

民間と公的で二極化する対米証券投資

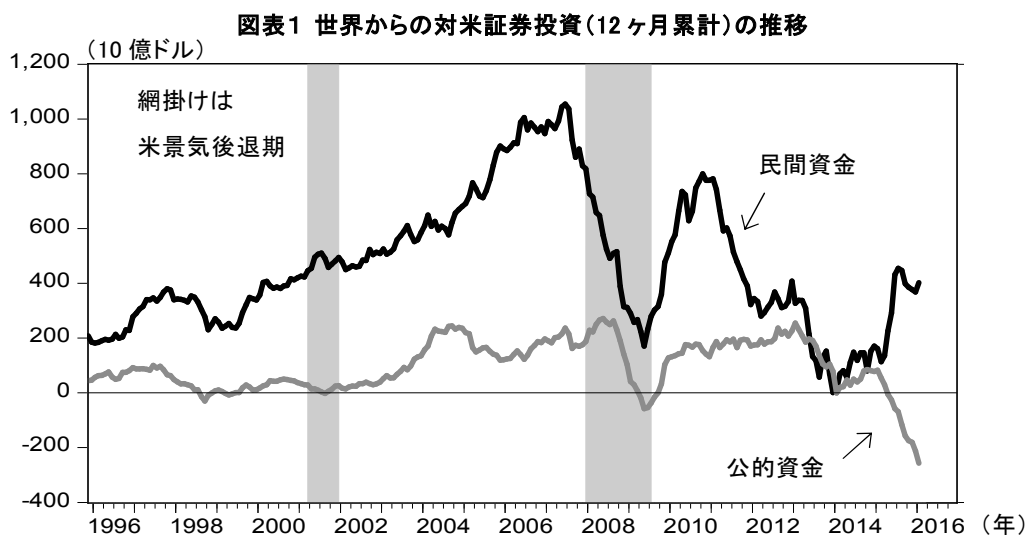
<要旨>

世界からの対米証券投資は民間による投資が大幅に増える一方で、外貨準備を含め公的機関が運用する公的資金を原資とした投資は減少が続く変化が生じている。乖離が著しいのは米国債であり、対米証券投資全体で見れば、中国含む新興国からの減少が目立っている。公的資金の投資減少は原油価格の下落と連動し、外貨準備の減少を伴っていることから、資源価格下落や新興国の成長鈍化が要因と見られる。名目GDP比1%規模の対米国債投資の増減は、潜在的に長期金利水準を0.3～0.5%ポイント動かす影響を持つため、対照的な投資資金の動きには注意が必要となる。ただし、公的投資の減少そのものは、対米証券投資に占める民間資金のウエイトを高めることになるため、米国に投資資金が集中し易い環境が続く限り、金利押し下げ要因として働こう。

1. 民間と公的で二極化する対米証券投資

日欧の国債マイナス金利や原油安が示すように世界全体で経済投資環境が悪化していることで、世界の投資資金は相対的に堅調な米国に集中しやすい状況が続いている。ただし、この間に世界から米国に向かった証券投資金額の推移をみると、ネットでみた対米証券投資は民間からの投資は大幅な流入超となる一方で、公的資金は売り越しが続く変化が生じている。(図表1)。

米国への証券投資金額は、米財務省の国際証券投資統計(TIC データ)から月次ベースで把握することができる。図表1で示した対米証券投資金額の時系列推移は、海外からの買い越し額を民間部門と公的部門に分け、それぞれ12ヶ月累計し季節変動を均している。月次ベースのTICデータは残高ではなく売買データであり速報性を重視しているゆえ、カバレッジと正確性については、やや割り引いてみる必要があるが、全体のトレンドを把握するには有用なデータである。

