

米国債、海外公的マネー購入が頭打ち

来年は米欧の国債増発や中銀の国債縮小が重石

株式会社ジャパネコノミックス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2017/12/22

米国債市場では長期金利の低位抑制（債券価格は底堅さ）が続いているが、海外政府の外貨準備高を中心とした公的マネーによる購入は頭打ちとなってきた。世界的な安全逃避の後退や米 FRB の緩慢な利上げなどによる金利面での妙味低下といった影響の一方、米国債の価格面では来年にかけて米欧での国債増発や中央銀行による国債保有縮小などが重石となりつつある。海外公的マネーのような長期滞留資金の流入減退は米国債市場の不安定化につながるほか、「低金利慢心」ユーフォリア相場の微妙な変調にも注意を要する。

海外中銀の米債残高伸び悩み、過去は金利上昇に

「(最近の)中国人民銀行によるオペ金利、中期貸出制度 (MLF) や常設貸出制度 (SLF) 金利の小幅引き上げは、中国が利上げで米国の後を追わず、人民銀が今後も慎重かつ中立的な金融政策を維持することを示すものだ」――。

中国国営新華社系の経済専門紙・経済参考報は 18 日、1 面の論評記事でこのような主張を行った。その中では「すでに中国では経済成長が減速し、国債利回りが高い水準にあり、利上げで米金融当局に迫随する必要はない」としている。中国当局による漸進的な人民元相場の弾力化努力とあいまって、これまでのメリット・デメリットの双方をはらんだ米ドル連動制と、付随する形で米 FRB の金融政策の連鎖波及影響からの遮断姿勢を打ち出している。

これまでの中国による実質的な米ドル連動制の通貨制度では、人民元の安定化や低め誘導のためにドル買い介入と米国債購入を増大させてきた。現在も中国では資本流出阻止などでの為替安定化策を続けているが、金融政策の面で緩やかながら米連動を修正させていくとなれば、先行き中国による米国債購入の減少要因となる可能性を秘めている。ただでさえ、中国では一帯一路構想や域内インフラ投資などを通じて、「米国債を経由しないアジア域内でのアジア・マネーの直接還流」という覇権戦略も具体化させてきた。

その中で年初以降、米長期金利の低下と金利面でのドル安の一因となってきた海外公的マネーによる米国債購入が、ここに来て頭打ちとなってきた。米 FRB が代理保管する外国中央銀行の財務省証券保有高は、12 月 13 日時点で 3 兆 0389 億ドルとなっている。前週比では -112.64 億ドルの減少であり、過去最高水準となった 9 月 20 日週の 3 兆 0525 億ドルからは高止まりで一進一退となってきた。

海外中銀による米国債保有の残高は、FRB が量的

緩和 (QE) を強化させた 2008 年から急増してきた経緯がある。それでも過去最高は 2015 年 7 月の 3.03 兆ドル、2012 年 12 月の 3.02 兆ドルなどとなったほか、2013 年から 2015 年の高止まり局面でも 3 兆ドル超えがレンジ上限となってきた。今年の場合、昨年 11 月に 2 兆 7884 億ドルと 2012 年 12 月以来の低水準に急減したあと、V 字回復となってきたが、9 月から 12 月にかけては過去上限である 3.03 兆ドルから 3.05 兆ドルでの横這いが定着してきた。

変化率という点では、12 月 13 日週に 52 週前比 (約 1 年前比) で +7.26% となり (前週は +8.33%)、11 月 20 日週の +9.20% をピークに伸び率が鈍化している。昨年 11 月の -6.93% をボトムとした再増加のトレンドに歯止めが掛かってきた。13 週前比に至っては -0.21% となり (前週は +0.24%)、昨年 12 月以来のマイナス化へと減速してきた。過去実績として海外中銀が保有する米国債の残高伸び悩みは、米国債金利の上昇転換の先行シグナルとなっている。

背景としては米 10 年債金利が 10 月から 12 月にかけてレンジ横這い化したほか、世界的な安全逃避の後退などで米国債の需要が減退したことなどがある。同時に米 FRB による来年にかけての緩慢な利上げペースの観測などもあり、米長期債は金利面でも投資妙味が減退してきた。

金融危機から 10 年、対策時の国債償還が本格化

こうした海外公的マネーのような長期資金の流入減退は米国債市場の不安定化につながるほか、世界的な低金利をエンジン役としたユーフォリア相場の微妙な変調にも注意を要する。

