

海外公的マネー、米国債「戻り売り」基調に 貿易黒字減と外準減、低金利嫌気、金シフトなど

2020/2/10

米国債金利は1月から急低下してきたが（米債買い優勢）、海外政府の外貨準備高（外準）を中心とした公的マネーは保有高の削減と戻り売り基調が見られている。債券価格の上昇でも時価残高は減少しており、低金利の嫌気や各国の貿易黒字減少や財政悪化などによる外準減少、ドルや米国債の先行き不透明感を受けた金シフトなどが示唆されている。現状からの米長期債金利の低下を抑制するほか、各国の貿易黒字減と裏表の米国の貿易赤字減などが示され、米債金利とドルの下支え要因となり得る。

海外公的マネー米債保有減、金利上昇に先行例も

「デジタル通貨は、世界貿易における米ドルの重要な役割に挑むことはない。決済テクノロジーの進歩は、グローバルな準備通貨となるための基本的な問題を解決しているわけではない。米ドルの地位は各種機関、法の支配、そして米国が提供しているとされる信頼性の高い投資家保護によって支えられている」――。

IMFのチーフ・エコノミストであるギータ・ゴピナート氏は1月7日、このような見解を示した。

一方で同日に財務省の前財務官である浅川雅嗣アジア開発銀行（ADB）総裁は、「デジタル人民元という非常に中央集権的なガバナンスを持った通貨システムが世界に浸透してきた場合、ドル基軸通貨とぶつかることはあり得る」、「自国の金融政策が国民からの信頼を失っている国では、長期的に自国通貨に代わってデジタル人民元を使う国が出てくるかもしれない」（日本経済新聞）と発言している。年初から活発化しているデジタル通貨の研究・開発競争は、ドル基軸への影響が一つの焦点になってきた。

その中で海外からのドルや米国債の信頼度合いを測るうえで、一つの参考になるのが海外公的マネーによる米国債の選好動向だ。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2月5日週の最終日ベースで2兆9797億ドルとなった。前週比では－58億ドルの減少となり、直近3週間では2週が前週比減となっている。昨年3月以降の減少傾向と今年1月上旬からの小幅増加を経て、改めて上げ渋りに転じてきた。直近最高である昨年3月の3兆0828億ドルからは、－1030億ドルの減少と頭打ち傾向が続いている。

過去実績として同保有高の増減は、米債金利の重要先行指標となってきた。今回についても、タイムラグを経た金利低下の歯止めや緩やかな調整上昇が注目されやすい。ドル/円でもドルの下落余地の狭まりを支援するものだ。

ちょうど米10年債金利の中長期トレンド判断で参考になる月足テクニカルでは、月足・一目均衡表チャートの転換線2.00%前後や雲下限2.21%（11－12月にかけて2.29%）からの下方乖離が拡大している。金利低下に行き過ぎ過熱のサインも点滅しており、先行きこうした節目ラインとの乖離を埋める金利上昇の余地は無視できない。

昨春から続く海外公的マネーの保有高減少については、まだデジタル通貨や人民元の脅威が本格影響し始めたわけではない。現状段階では、1) 低金利の嫌気、2) 保有米国債の時価上振れや債券価格面での高値警戒を受けたポートフォリオ調整、3) 世界的な貿易取引低迷や貿易黒字減を受けた各国の外準減少（米債投資の余資減退）、4) 各国の財政悪化や財政出動増（景気対策や高齢化対応の支出増など）に伴う外準余資減退――といった要因が想定される。

同時に米トランプ政権による米国第一主義への反感や、米国の財政赤字急増などを受けたドルや米国債の将来不安、デジタル通貨や人民元などの先行き普及に備えた資産の分散化――といった影響も無視できない。

過剰債務と超低金利バブル警戒、金シフトも

ドルや米国債の潜在不安のほか、米国債の低金利に対する嫌気は、海外公的マネーから微妙な「米国債から金相場へのシフト」を促している。米国での債務増大や新興国でのドル建て債務膨張、こうした過剰債務の底流にある低金利バブルへの警戒感もまた、「過剰債務と裏表の米国債離れ」と「各種バブル崩壊対策としての金逃避」につながっている。円や日本国債も過剰債務問題とは無縁ではなく、海外公的マネーの米国債保有減少とバラレルに、金は対円クロスレートで上昇基調を辿っている（円は対金で劣勢）。

