2019年1月31日

プレスリリース

証券業・金融市場協会の財務省借入諮問委員会から財務長官への報告

<https://home.treasury.gov/news/press-releases/sm598>

2019年1月30日

書記長各位

委員会が前回10月に会合して以来、経済活動はより緩やかなペースで成長した。第4四半期に関するGDPはまだ発表されておらず、連邦統計機関の閉鎖によりいくつかの経済データの発表が遅れている。しかし、入手可能なデータは、実質GDP成長率が第3四半期の年率3.4%から第4四半期には緩やかに鈍化したことを示唆している。財政の後押しの減少、財政状況の引き締め傾向、世界的な成長のペースの減速は、2019年の成長の鈍化につながる可能性がある。

委員会の前回の会合以来、連邦公開市場委員会（FOMC）はフェデラル・ファンド・レートの目標範囲を25bp引き上げて2.25%～2.50%にしました。前回の再調達以降、全体的な財政状況はさらに厳しさを増しており、金融市場のボラティリティは上昇を続けている。市場はFRBによる引き締めの緩和が予想されるようになったため、2年間の国債利回りはネットで下落し、10年物の国債利回りも低下した。ドルの実質価格は、前年の大半を通じて着実に上昇した後、11月の初めから約1%減価している。

消費者支出は、第3四半期の強い成長に続いて、10月と11月に年率5.6%の成長を遂げた。支出の増加は広範囲にわたり、耐久財支出は9.8%の割合で増加し、非耐久財支出は8.0%の割合で増加し、サービス支出は4.2%の割合で増加した。しかし、消費市場の信頼感とセンチメント感は低下しており、これは、おそらく株式市場の下落と政府の閉鎖の両方を反映したものである。これらの要素は個人消費に圧力を加える可能性があるが、賃金の上昇を加速させ、原油価格の下落とともに雇用が引き続き力強く伸びることで、今後数四半期の個人消費は引き続き好調になると考えられる。

設備投資データは、鉱工業生産の堅調な伸びを示したものの、10月と11月の資本財の受注と出荷は減少した。今年の第3四半期の急激な減速と合わせてみると、設備投資の伸びは昨年上半期の急速なペースから減速したように見える。調査はまた多くの製造業における経済見通しのインデックスの多くにおいて明らかな低下がみられ、製造業者が、楽観的ではないことを示している。住宅投資は5ヶ月連続で減少し、既存の住宅販売は12月の2015

年以降最低水準に達するなど、住宅投資は引き続き減速しているように思われる。貿易赤字は10月に9億ドル増加して555億ドルとなり、5年連続で増加した。この増加は、輸入品の5億ドルの増加と輸出品の4億ドルの減少によってもたらされた。翌月の貿易赤字データはまだ発表されていない。

連邦政府の支出は、支出上限の引き上げと災害救済の増加の両方を反映し、第4四半期に前年の第3四半期の3.5%ペースとほぼ同じペースで増加した可能性がある。政府による部分的な操業停止により、第4四半期の生産量はわずかに減少し、今四半期の生産量は大幅に減少した。経済諮問委員会は、操業停止の毎週の四半期成長率が0.13ポイント減少したと推定している。これは、第4四半期のGDP全体の成長率を約0.1ポイント引き下げ、今四半期は0.5ポイント引き下げを示唆する。

労働市場は堅調な拡大を続けており、非農業部門雇用者数の伸びは、2018年を通じ月平均22万人、委員会の前回会合以来、月、254万人となっている。12月の世帯調査では失業率が3.9%に上昇したが、これは主に労働力参加の増加を反映している。当初の失業保険申請件数は50年ぶりの最低水準に達しており、退職率、空室率などの他の労働市場指標、および雇用の可能性に関する調査報告書はすべて依然として売り手市場（労働市場は逼迫）を示している。賃金の伸びはここ数カ月で堅調に推移し、平均時給は前年比3.2%の高水準まで上昇した。

