情勢

米国債市場の動向

主事研究員　田口さつき

はじめに

米国債（米財務省証券）は，世界の基軸通貨であるドルの運用先としてもっとも安全であるとされており，その市場性と規模からも世界中の投資家を引きつけている。また，米国債の債券価格（国債利回り）は，国際的な金利裁定を通じて日本を含めた世界の債券価格（同）に大きな影響を与えている。

近年，米国債市場をめぐる動向に大きな変化が起こっている。それは，サブプライム問題の深刻化などからブッシュ政権後期で財政赤字が拡大傾向にあったが，リーマン・ショック後に発足したオバマ政権の景気対策などにより一段と拡大し，それに伴い米国債も大量に発行されてきたことによる。今後についても継続的な財政赤字発生による米国債残高の累増が見通されている。

また，このような米国債残高の増加の一方，連邦準備理事会（FRB）が度重なる金融緩和の一環として，大量の米国債を買い進めたことで，主要な投資家としての影響力が増している。

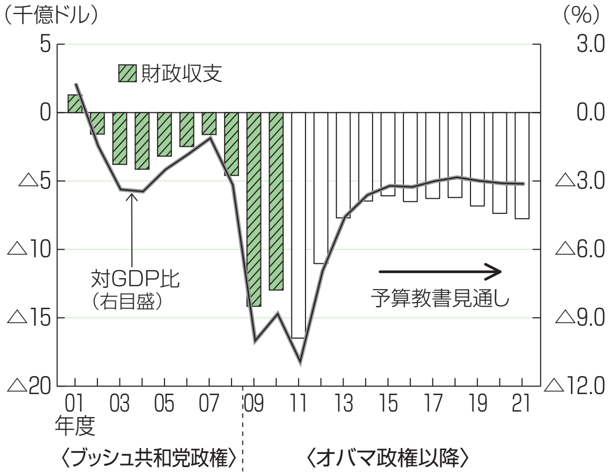
このように現在，米国債市場で「残高の膨張」と「投資家としてのFRBのプレゼンスの高まり」という２つの事象が進行しているが，この背景を見た後，米国債の需給バランスという観点で今後の展望を考えてみたい。

1　米国債残高の推移と今後の見通し

2007年12月から始まった景気後退に伴い財政赤字は拡大し（第１図），米国債残高は08年に前年比15.3％増の5.8兆ドルになった（第２図）。さらに09年から２年間で総額約7,800億ドルというオバマ政権の景気対策などにより，財政赤字が大幅に拡大した結果，米国債の残高は前年比２ケタの増加が続き，10年には9.0兆ドル台に達した。米国行政管理予算局の12年度予算教書“Budget of the United States Government, Fiscal Year 2012”の資料によると，同残高は11年には前年比20.4％増の10.0兆ドルとなる見込みである。その後もベビー・ブーマー世代の高齢化などに伴う社会保障及び医療に係る義務的経費の伸びから財政赤字が縮小できず，米国債残高は拡大が続き，15年には14兆ドル台，20年には18兆ドル台と，08年から２倍近くの水準に増加すると予想されている。

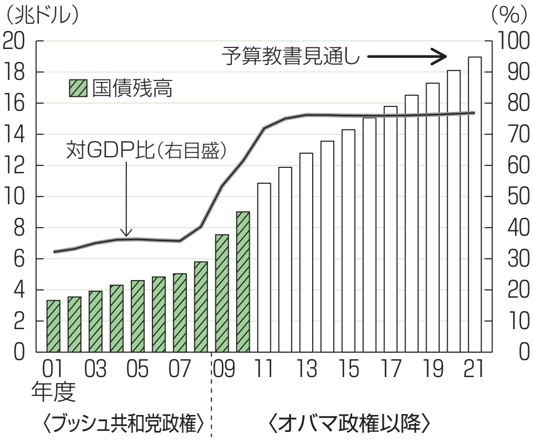
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。
農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