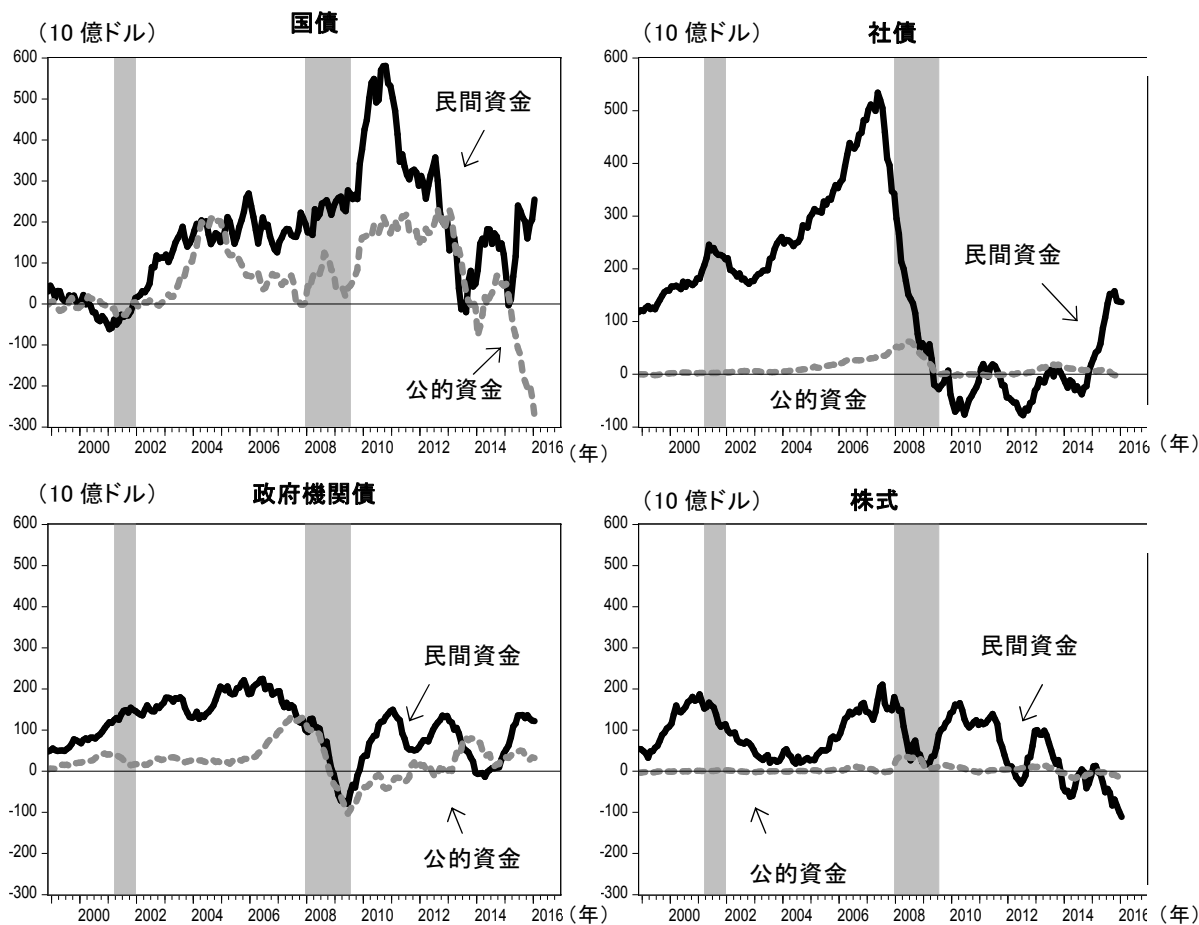


(資料)米財務省「Treasury International Capital reporting System」より三井住友信託銀行調査部作成

こうした米国向けの長期証券投資の全体像を、米国債、社債、政府機関債、株式に分けてみると、民間資金と公的資金の乖離が著しいのは米国債である。米国向け短期債を除く債券投資のうち民間資金による投資流入額は、過去1年、国債、社債、政府機関債いずれも増加しているが、公的資金による米国債投資は2015年半ば以降大幅な売り越しが続いている(図表2)。

なお、証券投資のうち民間資金の投資流入規模が米国債に匹敵する米国社債向け投資は、網掛けで示す2008年の景気後退期を境に大幅に減少したあと、しばらく低迷していたが、より高い利回りを求める民間資金を引きつけ2015年以降は流入超に転じている。