第4四半期の消費者物価指数（CPI）は年率1.8%で上昇し、食料とエネルギーを除くコア指数は2.0%のペースで上昇し、消費者物価インフレ率はやや鈍化した。個人消費支出（PCE）の総価格は、10月と11月に1.5%に上昇し、コアインフレ率は1.6%に上昇した。コアインフレ率は現在、FOMCの目標に近い、前年比1.9%の水準にある。ほとんどの予測者はコアインフレ率が徐々に上昇することを期待している。インフレへの関税の影響はこれまでのところ控えめに見えるが、これまで以上の関税が実施されるか、または関税率が上がるならば、これはおそらく上昇すれと思われる。

前回の再調達以降、FRBの政策見通しは大きく変わった。金利の引き上げに加えて、12月のFOMC会議では、金融政策引き締めの子測額の下修正が行われ、FOMC参加者の2019年末のフェデラル・ファンド・レートの予測の中央値は2.9%、2020年末には3.1%に低下した。金融市場と予測者もまた、今後数四半期にわたってファンドレートの予測を引き下げました。これは、より忍耐強くデータに依存するアプローチが示唆したFRB高官による最近のコメントを反映している。

連邦機関のバランスシートの正常化は、トレジャリーのため、月額300億ドルとエージェ

ンシーの MBS のため、月額 200 億ドルの流出上限での流出となり、ピークのペースに達してきた。プライマリーディーラーの最新の連邦準備調査は、中央値の回答者は 2020 年の前半にバランスシートの縮小が終了すると予想していることを示した。

この財政的および経済的背景を踏まえて、当委員会は、財務省の 2019 年 2 月の四半期再調達に関する財務省借入諮問委員会 (TBAC) へのプレゼンテーションを検討した。前年同期比で、純受取額は 2019 年度第 1 四半期に 170 億ドル増加した。社会保険税、消費税および関税預金の増加は、個人および法人税の減少によって大部分が相殺された。同期間の総支出は、カレンダー調整後、4%増加した。四半期借入見積もりに基づいて、財務省の財政予測室は現在、2019 年度第 2 四半期の純民間保有の借入必要額は、3,650 億ドル、3 月末の現金残高 3,200 億ドルを予測している。2019 年第 3 四半期の民間保有の市場性純借入ニーズは、6 月末の 3,000 億ドルの現金残高より少なく、830 億ドルと推定される。民間保有の市場性借入は、財務省の公開市場勘定 (以下 SOMA) で保有される財務省証券の借換を除くものだが、SOMA の償還のせいで必要となる調達分を含んでいる。

メンバーは、2019 年 3 月 1 日の債務限度停止期間の終了について議論した。TBAC のメンバーは、前任の Matt Zames 議長の声明に次のように同意した。「債務限度は予算のツールと見なすべきではない。これは、予算プロセスの間にすでに議会によって課せられた債務を支払うための財務省の借りる能力に対する単なる制限である。」さらに、委員会は、最近の政府閉鎖により、ある格付機関が敏感となっている点を指摘した。2019 年 3 月 1 日の予想現金収支は 2017 年を大幅に上回ると予想されるため、臨時措置の期間に関する現在の不確実性は利用できるデータのために高いが、予備的な予想は 2019 年第 3 四半期にこれらの措置が終了することを予測している。

委員会は最近の電子的なディーラー、ブローカー内市場の機能停止について討議した。金曜日の午後の停止のタイミングを考えると、流動性への影響は抑えられた。これが午前中、オークション中または主要な経済的発表が行われたときに起こった場合、その影響はおそらくはるかに大きかったはずである。

財務省は、プライマリーディーラーの質問票に対する回答を検討した。ディーラーは午前 10 時頃に追加のオークションスロットを支持した。メンバーは、データの公表と矛盾しない限り、より早い時間帯が、商いの激しい週に有益であることに同意した。委員会は、より早い時間帯が国内の参加を制限し、実際に欧州の参加を増やすことができるかどうかについて心配していなかった。

