2018.2　No.70

三井住友信託銀行

調査月報

SUMITOMO MITSUI
TRUST BANK

時論

兵は拙速を尊ぶ……1

経済の動き

支出に慎重な姿勢をとる国内家計部門……3

米国長期金利と対米資金フローの関係……9

時論

兵は拙速を尊ぶ

少子高齢化という国難に直面しながらも、景気の長期拡大が続いている。現在の景気拡大が 2018 年 12 月まで続けば、戦後最長の“いざなみ景気”(2002/2-2008/2)にならび、2019 年まで続けば戦後最長の景気回復となる。

経験則的には、景気の悪化は在庫や設備などの過剰が反転のきっかけとなるケースが多いが、足元の経済指標を見る限りは、在庫も設備も雇用も過剰感はなく、それどころか人手不足に代表されるように、不足感が加速している状況にあり、今のところ国内経済が自律的に悪化する姿は見え難い。

企業収益は過去最高益を更新し、株の時価総額は既にバブル期の水準を上回っており、雇用においては新規求人倍率が高度経済成長期の水準を上回っている。物価だけは金融政策の目標とされている「2%」に達していないものの、既にデフレの面影は薄れている。

バブル崩壊後の日本経済は「三つの過剰(過剰雇用、過剰設備、過剰債務)」が重石となっていたが、足元では「三つの不足」に様変わりしており、景気悪化のきっかけは、海外経済の変調か金融市場でのショック発生のような、外的、突発的なきっかけによるものとなろう。

その一方で足元の景気は「実感なき景気回復」とも言われており、新三種の神器を中心とした消費ブームに支えられ、日本が世界第二位の経済大国へと成長し、国民の所得も年々増加していくという、将来への夢と希望を伴った“いざなぎ景気”とは大きく異なっている。

「実感なき景気回復」の理由は複数あるが、一つは少子高齢化による人口構成の変化、もう一つは企業の投資行動の変化の影響が大きいのではないか。

日本の世帯構成を年代別に見ると世帯主が 65 歳以上の世帯が約 40%にまで増加している。これらの世帯は年金需給が主な収入源になっていると考えられ、景気回復に伴う賃上げやボーナス増加という好循環の流れに乗りにくい層であり、このような高齢化の進行が、過去に比べると景気回復の動きが、消費増加に波及し難い要因の一つとなっているのではないか。

一方、企業の行動にも過去とは違う変化が見られる。「企業が内部留保を積み上げて投資に使わない」という声を聞くことが多いが、足元で増加している内部留保の大半は現金や預貯金ではなく、投資有価証券のような出資や M&A などの資金である。

バランスシートから企業の投資行動を見ると、かつてのように国内に工場や建物を作るような投資から、企業への出資や企業買収、ブランドや版権のような無形資産への投資、そして海外への投資が増えている。投資が国内から海外に向かっていること、様々な波及効果を生む固定資産への投資から波及効果の小さい無形資産への投資が増えていることから、国内ではかつてのような、一つの投資が次の投資へと波及していくような好循環が発生しにくくなっている。

こうした企業行動の変化の背景にも人口減少に伴う将来不安や期待成長率の低下が大きく影響していると考えられる。

こうした不安を解消し、実感なき景気回復から脱するためには、三つの大きなトンネルの出口を探すことが必要である。

最も長いトンネルは人口減少・高齢化問題である。

2040～2050 年のどこかで日本の人口は1億人を割り込むとともに、過去に経験したことのない超高齢化社会を迎える。総人口の減少と人口バランスの変化に伴い、現在の人手不足が一層深刻化する中で、社会保障制度を維持しながら日本の経済・社会を維持していかなければならない。

二つ目のトンネルが財政問題である。

中でも人口減少、高齢化が進む中での社会保障の問題で、団塊の世代が後期高齢者世代に移行する、いわゆる 2025 年問題への対応である。

日本の予算の使い方は約 100 兆円弱の歳出のうち、既に 1/2 が社会保障関連費となっており、更にこの支出は年間 1～2 兆円のペースで増加し続けている。借金の支払である国債費が1/4であることを考えると社会保障改革に手を付けなければ財政の硬直性は年々強まっていくことになる。

三つ目は超低金利政策からの出口である。

アメリカや欧州は既に金融政策の正常化に向けて舵を切り始めており、日本の出遅れ感は否めない。確かに「2%」という物価目標には達していないものの、戦後二番目の長期成長局下で、空前の人手不足環境が続き、株価も上昇している中で、マイナス金利など異例の金融緩和を続けることへの疑問は払拭できない。三つのトンネルの中で最も早く出口を見つけなければならないのは、この出口である。

孫子の兵法に「兵は拙速を聞くも、未だ巧久なるを睹ざるなり。夫れ兵久しくして国を利する者は、未だ有らざるなり」という一説がある。戦争においては多少拙い点があったとしても、速やかに事を進めたことで成功した例はあるが、完璧を期して長期化させた成功事例はないという意味である。

金融政策に置き換えると、緊急時に設定した 2%という目標にこだわりすぎず、早めに戦線を縮小したほうが後々のダメージが少なくてすむと言えるのではないか。

足元の金融市場は良好な環境が続いている、株価は高く、債券も高い（金利が低下している）、それ以外でも社債等のクレジットスプレッドも縮小しており、市場のボラティリティも低下しており、どの資産を買ってもプラスのリターンが得られそうな理想的な状況にあるものの、一方でほぼ全ての資産で高値警戒感や買われすぎに対する不安感が強まっている。

これは世界中の中央銀行により供給された大量の流動性が、超低金利の環境下で少しでもリターンが取れそうなところにジワジワと広がった結果ではないかと考えている。どこか特定の資産に集中しているわけではないので、過去のバブルのように極端な価格形成がなされたり、明らかな過熱感は感じられないものの、薄く広くバブル的な環境が醸成されていくという、ある種の気持ち悪さを拭えない。加えて、海外が金融政策の正常化に動く中で、日本のみが異次元の緩和を続けていくことは、こうした市場の歪みを一層強めてしまう可能性もあるのではないか。