図表2 世界からの対米証券投資(12ヶ月累計)の内訳



(注) 図表中の網掛けは、図表1と同じく米景気後退期を示す。

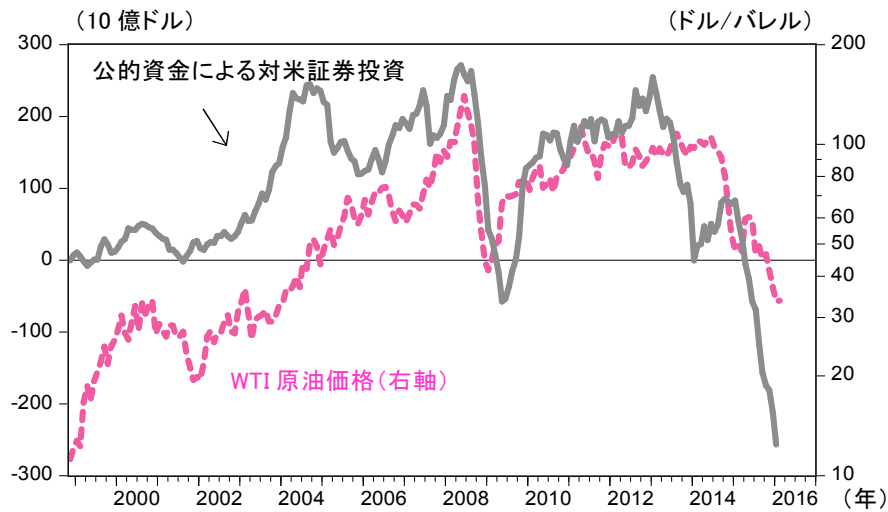
(資料) 米財務省「Treasury International Capital reporting System」より三井住友信託銀行調査部作成

2. 公的資金による対米証券投資減少の背景

対米証券投資のうち、とりわけ米国債に顕著にみられる民間資金の流入増と公的資金による売り越し流出という乖離の背景には、先進国国債の利回り低下で民間資金が米国に集中しやすい一方、原油安と景気鈍化を要因として新興国からの資金流入が細っている可能性が考えられる。

そう推察する根拠のひとつは、公的資金による対米証券投資の推移は原油価格と相関が高いことにある。公的資金と原油価格の推移を時系列で比較すると、原油価格の上昇・下落にやや遅れて公的資金による対米証券投資金額が増加・減少する特徴がみられる(次頁図表3)。