財務省はまた、国債の発行および流通市場への外国の参加者に関する公的に入手可能なデ

ータに関する情報をいくつか提示した。データの計算方法とソース間での表示方法には大きな違いがある。しかし、当委員会は、過去数年間、外国保有は名目上、停滞していたが、国債の発行が大幅に増加の結果、外国人保有のシェアは減少したためであることに合意した。メンバーは、これはおそらく債務残高が外貨準備よりも急速に伸びていることによる技術的な結果であると合意した。

現在の財政予測に基づき、11月の勧告に沿って、当委員会は、今四半期の発行サイズによるクーポン金利に変更はないことを提案し、2019年度の残りの期間には名目発行にほとんどまたはまったく変更を予想しなかった。しかしながら、2020年は、SOMAポートフォリオの正常化のタイミングにより、より、課題が多いこととなるかもしれない。委員会は、インフレ連動債（TIPS）の発行を今四半期には20億増やして次のように分割することを勧告した。2月の30年債の新規発行80億円に10億追加、3月の10年債の110億円の再発行には変更なし、4月の5年債の新規発行170億に、10億円の発行。この発行戦略は、TIPS発行が2019年に200～300億増加するというTBACの以前の勧告（10月の5年TIPS新規発行を考慮に入れ）と概ね一致し、T-bill発行に合う、調達ギャップの4分の1から3分の1を許容するものである。TIPSの規模を徐々に拡大することにより、財務省は、各号において適切な流動性を維持しながら、供給の増加に対する市場の需要を評価することができる。

財政予測に内在する不確実性とSOMAポートフォリオの正常化のタイミングを考えると、財務省は、資金調達のニーズの変化に対応し、歴史的に大きなオークションの規模に対応するために、発行経路の柔軟性を維持する必要がある。メンバーは、12月のFOMC議事録に記されているように、SOMA国債ポートフォリオの満期構成の長期にわたる変更を含む、FRBの方針の潜在的な変更に対応するために、これまでの決定が財務に大きな柔軟性を与えることに同意する。

委員会は次に、財務省の商品およびツールにおける潜在的なイノベーションに対する課題について議論した。発表メンバーは、今後10年間で財務省にとって特有な課題となる不況の可能性を考慮せずに、借入が12兆ドルを超える必要があると見積もった。さらに、外貨準備が低迷していることを考えると、この債務を国内で調達する必要性が高まっている可能性がある。この非現実的な議論は、最適な負債モデルの観点から、納税者へ最も低いコストで定期的かつ予測可能な発行の重要な原則を維持しながら、需要を拡大する必要性に焦点を当てた。CPIサブコンポーネントリンクTIPS、超長期発行、ゼロクーポン発行、および拡張FRNプログラムなど、考えられる新製品の数がいくつか検討された。これらの手段はいずれも、正式な勧告事項になる前にさらに詳細な検討が必要になる。より広範なイノベーションの問題とは無関係に、担保付翌日物資金調達金利（SOFR）連動のFRNの潜在的

可能性は、SOFR 連動債務およびデリバティブ市場が発展し続けているため、今後の検討に値する可能性がある。

次に、委員会は、発行日前取引 (WI) 市場および推奨される変更に関する課題を検討した。オークションの頻度と規模が増加しているにもかかわらず、ボラティリティの低下とディーラーアワードの割合の低下により、WI の取引高はおそらく減少している。公的に入手可能な WI 取引データがないことを考慮して、分析は少数の個々の参加者のデータに基づいた。また、参加者が一貫した方法でデータを FINRA に提出していない可能性があることも指摘された。それにもかかわらず、WI 期間の長さはオークションの前でもオークションでもしっかりした価格形成と市場流動性を促進するのに十分であると思われる。

ベスハンマック

財務省借入諮問委員会委員長

以上

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。

本書は、2019 年 1 月 30 日付けで米国財務省が発出したプレスリリース『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。