年初早々に日銀の金融政策変更観測から市場が不安定化する局面があったが、過去の運用部ショック（1998/10）などの例を考えても、金利上昇のきっかけは、市場の噂や観測記事などの些細な材料から生じているケースが多い。

そろそろ、トンネルの暗闇から徐々に出口の先の明るさに目を慣らしていく準備が必要ではないか。

（調査部審議役　上席研究員　寺坂　昭弘：Terasaka_Akihiro@smtb.jp）

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

支出に慎重な姿勢をとる国内家計部門

＜要旨＞

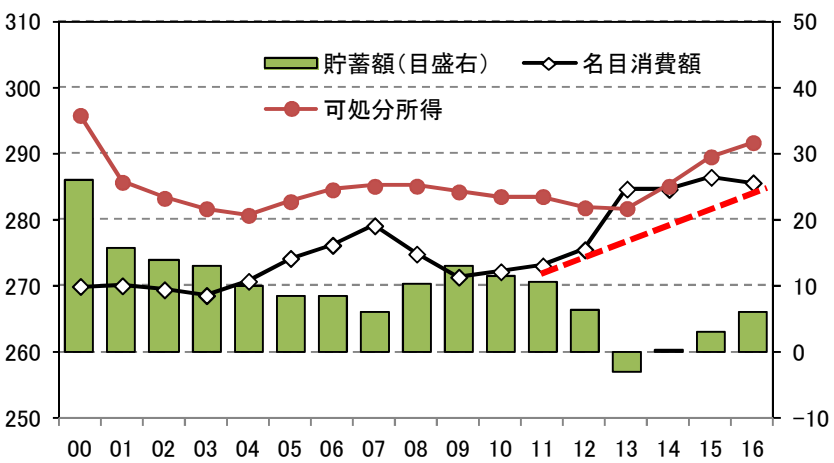
内閣府「国民経済計算」における家計消費性向の推移を見ると、今回の景気回復局面においては、前回よりも家計の消費に対する姿勢が慎重になっていることが窺える。要因を探ると、食料品価格上昇という負担の増加が、消費税率引き上げや社会保障負担の増加といった別種の負担と重なったことで、支出に対して慎重になったものと推察される。これは、前回の回復局面における堅調な消費を支え、「アクティブ・シニア」とも言われた高齢者層でも共通している。この先も社会保障負担の増加が続くことや、2019 年 10 月の消費税率引き上げが近づくことを踏まえると、2017 年度以降も家計の支出に対する慎重な姿勢は大きく変わらないと見られる。

1. 今回の景気回復局面では支出に慎重な家計部門

昨年 12 月末に内閣府から公表された国民経済計算年次推計から、可処分所得と消費額の動きを見ると、下の図表1のようになる。今回の景気回復局面に入った2012年度以降2016年度までの間（以下ではこの期間を「今回局面」とする）、景気回復が続く中で可処分所得は増え続けている。一方、消費額は消費税率引き上げ前の駆込み需要で2013年度に増えた後はほぼ横ばいで、2012 年度から 2016 年度まで緩やかなトレンドで増えた形になっている。結果として、消費性向は駆込み需要で上昇した後低下し、今回の景気回復期間を通じてほぼ横ばいになった（図表2）。

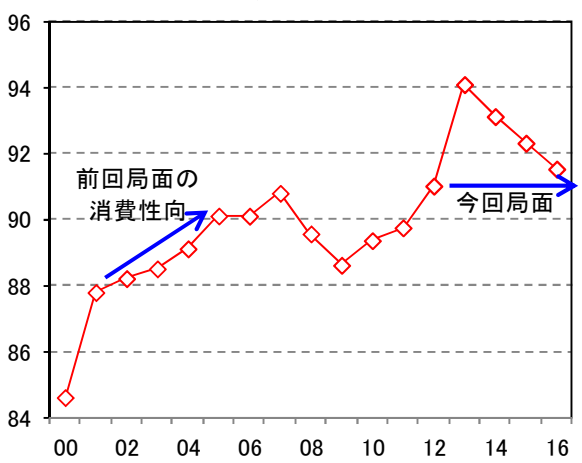
これに対して、前回の景気回復局面では、消費性向の上昇基調が明確である。消費額が 2003 年度に底を打ち、2004 年度からは可処分所得も増えるが、その後 2007 年度まで（2003 年度から 2007 年度までを以下では「前回局面」とする）の増加ペースは消費の方が速かった結果である。まとめると、前回局面では上昇した消費性向が、今回局面では上昇後に低下して景気回復当初と比べて横ばいになった、ということになる。

図表1　可処分所得・消費・貯蓄額の推移



（注）FISIMによる消費・所得増加分は除いている。
（資料）内閣府「国民経済計算」

図表2　消費性向の推移
（消費額÷可処分所得）

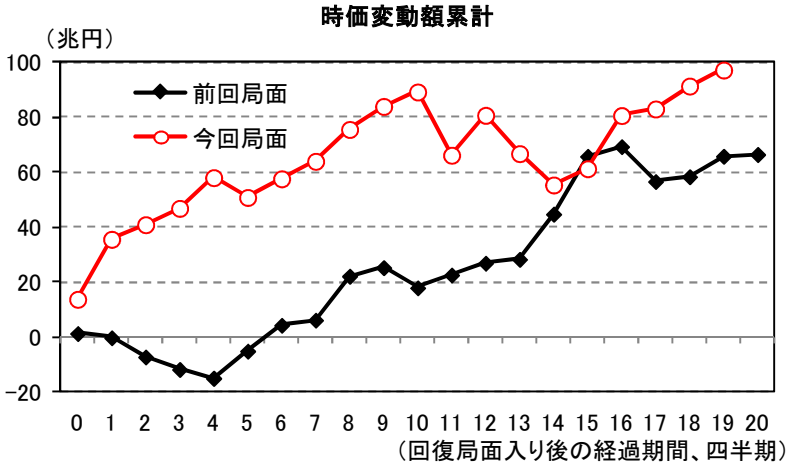


（注）減価償却費を含むベースで計算
（資料）内閣府「国民経済計算」

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

今回局面における家計金融資産の時価上昇ペースが前回よりも速く、資産効果が出易かったことも、本来であれば消費性向を引き上げる要因になる（図表3）。にもかかわらず、今回局面における家計は、所得増加との兼ね合いで見ると前回局面よりも支出に対して慎重な姿勢を取っている。両期間の家計貯蓄行動の相違の背景に何があるのか、これを整理するのが本稿の主な目的である。

