

超低金利下で誰が米国債を購入しているか

<要旨>

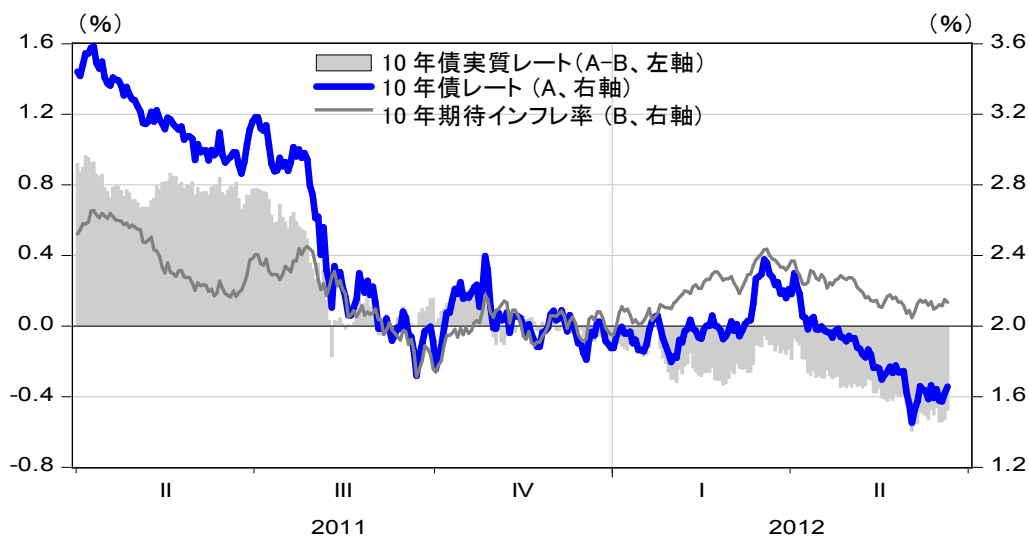
米10年債レートは、欧州不安再燃と米国自身の成長鈍化もあり2%割れの異例に低い水準が続いている。かかる環境下、今年3月までの金利低下局面で米国債を買い増した投資主体は、統計上ヘッジファンドも含まれる家計部門と海外部門であった。ただし、米連邦準備理事会(FRB)が米国債購入に踏み切った量的金融緩和の発動後、こうした部門の米国債の売買規模は安定せず、時期によっては売り越しもみられ変動が大きい。現在は待避先としての需要(いわば現金需要)が大きく異例の低金利が長期化しているだけに、投資環境の変化の際に反動で金利上昇幅が大きくなるリスクには注意したい。

1. 異例に低い米長期金利水準の持続

グローバルにみて相対的に堅調な米国経済実勢を反映し、異例に低い米長期金利が緩やかに上昇していくとの予想とは裏腹に、米10年債レートは一時1.6%を下回るほどに低下し、現在も2%未満の水準に止まっている(図表1)。主因である欧州金融情勢は、ギリシャ再総選挙で緊縮財政派が勝利したことでユーロ圏からの離脱は当面回避され、スペインの銀行への支援が決まるなど、懸念されたイベントは大過なく消化されてきた。しかしこの間、実体経済の悪化はさらに進行し、財政と金融、経済悪化の悪循環は未だ断ち切られていない。これら欧州情勢の悪化に加え、米国経済についても、2%半ばの巡航成長からやや成長の勢いが鈍っていることを示す指標が続いたことが、ここ1ヶ月の米長期金利低下の背景であった。

こうしたなか実施された6月の連邦公開市場委員会(FOMC)でも、2012年の成長見通しが4月の2.4%~2.9%成長予想から1.9%~2.4%へと0.5%ポイント下方修正され、6月末に期限を迎え