各国の貿易黒字減については、裏表で米国の貿易赤字が縮小改善へと転じてきた。日米や米中の貿易協議進展のほか、米トランプ政権による対米輸出国への牽制強化や、米国の原油関連輸出増加、ITハイテク関連での米国製品の優位性などが米国の輸出を底上げさせている。

5日に公表された2019年の米貿易赤字は、前年比－1.7%減の－6167.55億ドルとなり、2013年年以来6年ぶりの縮小となっている。すでに月次の米貿易収支では、12カ月移動平均のトレンドが昨年8月から赤字減少基調へと転換している。2013年以降のトレンド好転となってきた。

前回の赤字減基調への転換は、2012年5月から

観測された。ドル/円は約4カ月後の77円前後で当時の長期ドル安が底入れし、2015年の125円超えまでドル高トレンドが形成されている。その前では2006年10月から観測され、ドル/円は同月安値116円から翌年6月の124円超えまでドル高が持続している。さらにさかのぼると2001年2月から赤字減基調へと転じ、ドル/円は同月ドル安値の114円前後から、約2年後となる2002年2月の135円超えまでドル高モメンタムが点火された。

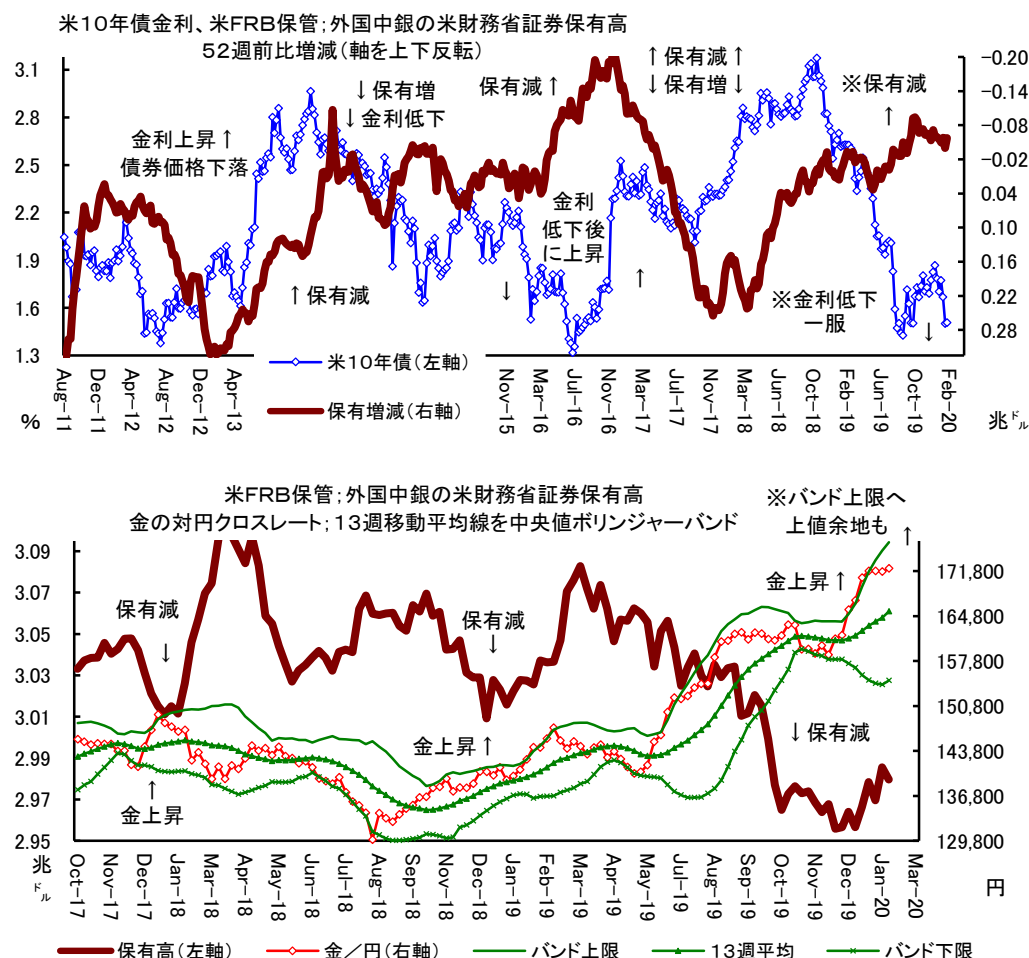
米国の貿易赤字減と他国の黒字減は、米国の内需や雇用の底堅さとあいまって、「他国比での米国の景気と株価の優位」につながっている。今年1月後半以降も新型コロナウイルス懸念により、MSCI世界株指数（ドルベース）では相対比較で「米国株の優位」と、アジアを始めとした「新興国株の劣勢」が観測された。結果論ながら一因として「新興国による米国債還流の余資減退」となり、2月5日週にかけての海外公的マネーの米国債保有高減少につながっている。