図表3　景気回復後の家計保有上場株式・投資信託の時価変動額累計



（資料）日本銀行「資金循環統計」

2. 食料品価格上昇という負担増加要因

最初に、前回局面と今回局面の可処分所得の中身と消費額の変化を見たのが図表4である。これによると、前回局面における可処分所得増加幅が3.4兆円であるのに対して、今回は9.9兆円と大きくなっている（①）。2012 年度以降の期間では、自営業主の所得減少幅が小さかったことに加えて、雇用者報酬の増加幅が大きい。これらの所得増加が税・社会保障負担の増加分（③）を上回ったことで、今回の景気回復局面では可処分所得の増加幅が大きくなった。これに対して、消費額の増加幅は両局面でほぼ同じであったために（④）、消費性向の動きに差が出たということになる。

図表4　前回局面と今回局面の可処分所得・消費額変化

（兆円）

	2003	2007	2012	2016
可処分所得	281.7	285.1	281.8	291.7
自営業主所得	25.4	16.6	12.2	10.8
雇用者報酬	253.1	262.9	253.1	269.9
財産所得	22.7	25.9	23.8	26.1
その他所得－税・社会保障負担等（▲）	▲ 18.9	▲ 20.5	▲ 8.5	▲ 15.9
名目消費額	268.6	279.1	275.5	285.6

（兆円）

	2003→2007年度 前回局面	2012→2016年度 今回局面	
可処分所得	＋ 3.4	＋ 9.9	①
自営業主所得	▲ 8.8	▲ 1.4	
雇用者報酬	＋ 9.8	＋ 16.8	②
財産所得	＋ 3.2	＋ 2.3	
その他所得－税・社会保障負担等（▲）	▲ 1.6	▲ 7.4	③
名目消費額	＋ 10.5	＋ 10.1	④

（注）間接的に計測される金融仲介サービス（FISIM）除く
（資料）内閣府「国民経済計算確報」

両期間における、品目別の消費額変動率を価格と数量に分けると、下の図表5のようになる。2012 年以降の機関における住居・電気・ガス・水道への支出は 2014 年半ばからの原油価格下落による価格下落で減少している一方、食料・非アルコール飲料に対する支出増加は、数量がさほど伸びない中で価格が大幅に伸びることで金額が増加している。

図表5　品目別消費額変化率に対する価格・数量の寄与度

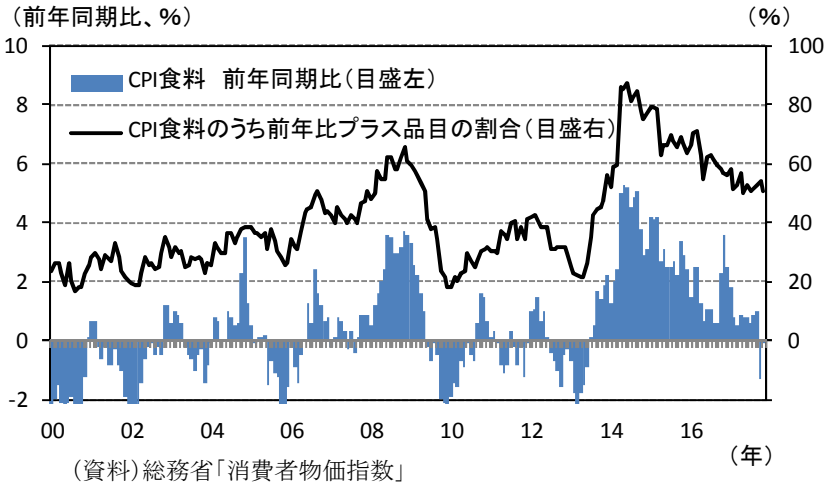
（%）

	前回局面（2003→2007）			今回局面（2012→2016）		
	金額増減率	価格変化率	数量変化率	金額増減率	価格変化率	数量変化率
食料・非アルコール飲料	▲ 2.3	▲ 0.6	▲ 1.6	11.2	9.4	1.6
アルコール飲料・たばこ	▲ 12.6	5.0	▲ 16.8	▲ 3.5	4.1	▲ 7.4
被服・履物	▲ 4.6	1.5	▲ 6.0	3.9	6.9	▲ 2.8
住居・電気・ガス・水道	9.1	2.9	6.0	▲ 1.5	▲ 3.6	2.2
家具・家庭用機器・家事サービス	▲ 4.7	▲ 13.4	10.1	18.5	▲ 1.0	19.8
保健・医療	1.0	▲ 4.0	5.1	5.6	0.1	5.5
交通	6.2	8.3	▲ 1.9	▲ 1.0	0.0	▲ 0.9
通信	9.1	▲ 9.6	20.8	9.1	▲ 0.7	9.8
娯楽・レジャー・文化	▲ 5.2	▲ 16.7	13.7	▲ 0.2	3.8	▲ 3.9
教育	0.2	▲ 0.9	1.2	11.4	0.9	10.3
外食・宿泊	2.3	2.2	0.1	7.9	7.0	0.8
その他	13.2	▲ 1.2	14.6	5.0	2.7	2.2