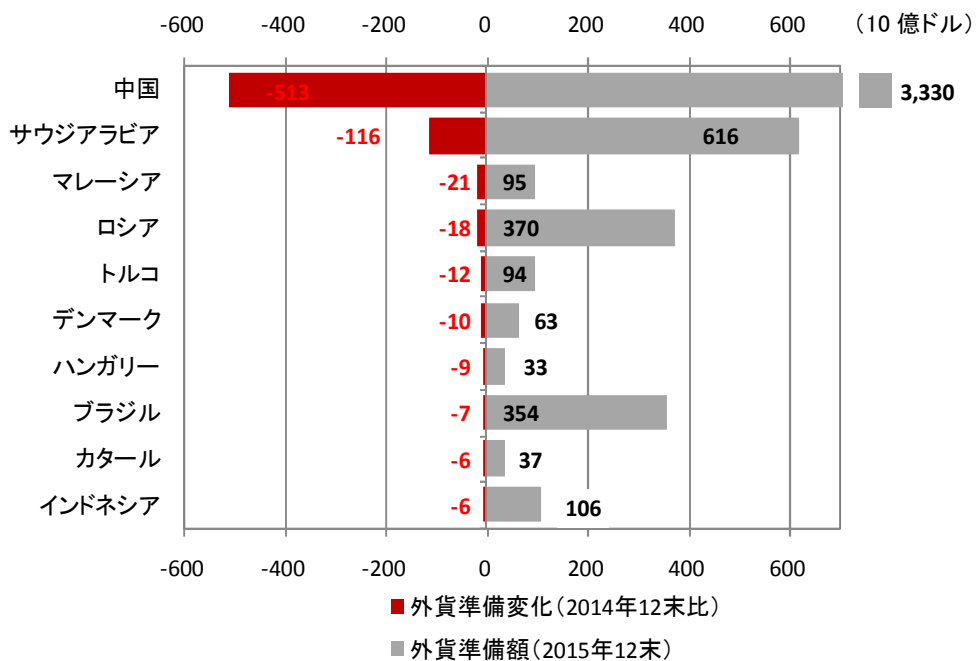
図表3 公的資金による対米証券投資と原油価格の推移



(資料)米財務省「Treasury International Capital reporting System」より三井住友信託銀行調査部作成

公的資金と原油価格の高い連動性の背景には、各国政府や中央銀行など公的機関が運用する政府系ファンド(ソブリン・ウェルス・ファンド)の動向があるとみられる。原油安や景気減速により財政が悪化すれば、公的運用資金にも影響が及ぶ。政府系ファンドの運用資金源は、為替介入によって積みあがった外貨準備を原資とするケースと、単純に国営企業などが上げた利益を原資とするケースがある。このうち外貨準備の増減に着目し、主たる国で比較すると、中国を含む新興国や産油国では、2015年中に外貨準備が大きく減少している(図表4)。外貨準備が大きく減った国では、その運用先として米国債を含む対米証券投資を減らさざるを得なかった可能性が高い。

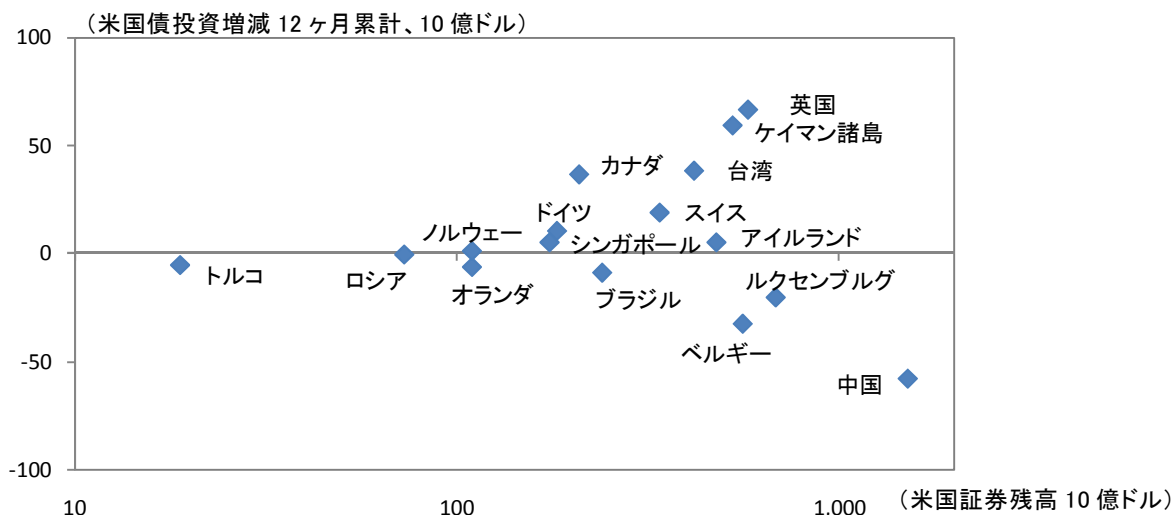
図表4 主要国の2015年の外貨準備の規模と増減



(資料)Bloomberg 他より三井住友信託銀行調査部作成

また、こうした国々による米国債投資フローの12ヶ月累計を2016年1月時点で算出すると、先進国では米国債向け投資流入額が増えた国が多い一方で、中国など新興国では米国債投資が売り越しとなっている(図表5)。なお、図表5で取り上げた国は、国際証券投資統計(TIC データ)のうち、月次ベースの売買データよりも精度が高い2015年6月時点の残高データから、証券保有額が多い上位15ヶ国・地域にブラジル、トルコ、ロシアを加えている(図表6)。2015年6月末の対米証券残高は前年同期比で増えた国が多いが、2016年1月時点のフロー累計でマイナスが多いことから、原油安が加速した2015年後半から売り越しが増えたことを示唆している。

図表5 対米証券保有上位国の残高と米国債向け純投資金額累計



図表6 対米証券保有上位国の残高と株式・債券の純投資金額累計

(10 億ドル)

