

米国長期金利と対米資金フローの関係

<要旨>

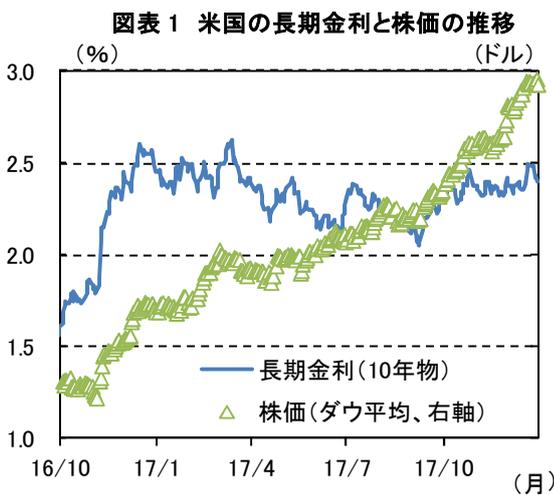
2017年を振り返ると、米国・連邦準備制度理事会(FRB)による3回の利上げ、バランス・シートの縮小開始にも関わらず、米国の長期金利の上昇は限定的であった。本稿の考察によれば、この背景に、海外からの資金流入、特に、米国債に対する中国の需要増加があったと考えられる。

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。

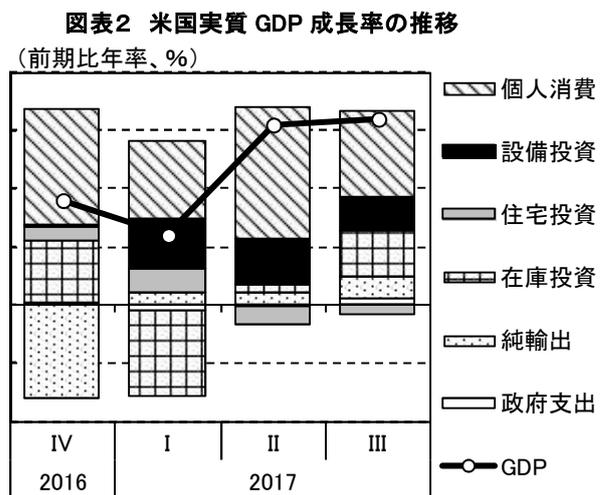
1. 米国長期金利の推移

2017年の米国の金融市場を振り返ると、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。



(資料)セントルイス連銀



(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

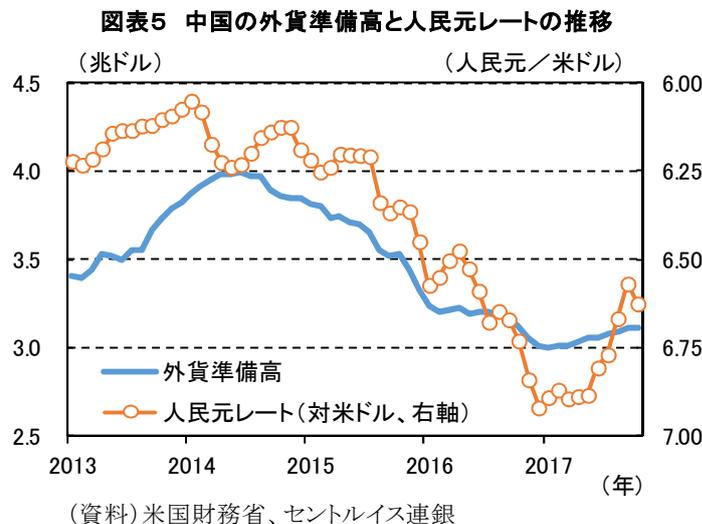
(注) 2017 年 1 月から 9 月までの平均保有額が最も大きかった上位 10 カ国 (地域) が対象。

(資料) 米国財務省

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。

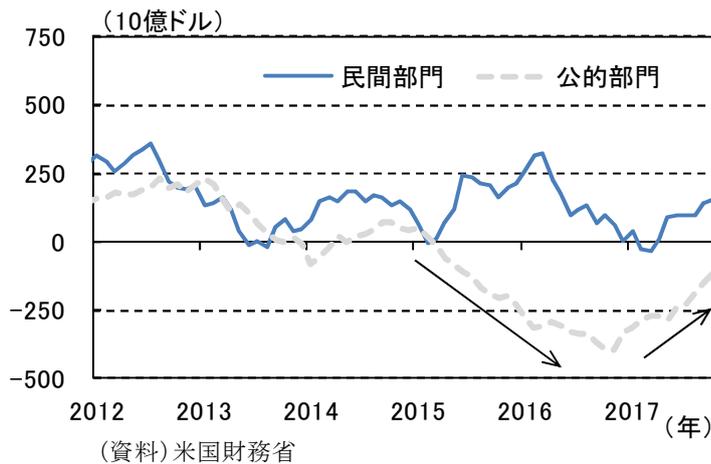
3. 中国外貨準備の動向

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、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。