（資料）内閣府「国民経済計算」

今回の景気回復期間においては、2013 年の日銀による異次元緩和導入以降の円安などで、食料品価格の上昇が続いた。前回と今回の CPI における食料品の動きを比較すると、前回は CPI 食料の上昇率がゼロを挟んでプラスとマイナスを繰り返しており長期間継続的に上がったわけではないのに対して、今回はプラスが続いている（図表6）。また、CPI 食料品約 180 品目のうち前年比プラスの割合は、前回は概ね4割を下回っていたのに対して、今回は消費税率引き上げの影響を受けない時期でも5割を超えており、食料品購入の際に値上げを目の当たりにする機会が多かったことがわかる。

図表6　消費者物価指数における食料品価格の動き



（資料）総務省「消費者物価指数」

食料品の購入頻度は他よりも圧倒的に高く、支出額のシェアを大きく上回る（次頁図表7）。このため、食料品価格上昇は実際の支出（＝消費者物価指数に反映される分）以上に、消費者の印

象に影響を与える。消費者物価指数の各中分類品目のウェイトを家計の購入頻度に替えて CPI 全体の上昇率を試算すると、前回局面の上昇率の高まりは一時的に留まったのに対して、今回局面では消費税率引き上げの影響がない時期でも上昇率が高い期間が長くなっている(図表8)。

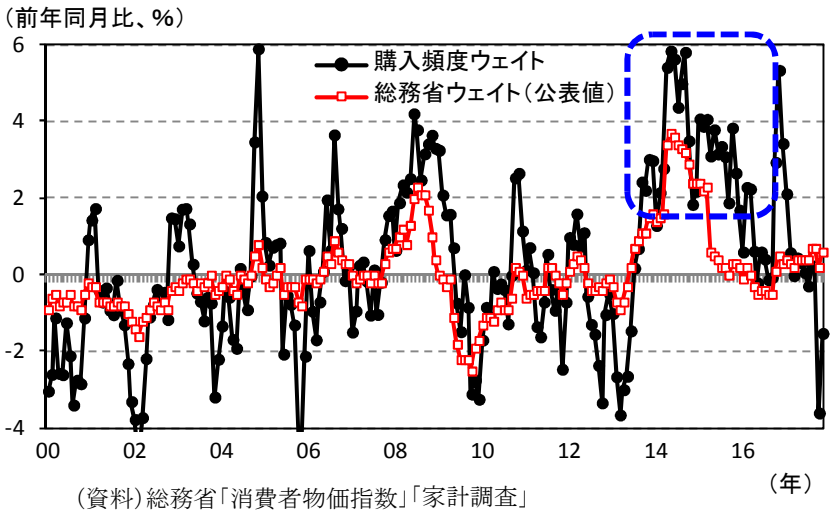
図表7　品目別の支出額と購入頻度シェア

(%)

	支出平均額	購入頻度
食料	28.0	79.9
住居	5.9	0.2
光熱・水道	7.5	1.1
家具・家事用品	3.8	4.4
被服・履物	4.1	1.5
保健医療	4.6	2.4
交通・通信	13.9	2.6
教育	4.0	0.2
教養娯楽	10.5	3.8
その他	17.8	3.9

(資料)総務省「家計調査」

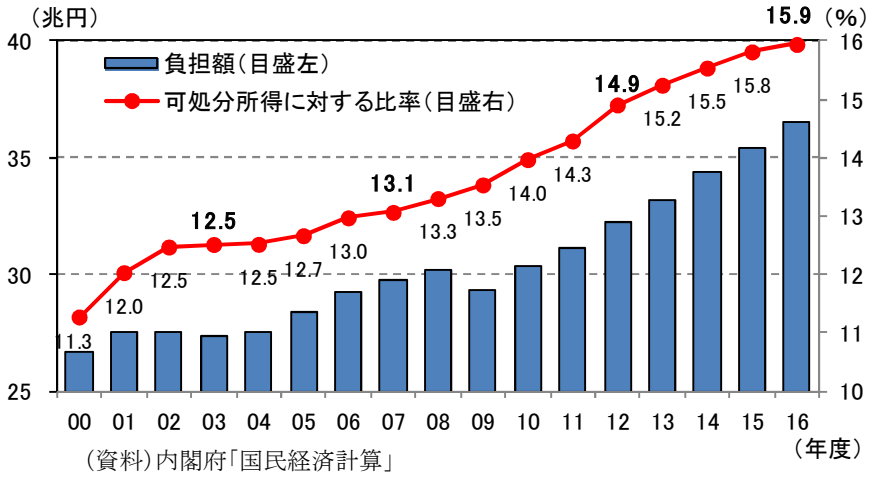
図表8　消費者物価指数上昇率の比較



(資料)総務省「消費者物価指数」「家計調査」

食料品は生活必需品としての性格が強く、その価格上昇は事実上の負担増になりやすい。加えて、可処分所得に占める家計の直接的な社会保障負担の比率は、前回局面では 12.5%から 13.1%まで上昇したのに対して、今回局面では同じ期間で 14.9%から 15.9%まで、その水準の高さだけでなく上昇ペースも速くなっている(図表9)。こうした社会保障負担や、2014 年4月の消費税率引き上げといった別種の負担増加が重なって、家計の消費マインドの足を引っ張ったと考えられる。

図表9　家計の社会保障負担額と可処分所得に対する比率



(資料)内閣府「国民経済計算」

3. 高齢者層の行動変化

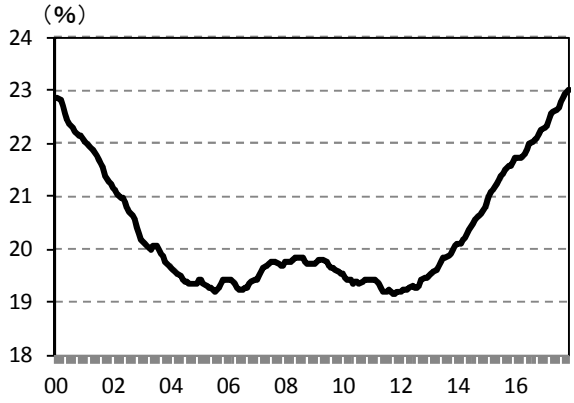
今回局面で消費性向が上がらなかった他の要因として、高齢者層の行動変化が挙げられる。変化のポイントとしては二つあり、一つは高齢者の就業率が上昇していることである。今回局面では、65 歳以上の就業率上昇が続いており、前回局面において 65 歳以上就業率が低下から底ば

