

中国による米国債の売却 仮に実現しても、中長期的な影響は限定的

みずほ総合研究所

調査本部 市場調査部

03-3591-1386

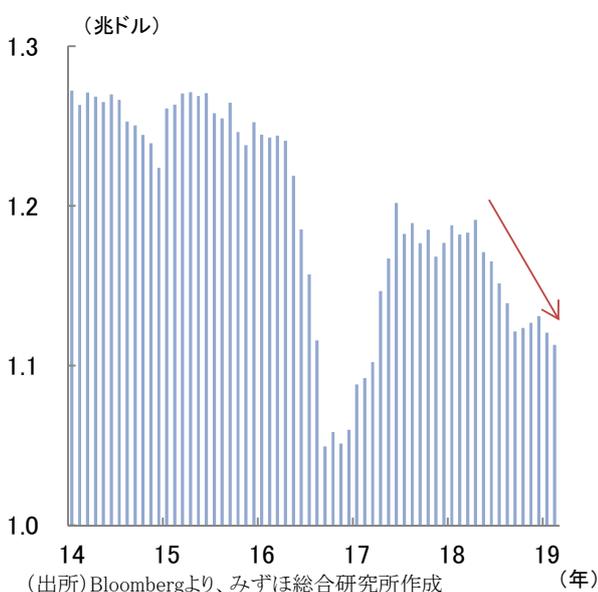
- 中国の米国債保有残高が2年ぶりの水準まで減少。中国が米国の追加関税措置に対抗するため、米国債を売却したのではとの見方もあるが、その可能性は低いと思われる
- 過去をみると人民元安防衛のための為替介入によって、中国が米国債を売却したと見られる時期がある。当時はリスクオフ地合いのため、安全資産である米国債は買われ、米金利は低下基調で推移
- 仮に中国が意図的に多額の米国債売却を行った場合、短期的な影響はあるものの、中長期的には他の投資家からの買いが入り、米金利の上昇幅は限定的になる見込み

1. 中国の米国債保有額が減少

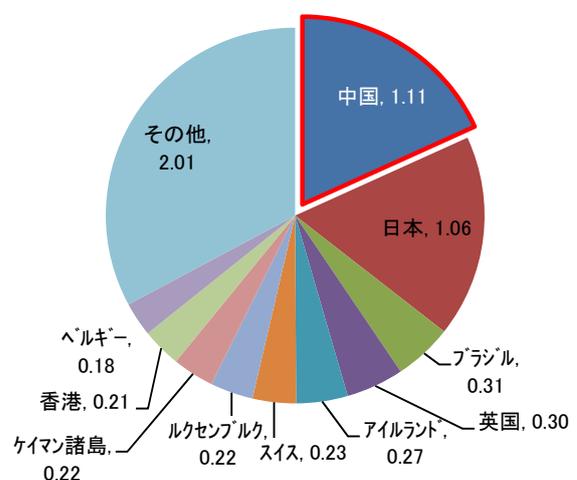
今年5月、昨年来マーケットのボラティリティを高めている米中貿易摩擦に対する懸念が再燃した。米国は対中輸入2000億ドルへの関税率を25%に、中国はその報復措置として対米輸入600億ドルへの関税率を最大25%に引き上げた。

米中関係の悪化が意識されるなか発表された中国の3月の米国債保有残高（5/15発表）は2年ぶりの低水準となり、4月分（6/17発表）はさらに減少した（図表1）。中国は世界一の米国債保有国であり、保有額は約1.1兆ドルに及ぶ（図表2）。また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いわれており、全てが中国ではないとしてもその額も合計すると保

