

米国債、海外公的マネーの根強い需要

米金利とドルの安定化に寄与、通商摩擦や増発影響尚早

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

2018/6/22

米国債市場では、海外政府の外貨準備高（外準）を中心とした公的マネーによる根強い需要が維持されている。米国発の通商摩擦や米国の財政赤字拡大（国債増発）などの嫌気売り、牽制売りは抑制されているほか、新興国の減速と外準減少、米欧の中央銀行による国債買い入れ終了などの影響も尚早となっている。米国の国際非協調化の中でも米国債やドルの信認は維持されており、米債金利とドルの安定化に寄与する。米金利の上昇抑制は、米国の成長延命や新興国の混乱歯止めへのプラス効果を生む。

米中応酬激化、中国の米債売却カードは見られず

「米国と中国の輸入関税引き上げ応酬が現実化してきたが、現状段階で中国による米国債の売却牽制カードが鳴りを潜めているのは注目される」――。

経済官庁系のシンクタンク幹部は、このような指摘を行う。米中貿易衝突の緊迫化でいえば、今年1月にはブルームバーグが、「中国の外貨準備を見直す当局者らが、米国債の購入を減らすか停止することを勧告した」と中国サイドからのリークとおぼしき情報を報じた。続いて3月には中国政府の崔天凱・駐米大使が、中国が米国債購入を減額する可能性について、「あらゆる選択肢を検討している」と発言している。

崔大使は続けて「だからこそ、保護主義的な動きは米国を含め全員に被害が及ぶと我々は考えている」と付け加えており、中国による米国債売却は「抜かずの宝刀」という牽制材料との見方が根強い。しかし、現在は米中対立の熾烈化でも中国の保有米国債に絡んだニュースは見られず、逆に米国債は米中懸念が「安全逃避の買い材料」となる形で債券価格上昇と金利低下が進展している。

中国が米国債カードを自粛させている背景としては、「財務省マターの交渉窓口である中国の王岐山副主席と、米国のムニューシン財務長官の発言や動静が揃って表に出てきていない」（前出幹部）ことなどから、水面下での交渉進行を含めた様々な憶測を呼んでいる。

一方で現在の中国サイドについては、1) 株安と人民元安を含めた資本流出リスクに直面している、2) 人民元買い支え・ドル売り・米国債売りといった市場操作は米国からの批判を激化させる、3) 中国企業の債務支援問題などもあり、中国政府の財政余裕が失われつつある、4) 欧州の国債不安や世界的なハイ・イールド債不安を含めて、米国債に代わる代替投資先が枯渇している――といった複数の難題に見舞われている。現状からの米債金利上昇は中

国官民の巨額ドル建て債務に打撃となることもあり、米国債の安定化は中国にとって重要な生命線となってきた。

その中で米FRBが代理保管する外国中央銀行の米財務省証券保有高は、最新6月13日週時点で3兆0338億ドルとなった。前週比では－34億ドルの小幅減ながら、5月23日週の3兆0251億ドルを直近ボトムとして安定化しつつある。最近では過去最高となった昨年9月20日週の3兆0525億ドルから頭打ちと減少が続いてきたが、1月24日週の3兆0134億ドルで底入れし、改めて過去最高水準で高止まりとなってきた。

半年スパンの26週前比変化率でも、6月13日週は－0.17%となり、5月23日週の－0.80%や6月6日週の－0.43%で底入れ機運が見られ始めた。やはり昨年9月の＋6.43%を最高とした減少トレンドに歯止めが掛かっており、米10年債金利の上昇圧力を緩和させていく（債券価格は下げ止まり）。過去実績として海外中銀が保有する米国債の増減は、米国債金利の動向の先行指標となってきた。

悪い金利低下でも「歳出増加」見合いで金利抑制

実際、最近の26週前比では2016年12月にかけて長期マイナス減少となったあと、2017年3月からプラス回帰の残高増加となった。米10年債金利は同月の2.62%が天井となる形で、同年9月の2.01%まで低下基調が続いた実績を有している。その前では2015年5月に26週前比がプラス化へと基調転換したが、米10年債金利は翌6月の2.50%が最高となり、同年10月の1.90%方向まで金利が低下となっている。

現在は米トランプ政権による反グローバル主義、国際非協調化が問題になっているが、現状段階で海外の公的マネーによる米国債離れ、ドル離れの前兆は見られていない。逆に現状段階では貿易戦争への不透明感や欧州の政治・景気・財政リスク、新興国懸念などを受けて、安全逃避の米国債シフトとドルへの資金滞留が後押しされている。