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

いの動きになっていたのと対照的な動きである(図表 10)。世帯主が 65 歳以上の世帯の収支を、世帯主の就業有り・無しで比較すると、勤労者世帯では可処分所得が多いために黒字、無職世帯では赤字になっている(図表 11)。このことから、一般的に貯蓄を取り崩して生活することで消費性向を押し上げる高齢者世帯の中で、仕事に就くことによって依然貯蓄を続けるケースが増えていることがわかる。実際に、家計調査においても世帯主が 65 歳以上の世帯のうち、世帯主が勤労者の比率が上昇しており、その消費性向を無職世帯と世帯数の比率で加重平均した値は、足元で低下に転じている(図表 12)。

もう一つの変化は、世帯主 65 歳以上の勤労者世帯でも消費性向が下がっていることである。前回局面では堅調な消費を支える要因として一部高齢者の積極的な消費姿勢が注目され、これらの層を「アクティブ・シニア」と称する向きもあった。確かに、世帯主が 65 歳以上の世帯のうち、世帯主が勤労者である世帯平均消費性向は、前回局面では上昇基調にあった。しかし今回局面では、可処分所得がほぼ横ばいの中で消費支出が減り、消費性向はここ数年低下基調にある(図表 13)。食料品価格上昇や消費税率引き上げを受けて、高齢者世帯でも支出に対する姿勢が慎重になっているものと考えられる。このように、高齢化の進行が消費性向を押し上げる動きが今回局面では弱まっていることが、家計全体の消費性向上昇を抑えたと見られる。

図表 10　65 歳以上の就業率推移



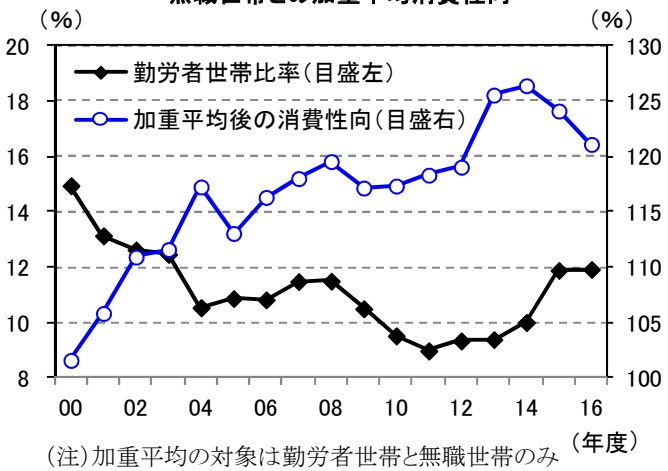
(資料)総務省「労働力調査」

図表 11　世帯主 65 歳以上世帯の収支比較

	勤労者世帯	無職世帯
可処分所得(万円)	33.3	18.3
消費支出(万円)	27.5	23.9
黒字額(万円)	5.9	▲ 5.6
消費性向(%)	82.3	130.7

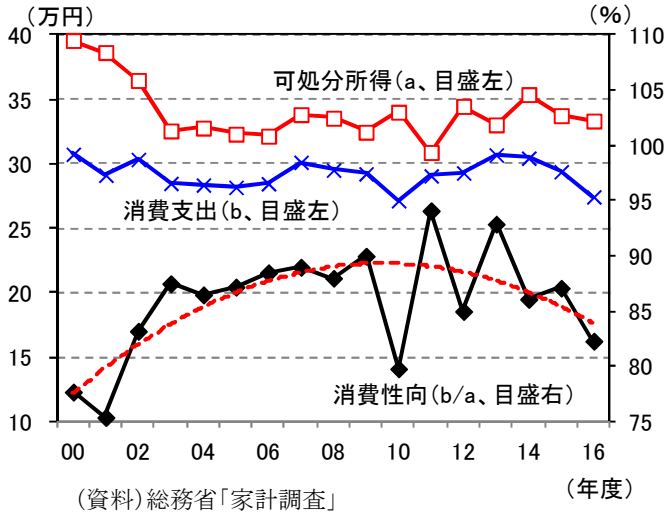
(資料)総務省「家計調査」

図表 12　世帯主 65 歳以上の勤労者世帯比率と無職世帯との加重平均消費性向



(注)加重平均の対象は勤労者世帯と無職世帯のみ
(資料)総務省「家計調査」

図表 13　世帯主 65 歳以上・勤労者世帯の所得・支出・消費性向



(資料)総務省「家計調査」

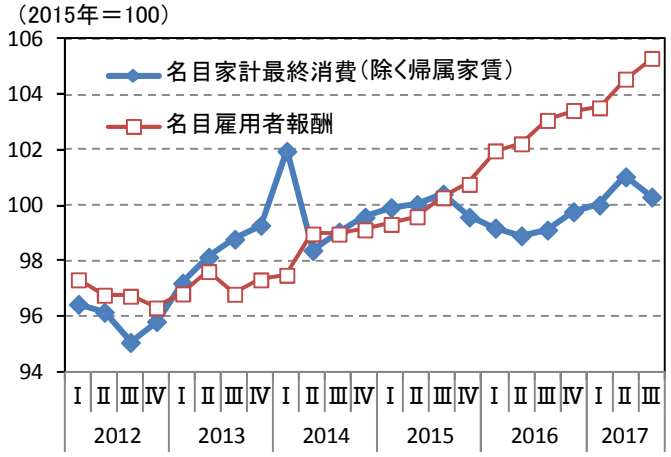
SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

4. 2017 年度以降の家計貯蓄率

2017 年度以降の消費性向に関しては、現時点で利用できるデータは限られるものの、GDP 速報における家計消費と雇用者報酬の比率を見ると、なお目立った上昇を見せていない。雇用者報酬の増加基調が続いているために、名目消費額そのものは名目ベースで減っているわけではないが、所得増加ペースに比してなお慎重な姿勢を変えていないことが示唆される（図表 14、15）。