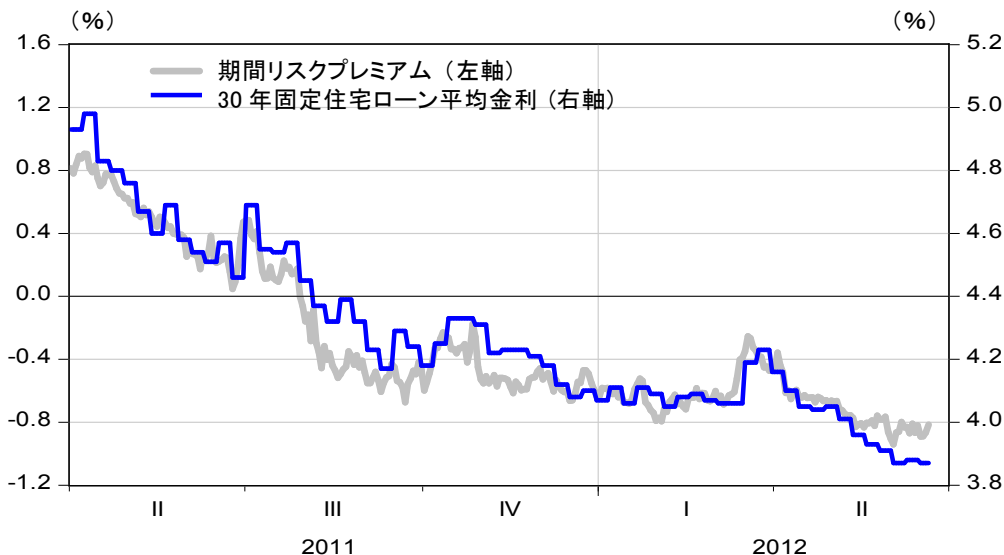
図表1 インフレ調整後でマイナスが続く米長期金利の推移



(資料) Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

る短期債売りと長期債買いによる長期金利低下策(オペレーション・ツイスト)の年末までの延長が決定され、追加緩和措置を取る用意があることも明確にされた。もともと、更なる追加金融緩和策という点では選択肢や期待される効果は多くなく、長期金利の低下余地は少なくなっている。

図表2 期間リスクプレミアムと30年固定住宅ローン平均金利



(資料) Bloomberg, Mortgage Bankers Association より三井住友信託銀行調査部作成

図表2は米10年債の期間リスクプレミアム、すなわち短期債より満期が長く価格変動があり得る長期債の保有リスクに見合って上乗せされる「プレミアム」の理論値を取り出している。図によれば、現在の米10年債レートは、長期保有に伴う期間リスクプレミアムがマイナスであり、投資家は本来受け取るべきプレミアムを支払ってまでも米国債を保有したい状況にある。

言葉を換えれば、市場で直ちに買い手が見つかる流動性と、もしもの際に資金調達の手助けになり得る安全資産としてのメリットが、低すぎる金利水準と将来の価格変動リスクを補って余りあるほどに米国債への需要を生み出している。

