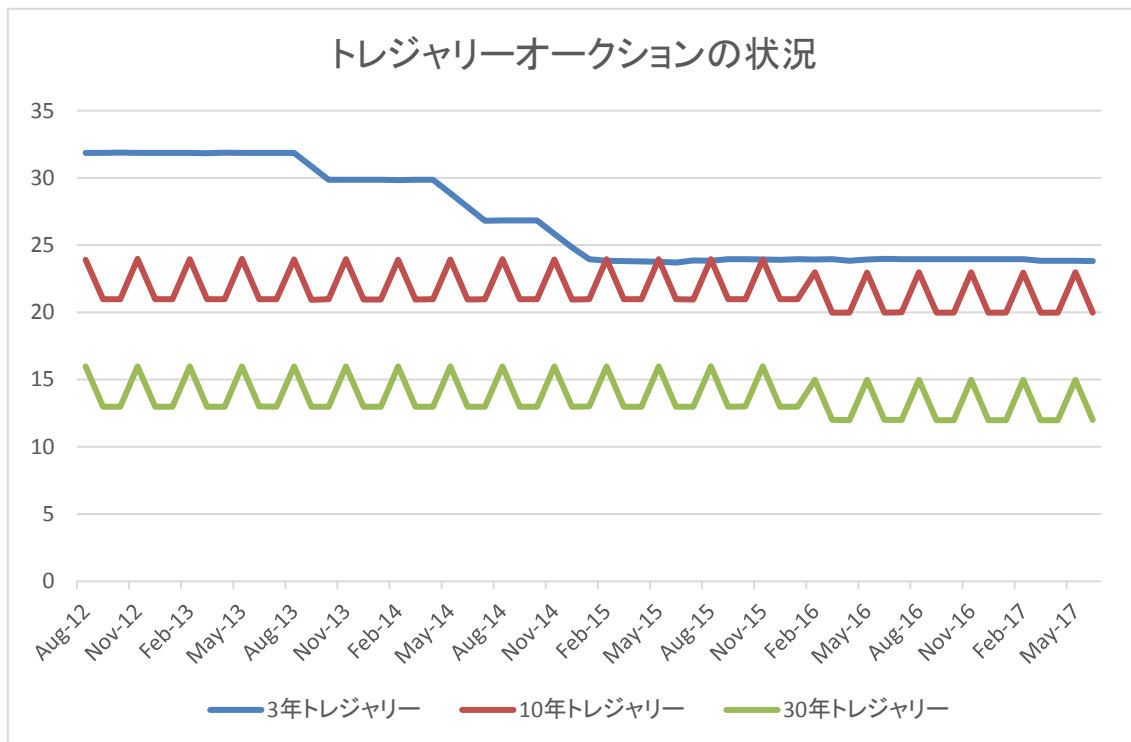
過去 5 年のオークションの状況は、図表 2 に示してある。各年限のトレジャリーのオークション時の平均比率は、3 年債:43%、10 年債:35%、30 年債、22%(図表 3)という比率となっている。