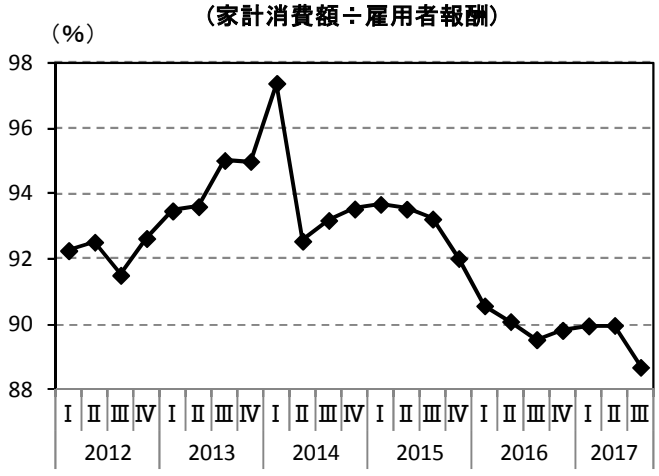
本稿において消費性向に影響を及ぼした食料品価格は、生鮮食品を含めると天候不順等の影響から高止まりしやすい上に、足元で上昇している原油等エネルギー価格の上昇が加わる可能性がある。あわせて社会保障負担の増加が続くことや、2019 年 10 月の消費税率引き上げに次第に近づいていくことなど、家計の姿勢を慎重化させる要因はいくつかある。こうした材料を踏まえると、賃金の急激な増加といった大多数の目に明らかな変化が生じない限り、消費税率引き上げ前の駆込み需要を除いて、消費性向が明確に上昇する可能性は低く、支出に対しては慎重な部分を残す展開が続くだろう。労働需給が逼迫する中で雇用者所得の増加が続くため、消費の増加基調は名目でも実質でも続くと考えるが、そのペースが明らかに速まって日本経済の牽引役になるほどの増加は期待しにくい。

図表 14　GDP 速報の雇用者報酬と家計消費額



（資料）内閣府「国民経済計算速報」

図表 15　GDP 速報ベースの消費性向
（家計消費額÷雇用者報酬）



（資料）内閣府「国民経済計算速報」

（経済調査チーム　花田 普：Hanada_Hiroshi2@smtb.jp）

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

米国長期金利と対米資金フローの関係

＜要旨＞

2017 年を振り返ると、米国・連邦準備制度理事会（FRB）による3回の利上げ、バランス・シートの縮小開始にも関わらず、米国の長期金利の上昇は限定的であった。本稿の考察によれば、この背景に、海外からの資金流入、特に、米国債に対する中国の需要増加があったと考えられる。

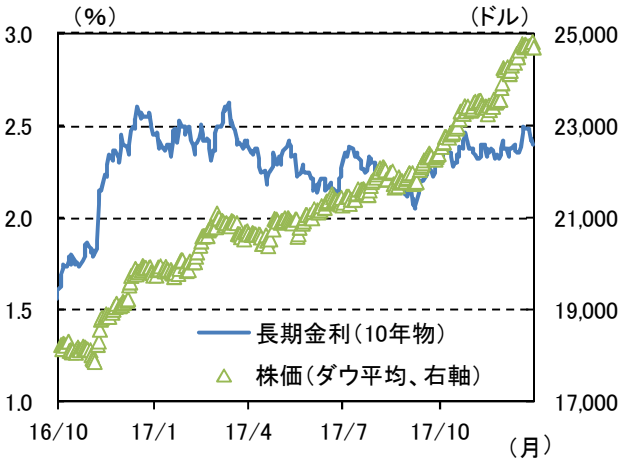
ただし、今後の中国の米国債需要は米中の政治的関係や元レート次第では再び減少する可能性がある他、ユーロ圏でも金融政策が正常化へ向かうとする観測は強まっており、足元でユーロ圏の国債利回り上昇が見られる。こうしたことから、これまで米国債に向かっていた資金が他の地域に振り向けられ、米国の長期金利が上昇しやすくなる可能性は徐々に高まっていると言える。

1. 米国長期金利の推移

2017 年の米国の金融市場を振返ると、株式市場は活況を呈し、史上最高値を更新し続けた。（図表1）。2017 年の米国経済は、非農業部門雇用者数の伸びが月平均 17 万人を超え、失業率は 4.1%まで低下した。また、実質 GDP 成長率を見ても、第1四半期こそ前期比年率 1.7%に留まったものの、第2・3四半期と2四半期連続で同3%を超える成長を見せる等、実体経済は極めて堅調であり、株価の動きもこうした経済状況を反映したものと言える（図表2）。

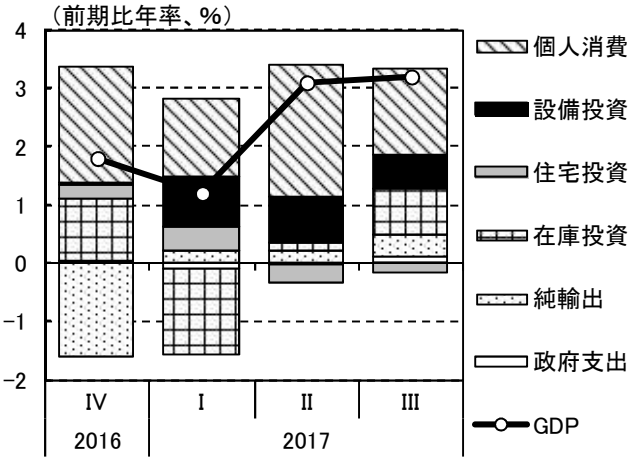
一方で、長期金利については、米国・連邦準備制度理事会が今年最初に利上げを行った3月には一旦 2.6%を超える水準にまで上昇したものの、それ以降は低下基調を辿った。