図表1 中国の米国債保有残高



図表2 海外投資家による米国債保有残高



(注) 2019年4月末時点。単位は兆ドル

(出所) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

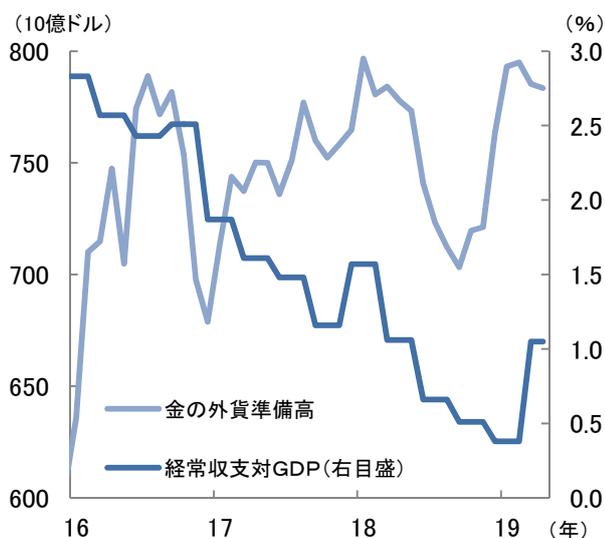
有額はさらに大きくなり、市場性国債残高（約16兆ドル）対比におけるシェアは約8%になる。その中国が追加関税措置への対抗措置として、保有する米国債を意図的に売却しているのではないかという観測が浮上している。中国が売却したことで仮に米金利が上昇すれば、実質的に利上げと同様の効果を米国経済に与え、景気を減速させる可能性がある。

しかしながら現実的に考えた場合、対米報復措置としての米国債売却は考えにくい。まず、売却によって米金利が上昇すれば、自らが保有する米国債の価格が下落してしまうからである。また、米金利の急激な上昇は他の金融市場の混乱を招き、結果的に自国通貨安や海外への資本流出といった形で自国市場にも大きなダメージを与える。足元の保有額の減少は、中国景気が減速するなかで経常収支が悪化していることを背景とした米国債の買い細りや金の外貨準備高が増加している等、外貨準備資産の多様化を進めてきたことが要因ではないかと推察する¹（図表3）。また、足元1ドル=7元を試す水準まで人民元売りが進むなか、さらなる人民元安や中国国外への資金流出に対する通貨防衛のために米国債売却を行っている可能性がある。

2. 過去に中国が米国債を売却した局面では、米金利は低下

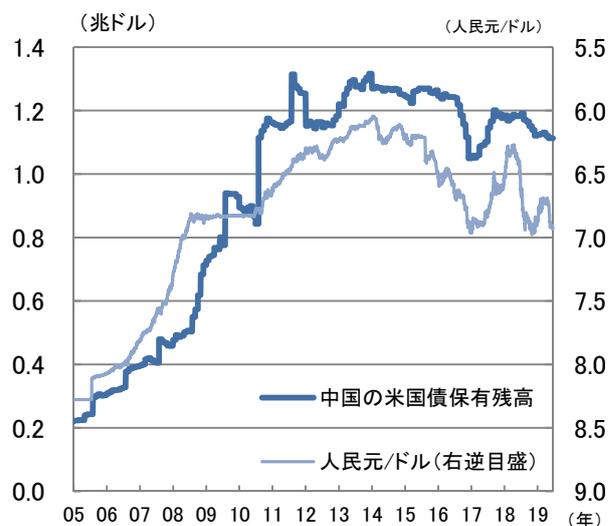
2016年のチャイナショック時にも人民元下落を防衛するために、中国の米国債保有額が減少した。当時も中国景気が減速するなか、人民元売りが進行し、政府は2016年5月から11月にかけて米国債を約2000億ドル売却することでドルを取得し、通貨防衛のためのドル売り人民元買いを行ったと見られる（図表4）。公的機関の保有額が民間以上に減少していることからそのことが推察される。ここで、当時の米金利への影響をみると、例えば米5年国債利回りは約50bps上昇した（図表5）。ただし、これは6月の英国EU離脱懸念で米金利が大きく低下していたことに加え、トランプ政権誕生や共和党が上下両院を支配したことによる政策進展期待から、期待インフレ率が上昇したことによる影響が大きいとみられ、その影響を差し引いてみる必要がある。当時の期待インフレ率をみると、5月から11月

図表3 中国経常収支と金の外貨準備高



(注) 経常収支対GDP比は、4四半期移動平均
(出所) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