第1図　米国の連邦財政赤字



資料　米行政管理予算局“Budget of the United States Government, Fiscal Year 2012”から筆者作成

第2図　米国の国債残高



資料　米行政管理予算局“Budget of the United States Government, Fiscal Year 2012”から筆者作成

2　投資家としてのFRB

このように米国債の発行額の拡大が見通される中，米国債の消化という観点から主要な投資家について見ていこう。米国財務省の“Treasury Bulletin”，“Major Foreign Holders of U.S. Treasury Securities”によると，10年９月末において米国債の主要投資家は，第１表に示す通り，中国本土勢（以下「中国勢」という）が最大の投資家で約1.2兆ドル保有し，合計残高のうち12.8％を占めた(注1)。その次に，日本勢（合計残高のうち9.5％），FRB（同9.0％）と続いた（第１表）。

しかし足元では，米国債市場で投資家としてのFRBの存在感が大きくなっている。これは，FRBが10年８月にモーゲージ担保証券（MBS）等の期限前償還分を長期国債へ再投資することを決定したことに加え，同11月には11年の第２四半期までに6,000億ドルの長期国債を買い増すという追加金融緩和（QE2）に踏み切ったことが影響している。

最新の米国財務省とFRBの資料によると，10年12月末時点においてFRBの米国債の保

第1表　米国債の主要な保有者

（単位　億ドル，％）

2010年9月末			2010年12月末			2011年6月末(予想)		
中国	11,519	(12.8)	中国	11,601	(12.3)	FRB	16,000超	(15.0以上)
日本	8,608	(9.5)	FRB	10,103	(10.8)			
FRB	8,117	(9.0)	日本	8,823	(9.4)			
合計残高	90,276	(100.0)	合計残高	93,954	(100.0)	合計残高	102,400	(100.0)

資料　米国財務省“Treasury Bulletin”，“Major Foreign Holders of U.S. Treasury Securities”，“Treasury Bulletin”，連邦準備理事会“Factors Affecting Reserve Balances of Depository Institutions and Condition Statement of Federal Reserve Banks”
（注）（　）内は保有割合。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。
農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

有額は1.0兆ドル台となり，日本勢を抜き，第２位の投資家となっている（同第１表）。

筆者の推計では，QE2による国債購入が当初予定通り，６月末まで行われた場合，FRBの保有する米国債は1.6兆ドル超となり，合計残高に対して15％近くに上昇すると見込まれる。そうなると，FRBは中国勢をも抜き，最大の投資家となる可能性がある。

（注１）中国勢，日本勢など海外勢については，政府だけでなく，民間企業などの保有額も含まれる。また，証券保管先の国に保有額がカウントされるので最終投資家の保有額は正確にはつかめないことに注意が必要。

3　FRBの米国債購入の背景

FRBの今後の米国債への投資行動について考えるために，ここで，FRBの10年からこれまでの金融緩和政策を振り返ってみたい。

10年春以降，ユーロ圏の財政悪化問題をきっかけとした信用不安が高まったことや経済指標の改善が足踏みし始めたことを受けて，FRBは景気の下振れリスクやディスインフレ傾向の強まりを意識するようになった。そのため，８月の連邦公開市場委員会（FOMC）でリーマン・ショック以降に買い進めたモーゲージ担保証券（MBS）等の期限前償還分を長期国債に再投資することで金融緩和政策を維持する姿勢を鮮明にした。さらに，11月のFOMCでデフレを回避するため，追加金融緩和策（QE2）として，残存期間が長めの国債の買い増しが実行されるに至った。

この一連の措置は，政策金利（短期金利）が現状のように極めてゼロに近く，これ以上引き下げられないという状況下での金融緩和政策として中長期国債を購入することで中長期金利に低下圧力を追加的に与えるという考えに基づいている。

なお，ニューヨーク連銀は，10年11月の時点で，モーゲージ担保証券（MBS）等の期限前償還の再投資分が11年６月までの期間で2,500～3,000億ドルと予想し，追加金融緩和分の6,000億ドルと合わせて8,500～9,000億ドルの米国債購入が必要と見込み，第２表のように中期ゾーンを中心とした購入計画を発表した。

4　FRBの今後の動向

金融市場は今春のテーマとして，FRBが当初予定通り11年６月までQE2を継続するかどうか注目してきたが，FRBが重視していると言われる失業率とPCEデフレーターの動向をみるとQE2を６月まで継続する可能性が高い。

