

今月の焦点

海外経済金融

米国政府の資金調達現状と課題

渡部 喜智

米国債利回り上昇の悪影響懸念

米財務省証券（以下、米国債）10年物利回りが、6月10日一時4%を越す水準まで上昇した。FRB（連邦準備制度）が昨年12月に一挙に0~0.25%という異例の水準へ政策金利を引き下げた直後の08年12月下旬に、米国債10年物利回りはリスク回避の投資志向の強まりもあり2%割れ寸前まで低下。その後、反転・上昇をたどったが、景気回復を上回るペースでの同利回りの上昇によって、影響波及が懸念される事態となった。

すなわち、他の長期金利のベースとなる米国債利回りが上昇すれば、住宅ローンや社債等の金利も上がり、家計や企業の前向きな動きを損ないかねないという懸念だ。また、米国債利回りの上昇局面では日本の国債相場の連鎖売りが意識される場面も増えている。

米財政赤字の急増と中期的継続

08年財政年度（07年10月~08年9月）に0.46兆ドル（100円換算で46兆円、以下同じ）の史上最大額に拡大した米国の財政赤字は、税収（不況+減税）の落ち込みと金融危機対応や不況対策の財政支出拡大が重なり、09年度は1.84兆ドル（184兆円）へ著増の見通し。これは、GDPの12.9%に当たる大きさだ。

このため、米国債の市場での資金調達（注）-これを「市場性国債」という-は、昨年後半から大きく増加した。08年10月~09年3月までの6カ月間で同残高は5.24兆ドルから6.27兆ドルへ1.03兆ドル（103兆円）増加したが、4~6月期も当初予定を上回り0.5兆ドル

（50兆円）超が市場で調達される予定だ。

（注）政府内の社会保障基金等によって基本的に政府債務の約半分が引き受けられ市場に出回らないことになっており、「非市場性国債」という。このほか、昨年9月からFRBの金融危機対応を支援するため、米財務省が通常発行とは別枠の補完的プログラムで短期国債が大量発行されている結果、市場性国債の残高が大きく上回っている。

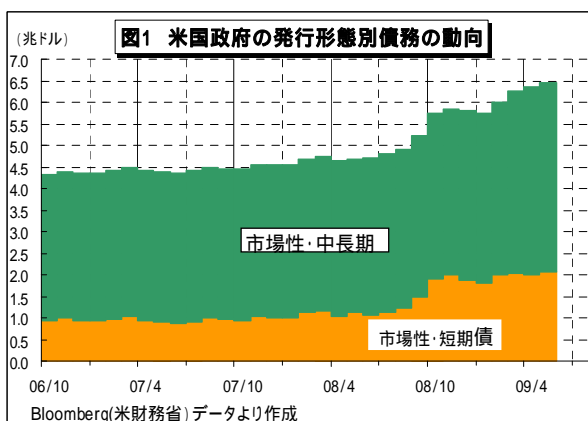
さらに財政赤字は、10年度も1.26兆ドル（126兆円）、11年度も0.93兆ドル（93兆円）と高止まりが見込まれており、米国債市場には供給過剰感が生じやすい状態が続く。

存在感を増すBRICsの米国債購入

米国債の市場調達の増加のなかで、海外投資家勢は主要な買い手となってきた。

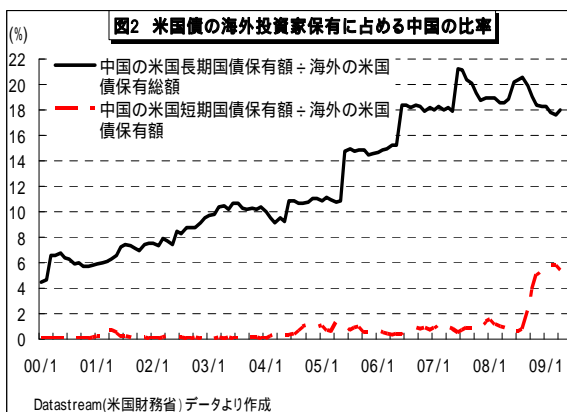
海外投資家の保有する米国債が市場性国債残高に占める割合（以下、保有比率）は、ブッシュ政権へ代わり財政収支の悪化が始まった2001年には35%を割っていたのが、07年以降は5割程度を占めるに至っている。

この間、海外投資家勢のなかで保有比率を高めてきたのが、中国（本土）やロシアを中



心とする BRICs4 力国である。これは輸出増加 外貨準備増加に示される、世界経済のなかでの BRICs4 力国の地位上昇を反映したものであるが、00 年には 2% 台前半であった 4 力国の保有比率は 09 年第 1 四半期には 17% まで急上昇した。前述の 01 年以降の海外投資家による米国債の保有増加が、BRICs により担われたと言っても過言でない。

この BRICs4 力国のなかでも、中国の存在は一際大きい。08 年 9 月には日本を抜いて、世界最大の米国債の保有国になった。中国が保有する米国債が海外投資家の保有額に占める比率が 23% 台半ばとなっている。



昨年 9 月以降、中国の米国債保有が中長期債から短期債に大きくシフトしたことが市場から注目された。これは、前述のように金融危機対応の補完的プログラムで短期債が大量発行されたことも一因である。ただし、この間に中長期債の保有増加ペースを落とし微増にとどまったことは、中国が米国債の保有のリスクを考えており、決して淡々と米国債保有を増加させていく姿勢ではないことを暗示していると受け止められた(図 2)。

中国は、温首相が今年 2 月に米国に対し「中国が保有する資産の安全性を保証」するように求めるなど、米国債への発言のトーンは厳しい。為替(ドル-元)の問題とも無関係でもないことから、「米国債を人質にとった外交的揺さぶり」という声さえもあるが、6 月初めにガイトナー財務長官が中国を訪問し

た際にも、改めて中長期的な財政支出の削減を示し米国債の安全性をアピールした。

さらに、中国にロシア、ブラジルも米国債の保有リスクに敏感になっている。3 力国は IMF 債の購入を決めており、米国債市場は BRICs の動きに神経質にならざるを得ない。

ただし、直近 5~6 月も海外投資家勢の米国債の保有は順調のようだ。ニューヨーク連銀が海外政府等の代理で米国債を保有する勘定(カストディ・アカウント)は、5 月~6 月中旬にかけて 1,085 億ドル(10.8 兆円)増加。米国債の信用リスク(CDS)の低下なども支援材料になっていると思われるが、海外投資家勢の買いの手は引き続き強いといえよう。

デフレ・リスク後退も金利上振れ懸念

以上は米国債市場の需給面から見た問題だが、米国債の価格変動リスク-価格下落・利回り上昇への影響では、米国経済の先行きも要注意だ。

米国では昨年末からデフレ・リスクが意識され、実際に FRB が重視する個人消費デフレーターや消費者物価の上昇率は低下した。

しかし、直近では実績、予想ともに反転している(図 3)。夏場以降、米国経済に底打ち感がさらに強まれば、デフレ・リスクが払拭されインフレ・リスクに目が向くようになるだろう。需給に加え、物価(インフレ)動向にも注意が必要だ。(09.06.23 現在)