¹ロールオーバーの方法に関しては、Fed の下記ページにて詳細が述べられている。

FAQ: Treasury Rollovers Effective December 14,16

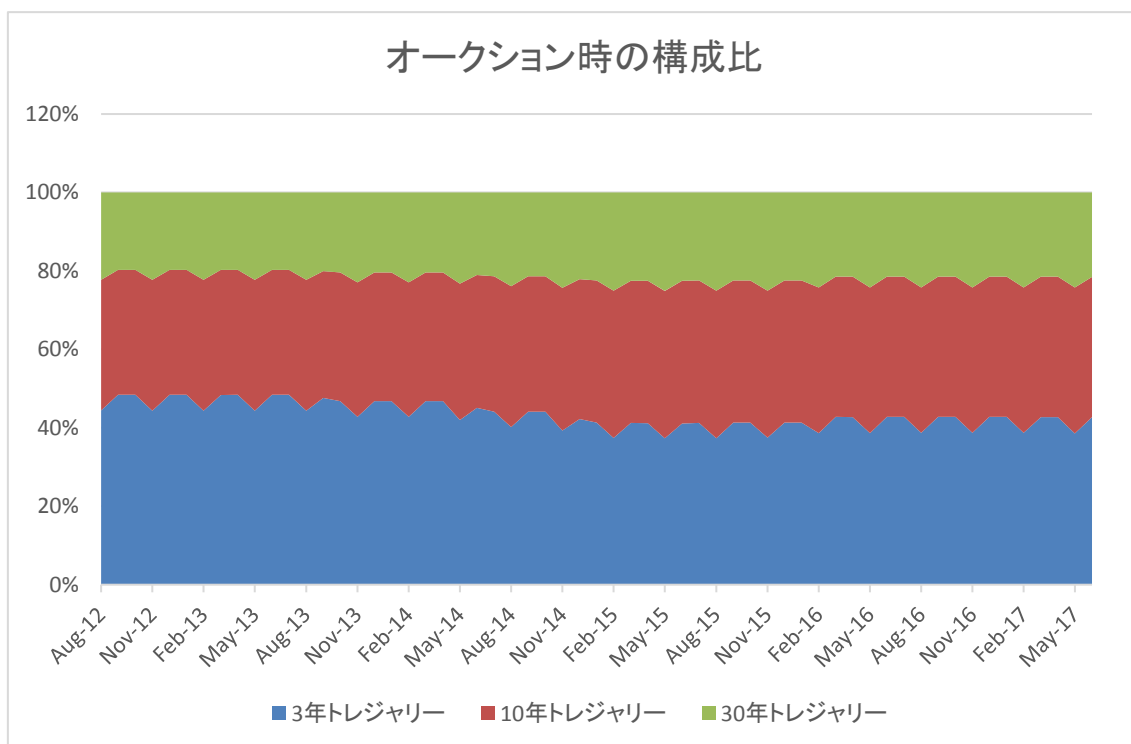
<https://www.newyorkfed.org/markets/treasury-rollover-faq.html>

