マーケットの底流を読む

株式会社ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2018/9/7

海外公的マネー、米国債保有が再減少
金利上昇圧力、対米輸出増と米債還流が変調

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米国債の保有再減少が金利上昇要因として警戒される（債券価格は下落）。あくまで夏以降の金利低下などが影響しているものの、米政権による対米貿易黒字削減圧力と一国繁栄政策、FRB による量的緩和縮小と利上げ継続の中で、これまでの中国など各国による対米輸出と外準の増加、対米輸出も一つのエンジン役となってきたグローバル成長と米国発の過剰流動性、こうした好連鎖を源泉とした米国債還流が変調しつつある。

世界減速と対米輸出削減圧力、各国の外準を抑制

「米国現地の債券市場関係者からは、米国での適格社債や仕組み債、各種クレジット関連証券（証券化商品など）といった市場を見極めるうえで、日本の機関投資家の動向を注視する声が聞かれる」――。

ある信託業界の関係者はこのような指摘を行う。日本勢は国内での超低金利や米長期債金利の上げ渋り、為替ヘッジコスト上昇などの運用環境難が続くなか、消去法的に米国の社債を中心とした外貨建て事業債やクレジット物などへの小口分散化を進めてきた。各市場には流動性に制約があるため、「相対的に日本勢の影響力が大きくなりつつある」（同）という。

4 日の日米市場では、米債金利の上昇とドル/円でのドル高が同時進行する場面があったが、米債金利上昇（債券価格は下落）の背景としては今週から増加する「米国企業の社債発行」に伴う米債市場全体の需給悪化懸念があった。その中でのドル/円でのドル高・円安に関しては、「日本勢による米国社債投資」の思惑も取り沙汰されている。4 日の米債市場ではファイザー、キャタピラーなどの社債発行があり、米国債見合いでの金利の高さや優良な格付けもあって一定の需要を集めた。

一方で米国債市場では、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米国債の保有残高が改めて頭打ちになっている。過去実績として米債金利上昇の先行シグナルとなっており、過去最高水準に積み上がってきた米 10 年債ショート・ポジション（債券価格は下落で金利は上昇方向を見越した取引）の整理解消による金利低下余地とのせめぎ合いが注視されやすい。

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 8 月 29 日週時点で 3 兆 0503 億ドルとなった。前週比では－79.97 億ドルの減少であり、8 月 15 日週の－115.94 億ドルに続くマイナスとなっている。最近では 5 月 23 日週の 3 兆 0251 億ドルをボトムに再増加となり、8 月 8 日週には 3 兆 0648 億ドルと 4 月 11 日週以来の水準を回復したが、改めて長期トレンドとしての頭打ちが明確になりつつある。

半年スパンを示す 26 週前比変化率でも、8 月 29 日週は－0.92%となり、前週の－0.46%に続いて 3 週連続での減少となった。6 月後半からは一時的にプラス回復の局面があったが、5 月以降は基本的に 2017 年 3 月以来となるマイナス基調が定着しつつある。

8 月以降の同残高減少については、あくまで米債金利の再低下による金利面での妙味低下という側面も強い。一方で 7－8 月には中国人民元やトルコ・リラなどの新興国通貨が下落しており、為替相場でのドル高進行の中での「海外公的マネーの米債保有減少」は微妙な米債離れへの変調が示唆されている。

背景としては FRB による債券買い入れ（量的緩和）縮小を含めて、グローバルな過剰流動性の収縮と、各国中銀の買い入れが主導した債券バブルの反動調整が大きい。同時に想定される原因としては、1）新興国による通貨安阻止に向けた自国通貨買い・ドル売りの介入、2）新興国を始めとした世界減速による各国の外貨準備高減少、3）米国による対米輸出削減圧力に伴う各国の外貨準備高減少、4）新興国などでの巨額なドル債務の返済圧力――などが取り沙汰されている。

米債務・前年比が増加転換、過去はドル高・円安

同時に各国での景気下支えに向けた財政出動のための外準取り崩しや、米トランプ政権の圧力に対する報復、米国の財政赤字拡大懸念なども影響している。すでに米国から制裁を強化されているロシアでは、7 月にかけて保有米国債を大幅に削減したことを明らかにした。

もちろん、現状では安全逃避やインフレ抑制などで、米国債へ押し目買い需要は根強い。その反面、米トランプ政権による強硬な対米貿易黒字削減圧力と一国繁栄政策、同時進行での FRB による量的緩和縮小と利上げ継続は、これまでの中国など各国による対米輸出増加と外準の拡大、対米輸出も一つのエンジン役となってきたグローバルな経済成長と米国発の過剰流動性、こうした各要素の好連鎖を源泉とした世界外準マネーによる米国債還流の構図を変調させつつある。

