

トランプ政権下で変わる「米国債」保有構造

みずほ総合研究所 市場調査部 主任エコノミスト

坂中弥生

米金利が上昇局面に入るなか、海外部門の米国債保有残高が減少している。その背景には、海外公的機関による自国通貨安の進行を和らげるための「為替介入」があるようだ。しかしながら、信用力が高く、金利も高い米国債は、低金利下の有力な運用先として、日本を中心に引き続き底堅い需要を維持するだろう。

海外部門の「米国債離れ」が進むなか、日中の保有残高は逆転

米国債市場は、トランプ氏の大統領当選以来、様相が一変している。2016年7月初めに過去最低の1.3%台まで低下した10年国債利回りが、足元では2%台半ばまで上昇している。トランプ大統領が掲げる減税やインフラ投資などの財政政策による米国経済押し上げへの「期待」が、期待実質成長率や期待物価上昇率を引き上げ、金利上昇につながっている。

金利上昇局面を迎え、米国債の約半分を保有する海外部門の投資動向にも変化が生じている。2016年半ば以降、海外部門の保有残高は減少に転じ、海外保有比率はこの1年で47%から43%にまで低下。海外部門の保有残高を公的機関と民間に分けてみると、民間は増加傾向が続く一方、公的機関が2015年8月以降減少している（次ページ図1）。

こうした海外部門の「米国債離れ」のなかで、日本のメディアが大きく取り上げたのは、日本と中国の保有残高の逆転であった。米国債の保有国データは、第三国の口座を通じて購入した場合、購入者の国籍に関係なく、口座所在地が保有国として記録される。このため、米国債保有の上位国にはケイマン諸島のほかスイス、ルクセンブルク、英国などの金融業が強い国が並び、必ずしもその国の人々の需要だけを反映したものではない点には注意が必要であるが、海外の需要動向を大まかに知ることはできる（注）。こうした限界を考慮しつつ、日中の保有残高の1年間の変化（2015年12月末と2016年12月末を比較）をみると、日本は316億ドルの減少（前年比▲2.8%）だったが、中国は1,877億ドルと過去最大の減少（同▲15.1%）を記録した。日中ともに残高を減らしたものの、中国の減少幅が大きかったことから、2016年10月には日中の残高が逆転し、日本が海外部門で1位となった（次ページ図2）。日本が、年末時点の残高で1位となるのは、リーマン・ショック前の2007年以来、実に9年ぶりである。

日中の米国債保有残高が減少しているとはいえ、2016年12月末時点で日本が1兆908億ドル（米国債

残高の7.8%)、中国が1兆584億ドル(同7.6%)保有し、海外部門のおよそ4割を占めることから、米国債市場での主要なプレーヤーであることには変わらない。日中の米国債需要次第では今後の米金利に大きな影響を与えかねず、その動向が注目される。

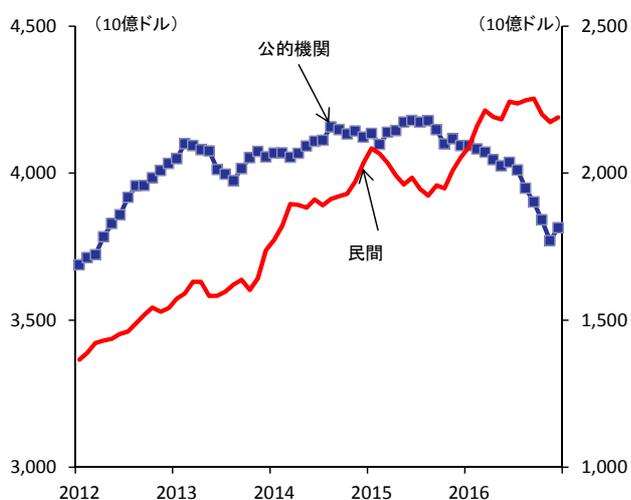
中国は「為替介入の原資」として売却を加速

2016年に急激に中国の保有残高が減少した背景には、ドル高・人民元安進行を和らげるための「為替介入」があった。中国の外貨準備高をみると、対ドルで人民元安が急速に進行した2015年半ばから減少が続いている(次ページ図3)。中国の外貨準備高と米国債保有残高の間に正の相関関係が観察されることから、対ドルでの人民元減価ペースを和らげるために、米国債を売却し、そのドルを用いて為替介入を行ったと推察される。2017年1月には、中国国家外貨管理局が、2016年の外貨準備減少の主因は、人民元相場を安定させることにあったと述べている。

加えて、中国が外貨準備の運用先を多様化している可能性も指摘されている。例えば、日本国債に対する海外からの投資動向をみると、中国からの投資が増加している。ドルに比べて円の調達コストは低いため、米国債売却で得たドルの余資を用いて円を割安に調達し、日本国債での運用を増やしていると考えられる。