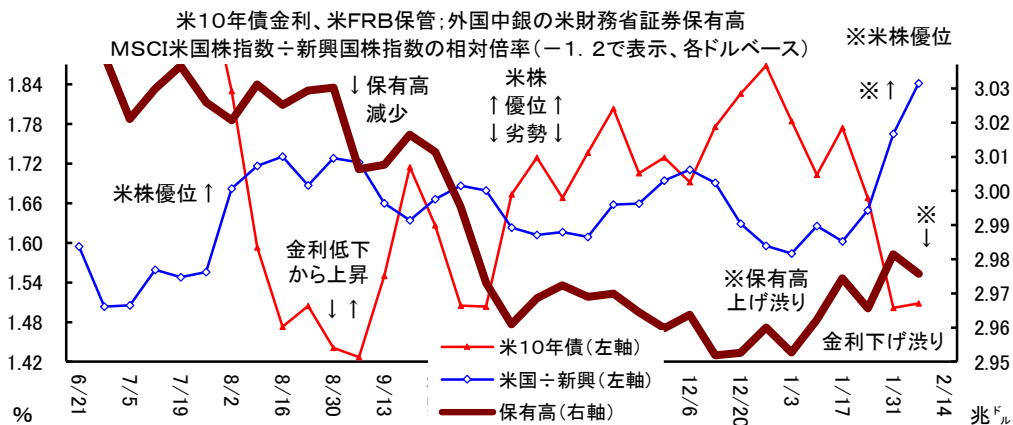
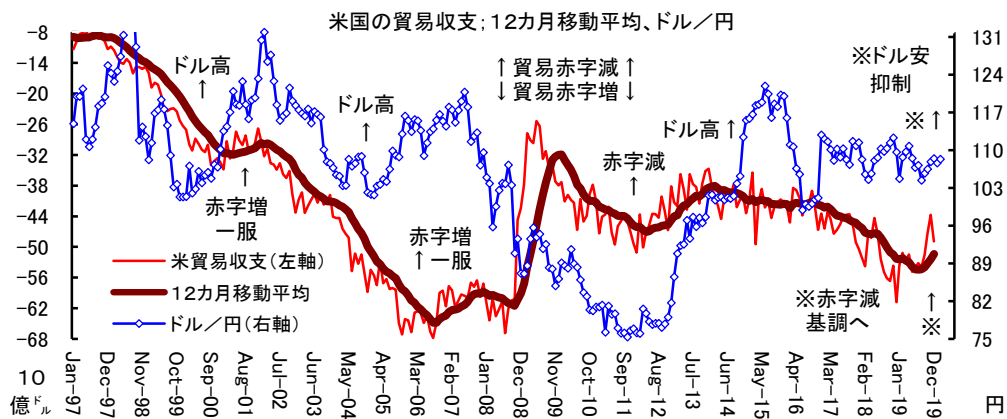
現状段階では米10年債金利の低下圧力が根強いが、過去に米国の他国比優勢は時間差を経て「米国

経済の相対的な打たれ強さ」と「海外公的マネーの米債減少」などによって米債金利の上昇へと遅行波及している（債券価格は下落）。安全逃避などによる米債の金利急低下自体が、タイムラグを経て米国の内需や株価の押し上げに作用。それが米債金利の反転上昇につながる相互連鎖が観測されてきた。

最近では貿易摩擦下などでの「米国一人勝ち」が目立った昨年9月に、米10年債金利は1.43%方向への急低下から、1.90%超えへの反転急上昇があった。10月以降にも1.50%方向への金利低下から、11月には1.97%へ上昇した実績を有している。今回も米債金利の下げ過ぎ修正には、注意を要しよう。

その他、海外公的マネーによる米国債の「低金利嫌気」については、過去にも観測されてきた。2015年8月以降には現在と同じような米10年債金利の2%割れ局面があったが、同保有高は10月にかけて-616億ドルの減少となった。その前では2015年1月以降、2011年以降の2%割れ局面で、やはり同保有高の減少が目立っている。





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ご自身でお願いします。