すでに中国では貿易戦争対策と内需拡大努力もあり、米国債に還流させない形での自国内インフラ投資を増強させ始めた。4 日には中国政府が、地方債

を銀行が全額購入できるよう規制を緩和したことが明らかになっている。中国政府は今年 1 兆 3500 億元（約 22 兆円）と定めたインフラ投資向け地方債枠の利用を急ぐ方針を決め、10 月までに枠を使い切るよう求めている。

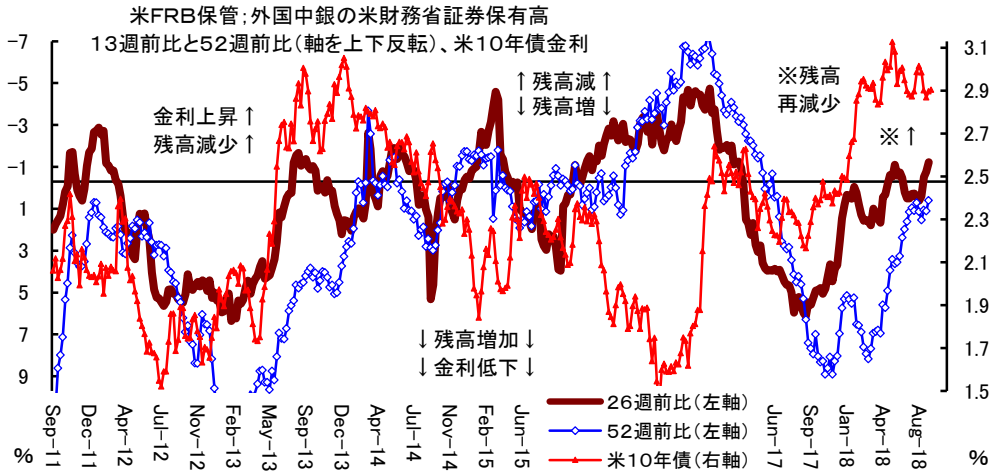
米国の孤立主義化と裏表の米国債離れとの関連では、ゴールドマン・サックスのアナリストが 8 月 31 日、「中国の人民元安にもかかわらず、この数カ月、中国の債券への海外資金流入が加速しており、これは市場規模世界 3 位の中国の債券への配分需要が強いことを示している」という分析をまとめた。その中では「2022 年までに中国債券への純流入額は 1 兆ドル（約 111 兆円）と予測され、中銀からの流入が 2500 億ドルに上る」と指摘。そのうえで「外貨準備の再配分（＝流出）は、ドルと円に一段と集中する可能性がある」という見通しを示している。

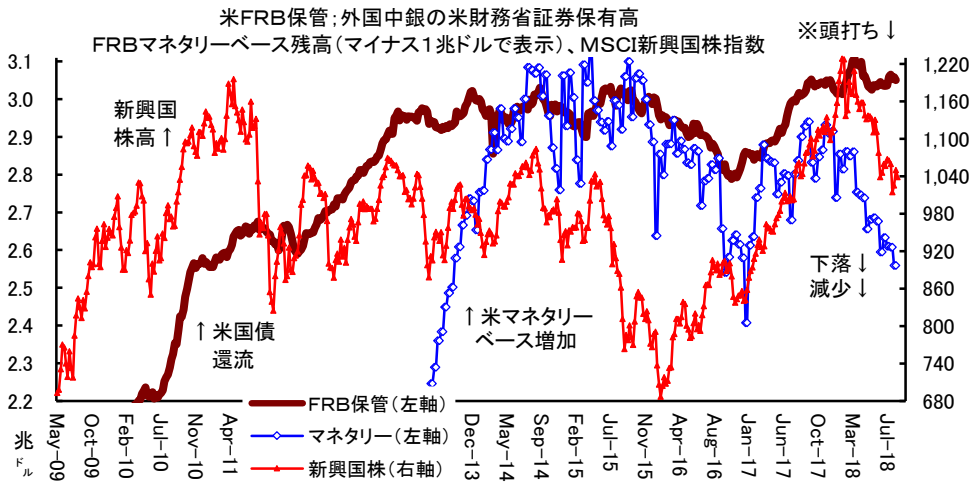
一方で米国からすると、中国やロシアなどの敵国を含めた米国債処分は「同盟国」である日本からの米国債投資取り込みを後押しさせていく。9 月後半にかけて本格化する日米通商協議では、過度な日本攻撃や円高・ドル安の威嚇圧力を制御する要因となるものだ。