	2015年6月時点の対米証券保有額(ストック)						2016年1月時点の純証券投資年間累計(フロー)				
	合計	うち株式		うち長期債		合計	株式	米国債	政府機関債	社債	
		前年差	前年差	前年差	前年差						
日本	1,903	-14	391	30	1,438	-56	-66	10	-110	32	1
中国	1,843	26	331	11	1,510	22	-45	-3	-58	17	-1
ケイマン諸島	1,506	97	883	45	525	39	70	-9	60	5	14
英国	1,453	163	835	94	576	65	177	-46	67	35	121
ルクセンブルグ	1,299	101	518	16	681	65	-20	-1	-20	4	-3
カナダ	996	7	761	-8	208	12	23	-8	37	8	-14
アイルランド	833	158	235	31	476	134	-1	-5	6	-2	0
スイス	709	75	343	12	338	59	16	0	19	-1	-3
中東産油国	612	11	285	-33	265	40	-	-	-	-	-
ベルギー	606	-107	34	0	558	-108	-49	-1	-32	0	-15
台湾	454	57	36	5	416	51	49	2	39	9	0
ドイツ	346	26	159	22	182	5	18	-4	11	2	9
シンガポール	331	24	145	3	174	19	3	-5	6	-1	4
オランダ	320	17	202	7	109	10	-11	-4	-6	2	-4
ノルウェー	310	13	199	23	109	-10	12	7	2	0	4
ブラジル	268	5	8	1	239	10	-9	-1	-8	0	0
トルコ	76	23	0	0	19	-6	-5	0	-5	0	0
ロシア	73	-42	0	0	72	-42	-2	-2	0	0	0
対米証券投資計	17,125	728	6,660	304	9,526	364	146	-127	154	134	-127

(資料) 図表5・6とも米財務省「Treasury International Capital reporting System」より三井住友信託銀行調査部集計

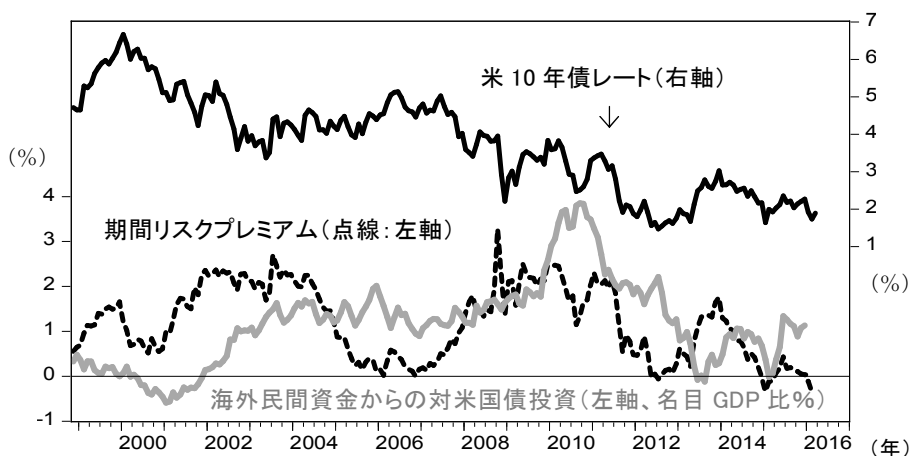
3. 海外からの米国債購入増減が長期金利に及ぼす影響

整理してきたように、ここ最近の対米証券に向かう投資は、民間資金による投資流入が増える一方で、公的資金からの投資は売り越され投資流出が続く変化が生じた。両者の乖離が著しい米国債投資動向が米10年債レート水準に及ぼす影響についてはどう考えたら良いだろうか。

