

国債発行増により米長期金利は上昇に向かうのか

－ 懸念される中国マネーの動向

日本リサーチ総合研究所 調査研究部

主任研究員 藤原 裕之 03-5216-7314

hiroyuki.fujiwara@research-soken.or.jp

米国の長期金利は大規模な金融・経済対策による国債発行の増加が懸念され、今年に入ってじわじわと上昇圧力が強まっている。米国債の保有主体の中心は海外部門であるが、保有シェア首位となった中国が今後も米国債の安定的な買い手となるかどうかは外貨準備の積み上げペース等からやや疑問が持たれる。

今後も米長期金利は需給要因等から不安定な展開が予想されるが、民間資金需要が大幅に落ち込んでいること、世界的にデフレ懸念が台頭していること等を勘案すると、長期金利が大幅に上昇に転じるリスクは今のところ低いと考えられる。

国債発行増による需給悪化が懸念される米国債市場

今月 14 日閉幕した 7 カ国 (G7) 財務相・中央銀行総裁会議では、経済成長と雇用を維持するため「各国が財政政策を前倒しし、迅速に実施する」との方針が盛り込まれた。これによって景気悪化に対する歯止めが期待される一方、国債増発によって長期金利に上昇圧力がかかるのではとの声が出ている。

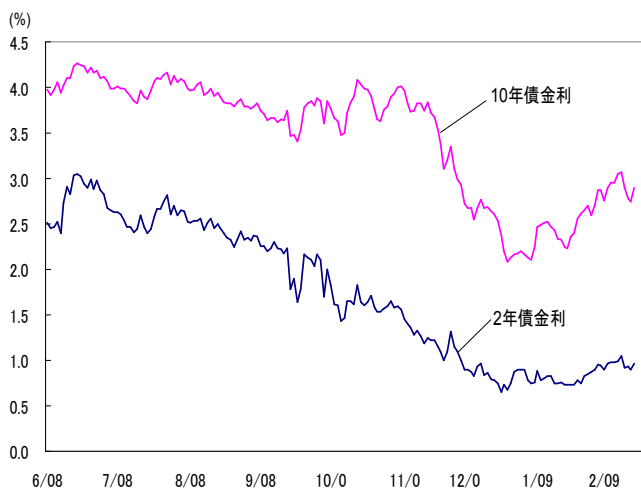
米国の長期金利は、世界的な金融緩和とデフレ懸念等を受け、昨年 11 月以降大幅な低下をみせてきた。その後、大規模な経済対策による財政負担の増大が懸念され、今年に入って長期金利はじわじわ上昇圧力が強まっている (図表 1)。

長短スプレッドをみると、金融緩和局面でみられるスプレッドの拡大は過去上限に近い水準になっている (図表 2)。この先、長短スプレッドが更に拡大する場合、短期金利は金融緩和維持によって低下傾向が続くため、長期金利に財政プレミアムが付くことを意味する。その可能性はどれだけあるのか、以下に考察を行う。

戦後最大となる米財政赤字

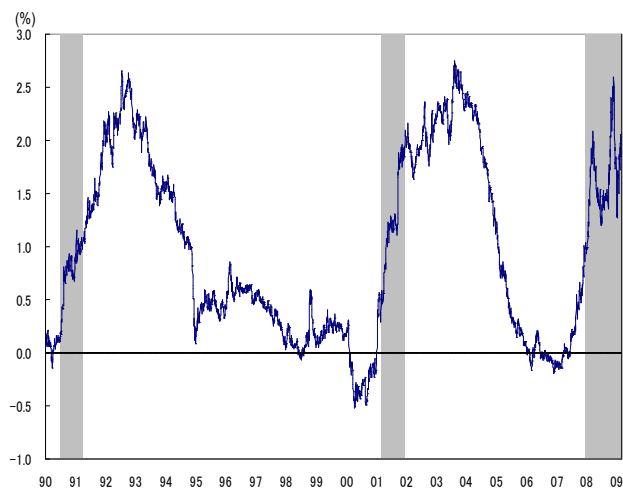
オバマ政権の大型景気対策法案は、下院可決ベースで総額 8190 億ドル (約 73 兆円) となり、年間連邦予算の 4 分の 1 に相当する規模に達する見込みとなって

図表 1 米国の長短金利の推移



(出所) FRB

図表 2 長短スプレッド (10年-2年) の推移



(出所) FRB

国債発行増に対する懸念

いる。米議会予算局（CBO）が1月に発表した予測では、米国の2009会計年度（08年10月～09年9月）の財政赤字は約1.2兆ドルとなる。さらに今回の対策を加えると財政赤字は2兆ドルに迫り、対GDP比では10%を超え、戦後最大の赤字規模となる（図表3）。