図表4 中国の米国債保有残高と人民元相場



(出所) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

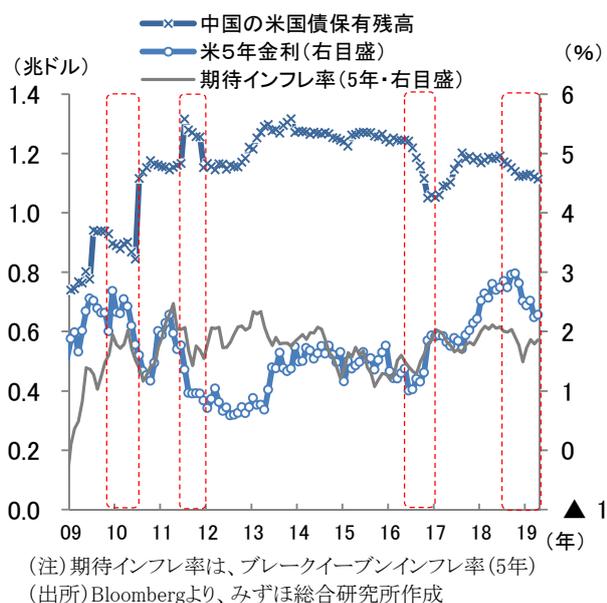
にかけて 30bps 上昇している。特に大統領選が行われた 11 月単月だけで 18bps 上昇している。また 2016 年 12 月にはその年唯一の F R B による利上げが行われており、前月の 11 月には利上げ期待が高まっていたことも考慮すると、中国の米国債売却による米金利上昇の影響は限定的であったと考えられる。その他、2009～2010 年や 2011 年にも中国は米国債をまとまった額（それぞれ 2009 年 10 月から 2010 年 6 月で約 1000 億ドル・2011 年 7 月から 2011 年 12 月で約 2000 億ドル）売却した。しかし、2009～2010 年はリーマンショック後の F R B による量的緩和政策第 1 弾に続く追加緩和期待が高まっていたこと、2011 年は欧州債務危機によるリスクオフ地合いであったことを背景に、いずれの時期も米金利は低下基調で推移した。足元も 2018 年 6 月以降で中国は米国債を約 800 億ドル売っているが、グローバルな景気減速や米中貿易摩擦に対する懸念の燻り、それを受けた F R B による利下げ観測の高まり等から、米 5 年金利は約 50bps 低下している。

3. 中国の米国債売却は、他の投資家が吸収

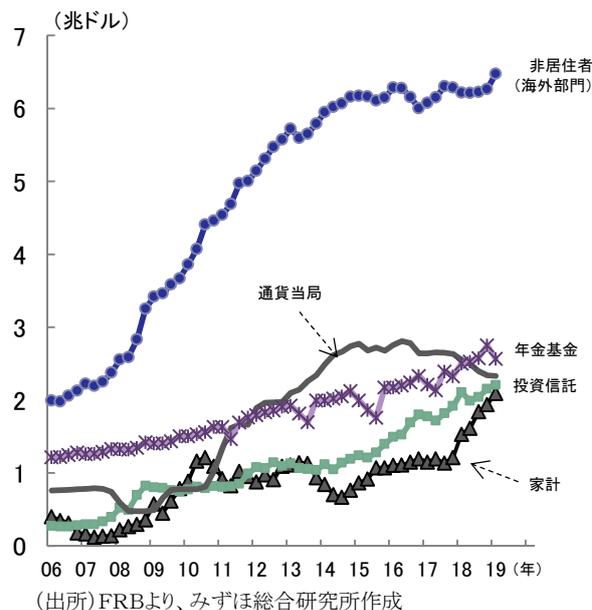
2009～2010 年や 2011 年は中国が米国債を売却したにも関わらず、米金利は低下しており、米国債への需要が旺盛だったことがわかる。ここで投資家別の米国債保有額をみると、中国が保有額を減らした時期に海外部門の保有額が増加し続けていることから、中国以外の海外勢が保有額を増加させたことが分かる（図表 6）。また世界経済危機に対する大規模な景気刺激策として、F R B は 2008 年から量的緩和政策を進めるなか、多額の米国債を購入していたため、通貨当局の保有額も増加している。

