

オプション倶楽部 TV

2025 年 4 月「グレイ・リノ分析」補足 Q&A

今回のテーマは「日米の長期国債」です。トランプ関税ショックによる「米国離れ」で米国債安・米国株安・米ドル安が起きました。特にトランプ大統領は財政赤字と貿易赤字の解消を 1 丁目 1 番地としているため、米国債の価値下落、つまり米国債利回り（長期金利）の上昇は、利払い費がかさむことからカウンターパンチとなったようです。

そこで米国債利回り上昇に、さらに拍車をかけ得る「インフレ再燃の懸念」と「中国の投げ売り」について確認します。

また、長期金利の上昇は他人事ではありません。日本の超長期金利「40 年物日本国債の利回り」が急上昇しています。これがどのようなグレイ・リノになり得るか踏まえておきましょう。

＜資料 P2＞

——ドル円が 140 円周辺にまで下げて（円高となり）、米国株が軟調であるにもかかわらず、日経平均は 34000 円周辺で底堅く推移しています。これは、なぜだと思いませんか？

リバウンドを期待している投資家がいるということでしょう。ただ、個人的には、まだ大底を確認できたとは考えていません。

——東京エレクトロン、アドバンテスト、ソフトバンクグループ、KDDI で日経平均の 17% 弱を占めていますが、そうした AI 関連銘柄に根強い“安値”買い需要があるのでしょうか？

高値のイメージが残っている投資家は買い物を入れてくるかもしれません。とはいえ、米国の 2000 年 3 月にかけての IT バブル期に急騰後暴落したシスコ株の動きとエヌビディアの現状が類似しているという指摘もあります。リスクは高いと思います。

——ECB（欧州中央銀行）が政策金利である中銀預金金利を 0.25% 引き下げ、2.25% としました。今回で 6 会合連続となる利下げです。前回会合後は利下げ打ち止めを示唆していましたが、その方針を撤回したのは、トランプ関税ショックによる景気後退を懸念したためでしょうか？

関税の問題が不確実性を高めています。したがって、決め打ちはできなくなったということですね。

——トランプ米大統領が「欧州中央銀行のように、とっくの昔に利下げをすべきだった。少なくとも今すぐにでも引き下げるべき。パウエル氏の退任が早すぎるということはない」と SNS に投稿して、FRB（米連邦準備理事会）のパウエル議長に退任を要求しています。もし、FRB がこの圧力を受けて利下げに動いたら、どのようなことが起こり得ると先生は考えていますか？

短期的には好感するかもしれませんが、しかし、インフレが加速する懸念もあります。金融市場は再度、乱高下となり、ボラティリティが高い状態となる可能性があります。

——個人的には、自説に固執するあまりに“2年で済む”といったことを10年もやり続けて、国をとんでもない状況に陥らせた中銀総裁がいたと思っています。ただ、トランプ大統領が任期半ばでパウエル議長を辞めさせた場合、中銀の独立性が失われることになり、市場には動揺が走り得るのでしょうか？

後任が誰になるかによっても市場の受け止め方は違うでしょう。

——赤沢経済再生担当相がホワイトハウスへ御用聞きに伺いました。トランプ大統領が要求したと報じられている「在日米軍の駐留経費負担」「米国製自動車の販売」「貿易赤字（黒字）の解消」でトランプ大統領が満足できる回答を日本政府ができなければ、さらなるトランプショックが起こる可能性はあるのでしょうか？

トランプ大統領としては何とか成果を示したいということでしょう。一方、自民党としては7月参議院選挙前に安易な妥協は致命傷となる可能性もあります。

また、トランプ大統領のことですから、日本ばかりでなく、欧州やカナダとの交渉でもポイントを稼ぐ伏線もはっているでしょう。

日本との交渉がうまくいかず、トランプ大統領が関税率を上げれば、日本株にショックがあるでしょう。

——売坊先生は通信講座会員様向け週次レポートで「日本の高齢化・人口急減による 2025・2030・2035・2040 年問題」をグレイ・リノとして挙げています。2035 年問題とは、どのような問題でしょうか？ それがどのような影響を市場にもたらし得るのでしょうか？

団塊世代が 85 歳以上となるのが 2035 年です。後期高齢者の急増で介護・医療の人材が不足するだけでなく、医療保険制度や年金制度が成り立たなくなるとの指摘もあります。また、労働人口の減少で日本経済が縮小することによる企業への影響も問題になると考えられます。