第2表　今後のFRBの残存期間別国債購入計画

残存期間ごとの国債							TIPS
1.5年超 2.5年以内	2.5年超 4年以内	4年超 5.5年以内	5.5年超 7年以内	7年超 10年以内	10年超 17年以内	17年超 30年以内	1.5年超 30年以内
5%	20%	20%	23%	23%	2%	4%	3%

資料　Federal Reserve Bank of New York, 2010年11月3日資料から筆者作成

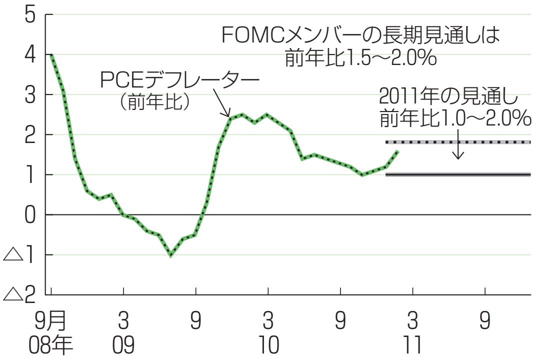
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。

農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

まず，失業率は足元８％台後半となっており，雇用環境が改善方向に向かってはいるものの，リーマン・ショック前の水準が５％前後であったことを考えると依然として高水準である。次に，物価指標として採用されているPCEデフレーターは適正なインフレ率とされる「前年比2.0％付近」という水準に近づきつつあるが，インフレを想起させる水準ではない（第３図）。エネルギーや商品価格などの上昇による物価上昇への懸念はあるものの，現時点では問題視するほどのものではないという認識をFRBは持っており，むしろ，ディスインフレから脱却することが当面の最優先の課題という姿勢が堅持されている。

このようなFRBの考え方を踏まえると，国債購入プログラムは十分効果を発揮しており，金融市場で規模縮小や利上げなどの思惑が強まることによって，QE2の効果が薄まることは避けたいという認識があると思われる。以上のような状況からFRBが国債購入を６月まで続ける可能性が高い。

第3図　米国の物価



資料　米国商務省“PERSONAL INCOME AND OUTLAYS”，連邦準備理事会「連邦公開市場委員会議事録」から筆者作成

その一方で，FRBの注目する２つの経済指標（失業率とPCEデフレーター）は10年末から改善方向にあり，11年３月の連邦公開市場委員会（FOMC）の声明文は，これまでに比べインフレ懸念に配慮したものとなっていることなどを考慮すると，QE2が延長される可能性はかなり低いと思われる。

ただし，これはFRBが年後半から米国債購入を控えることを直ちに意味するものでもない。それは，10年８月に決定されたモーゲージ担保証券（MBS）等の期限前償還分の米国債への再投資について，QE2と同様に取り扱うかどうか不透明だからである。米国債への再投資が継続される場合，規模は小さくなるものの，FRBの米国債購入は継続されるだろう。

なお，FRBが保有する米国債を近いうちに売却する可能性はかなり低いと考える。それは，現在，FRBが望ましいと考える水準よりも景気が上振れ（例えば，失業率がこれ以上下がると労働市場のひっ迫を示すと考えられている６％近くまで低下するとともに，PCEデフレーターが前年比３％台を超え継続的に上昇幅が拡大）するような状況の到来が予想し難いことが挙げられる。

以上をまとめると，FRBは当初の予定通り11年６月まで国債購入を続けるが，その後は，①追加の米国債購入打ち切りに加えてモーゲージ担保証券（MBS）等の期限前償還分の米国債への再投資も打ち切り，②追加の米国債購入は打ち切りとなるがモーゲージ担保証券（MBS）等の期限前償還分の米国債への再投資は続く，という２つの

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。
農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