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)。

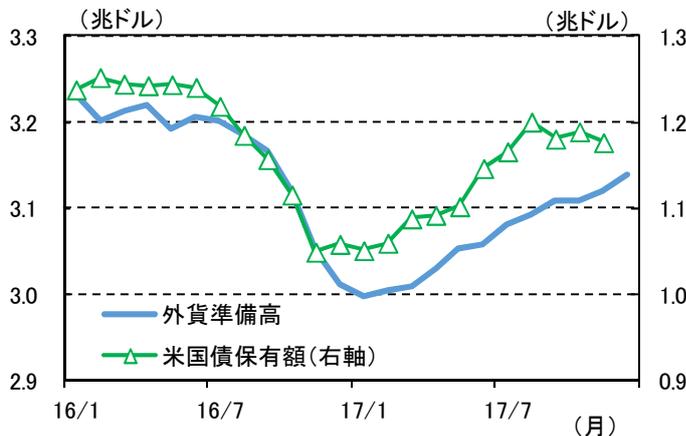
図表6 世界からの米国債への投資額の推移



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



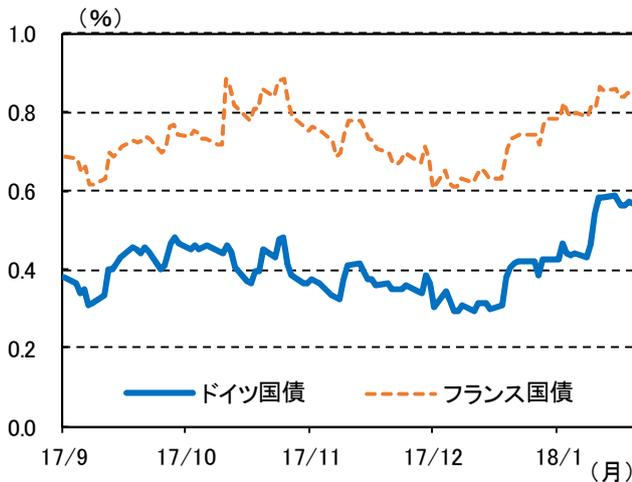
また、米国とともに、欧州でも金融政策の正常化に向かうとの観測が強まっており、こうした点を反映して、ユーロ圏主要国の長期金利も上昇してきている(次頁図表8)。このため、これまで米国へ向かっていた資金の一部がユーロ圏に向かう可能性もある。

米国は引き続き、实体经济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

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)。

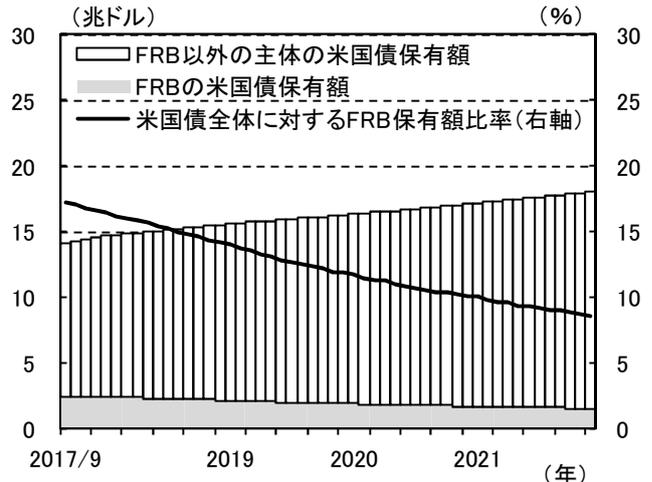
このように、国内外双方の要因から、米国の長期金利には今後より一層上昇圧力が強まると考えられる。米国長期金利の急激な上昇は、資産価格の調整や新興国への資金フローの急激な巻き戻し等を引き起こし、好調な実体経済に水を差す可能性があることから、その動静には引き続き注意する必要がある。

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 渡邊 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。