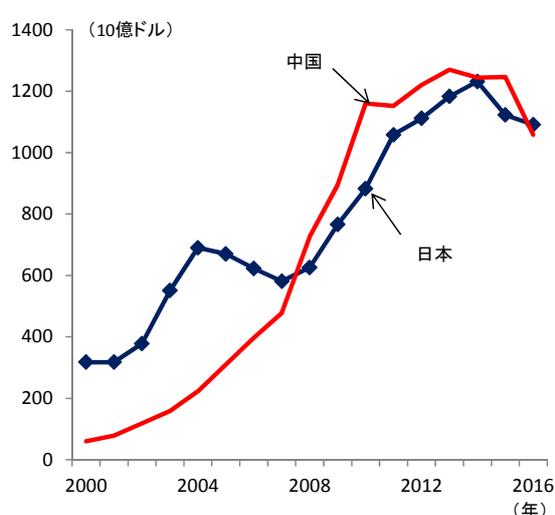
先行きを展望すると、中国の保有残高が大幅に増加することは考えづらい。中国では、元安が企業の海外投資などの資本流出につながっており、ドル高・元安の継続は国内経済を冷やし、資本市場を不安定化させる恐れがある。このため、引き続き米国債売却を通じた為替介入を行っていくことが想定される。ただし、市場での売却が容易な米国債は、為替介入の余力を示すともいえ、減らしすぎると逆に自国通貨に対する売り圧力が高まるというジレンマに直面する可能性がある。中国は、難しいカジ取りを求められることになるが、資本規制など他の手段も用いながら為替政策を行うとみられ、保有残高を減らすとしても、そのペースは緩やかなものとなるだろう。

図1 海外部門(主体別)の米国債保有残高



資料：米国財務省より、みずほ総合研究所作成

図2 日本と中国の米国債保有残高



資料：米国財務省より、みずほ総合研究所作成

世界的な低金利下に対応し、日本の米国債投資は増加傾向

翻って日本は、マイナス金利政策が当面続くことから、中国とは対応が異なるだろう。日本国債を主な運用対象としてきた金融機関や生命保険会社などが、資産運用先を、信用力が高く、相対的に金利が高い米国債へシフトする動きが出ており、米国債に対する需要は引き続き根強いと考えられる。

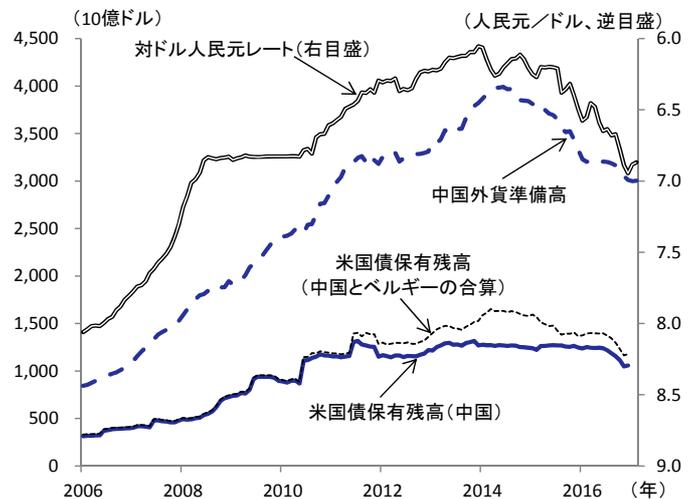
ただし、この動きが継続するどうかは、今後の米国の金融政策次第である。FOMC（米連邦公開市場委員会）参加者の政策金利見通しは、今回の利上げペースが、過去の利上げ局面と比べ緩やかになることを示唆しており、みずほ総合研究所では、14・15日のFOMCを含め、2017年中に3回の利上げを予想している。仮に、今後FOMC参加者の政策金利見通しなどから、先行きの積極的な利上げが示唆されれば、国債利回りに上昇圧力がかかる。金利が上昇すれば、国債価格が低下するため、取得時よりも市場価格が低くなれば、含み損が発生する。これまでの低金利局面で調達した米国債の含み損は、企業決算に悪影響を与える懸念があるため、利上げペースの加速を背景とした米金利の急上昇が起これば、米国債の購入を控える動きが出る可能性はある。

実際、財務省が公表する対外・対内証券投資の推移によれば、急激な金利上昇が進んだ2016年11月以降、銀行部門を中心に、米国のソブリン債（中長期）投資が3カ月連続で処分超となっており、金利の大幅な変動に対する警戒感の高まりがうかがえる。米国経済が堅調に拡大するなかでの緩やかな金利上昇であれば、このような米国債の投資控えは起こりづらいとみており、日本の米国債投資は今後増加していくと考えられる。

以上を踏まえると、米国債をめぐる日中の投資動向は、逆の動きになることが想定され、日本が米国最大の債権者の立場を維持する可能性がある。

これまでみてきた米国債をめぐる変化は、トランプ政権に対する「期待」を起点としており、その「期待」が変われば、状況は一変する。今後夏場にかけて、議会での審議を経て、トランプ政権の財政政策などの具体策がみえてくる。トランプ政権の動向はFRB（連邦準備制度理事会）の金融政策にも大きな影響を与える。2017年前半は、市場参加者もFRBも、トランプ政権の政策とその効果を吟味し、米国債市場の行方を見極めることになりそうだ。（了）

図3 中国の外貨準備残高・米国債保有残高と対ドル人民元レート



資料：米国財務省、中国人民銀行、Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

注：中国は、ベルギーにある国際決済機関「ユーロクリア」の口座を通じて米国債取引を行っていると言われており、中国の外貨準備が急増した2014年にかけて、中国自体の米国債保有残高はそれほど増えていないが、ベルギーの保有残高が急増した（図3参照）。

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。