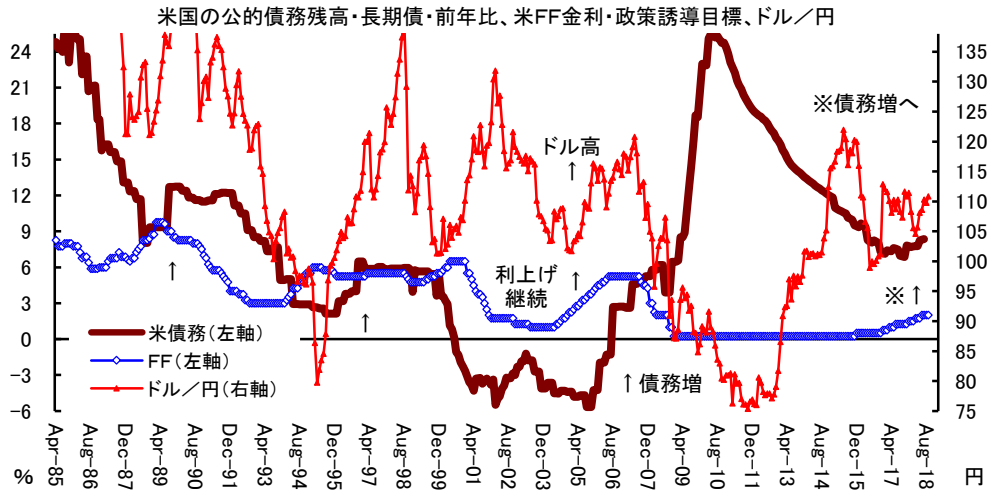
米トランプ政権は減税や国防費増額などで国債増発と債務増加の方向にあり、「米国の公的債務残高・長期債」は 7 月に前年比＋8.35%となっている（前月は＋8.31%）。昨年 10 月の＋6.87%をボトムとして 2010 年以降の長期減少が底打ちとなり、リーマン・ショック以降の歳出急増の反動剥落が一段落となってきた。

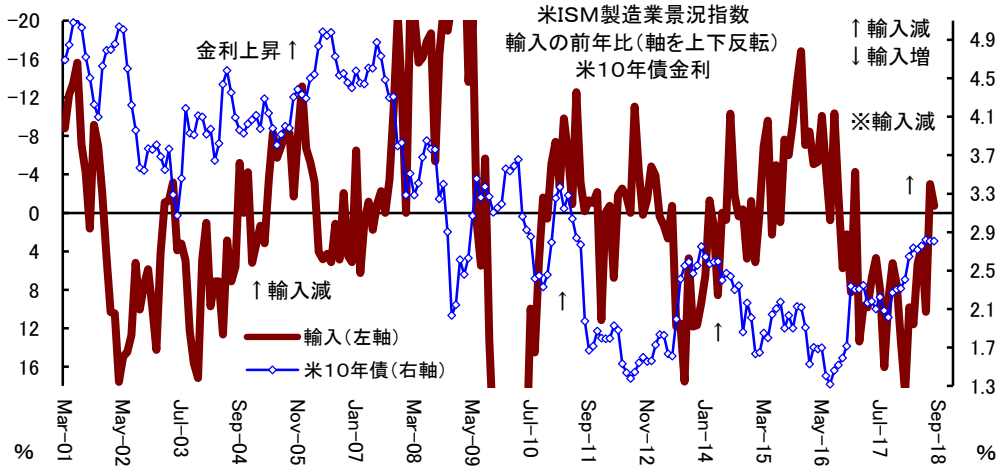
前回はイラク戦争余波などにより、2004－2005 年から同債務の前年比が反転増加となっている。当時は米国による日本の巨額ドル買い・円売り介入黙認の事後効果などもあって、ドル/円は 2005 年から 2007 年にかけてドル高･円安トレンドが形成された。その前では 1995 年からの債務増加転換で、やはりドル高・円安基調へと反転している。

過去の米国における債務増加は財政刺激効果などにより、FRB の利上げ継続と米長期金利の上昇が促されたという事情もドル高に影響している。それでも 1980 年代から米国の債務・前年比の増加転換とドル高・円安は密接に連動しており、今回も「米国による財政赤字と米国債のファイナンスに向けたジャパン・マネーの取り込み配慮」という政策協調は無視できない。









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。