国債の発行増はすでに始まっている。金融安定化策の実施等に伴い、昨年7-9月期頃から四半期ベースで5000億ドル規模の発行増となっている（参考図1）。09年1-3月期の国債発行による市場からの調達額は4930億ドルの見通しとなり、1-3月期としては過去最高、昨年10月からの09会計年度の国債発行は半期で1兆ドルを超える。

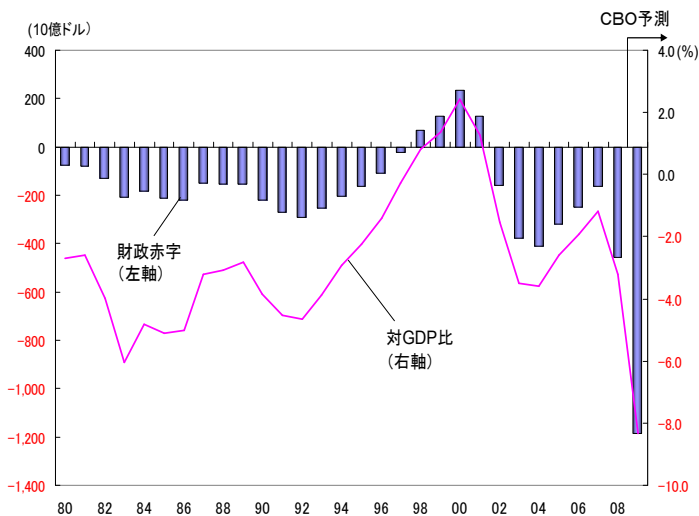
海外依存度の高い米国債市場

米国債の保有主体の中心は海外部門であり、同部門の米国債保有比率は50%となっている（図表4）。日本の国債保有主体が国内（特に金融機関）に集中しているのと対照的である。もともと米国債は他の金融商品と比べても流動性が高い上、保有主体の中心が海外部門ということもあり、需給面の悪化に左右されやすい構造といえる。海外投資家に対する米国債の依存度の高さとはいち、米経常赤字のファイナンスというグローバル・インバランスの問題とも直結する。

懸念される中国マネーの動向

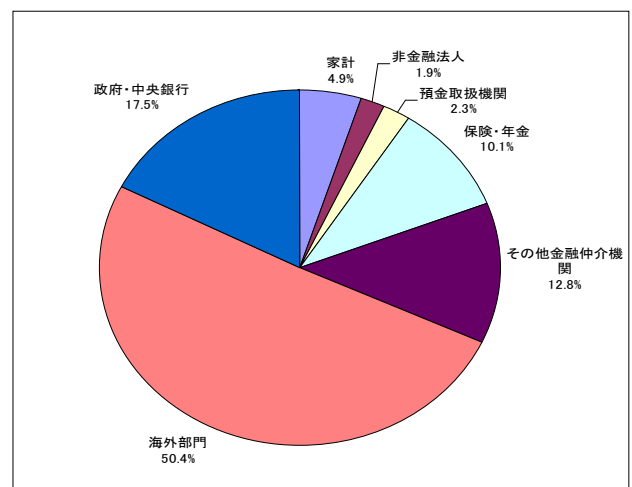
米国債に対する海外マネーの中でとりわけ重要な存在が中国であるのは間違いない。各国別に米国債の保有状況を見ると、日本の米国債保有が04年をピークに頭打ちとなっているのに対し、中国は外貨準備の運用先として米国債を積み増し、昨年9月に日本の保有残高を上回った（参考図2）。そうした中、「外貨準備で保有する米国債の残高を減らすべき」との米国債売却論が最近になって再び中国国内中心に目立つようになってきている。現状、中国経済は輸入が輸出以上に大きく落ち込んでいるため、貿易収支の黒字幅は維持されているものの、対中直接投資を含む海外マネーが中国から資金を引き上げる動きもみられ、これまでのようなペースで外貨準備を積み上げることができない可能性もある。外貨準備の減少は米国

