

世界公的マネー、米債圧縮一服も増加限定

世界外準は長期増加が減少に、米債還流が縮減

2023/1/25 (水)

世界の外貨準備高（外準）を中心とした公的マネーは、米国債の圧縮が一服となってきたが再増加は限定的となっている。世界の外準は長期増加が減少に転じており、構造的な米国債への還流縮減と米国債金利の低下抑制（米債価格の上値抑制）要因として注視される。世界の外準減は非米国によるドル高・自国通貨安の阻止介入に加え、資源輸入支払いの増加、コロナ打撃や各国中銀の金融引き締め、新冷戦と反グローバル化、中国を始めとした新興国の急成長終焉など、複合要因による世界的な成長減速と貿易取引縮小、債務負担増などが影響している。

世界外準の保有米債低調、米債金利の低下抑制に

「2023 年の世界の貿易量（輸出入合計の平均）は、前年比+1.0%にとどまる。23 年の予測は昨年 4 月時の+3.4%から昨年 10 月には+1.0%へと大幅に下方修正させたが、現在も予想を据え置いている」――。

WTO（世界貿易機関）のオコンジョイウェアラ事務局長は 1 月 20 日、このような見解を示した。

昨年 10 月予測の際、WTO は大幅下方修正の理由として、「欧州でのウクライナ戦争要因等によるエネルギー価格高騰と家計支出や製造業への打撃、米国での金融引き締め政策による支出抑制、中国でのゼロコロナ政策や外需の低迷」などを挙げていた。2023 年の年明けからこうしたマイナス要因は緩和されつつあるが、WTO は現状段階で慎重見通しを変えていない。

最近では 2021 年がコロナ影響の反動で+9.7%の大幅増となったほか、2022 年は昨年 10 月予測段階で+3.5%と見込まれている。そこから今年の+1.0%という貿易の低迷は、米国債市場への影響でいえば各国の外準伸び悩みと米国債還流の縮減要因として注視される。

実際、米国債市場の中長期的なトレンドに影響を及ぼすリアルな長期運用資金のうち、世界の外準を中心とした米国以外の公的マネーでは、保有する米国債の残高が圧縮一服ながら再増加は限定的となっている。過去実績として海外公的マネーの保有米債動向は、米 10 年債の需給と金利に先行性を有してきた。その意味で足元の伸び悩みは、米長期債の金利再上昇や金利低下抑制の潜在要因として注目されやすい（米債価格は下落や上値抑制）。

具体的に米 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 1 月 18 日週の最終日ベースで 2 兆 9216 億ドルとなった。前週比では-11 億ドルの減少となっている。最近では 2021 年 3 月の 3

兆 1337 億ドルを最高ピークに減少傾向が続き、直近最低である昨年 11 月の 2 兆 8938 億ドルまで縮減となってきた。

米国債の価格下落に伴う時価ベースでの目減りもあり、ピーク比では-7.7%の減少となっている。コロナ危機直後である 2020 年 5 月以来、その前では 2017 年 4 月以来という低水準となってきた。その後、昨年 11 月以降は米国債市場の環境改善や米債価格上昇による時価増加がプラス要因になっているが、直近 1 月 18 日週は約 2.92 兆ドルであり、11 月のボトム約 2.89 兆ドルと変わらない伸び悩みとなっている。

海外の公的マネーによる保有米国債の圧縮については、昨年の米国債価格の急落混乱余波のほか、米国での根強いインフレ懸念や、債務上限問題を含めた財政不安、昨年のドル急騰の反動反落警戒、こうした問題による米国債やドルの先行き価値懸念と金シフト、新冷戦入りに伴うロシアや中国など「反米諸国」の米国債離れなどが想定される。

同時に現在は「米国債還流の原資」の一つである世界の外準自体が、長期の増加トレンドから減少へと転じ始めている。世界的な低インフレや低金利、カネ余りの時代終焉とあいまって、長期スパンで米長期債金利の下限切り上がりや低下抑制につながる構造要因として無視できない。

冷戦終了後の世界外準急増と米債還流が変調

すでに IMF 統計による世界の外準合計は、昨年 7-9 月末時点で 11 兆 5986 億ドルとなり、前年比では-9.6%（-1.23 兆ドル）の大幅減となった。減少率としては 1982 年以来、減少額としては統計がある 1950 年以降の約 70 年間で最大のマイナス額となっている。