しかも米国債の債券価格面では、米議会での税制改革法案の進展を含めた財制政策の具体化観測もあって、来年にかけての「米国債増発」が警戒されている。米金融大手 JP モルガン・チェースによると、米国債の純発行額は 2018 年に 2 倍強に膨らみ、1 兆 3000 億ドル (約 147 兆円) に達する見込みとなってきた (ブルームバーグ)。8 年ぶりの高水準に急増する見通しだ。同時進行で FRB による保有米国債の満期償還分の再投資が今年 10 月から終了しており、「FRB は今後 3-4 年を通じて、4.25 兆ドルから 3 兆ドルへ資産残高を引き下げる」(米国債発行諮問委員会 = TBAC の 11 月議事録)。

米国の TBAC では 11 月時点で、「米財務省は 2018 年の会計年度の第 1 四半期にネットで 2750 億ドルの市場性借入が必要と予測している。第 2 四半期に関しては、ネットでより多い 5120 億ドルの市場性借入が必要となると予測され、3 月末までに 3000

億ドルの現金を積み上げる必要があると予測している」という見解を示した。米国では税制改革法案に続き、来年1月にはトランプ米大統領がインフラ投資計画の具体化策を取りまとめる意向を表明しており、国債発行を含めた財源捻出には神経質になりやすい。

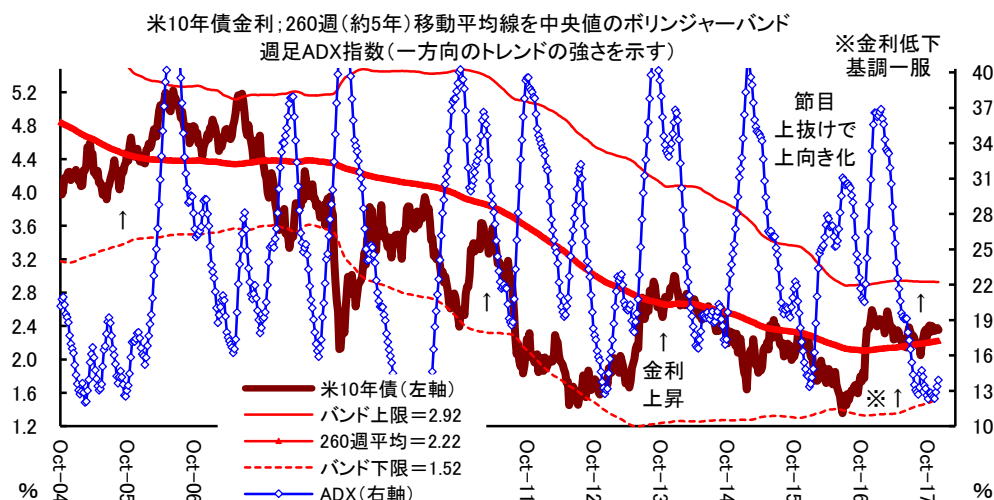
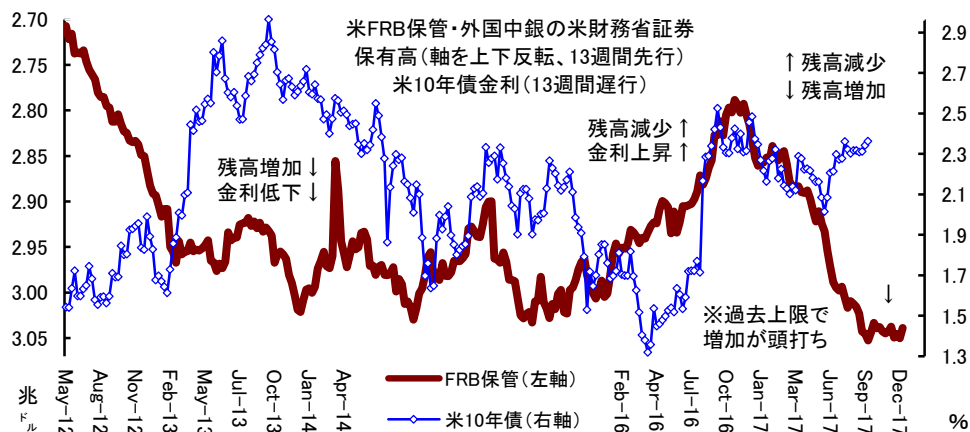
国債増発でいえば19日、ドイツ政府は来年の国債発行額を償還額が増えるため、今年より増やす計画を打ち出した。今年から増えるのは30年債だけながら、30年債は160億ユーロ発行の予定となり、今年の約110億ユーロから増加する。19日のドイツ長期金利の上昇材料となり、複合材料が重なる形で米国にも金利上昇が伝播した（債券価格は下落）。