図表3 米財政赤字の推移



(出所) CBO

図表4 米国債保有主体の内訳（08年7-9月）



(出所) FRB

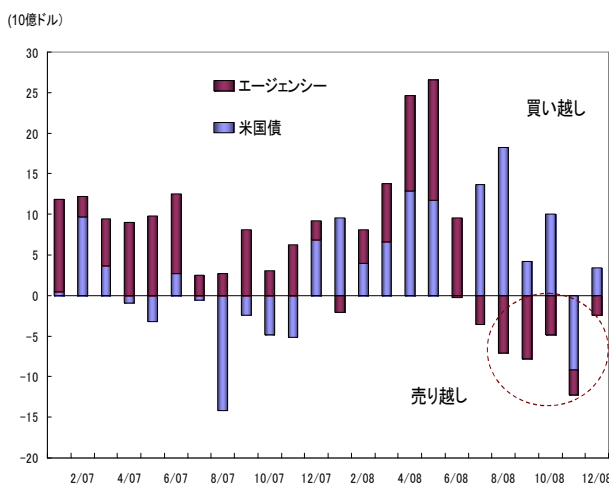
米長期金利の行方
 不安定ながらも金利が上昇に転じるリスクは低い

債の買い余力の低下を意味するため、上記のややジャーナリスティックな論調を抜きにしても、米国債にとって不安材料になることは間違いない。実際、中国はすでにエージェンシー債（政府機関債）を昨年7月以降売り越している上、11月には米国債も売り越しに転じている（図表5）。

金融不安→实体经济悪化→金融不安という負のスパイラルが懸念される中、国際マネーフローの回復は当面望めそうにない。内需の急激な落ち込みから今後、米経常赤字は縮小に向かうと考えられるが、ファイナンスの構図は引き続き資金回収によって補わざるを得ないだろう¹。

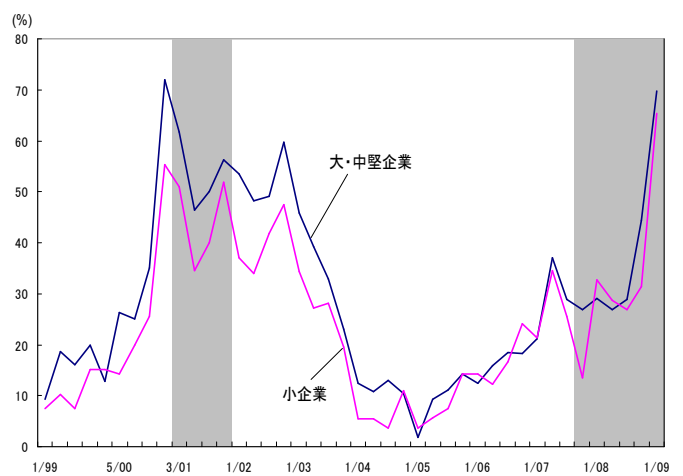
このように、巨額の財政赤字による国債発行増と中国を中心とした海外マネーの動向に不安材料を抱える中、米国債市場は当面、需給要因懸念から不安定な展開が予想される。そうした中で今後、米長期金利が上昇に転じる可能性はあるのだろうか。筆者は、米長期金利はしばらく不安定な局面が続くものの、以下の理由から上昇に転じる可能性は低いと考えている。1つは、世界的に民間資金需要が低迷している点にある。需給要因を海外と国内に分けると、海外は上述のような供給サイドに不安材料はあるものの資金需要そのものは世界的に弱い状況にある。米国内に関して家計部門は厳しいバランスシート調整下にあり、借入需要は極めて弱い。また、民間企業もITバブル崩壊後ほどの過剰債務はないものの、資金需要は極めて弱い状態にある。FRBによる銀行融資担当者への聞き取り調査では、1月は企業の資金需要が弱いとみる割合が大・中堅企業で同時テロ直後（01年10月）に次ぐ水準、小企業では調査開始以来最も弱い水準となっている（図表6）。こうした状況で財政支出を増加しても民間資金がクラウドアウトされて金利が上昇するリスクは低いだろう。2つめは、インフレ懸念の後退にある。原油や商品市況の急落を背景に、現状はむしろデフレ懸念が台頭している状況にある。