図表 2



Bloomberg より当社作成

図表 3



Bloomberg より当社作成

2. テーパリング時の市中消化に関するシミュレーションと超長期金利の見通し

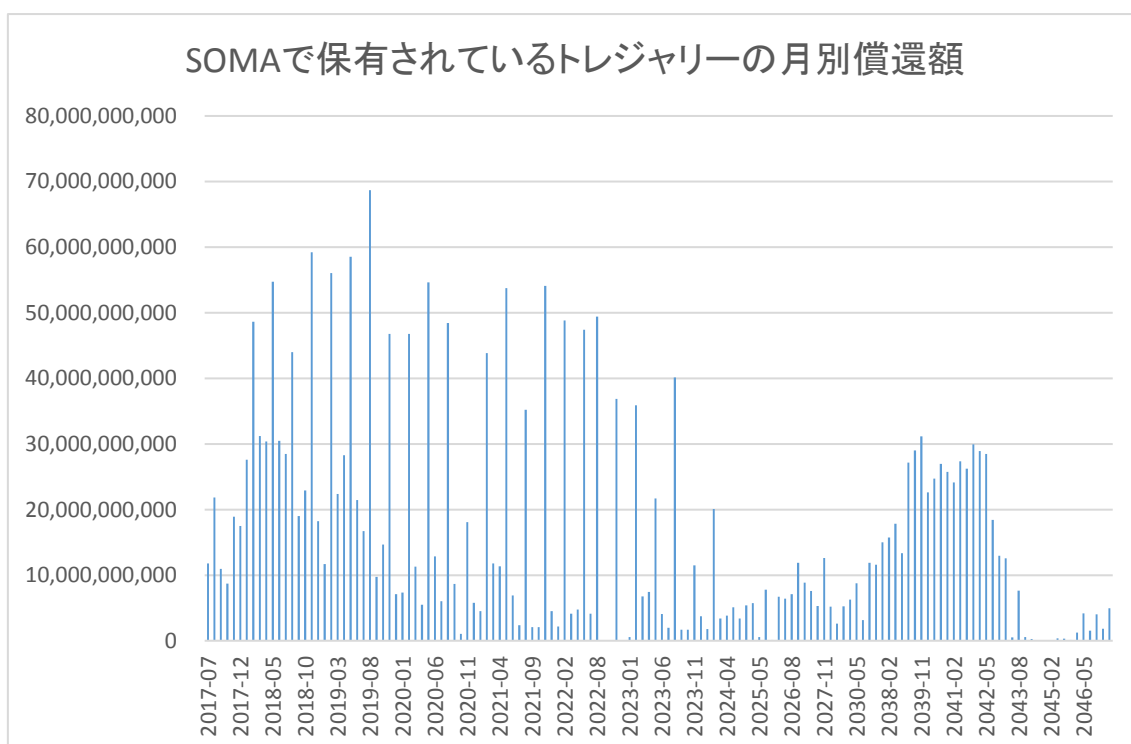
(1) テーパリングの方法とオークションの前提

米国連邦準備理事会(FRB)は、6月14日に、量的緩和で膨らんだ米国債などの保有資産の削減策として、債券などの償還で得た資金の再投資を減らす方針を示した。そこでは、償還資金のうち再投資しない金額の枠を設け、枠を超えた部分を再投資に回す。この枠を3か月ごとに引き上げ、再投資に回す金額を下げる。再投資しない金額は、当初、米国債が月60億ドル、3か月ごとに60億ドルずつ引上げ、1年以上かけて、300億ドルにするというもの。この方法に則り、過去と同様のオークションの傾向が続くとした場合、どのような影響が出るかを見してみる。(なお、テーパリングの開始を仮に、本年9月としている。)

(2) 保有されている米国国債の償還の状況

図表4は、FedのSystem Open Market Account(SOMA)で保有されている米国債の月別償還額を示している。これに、過去のオークションの平均構成率と、上述のテーパリングの方法を考慮して、市中消化の将来の状況を見たものが、図表5及び6である。