——また、売坊先生は同レポートで「米欧の関係悪化」をグレイ・リノとして挙げています。これについては、どのような具体例と市場への影響が考えられるのでしょうか？

欧米関係が冷えることで NATO（北大西洋条約機構）の結束が低下して、世界のパワーバランスが崩れる可能性があります。

つまり、中国、ロシア、イランなどへの制御力が弱くなるということです。したがって、地政学的リスクが上昇しますので、金融市場全般にはマイナスでしょう。

<資料 P3>

——ニューヨーク連銀が消費者調査に基づいて発表している「1 年先の予想インフレ率（中央値）」を掲載したのは、なぜでしょうか？

将来のインフレについて不確実性が高まってきたと考えています

——この 1 年先予想は実際のインフレ率を当てているのでしょうか？

その判断基準は人によって違うと思います。ピンポイントの数字ではなく、インフレの方向性とその潜在規模をみていくには重要な指標だと考えています。

——1 年先予想インフレ率が上昇しているのは、トランプ関税による輸入物価高を米国の消費者がすでに予期しているからでしょうか？

ご指摘のとおりだと考えています。

<資料 P4>

——国別の米国債保有残高を掲載したのは、なぜでしょうか？

米中の関税問題を考える場合、中国が保有する米国債を減らしてくるかに注目すべきでしょう。今後発表される4月の数字に注目しています。米国債売却は中国が切れるカードです。

——2010年代には日本を上回っていた中国の米国債保有残高が3～4割減となったのは、なぜでしょうか？

完全に米国離れの状態です。

——中国は、いくらか売り抜けたことで米国債利回りの上昇による損失を回避したといえるのでしょうか？

保有分すべてを売却してはいないでしょう。もしそうであれば、米国債利回りは暴騰していたでしょう。まだまだ大量の米国債を保有していると思います。

——今年2月は中国の保有する米国債の残高が増えているのは、なぜでしょうか？ あえて“弾丸”を増やしたのでしょうか？

2月の数字は意外でした。その視点も考えて4月以降の状況を確認する必要があるでしょう。

——2024年の国別正味金購入・売却量を掲載したのは、なぜでしょうか？

米国債を売って、金の購入量を増やしているかをみているからです。

——中国は2024年に金を購入したことで現状は含み益もあるといえるのでしょうか？

中国に限らず、金価格が最高値を更新しているとすれば、米ドルベースでは含み益ですね。

<資料 P5>

——40 年物日本国債の利回り推移を掲載したのは、なぜでしょうか？

40 年債のなかには時価が半値になったものがあります。これを保有する投資家は、かなりの含み損を抱えているということです。

——その利回りがトランプ関税ショックで一度急落してから一気に 3.0%目前まで跳ね上がった（価格が急落した）のは、なぜでしょうか？

リスク回避の動きが出たのでしょう。

——3.0%を超えなかったのは日本銀行の市場操作が入ったからでしょうか？

4 月は 2 日と 16 日に残存期間 25 年超の国債買入が 750 億円ずつ予定されていました。実際、16 日の買い入れは 751 億円でした。これも多少影響しているのでしょう。

——40 年物日本国債が 2007 年（平成 19 年）に初めて発行されて以来の概要を掲載したのは、なぜでしょうか？

超長期債の発行残高が、かなりの量になってきています。短めの国債はクーポン（利息）が低かったからですね。この結果、国債利回りが上昇すると保有者は大きな含み損を抱えることになります。

——2020 年（令和 2 年）の第 13 回 40 年物日本国債を黄色のハイライトで表示したのは、なぜでしょうか？

第 13 回債の時価が特にひどく、約半値となっているからです。

そして、その入札結果をみると計 3 兆円の簿価だと分かります。これがまだ残っているとす

ると、1.5 兆円の含み損が出ていることになります。誰かが「ババ」をつかんでいるのでしょうか。

——「ババ」をつかんでいるのは誰でしょうか？

大手生保や年金の可能性が高そうです。

——例えば、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）とか農中（農林中央金庫）とかでしょうか？ GPIF は 2023 年度の業務概況書で第 13 回 40 年物日本国債を約 1441 億円の簿価で購入し、24 年 3 月末時点で時価が約 939 億円になったと開示しています。

ご指摘のとおりです。この場合、簿価に対して時価が半値とすれば 720 億円程度です。したがって、24 年 3 月末からさらに 200 億円ほど含み損が拡大しているということですね。

【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、個々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バ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。