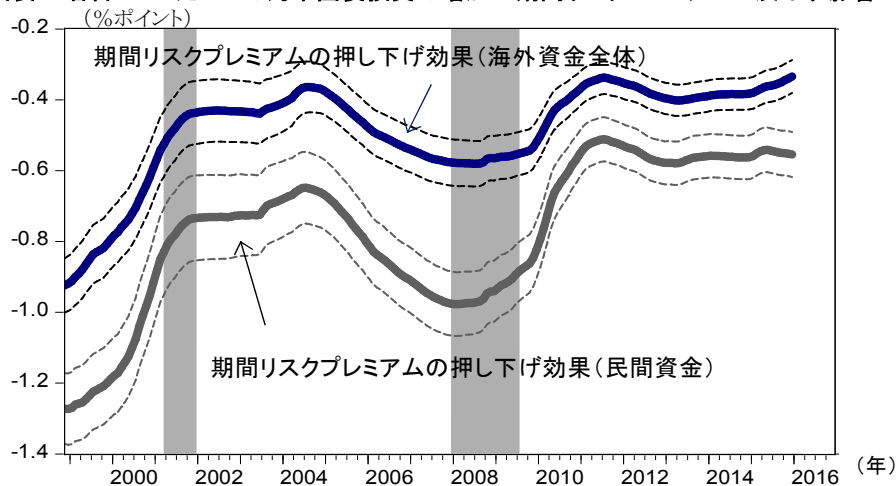
米国債投資が米10年債レートの期間リスクプレミアムに及ぼす効果に着目すれば、海外からの米国債購入の増加は、期間リスクプレミアムの縮小を通じて長期金利水準を押し下げるように働く。期間リスクプレミアムとは、長期金利水準のうち、短期金利の予想に上乗せされる部分であり、政策金利の予想が変化しなくとも、米国債需給や価格変動リスクを反映し変動する。実際に、海外からのネットで見た米国債投資金額の12ヶ月累計と期間リスクプレミアムの推移を見ると、海外からの米国債投資規模の増減に合わせ期間リスクプレミアムが縮小・拡大している(図表7)。

この特徴から、海外からの対米国債投資の名目GDP比1%規模の増加が期間リスクプレミアムに及ぼす影響を回帰式より試算すると、期間リスクプレミアムを通じた金利押し下げ効果は過去に比べ低下しているものの、0.3~0.6%ポイント(30~60bp)であることがわかった(図表8)。また、民間資金よりも公的資金を含めた全体効果がやや小さいのは、公的資金が必ずしも民間資金と同じ動きをすることは限らないことを反映しているためである。

図表7 米10年債の期間リスクプレミアムと対米国債投資規模の推移



図表8 名目GDP比1%の対米国債投資の増加が期間リスクプレミアムに及ぼす影響



(注) 図表8は、期間リスクプレミアムに対する対米国債投資の回帰係数の逐次推計結果。点線は標準誤差を示す。

(資料) 図表7・8とも米財務省「Treasury International Capital reporting System」他より三井住友信託銀行調査部作成

4. まとめと展望

本レポートでは、先進国の国債マイナス金利の拡散や原油安に見られる新興国経済の低迷という大きな環境変化を背景に、海外からの対米証券への投資資金フローにどのような変化が生じたかという点に着目して考察してきた。米財務省の国際証券投資統計(TIC データ)の推移からわかったのは、民間資金による米国証券投資は増加する一方で、公的資金による投資が細っているということである。加えて、かかる投資資金の多寡は米10債の期間リスクプレミアムにも相応の影響を及ぼすことも試算により確認してきた。期間リスクプレミアムは、より簡単にいえば長短金利格差でもあるため、対米証券投資動向は長期金利水準のみならずイールドカーブの形状を左右する。

公的資金による対米証券投資フローが細っていることは、他の条件を一定とすれば、米国債需要の減少を通じて期間リスクプレミアムの拡大(長期金利上昇とイールドカーブのスティープ化)要因となるため、公的資金による対米証券投資動向には十分注意を払う必要があるだろう。ただし、公的資金による証券投資が顕著に減少した2015年半ば以降でも、米10年債レートの期間リスクプレミアム縮小と金利水準の低下が観察されたことからすれば、この間の公的資金の減少が長期金利に及ぼす影響は民間資金の増加で相殺され、さほど大きくなかったとの解釈ができる。

外貨準備の規模でみて無視し得ない中国からの投資動向を除けば、新興国からの公的資金の減少は、海外から対米証券投資に向かうマネーフローに占める民間資金のウエイトを高めることになる。従って、より大局的に見れば、公的資金による流入が細ったとしても、世界的に見て米国に民間資金が集中し易い環境が続く限り、引き続き金利押し下げ要因として働くことになるだろう。

(木村 俊夫 : Kimura_Toshio@smtb.jp)