図表 1　米国の長期金利と株価の推移



（資料）セントルイス連銀

図表2　米国実質 GDP 成長率の推移



（資料）BEA

本稿では、足元で上昇傾向を強めている米国長期金利の先行きを見るにあたって、2017 年初から年後半にかけて米国の長期金利が上昇しなかった背景、特に、米国債を巡る国内外の資金フローを検証する。

2. 米国債の保有状況

(1)主体別保有状況

FRB から公表されている資金循環統計(Financial Accounts of the United States)のデータを用いて、2016 年末時点から 2017 年9月末時点への米国債の主体別保有額の変化を見ると、「家計」や「預金取扱機関」が保有額を減少する中で、「海外投資家」の保有増加額は 3,000 億ドルを超える大幅な伸びを示している(図表3)。

図表3 米国債の主体別保有額

(億ドル)

部門	2016年末	2017年9月末	変化額
海外投資家	60,063	63,231	＋3,168
米国通貨当局	24,636	24,654	＋18
保険・年金	24,351	24,630	＋279
家計	14,095	13,450	▲ 645
一般政府	7,122	6,971	▲ 150
預金取扱機関	6,421	5,987	▲ 434
その他	23,151	23,385	＋234
米国債残高	159,838	162,307	＋2,469

(資料)FRB

それでは、「海外投資家」の中で、具体的にどの国の保有額が増加したのであろうか。次に、この点を確認してみたい。

(2)海外投資国の内訳

図表4は、米国財務省から毎月公表されている国際証券投資統計(TIC データ)を用いて、保有額上位国(地域)について、各国の米国債保有額を示したものである。

図表4 国別の米国債保有額

(億ドル)

国名	2016年末	2017年9月末	変化額
中国	10,584	11,808	＋1,223
日本	10,908	10,960	＋52
アイルランド	2,882	3,106	＋224
ブラジル	2,592	2,728	＋136
ケイマン諸島	2,637	2,676	＋39
スイス	2,300	2,549	＋249
英国	2,172	2,374	＋202
ルクセンブルグ	2,243	2,139	▲ 104
香港	1,914	1,947	＋33
台湾	1,893	1,839	▲ 55
海外投資家	60,063	63,230	＋3,167

(注)2017 年 1 月から 9 月までの平均保有額が最も大きかった上位 10 カ国(地域)が対象。
(資料)米国財務省

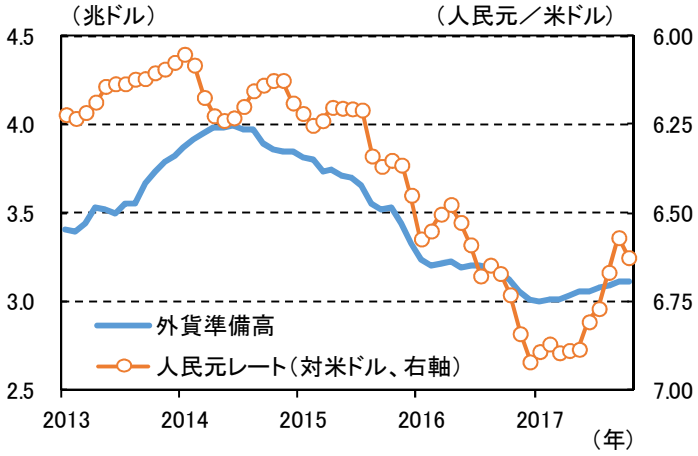
SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

国別の動向を見ると、2016 年 12 月末時点との比較では、日本が約 50 億ドルの増加、アイルランドや英国、スイスがそれぞれ 240 億ドル程度の増加に留まっているのに対し、中国は約 1,200 億ドル以上保有額を増加させており、群を抜いている。これは、「海外投資家」全体の保有増加額（約 3,200 億ドル）の1/3強が説明できる程の額であり、中国の保有増加額が如何に顕著であったかということが分かる。このことは、米国の長期金利の上昇が限定的であった要因の一つとして、中国からの強い需要があったことを示唆するものと言える。

3. 中国外貨準備の動向

中国経済は、2015 年に経済成長率が大きく低下し、中国景気の減速が世界経済の足を引っ張る懸念が高まった他、同年 11 月の上海株式市場での株価暴落が世界的な株安へと波及した。人民元レートも、この間下落基調を辿り、2015 年 8 月には中国人民銀行による大幅な切り下げを経て、2016 年末まで下落が続いた。中国経済の先行きに対する懸念の高まりで人民元に対する売り圧力が強まる中、中国当局は元の下落ペースを抑えるための介入を行った結果として外貨準備高も減少し、一時は残高が3兆ドルを割り込んだ（図表5）。しかし 2017 年に入ってからは、中国景気が安定を取り戻すとともに人民元に対する売り圧力は緩和され、外貨準備高は再び増加に転じている。前掲図表4からも見て取れるように、外貨準備高の増加とともに、米国債の保有額も増加しており、2017 年の米国長期金利の上昇を抑制する要因の一つになったと推測される。

図表5　中国の外貨準備高と人民元レートの推移

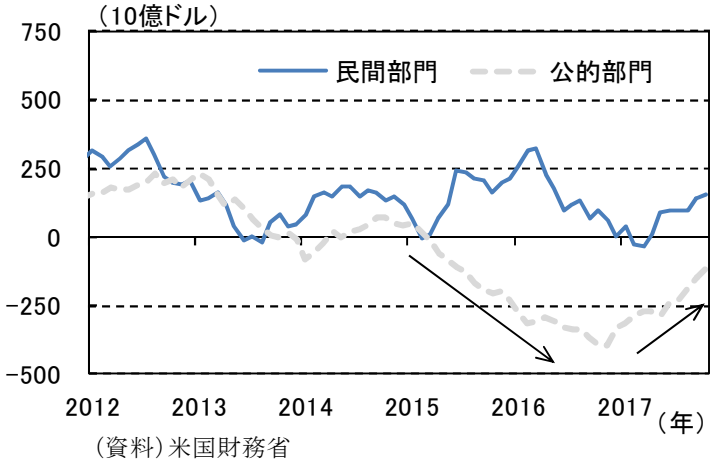


（資料）米国財務省、セントルイス連銀

また、「民間と公的で二極化する対米証券投資」（調査月報 2016年4月号）で指摘されているように、2015 年半ば以降から 2016 年末にかけて見られた、海外の公的部門による売り越し拡大も、2017 年入り後は縮小方向に向かっている。このデータも、中国経済や人民元レートの安定とともに、中国の外貨準備高の増加に併せ、米国債の保有額が増加したとの見方を支持していると考えられる（次頁図表6）。