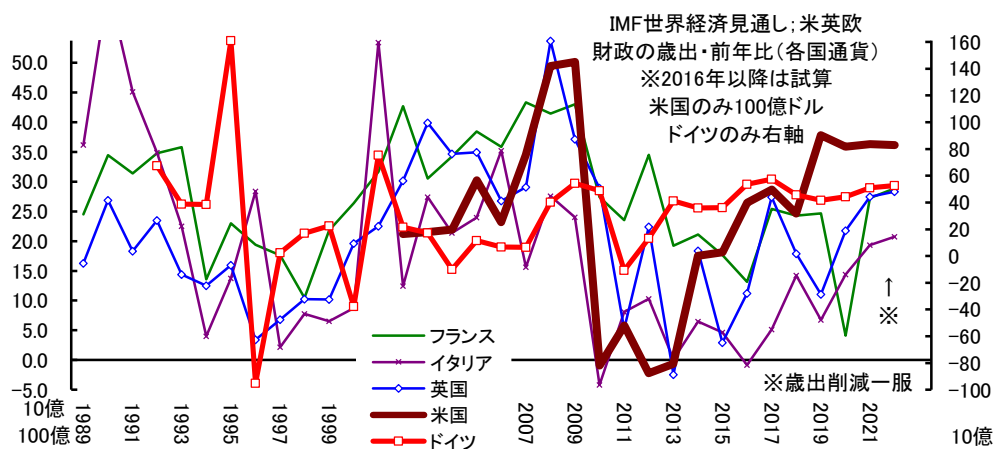
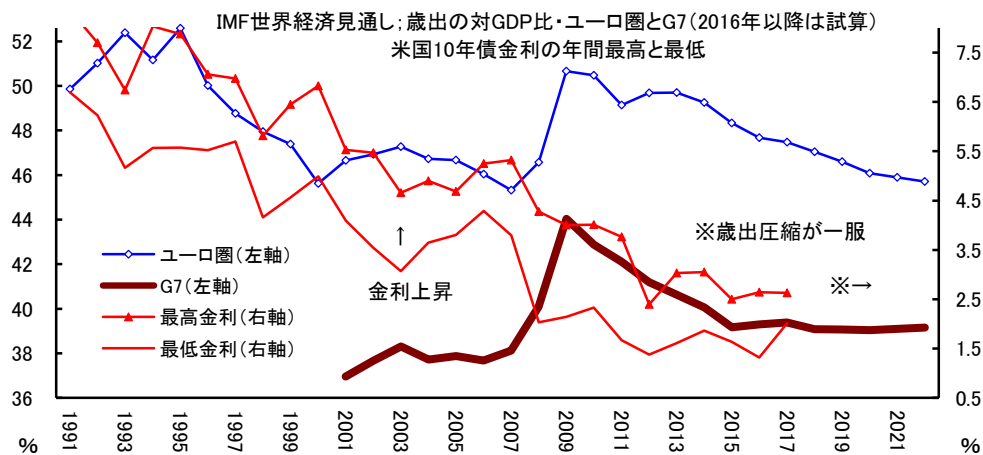
来年の2018年以降はリーマン・ショックの2008年から10年が経過していくため、世界的に危機直後の「財政フル稼働」による国債増発の満期償還や借り換えの増加が警戒されやすい。同時進行で米国や欧州では、中央銀行の国債圧縮が重なることになる。

IMFによる10月の世界経済見通しによると、G7

加盟国総計の財政収支に占める「歳出の対GDP比」は2009年の危機対応などでの44.0%までの急上昇と、2015年の39.2%、2016年の39.3%までの急低下という振幅が一服となっている。2018年から2019年にかけては、39.1%で横這い安定化する公算となってきた（2016年以降は試算）。2009年以降については、急激な財政出動の反動がG7などで実質的な財政引き締めと景気抑制、欧米の長期金利低下、日本では内外金利差縮小と安全逃避の円高となる場面が見られている。

一方で来年以降は米欧などで中央銀行による保有国債や国債購入が漸減していく金融緩和出口の一方、部分的ながらも財政政策が肩代わりする形で国債発行が増加していく。いずれも米欧での長期金利上昇要因となり得るものだ。緩慢なペースであれば日本では円安・株高の地合いが支援される反面、「過度な低金利バブルの反動修正」が短期的にオーバーシュートすると、米国株の急落などを通じたリスク回避の円高と日本株の大幅下落を招く潜在リスクも残されている。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様自身でお願いします。