

平成 29 年 11 月 21 日

米国債発行諮問委員会(TBAC)の 11 月の議事録(2017/11/1)の概要

<https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/sm0201.aspx>

- 経済成長は第 3 四半期末堅く推移。前四半期には、実質 GDP は、年率で 3%に上昇。過去 3 四半期を通じて実質 GDP は、2.3%に上昇し、過去 5 年間を通じた平均に近づいている。
- FED のテーパリングが、10 月以降開始され、今後 3-4 年を通じて、4.25 兆ドルから、3 兆ドルへ、その持ち高を引き下げることとなる。
- テーパリングに関する FED の市場とのコミュニケーションは、効果的にとれている。金利は、8 月以降上昇したものの投資家は、国内外の市場に対して自信を深めているドルも、金利が上昇したにもかかわらず、低位にあり、株式市場は強いままであった。
- 金融環境が好ましい半面、米国の経済は、第 3 四半期を通じてばたついていた。8 月のハリケーンの影響で、生産は落ち込み、その四半期を通じ、活動尺度と雇用は、落ち込んだ。ハリケーンによる損害は一時的であり、最近の消費、新築住宅販売、自動車の販売の強さは、今回の評価と一致している。実質個人消費は、第 3 四半期において、年率 2.4%へ落ちたものの、前の 4 四半期を通じて観察された 2.7%の成長を若干下回ったのみである。
- 建設は落ちているものの、住宅価格は上昇している。モーゲージの金利は相対的に低いことが予想され、拡大中の労働市場、住宅への投資は、来るべき四半期において回復するであろう。
- 第 3 四半期に、政府の消費と投資は、じりじり減少した。州および地方政府の消費及び投資は第 2 四半期連続して収縮したにも関わらず、連邦支出は、増加し続けている。連邦税の改革に関する計画は、議会および行政により検討され続けている。ただ、詳細はまだ分からず、減税のタイミングや、特定の税金の削減が開始されるのか等、次の数四半期の経済に影響を与える細かな内容はまだ明らかになっていない。
- 9 月において、ハリケーンが、雇用をかなり悪化させた。ハリケーンの前 12 か月間に関して、非農業部門就業者数は、健全に、平均して、1か月 175,000 職増加し、失業率は、4.4%へ低下し。9 月には、失業率は、更に、4.2%へ低下した。ハリケーンの後、若干の

反転があったにもかかわらず、失業率は、依然低い状態であろう。賃金は、9月のデータで同様に上昇した。月次の変動性を均してみると、賃金上昇は、歴史的に最も穏やかであるが、近年、幅広く上昇してきた。

- CPIは、ここ数か月弱含んできた。CPIは第3四半期末で、1.5%に低下した。エネルギー及び食品を除くコアインフレ率は、1.3%に低下した。第3四半期の開始以来、期待インフレ率の尺度は若干変化してきた。
- このような経済金融環境を前提に、委員会は、米国債発行諮問委員会への財務省 2017年11月四半期借換え説明を検討した。2017年の会計年度を通して、個人所得税と給与所得税の増加が、法人税の減少を相殺し、トータルで、1%程度受け取りが上昇した。同期間の総支出は、3%増加した。四半期の借り入れ予測に基づき、財務省の財政プロジェクトオフィスは、現在、2018年の会計年度の第一四半期にネットで、\$2750億の市場性借入が必要と予測している。2018年の会計年度の第2四半期に関しては、ネットで、より多い\$5120億の市場性借入が必要となると予測され、3月末までに、\$3000億の現金を積み上げる必要があると予測している。
- 財務省は、更に、**変動利付国債(以下 FRN)と物価連動債(TIPS)のパフォーマンスも検証した。**FRNは、米国債の投資家の基盤を成功裏に広げてきている。2014年以来、累積発行額で\$6150億となり、現時点の発行残高は、\$3280億となった。FRNは、1年及び2年の固定金利国債を発行するより低コストで、3ヵ月物の Bill や6ヵ月物の Bill より、高コストとなっている。**市場参加者からのポジティブな反応と FRN の好ましいパフォーマンスを前提にすれば、2018年の前半期の早い時期に、FRN の発行を増加させる可能性を考えるべきである。**1997年に登場した TIPS は、\$1.2兆を超える発行があり、市場性負債のおよそ9%となり、世界で最も大きな、インフレリンク負債プログラムの証券となっている。プログラムの満期までを通じ、TIPS は、同等の名目クーポンと比較して低コストとなっていた。投資家の需要の観点で、TIPS は、しっかりした投資家の基盤を有し、通常のクーポンの債券と比較し、明確に分散した投資家層を有するという点では限界があった。この観点から、将来の借り換えに当たり、TIPS を TBAC が、研究することに同意された。
- TBACの第一の責任は、**今後の T-bill の発行サイズを検討すること**であった。現時点で、市場性国債債務残高の T-bill のシェアは、歴史的に低い水準である。T-bill の需要の観点で、エージェンシーの証券や、FED のリバースレポ等の多くの代替手段が存在するが、どれも完全な代替手段とはなっていない。その特異なリスクフリーの性格と相対的な希少性の結果として、T-bill の取引は、利付債や他の証券と比べ、潤沢である。市場の T-bill の需要と、今後の国債が直面する明確な調達ギャップを前提に、メンバーは、T-bill セ