しかも 1993 年の 1 兆ドル超えを契機とした加速度的な外準急増は、コロナ打撃の前段階である 2014 年時の 12 兆ドル超えから頭打ちが定着してきた。最新の昨年 7-9 月には、32 四半期（8 年）移動平均の方向角度が 1950 年代以降で初めて「下向き化」に転じるというトレンド転換が観測されている。

東西冷戦が終了した 1990 年代以降は、中国を始めとした新興国の高成長とグローバル化が同時に進展。連動した世界の外準急増と米国債への還流増大が、米長期債金利の長期低下（米債価格は上昇）トレンドの一因を担ってきた。それが足元では、こうした好連鎖に変調が見られ始めている。

昨年の外準減少については、ドル全面高と自国通貨安に対処した各国によるドル売り（米国債売り）・

自国通貨買い介入のほか、外準の構成資産である米国債などの価格下落、各国の債務負担増加と対外債務の支払い増加などが影響した。

同時に短期要因としては、資源・食糧価格の高騰による輸入支払いの増加、コロナ打撃や各国中銀の金融引き締めなどを受けた各国の景気悪化、世界景気悪化とウクライナ戦争余波（制裁含む）などによる貿易取引の減少などが影響している。

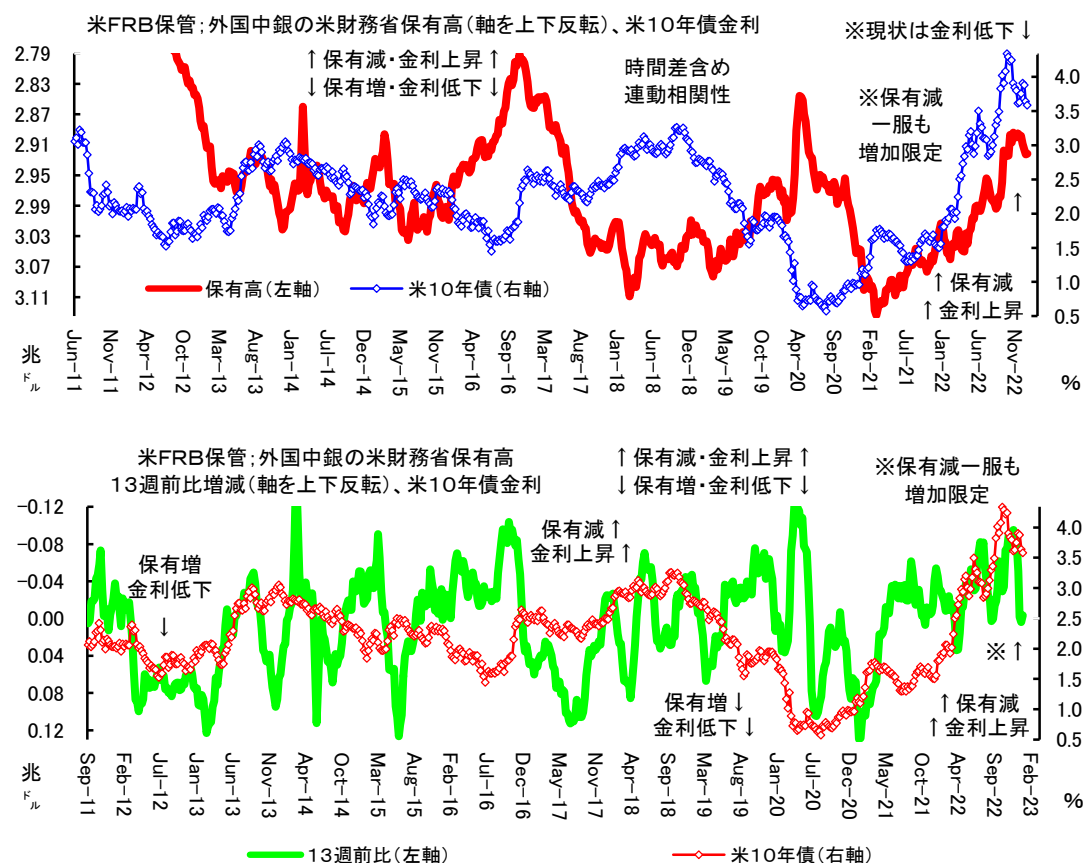
さらには長期の構造変化として、新冷戦入りと反グローバル化、中国を始めとした新興国の急成長終焉、こうした要因による世界貿易往来の縮小、各国での債務増加・高齢化と社会保障費などの支出増・成長減速などに伴う外準の収入減や取り崩し、世界的な低インフレと低金利の終焉によるカネ余りの収縮——といった要因も影を落としている。世界的な脱炭素化やクリーンエネルギー・シフトの流れもまた、長期スパンでは化石燃料などの世界貿易量を減