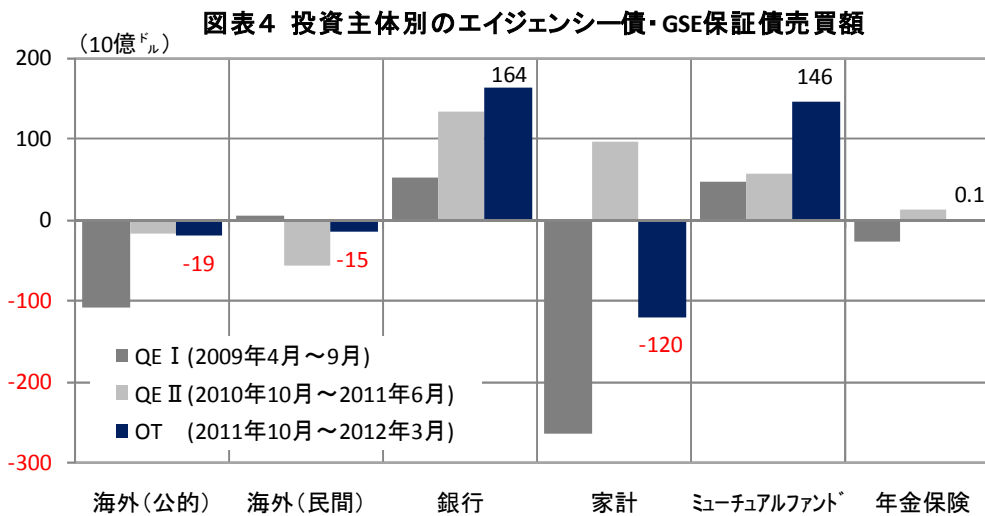
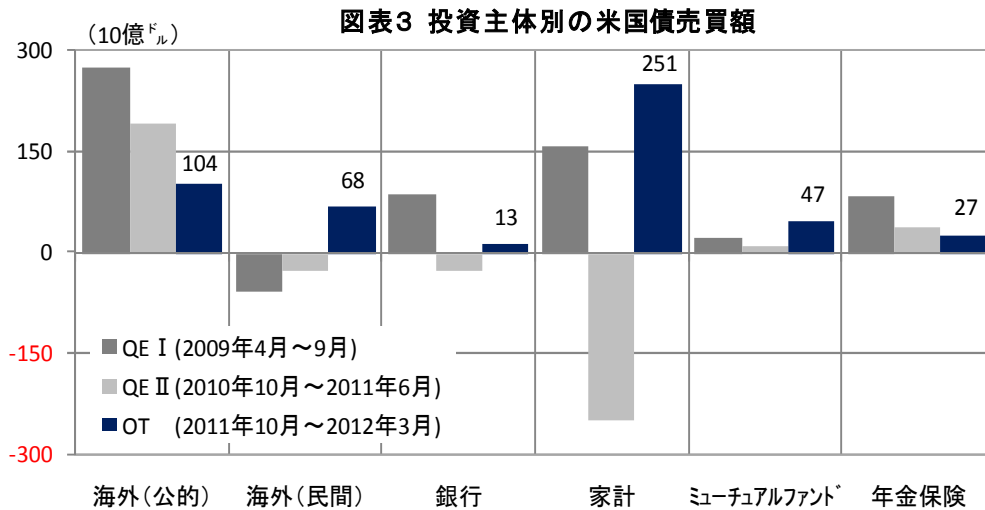
かかる長期債の期間プレミアム圧縮に伴って、30年固定住宅ローン平均金利も最低水準にまで低下している(図表2)。この状況は、まさにFRBが10年超の長期債を購入することで企図した効果そのものであり、図らずも欧州債務不安の再燃によって、「期間プレミアム圧縮で住宅ローン金利を低下させ住宅購入を活性化させる」という目的の半分は達成されているといえるだろう。

2. 超低金利下で誰が米国債を購入しているか

こうした状況のもと一体誰が米国債を買っているのだろうか。とりわけ、インフレ調整後の長期金利がマイナスとなり、期間リスクプレミアムもマイナスに突入した昨年後半から今年3月にかけての資金循環統計によれば、この間米国債を買い増した投資主体は、海外部門と家計部門であった。

次頁図表3は投資主体別に、その米国債売買額を、①2009年の量的緩和(FRBによる米国債購入—QE Iと呼ばれている)、②2010年の量的緩和(同2回目の米国債購入—QE II)、③2011年末の緩和(短期債売り・長期債買い—オペレーション・ツイスト、OT)の3つの時期で比べている。