過去実績として海外中銀による米国債保有高の増加は、ドル/円でのドルの下支え要因となってきた。米債金利の低下を通じてドル安要因となる局面もあるが、昨年でいえば昨年3月以降の保有高再増加に連動する形で、ドル/円は4月から12月にかけてドルの下値が107－108円にとどまるレンジ相場が持続されている。2015年5月以降の保有高増加局面の場合、ドル/円は同年5月の118円から8月の125円方向までドル高モメンタムが形成されている。

もちろん、現在は悪い米債金利低下とドル高の側面も強い。米国では **FRB** が利上げ前のめりとなるなか、短期金利上昇と長期金利低下の長短金利逆転（逆イールド）後押しや、利ざや縮小などによる景気圧迫を招くリスクをはらむ。

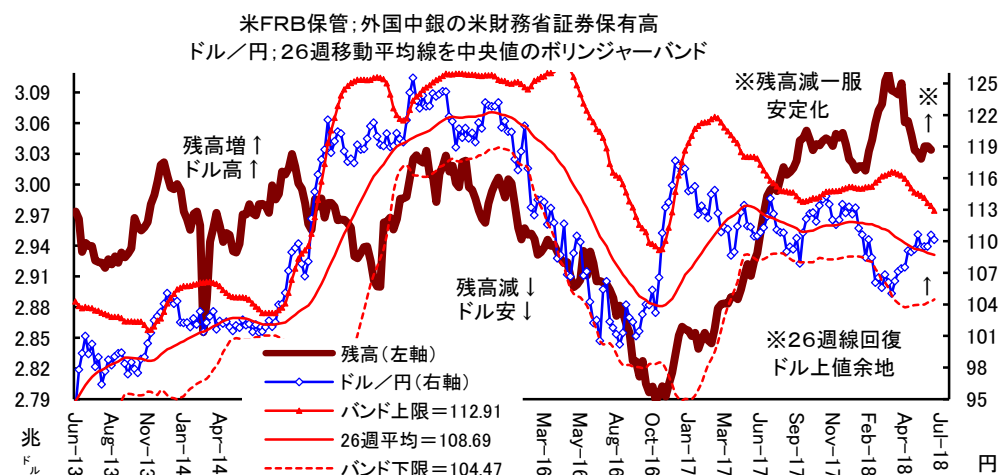
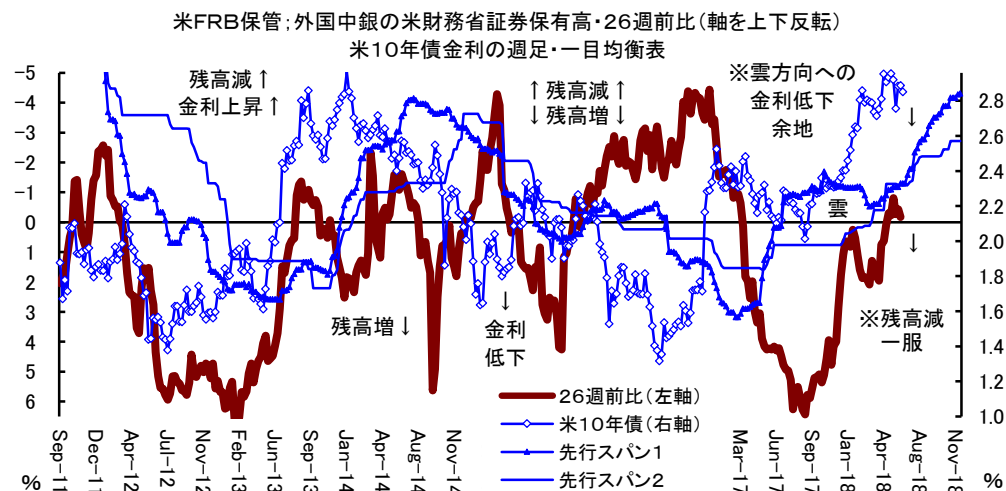
その反面、米国自身の景気・物価動向とは別要因による金利押し下げは、米国の経済成長と株高の期間延命にプラスとなる。新興国に対しても、米債金利の上昇打撃を緩和させるものだ。19日には米国の5月住宅着工件数が約10年ぶり高水準に増加したほか、米国株市場では金利低下の恩恵を受ける情報通信、ハイテク、公益・不動産関連株などが打たれ強さを示した。米国内外の投資家からも、米国発の金利再低下や欧州・新興国不安の中にあつて、消去法的に米国の高信用・高配当株への資金流入を再増加させやすい。