図表4

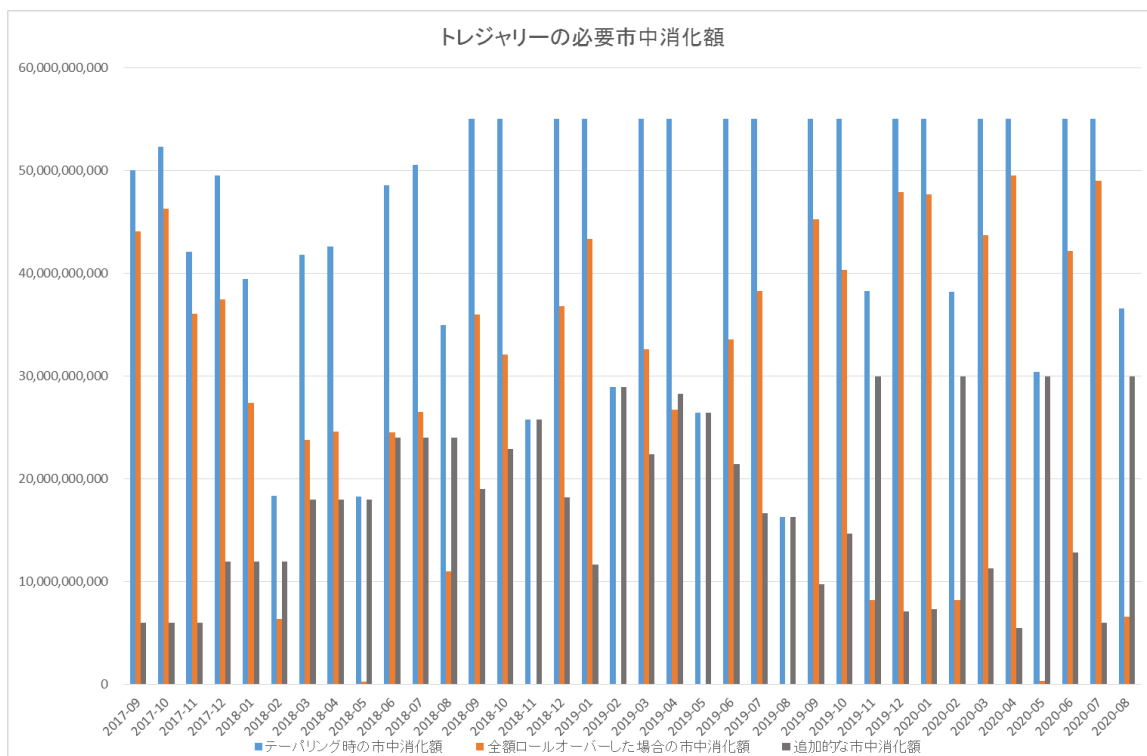


FED 資料²より当社作成

これを見ると、2017年12月までは、償還金額が少ないことから、テーパリングがある無しに関わらず80%から90%を市中消化しなければならない。その後、2018年2月に償還額

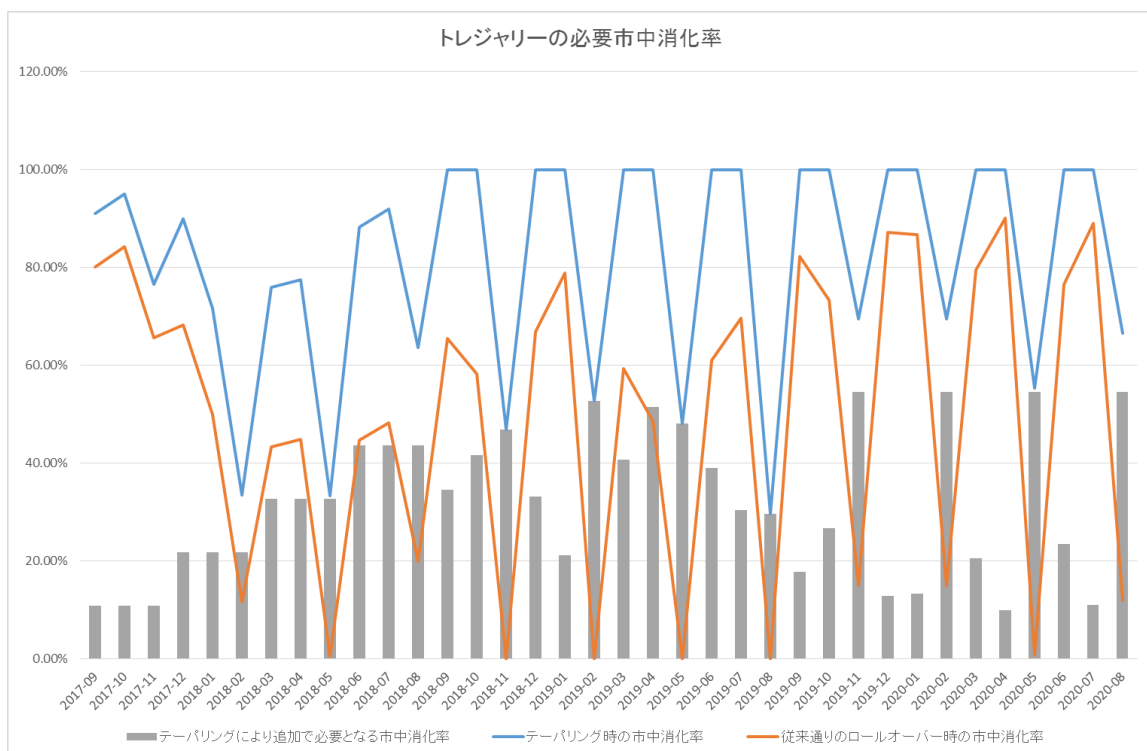
² https://www.newyorkfed.org/markets/soma/sysopen_accholdings.html

