

巻 頭 言

気になる日米国債市場の動向

トランプ米大統領の一挙手一投足が、米国市場に混乱を生じさせている。3月末時点のニューヨークダウ平均株価は約4.2万ドルだったが、4月2日の相互関税の発表を受けて大幅に下落、一時3.6万ドル台まで低下した。その後、相互関税の上乗せ分の90日間停止の発表（4月9日）を受けて盛り返し、5月8日時点では4.1万ドル台となっている。ドル円相場は、3月末頃までは1ドル＝150円台で推移していたが、その後は一時140円を割り込むなど急速にドル安が進んだ。ドルは他通貨に対しても軒並み下落した。米国債の10年物利回りは、トランプ関税による株価の下落に起因する「質への逃避」の動きを受け、4月4日には4%を割り込んだが、4月9日に一時4.5%超まで急上昇、この金利急騰が相互関税の90日間停止の一因になったとも言われている。その後も金利はさほど低下せず、5月8日時点で4.37%である。このように、4月上旬から中旬に掛けての米国市場は、株安・ドル安・債券安が同時に進むトリプル安の様相を呈した。

その要因としては様々な点が指摘されるが、その根幹にあるのはトランプ大統領による政策の経済合理性や予測可能性の欠如にあると見るのが自然だろう。トランプ大統領は、一連の関税政策が米国の復活をもたらすと強弁するが、世界レベルの貿易の停滞が、景気後退だけでなく物価上昇にもつながりかねないというのが大方の見方だ。また、重要政策に関する朝令暮改の動きが頻発していることの影響も大きい。特に大きな影響を与えたのは、パウエル連邦準備理事会議長の解任をトランプ大統領が公言したことで（後に撤回）、政治介入が金融政策の適正さを損ない、インフレ制御が困難になるという不安を高める結果となった。

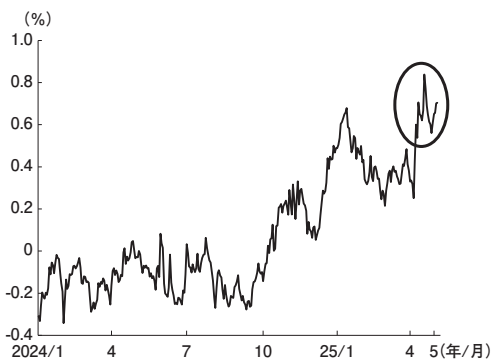
こうした米国市場に対する不安を如実に示しているのが、米国債のタームプレミアム（Term Premium）の動向である。タームプレミアムとは、長期債の償還期間の長さに応じて投資家が要求する上乗せ金利のことであり、財政の持続性に対する不安やインフレ懸念が高まると拡大する傾向がある。第1図はニューヨーク連邦準備銀行が試算している米国債（10年物）のタームプレミアムの推移を見たものだが、昨年10月初頭までマイナス圏内で推移していたものの、トランプ氏の大統領当選（11月）

頃から拡大に転じている。特に注目されるのが、トランプ関税の諸施策が矢継ぎ早に打ち出された4月中旬に掛けて、20日弱で0.26%から0.84%まで拡大したことだ。米国第一主義という信条を持つトランプ大統領がいかなる政策を打ち出すか分からないという不安が、米国への資金流入を阻害し、タームプレミアムの拡大を招いていると見ることができよう。もっとも、30年程度のスパンで見ると、直近の10年程度は低水準局面にあるが、米国市場を取り巻く不安材料は枚挙に暇がない。タームプレミアムがさらに広がるか否かが注目点だ。

これに対し日本はどうか。日本ではタームプレミアムの試算値が示されていないため、代わりに40年物国債と10年物国債の利回り差で市場の上乗せ金利の状況を見ると、4月2日に1.17%ポイントだった差が4月14日に1.65%ポイント、5月7日には1.77%ポイントまで拡大した（第2図）。これは、10年債利回りが低下する一方で、40年債利回りが大幅に上昇した結果である。こうした動きは、参議院議員選挙を睨んだ現金給付や消費税の減税など、財源の裏付けのない提案の続発が、財政の長期的な持続可能性に対する懸念を高めたものだと考えられるのではないか。トランプ関税の発動に伴う景気後退懸念に基づく日銀の利上げ観測の後退は長期金利の低下要因となるが、それを相殺して余りある形となっている。

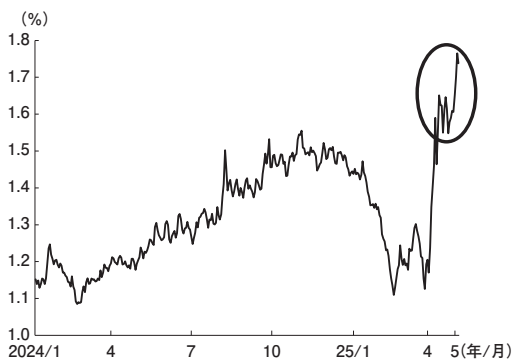
昨今、トランプ大統領の重要政策の変更は、国債市場の動向に影響を受けているとの見方も出ている。市場が合理性を欠く政策に対する牽制機能を果たし得るのか。日米の国債市場の動向から目が離せない。■

第1図：米国債のタームプレミアムの推移



(注) 10年物のタームプレミアム。
(出所) ニューヨーク連邦準備銀行

第2図：日本国債の40年債と10年債の利回り差



(出所) 財務省