そもそも今年の米国市場では、財政支出の拡大を

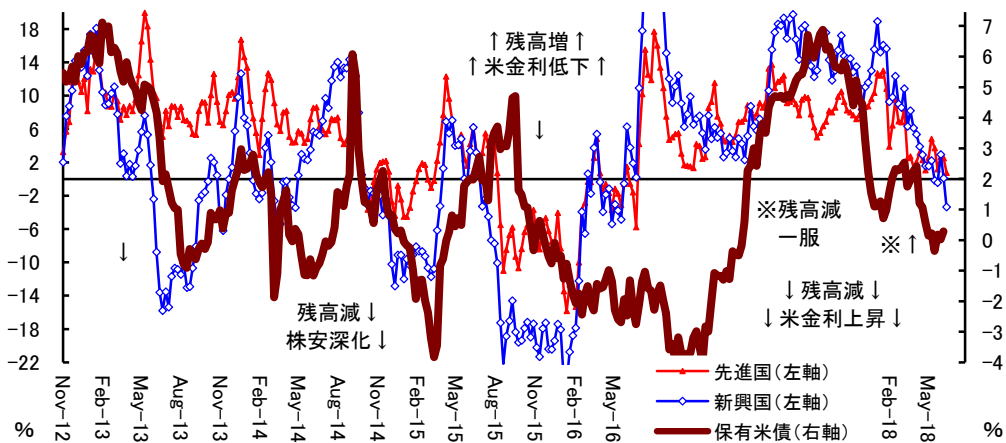
受けた米債金利の上昇が大きな懸念材料になってきた。すでに米国の月次財政収支・歳出は、最新5月に12カ月間累計が前年比+5.8%に増加。昨年6月以降は+4%から+6%でプラス基調が安定化している。

その一方、5月に米10年債金利は3.1%へと上昇する場面があつたが、それでも「歳出の12カ月間累計・前年比ー米10年債金利」の格差は2.6%の開きがあり、実質的な歳出増加が景気刺激効果を發揮している。2015年以降の米国の経済成長と株高を担保させてきた、「歳出伸び率に対しての金利抑制」という緩和環境が堅持されたままだ。

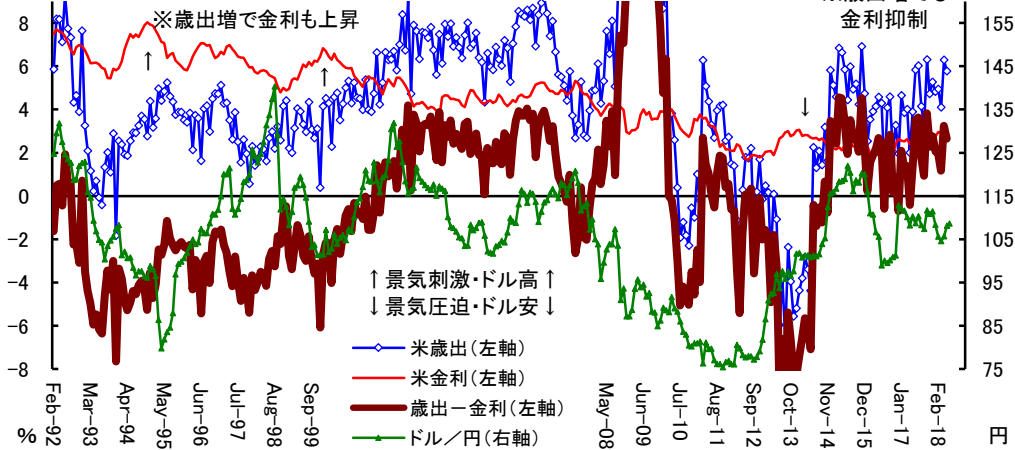
過去に歳出増加見合いでの金利上昇の抑制局面には、2015年、2005ー2006年、2001年後半、1990年後半などの例があつた。いずれも米国では経済成長や株高が支援され、ドル/円でもドル高やドル安抑制の連動パターンが観測されている。



MSCI世界株(ドルベース):先進国指数と新興国指数の26週前比
米FRB保管;外国中銀の米財務省証券保有高・26週前比



米国の月次・財政収支;歳出の12カ月間累計・前年比
米10年債金利、歳出前年比・10年債金利、ドル/円



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ご自身でお願いします。