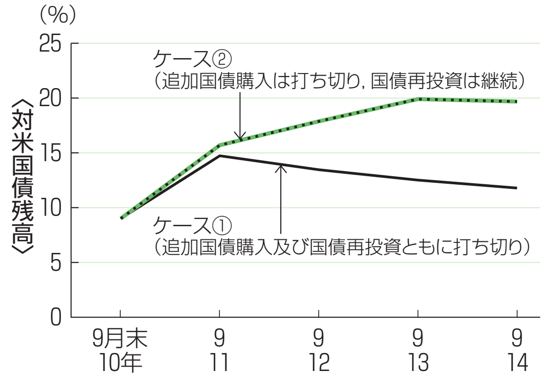
ケースが考えられる。①の場合は，FRBの米国債の保有額はピークである６月末の1.6兆ドルで維持されるが，投資家としてのFRBの米国債市場でのシェアは，12年には14％程度，14年には12％程度に低下する（追加で購入した国債の満期償還分については，前掲第２表からもわかるようにその償還が早くて12年から始まるものの，12年９月末で合計187.5億ドル，13年９月末で同862.5億ドル，14年９月末で同450億ドルと推計される。これに基づき，再投資をしない場合を①，②で考えたが，FRBの米国債券市場でのシェアは大きく低下しなかった[注2]）。

②の場合は，前述のニューヨーク連銀による10年11月推計では，月当たり350億ドルの国債購入が続くため，FRBの米国債市場でのシェアは，12年には18％程度，13，14年に20％近くで推移する（第４図）。

以上より，当面は米国債市場でのFRBの影響力は無視できないものとなると考えられる。そのため，保有する米国債の再投資や売却において，FRBは中長期金利に及ぼす影響などを考慮せざるを得ないと思われる。

（注２）この推計は，現在の景気などの環境が変化しないという前提にたって行ったものである。

第4図　FRBの米国債券市場でのシェア

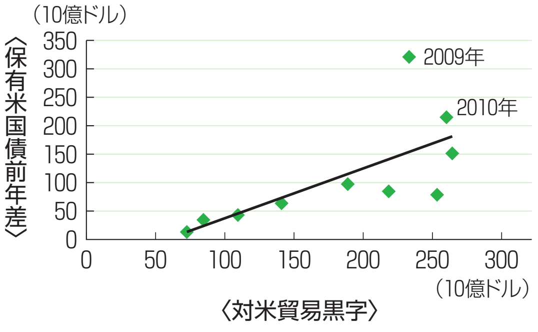


資料　米行政管理予算局“Budget of the United States Government, Fiscal Year 2012”，連邦準備理事会“Factors Affecting Reserve Balances of Depository Institutions and Condition Statement of Federal Reserve Banks”，から筆者推計

5　中国勢の動向

最後に，海外勢について簡単にふれると，これまで中国勢，日本勢の米国債投資は増加傾向で推移してきた。特に中国勢の米国債保有額は第５図に示すように対米貿易黒字の一部が米国債投資に向かったことで積み増されてきたと考えられる。今後も中国が現状の為替管理政策を維持するならばドル資産を買い進めることは続くと見込まれる。しかし，金融資産運用の多様化に向け，国債以外の金融商品を保有する行動に向かう可能性もあり，米国債の需給バランスのリスク要因として市場関係者の注目材料の一つとなっている。とはいえ，中国勢はすでに大量の米国債を保有しており，それを大きく減価させるような行動も取り

第5図　中国の対米債投資（2001～2010年）



資料　米国商務省“U.S. International Trade in Goods and Services”，米国財務省“Major Foreign Holders of U.S. Treasury Securities”

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。
農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

難いと思われる。

おわりに

以上，米国債市場の最新の動きとその背景を見てきた。当面は，FRBの米国債市場でのプレゼンスは依然として高く，米国債の売却も考えにくいことから，米国債の消化が急激に滞る状況は避けられると思われる。そのため，米国の財政赤字への懸念は消えないものの，米国債の需給悪化により米国の長期金利が急激に上昇していくような事態が発生する可能性はそれほど高くないと考える。

（たぐち　さつき）

発刊のお知らせ

農林漁業金融統計2010　Ａ4判，180頁　頒価　2,000円(税込)

農林漁業系統金融に直接かかわる統計のほか，農林漁業に関する基礎統計も収録。全項目英訳付き。

〈頒布取扱方法〉
編　　集…株式会社農林中金総合研究所
〒101-0047 東京都千代田区内神田1-1-12 TEL 03(3233)7744
FAX 03(3233)7794
発　　行…農林中央金庫
〒100-8420 東京都千代田区有楽町1-13-2
頒布取扱…株式会社えいらく営業第二部
〒101-0021 東京都千代田区外神田1-16-8　TEL 03(5295)7579

〈発行〉　2011年２月

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。
農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/