クターは、新規の供給に関する十分なボリュームを吸収できることを提案した。メンバーは、調達ギャップの 1/3 程度を T-bill へアロケーションすることは、合理的であると提言した。そのシェアの上昇は、加重平均満期(WAM)を短縮し、プライマリーディーラーの最大需要に近い T-bill の入札規模を必要とする。説明において記載されている供給と需要のダイナミクスを前提に、25%から 33%の間のどこかが、発行する T-bill のシェアの合理的な水準であることに委員のメンバー間に、一般的な合意があった。

- TBAC の 2 つ目の責任は、最適発行モデルの開発における委員会の努力を更新し継続することである。TBAC は、発行の定期的かつ予想可能なパターンを維持する一方、継続的に、最低のリスク調整後のコストで政府の借入れニーズをいかにファイナンスするかについて議論することを助けるために、この作業を昨年 1 月に始めた。提案しているメンバーは、今後の負債の供給の予想される方針を示すことで、議論の準備を整えた。財務省は、満期の全てのレンジで、発行を増やす必要がある可能性が高い。最適化のフレームワークは、この課題にいかに対処するかのいくつかの手段を提言している。メンバーは、このモデルは、四半期ごとの発行を文字通り調整するための道具というよりは、答えに導くために使われるモデルであることを明白に強調した。
- モデリングのフレームワークにおいて、低い実質金利、低いタームプレミアム、更に拡大する財政赤字という現状の環境は、イールドカーブの腹での発行が有利となる。疑いを避けるために、“腹”は、説明内で用いられる言葉と一貫し、2、3、及び 5 年の証券として定義されている。多くの市場参加者は、腹或は中間の発行について異なる定義を用いている。それは、7 年或は、10 年を含み、2 年と 3 年を除くというものである。この議論の目的のために、5 年を超えるものは、長期発行と記述され、2 年より短い発行は短期発行とする。長期債の増加発行は、特定のケースでは、適切である。長期への過度の依存は、負債のマネジャーが特にリスクを避けようとし、或はマクロ経済環境において財政赤字が小さく、明確なネガティブなタームプレミアム(訳者注尺:逆イールド)である場合、魅力的かもしれない。反対に、タームプレミアムが高く(訳者注尺:順イールド)、財政赤字が小さい時(実際にはあり得ない状況)には、モデルは、T-bill の発行増加を適切とするように思われる。しかしながら、もし、財務省が、T-bill の発行増が、T-bill の流動性への投資家の需要に合っており好ましいと考えているなら(第一の TBAC の責任とモデリングのフレームワークの範囲外で示唆されたように)、モデルは、T-bill への重点的なアロケーションは、より多くの長期債の発行を伴うべきことを示すこととなる。言い換えれば、もし、T-bill のシェアが、増加させられれば、財務省は、T-bill の発行の増加と長期の利付債の増加を対とするバーベル型の発行を目指すべきである。
- この特定のモデルにおいて、カーブの腹での発行は、財務省が直面している高い調達ニ