図表5 米国債に対する中国のマネーフロー



(出所) 米財務省

図表6 企業の資金需要を「弱い」とみる米銀の割合

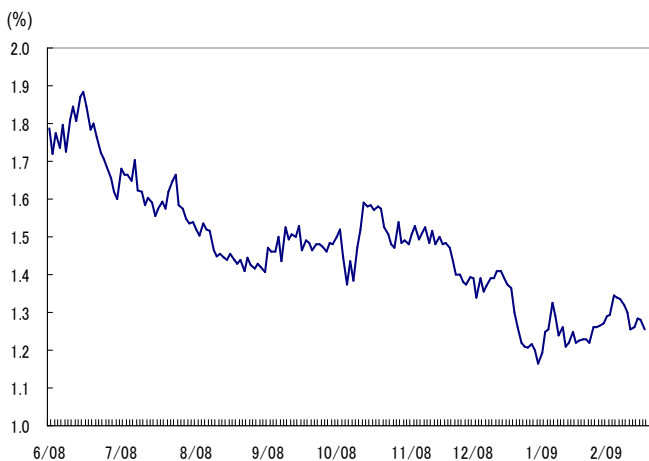


(出所) FRB

¹ 「金融経済レポート」No1 参照

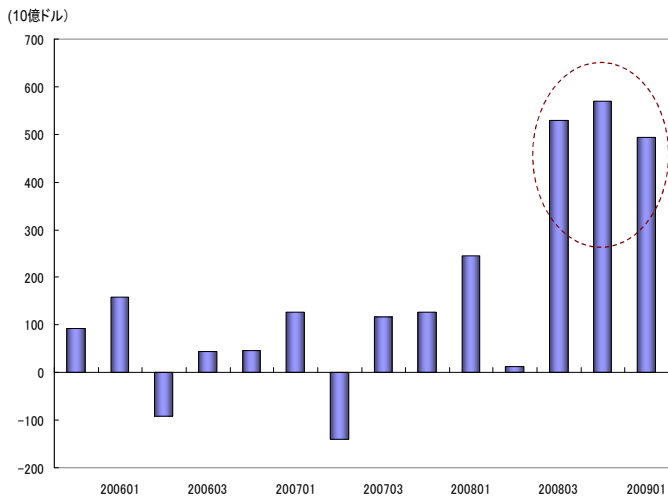
<p>日本の長期金利をどう考えるか 一需給悪化要因を上回る景気悪化要因</p>	<p>3つめは、かつてない不確実性が实体经济や金融市场を覆っている中、現金の次に流動性の高い金融商品と考えられる米国債に対する選好は今後も続くと思われる点にある。そうした意味で、米国債の流動性の高さは、前述のようにネガティブな局面では「売りやすさ」となるが、流動性危機のような局面では「買いやすさ」となり、両方の側面があることに留意する必要があるだろう。</p> <p>日本でも国債増発による長期金利の上昇というシナリオが意識され始めている。10年物国債の利回りは、足元では再び1.3%台に乗る場面もみられ（図表7）、マーケットが国債増発による需給悪化を懸念している姿がみとれる。もっとも、日本の場合、債務残高は突出して高いとはいえ、日本国債の海外保有比率は低く、先の米国のような海外マネーに依存するリスクは小さい。また、先日発表された10-12月期の実質GDPが年率で二桁のマイナス（-12.7%）となるなど、实体经济の悪化は予想以上に厳しく、民間資金需要はしばらく低迷状態が続くと考えられる。こうした現状を踏まえると、日本の長期金利は需給悪化要因よりも景気悪化要因のほうが強く、金利が大幅に上昇するリスクは低いと思われる。</p>
--	---

図表7 新発10年物国債の利回り



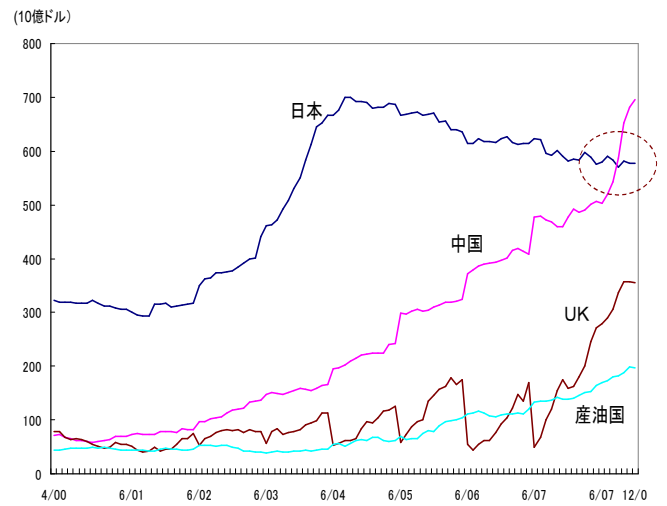
(出所) Bloomberg

(参考図 1) 米国債の発行額の推移



(出所) 米財務省

(参考図 2) 米国債の各国別保有金額の推移



(出所) 米財務省