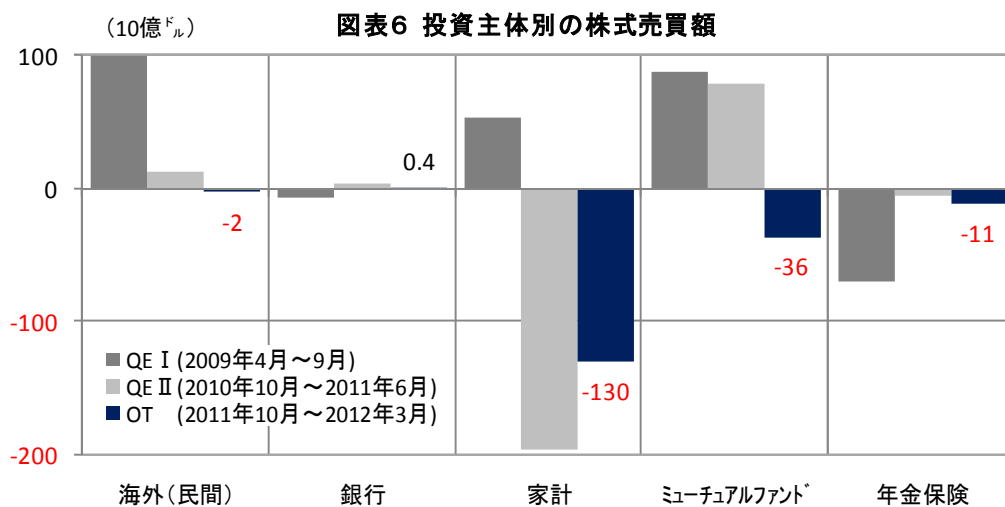
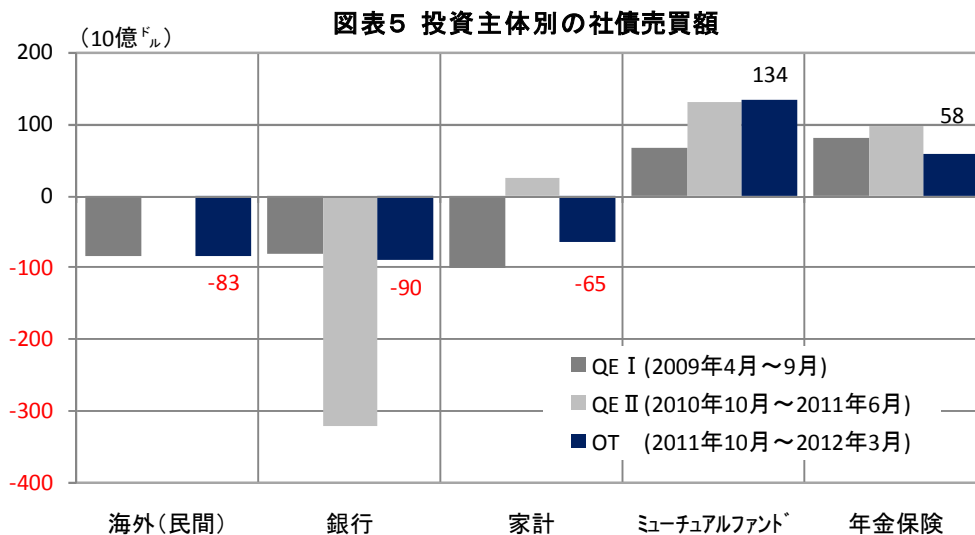
各部門3本ある棒グラフのうち最も右の昨年10月から今年3月までの緩和局面(OT)の売買に着目すると、家計部門の米国債買い越しが突出する。ただし、一昨年の金融緩和局面(QE II)においては、家計部門は米国債を大量に売り越し、その前の量的緩和(QE I)の際には米国債を買い越しなどその変動は極めて大きい(図表3)。一般の家計が単独でこれほど米国債を大規模に購入し振れも大きいはずがないとの見方通り、資金循環統計における家計には統計上区分できないヘッジファンドも含まれているため、彼らの投資行動が大きく反映されている。



(資料) 図表3・4ともFRB「Flow of Funds Accounts」より三井住友信託銀行調査部作成

対して、政府系機関により発行されるエイジェンシー債や、彼らが信用保証する住宅ローン債権をプールした債券が主である GSE 保証債についてはどうか。足元の米国債の買い越しとは全く逆に、家計部門は売り越しに転じている(図表4)。一方、銀行やミューチュアルファンド(複数の投資家が小口資金を提供し協働で運用する投資信託)といった投資主体は、この間の米国債購入はわずかであり、むしろ米国債に次いで高い信用力と流動性を持つこうした債券を買い増す傾向が強いなど、投資スタンスに相違がみられる。