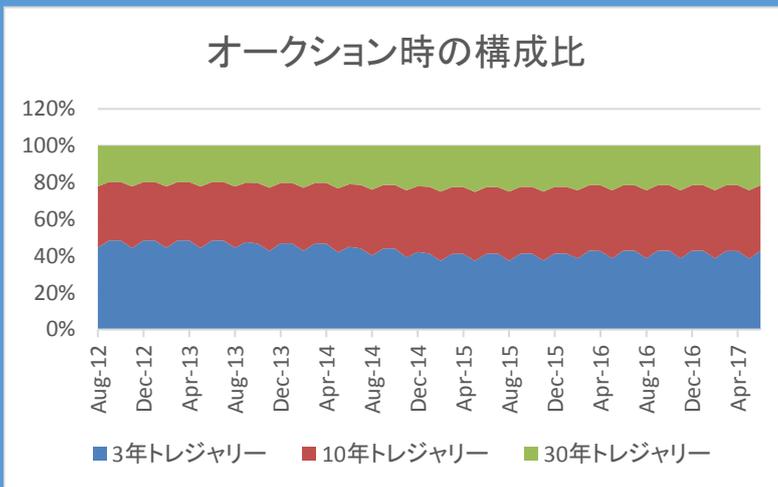
ーズに合った魅力的なものに見える。調達コストや財政赤字における変動のような異なるリスクマトリクスのような様々な組み合わせの下で、腹は、予想されるコストとリスクの最適なトレードオフを提供し、現状の WAM に大きな影響を与えない。長期債の発行を増やすことによる WAM を現状の水準より長期化することは、WAM がより短期であった過去に比べ、今日、非効率に思われる。

- メンバーは、その後、次の四半期における調達ギャップに合うための戦略とタイミングに関する議論に移った。戦略に関して、メンバーは、モデルのフレームワークと T-bill の供給量が、明確な勧告をいかに作成するかについての視点を作ったことに同意した。いずれにせよ、WAM における明確な変化を起こさない結果とするため、長期の発行と合わせて、カーブの腹(もう一度言うと、“腹”は、2 年、3 年及び 5 年と定義されている。)と T-bill の発行を増額することは好ましいということを全会一致で合意した。委員会は、更に、WAM は、発行戦略の一つの結果であり、それ自身が目標ではないことに言及した。WAM は、単なる調達リスクの有用な尺度の一つである。
- タイミングに関して、委員会は、発行の増加に関する明確な勧告を行うために、先の 8 月の返済時に、11 月の返済から 2018 年の第一四半期まで、短い間隔を強調した。仮に、債務上限の問題が解決されず、財政軌道に関する税制改革の影響に関して明確な不確実性があるなら、委員会は、2 月の償還で、T-bill と固定債の増加発行に関して明確な勧告を行うことに同意した。

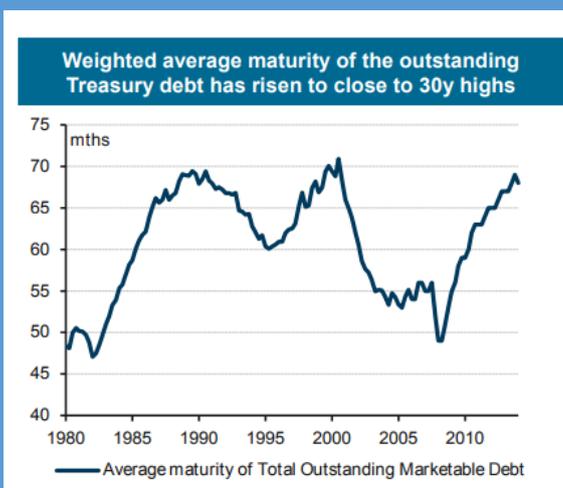
Jason G. Cummins  
Chairman

### 訳者私見

- TBAC は、米国財務省内の国債管理政策を担う委員会であり、今後の国債発行の内容を諮問する機関。
- 今回の提言では、明確に、T-bill の発行量を増加させ、更に、イールドカーブの“腹”（=2-5年満期の債券）での調達を主力とすることとしている。
- また、2018年度中にFRNの増額も検討する模様。
- このことは、長期債の発行をなくすのではないものの、既存の調達構造（下記グラフ参照）に比べ、長期債の発行を抑えることとなる。
- この結果、来年以降、テーパリングによる長期債の需給悪化をある程度抑え、超長期の金利の上昇を抑える国債管理政策となることを示している。



Bloomberg より当社作成



出典：米国財務省

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)の取得の申込み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。

本書は、2017年11月1日付けで米国財務省が発出した『Report to the Secretary of the Treasury from the Treasury Borrowing Advisory Committee of the Securities Industry and Financial Markets Association』の一部をお客様の参考に資するため提供する和訳文です。原文(英語)と和訳文に齟齬がある場合は原文(英語)が優先し、三田証券は和訳文の正確性について責任を負うものではありません。

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・金融商品あっせん相談センター  
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。