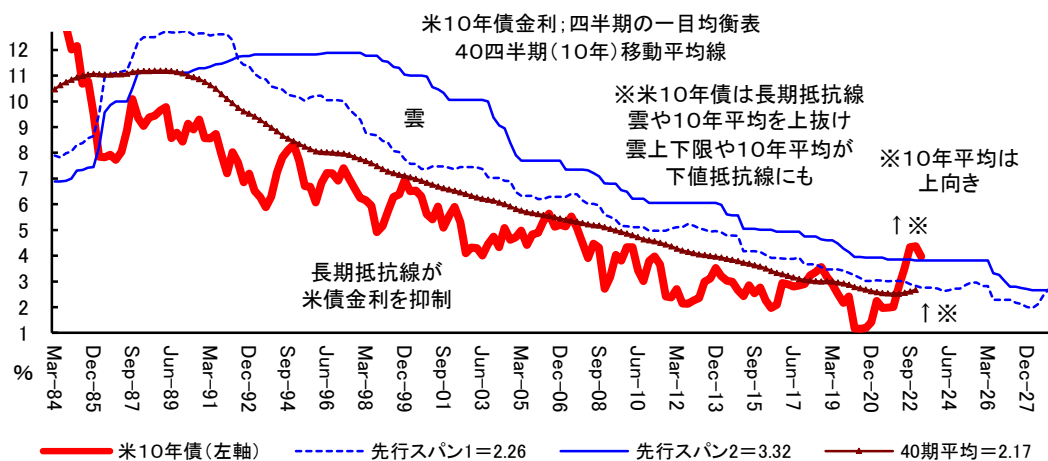
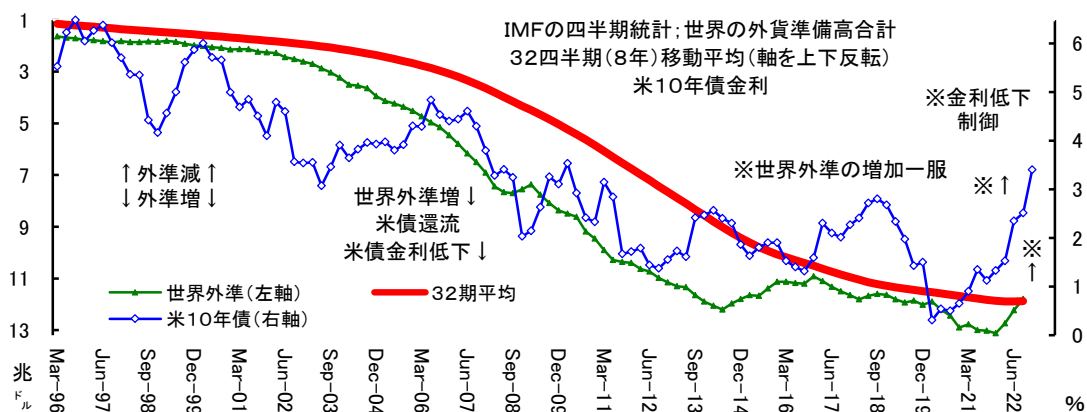
少させていく（資源国の輸入減と外準減）。

世界の外準は東西冷戦が終結した1990年代以降、長期の急増トレンドが続いてきた。要因としては中国を始めとした新興国の急成長、冷戦終結・平和の配当・ITデジタル革命などによるグローバル化、安価な新興国の労働力活用を含めた国際分業化の広がり、世界的な貿易取引の肥大化などが影響している。

こうした世界の経済環境は、裏表で世界的な低インフレやカネ余りに寄与してきた。米国の長期債は長期の金利低下（債券価格は上昇）トレンドが支援され、世界的な外準の急増が米国債への資金還流を呼び込むという好循環が長期化してきた。

ひるがえって現在は、世界的な外準の急増トレンドが減少へと転じている。新冷戦入りや反グローバル化といった「東西冷戦後の平和配当」剥落とあいまって、米国債のみならず、日本を含めた世界の長期国債金利に及ぼす影響は無視できない。





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。