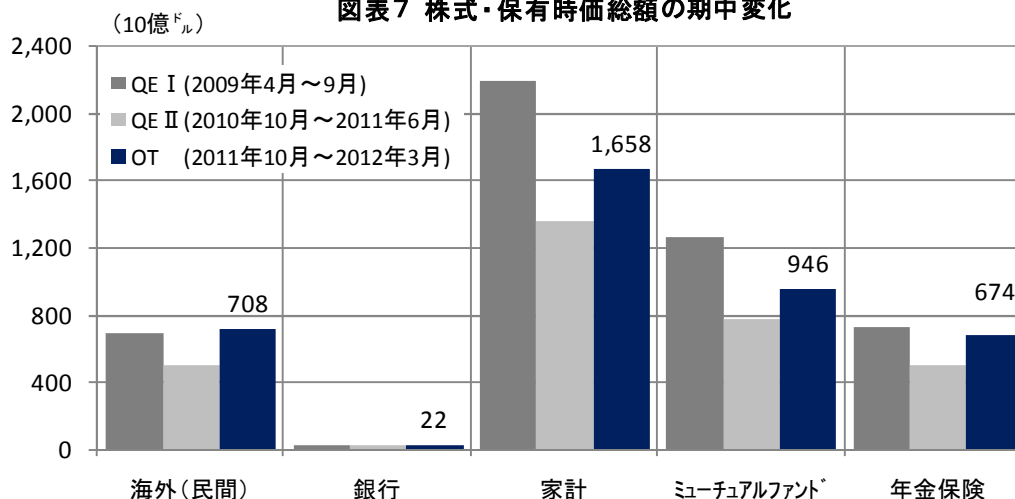
社債や株式などリスク性資産についての投資動向はどうか。同じく3つの局面毎に比較してみると、社債については銀行が一貫して売り越す一方、 뮤チュアルファンドは買い越すというように、リスク許容度に応じた相違がみられる(図表5)。一方、ヘッジファンドを含む家計部門については、株式の大幅な売り越しが続いている(図表6)。



(資料) 図表5・6ともFRB「Flow of Funds Accounts」より三井住友信託銀行調査部作成

なお、こうしたネットでみた売買変動とは別に、株式の保有時価総額の変化に着目すると、変動が激しい売買とはやや異なる姿が浮かび上がる。次頁図表7が示すように、金融緩和による株価上昇のおかげで、ほぼすべての部門でこの間の株式時価総額は増加している。とりわけその規模が大きいのは、家計、 뮤チュアルファンド、年金保険といった投資主体である。このことは、金融緩和による更なる金利低下余地は限られるものの、資産価格の上昇を通じたバランスシート改善にプラスに働く余地と、これに伴うリスク資産への投資行動の誘発(ポートフォリオ・リバランス効果)へのルートが残っていることを示している。

図表7 株式・保有時価総額の期中変化



(資料) FRB 「Flow of Funds Accounts」より三井住友信託銀行調査部作成

3. まとめと含意

見てきたように、米10年債レートは、インフレ調整後の数字で見ても期間リスクプレミアムの推移でもみても異例なほど低い水準にまで低下している。このため、今後追加金融緩和が発動されても、更なる低下は望みにくい。こうした低金利環境下、とりわけインフレ調整後の水準でマイナス金利に突入した昨年後半から今年3月までの金利低下局面において、米国債を買い増した部門は、統計上ヘッジファンドも含まれる家計部門と海外部門であった。

ただし、FRBが米国債購入に踏み切った2009年の量的緩和政策発動後、こうした部門の米国債の売買規模は安定せず、時期によっては売り越しもみられ変動も大きい。一方、銀行部門はこの間、米国債をあまり買い増さず、むしろ国債に次いで高い信用力と流動性を誇るエイジェンシー債やGSE保証債を買い越すトレンドが続くなど、部門によって投資スタンスは一様ではない。

こうしたなかで、国内各部門の資産保有額の変化という点で一貫して共通しているのは、度重なる金融緩和のおかげで株価が上昇し、各部門の株式時価総額が大幅に増えている点であった。このことは、追加金融緩和自体に更なる長期金利の低下効果は限界ある一方で、資産価格上昇を通じた国内各部門のバランスシートを改善させる余地と、これに伴うリスク資産への投資行動の誘発（ポートフォリオ・リバランス効果）が残っていることを示している。

欧州経済金融不安の再燃や米国自身の成長ピッチ鈍化など不確実性が高まる中、米国債に退避先としての需要が集まって金利は低下してきたが、FRBの金融政策の効果発現や欧州情勢の一時的な改善などでこの流れが反転した場合には、異例の低金利が長期化しているだけに、反動としての金利上昇幅が大きくなるリスクに注意したい。

(経済調査チーム 木村 俊夫 : Kimuta_Toshio@smtb.jp)

※本資料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。