図表5



FED 資料及び Bloomberg より、当社作成

図表6



FED 資料及び Bloomberg より、当社作成

が大きいにもかかわらず、テーパリングの上限額が決まっていることから、市中消化率が40%未満に下がる。その後、再び70%程度まで上昇し、2018年5月に再度、償還額が大きいことにより、市中消化率は40%未満に下がったのち、2018年8月時点で正常化の基準である、再投資しない額が300億ドルに達し、その後は、テーパリングによる影響がなくなってくる。

また、図表6のグレーの棒グラフは、従来通り、償還されたトレジャリーで得た資金で、新規発行のトレジャリーへ再投資した場合と、テーパリングにより再投資を制限された状況との差を見たものである。2017年11月までは、追加的に市中消化が必要な比率は10%程度であり、大きな影響は出ないものと思われる。2017年12月以降この割合が20%を超えその後30%、40%へと上昇する。この時期から、テーパリングの供給面での影響が市中に出てくる可能性がある。

(3) 超長期金利の見通し

上述の通り、トレジャリーの調達が従来通りの構成比率で行われる場合、需給面から2017年12月以降、超長期債の利回りが悪化する可能性がある。しかしながら、FEDは、利上げを行って、期待インフレ率を抑え込んでおり、長期金利が持続的に高くなるためには、潜在成長率の上昇が必要になる。米国の景気が今後も継続的に成長する可能性がない限り、超長期の金利の上昇は一時的なものとなる可能性がある。また、超長期金利の急激な上昇は、財政負担が増加する点からも、望まない結果と思われる。このため、トレジャリーのオークションの残存期間の構成比を、テーパリング期間に応じて変化させる可能性もあるものと思われる。具体的には、需要の多い短期の債券を中心に発行額を増やし、長期の債券の発行量を抑えることで、超長期の金利の上昇を抑える可能性が考えられる³。結果、一時的にヘッジファンド等の思惑で金利が上昇する可能性があるものの、中長期的には、超長期の債券利回りは、テーパリングの影響をそれほど受けないのではないかとと思われる。

以上

³米国財務省は、FEDのテーパリングに合わせ、発行する債権の満期を短縮することを2017/5/2の委員会検討している。下記、議事録ご参照。

https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/current_TBACMinutesPressRelease.aspx

本書は、情報提供のためのみに提供されるものであり、新たな資料によりその全体について修正、更新または差替されることがあります。本書に含まれる情報は、信頼できると信ずべき情報源から入手されるものでありますが、その正確性または完全性について何らの表明をするものではありません。本情報の正確性または当社の見解の有効性へ依拠される方は、自己の責任においてそれを行うこととなります。

本書は、金融商品(有価証券を含みますが、これに限られません)の取得の申込またはその引受もしくは買付の申込の勧誘を目的とするものではなく、また金融商品の取引条件の最終的な提示を意図したものではありません。本書に記載されるいかなる表示も三田証券会社またはその関係会社が取引を締結することを約束するものとして解釈されるべきではありません。三田証券会社およびまたはその関係会社が本書に基づいて取引を行うことはありません。

三田証券会社またはその関係会社は、本書から発生した誤解について一切の責任を負いません。また、三田証券会社及びその関係会社は、本書に基づいて投資家がなす決定から発生した財務上その他の結果に関して、いかなる受託者責任または賠償責任も負いません。投資家は、リスクを自ら評価し、且つこの点について必要な範囲で自己の法律上、財務上、税務上、会計上またはその他専門分野の自己の助言者から助言を受ける必要があります。

投資家は、特に、本書に記載する金融商品を引受、買付且つ保有する場合、一定の状況においては本金融商品の償還価値・強制買戻価格が額面金額・当初投資金額を下回る場合があり、ゼロとなる可能性もあることを認識する必要があります。

商号等 三田証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 175 号
本店所在地 〒103-0026 東京都中央区日本橋兜町 3-11
加入協会 日本証券業協会
指定紛争解決機関 特定非営利活動法人 証券・金融商品あつせん相談センター
資本金 5 億円
主な事業 金融商品取引業
設立年月 昭和 24 年 7 月
連絡先 03-3666-0011 又はお取引のある支店にご連絡ください。