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

図表6 世界からの米国債への投資額の推移

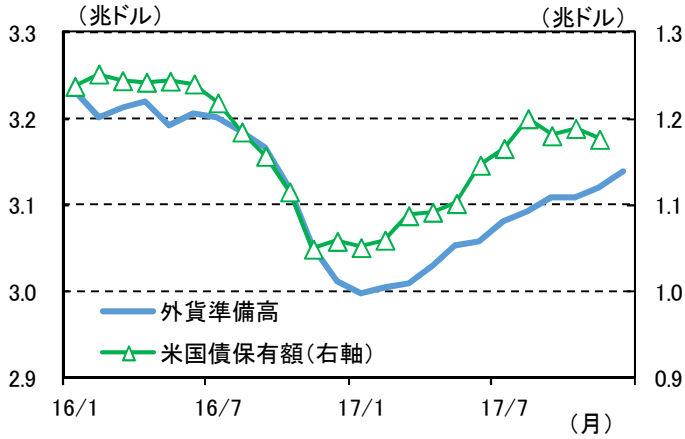


（資料）米国財務省

4. まとめと今後の展望

本稿で考察したように、2017 年初から後半にかけて中国等からの資金が米国債市場に流入して長期金利の上昇が抑制された可能性があり、中国の経常収支の黒字等を背景に外貨準備高が増加すれば、米国債保有額も趨勢として増加すると見ている。但し、ごく足元の計数で確認すると、図表7で見られるように、2017 年初から年央にかけて需要増勢は鈍化しており、今後も貿易摩擦や為替操作国認定の問題を巡ってトランプ政権と中国政府の対立が先鋭化したり、再度元安に転じた場合には、中国政府が米国債購入を手控える、あるいは売却に動き、需給の緩みに繋がる可能性もある。

図表7 中国の外貨準備高と米国債保有額の推移



（注）直近の計数は、外貨準備高が 2017 年 12 月末時点、
米国債保有額は同年 11 月末時点のもの。
（資料） セントルイス連銀、米国財務省

また、米国とともに、欧州でも金融政策の正常化に向かうとの観測が強まっており、こうした点を反映して、ユーロ圏主要国の長期金利も上昇してきている（次頁図表8）。このため、これまで米国へ向かっていた資金の一部がユーロ圏に向かう可能性もある。

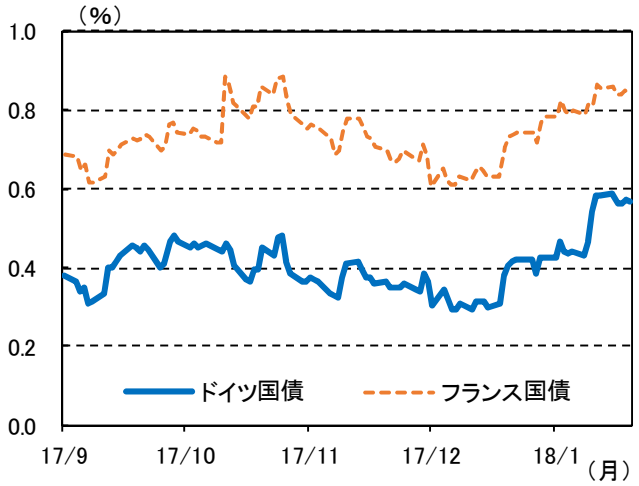
米国は引続き、実体経済の堅調な推移が見込まれる上、トランプ政権による拡張的な財政政策の下、財政赤字の拡大は必至である。実際、昨年末の税制改革案の成立を受け、長期金利は足

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

元で昨年3月の水準を超えるまでに上昇している。その上、FRB によるバランス・シート縮小により、少なく見積もっても、毎年2%程度のペースで米国債全体に対するFRB の保有割合が低下していくことが見込まれている(図表9)。

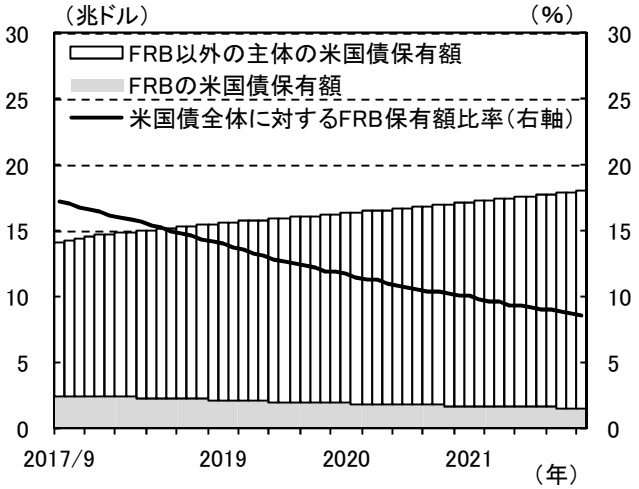
このように、国内外双方の要因から、米国の長期金利には今後より一層上昇圧力が強まると考えられる。米国長期金利の急激な上昇は、資産価格の調整や新興国への資金フローの急激な巻き戻し等を引き起こし、好調な実体経済に水を差す可能性があることから、その動静には引続き注意する必要がある。

図表8 欧州長期金利(10 年物)



(資料) CEIC

図表9 FRB の米国債保有額の見通し



(注)算出対象は、Marketable Treasury securities のみ。
(資料) NY 連銀、議会予算局(CBO)

(経済調査チーム　渡邉　喜芳 ： Watanabe_Kiyoshi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。