足元はというと、中国だけでなく、次いで保有額の多い日本の購入もドル調達コストの上昇等の理由から一服している。また 2017 年 10 月以来行っているバランスシート縮小政策によって通貨当局の保有額も減少しており、長きにわたって米国債保有額を増加させていた海外勢や F R B の保有は横ばい圏である。この需要の弱含みをカバーしているのが国内勢である。リーマンショック前に約 45% であった国内投資家保有比率（国内投資家の米国債保有残高/市場性国債残高）は足元で約 60% まで上

図表 5 中国の米国債保有残高と米 5 年金利



図表 6 投資家別米国債保有残高



昇している。特にヘッジファンドを含む家計部門が米国債の保有額を増加させており、その他にも年金基金や投資信託が購入を進め、中国の売却を吸収している可能性が示唆される。

4. 仮に中国が米国債を売却した際にも、中長期的な影響は限定的

このように過去の局面では、中国が米国債保有額を減らす場合、多くは人民元が売られているリスクオフ地合いであり、中国による米国債売却の影響を安全資産である米国債への需要が吸収し、米金利は上昇していない。過去の通貨当局・海外公的投資家保有比率を基に推計すると、中国の米国債売却が米5年国債利回り²⁾に与える影響は、中国の保有する全ての米国債約1.1兆ドルの売却で、米5年金利は約29bps上昇³⁾する程度と限定的な結果となった⁴⁾。ただし、これは月末の終値ベースの数字を用いて推計しているため、例えば、中国が1日で保有する全ての米国債を売却した際の影響ではない点には留意が必要である。実際に中国が多額の米国債を一度に売却すると、他の投資家の売りを呼び、一時的な影響は大きくなる可能性がある。

既述のとおり、米金利を急上昇させ、金融市場を混乱させると中国自身にも悪影響が及ぶ可能性があるため、そもそも米国への対抗措置として、中国が意図的に米国債を売却する可能性は低い。ただし、中国景気は減速基調で推移しており、米国との対立に関しても長期化する恐れがある。そうなれば、リスクオフ地合いによる人民元安を防衛するために米国債を売却したり、さらなる経常収支悪化によって中国の米国債の買いが細ったりすることはありえよう。それらは米金利上昇要因となりうるが、その際にも他の投資家からの需要によって売却は吸収されることが見込まれ、米金利の上昇幅は限定的と予想する。

¹ 昨年3月から1年間で、ベルギーの米国債保有額が中国の減少額と概ね同水準増加しているため、単に中国がベルギーに米国債を移しただけの可能性もある。

² 米財務省”Fiscal Year 2019 Q2 Report”より、市場性債務残高のデフレーションが約5年であることを参考。

³ Brad W. Setser ”What Would Happen if China Started Selling Off Its Treasury Portfolio?,” (June 21, 2018)では、中国が全ての米国債を売却した場合、当初長期金利を約30bps引き上げると試算している。またFRBによる米国債売買と中国による米国債売買の市場に与えるインパクトが同じになるとは限らない点に留意する必要があるが、Brian Bonis, Jane Ihrig, and Min Wei ”The Effect of the Federal Reserve’s Securities Holdings on Longer-term Interest Rates,” FEDS Notes (April 20, 2017)では、FEDの一連の量的緩和策（米国債約2兆ドルの買い入れ）によって米10年国債利回りを105bps引き下げたと試算している。

⁴ (推計式) 5年金利(月末値) = 1.92 * 潜在成長率 + 0.23 * 期待インフレ率 - 0.04 * 通貨当局・海外公的投資家保有比率
t 値 (6.4) (2.6) (-2.9)

推計期間は2009年1月～2018年12月、自由度調整済み決定係数は0.63、p値は全て0.01以下

フィッシャー方程式より、名目金利 = 潜在成長率 + 期待インフレ率 + リスクプレミアムと定義。通貨当局と海外公的投資家のみ動向によってリスクプレミアムが変動すると仮定。また中国による売却は、通貨当局や海外公的投資家の売却と同様のインパクトを市場に与えると仮定する。

潜在成長率はNY連銀が公表するHolston, Laubach, Williamsモデルによる推計値、期待インフレ率はブレイクイーブンインフレ率(5年)、通貨当局・海外公的保有比率は通貨当局・海外公的投資家の合計保有額/市場性国債残高を使用。

[共同執筆者]

市場調査部

市場調査部主任研究員

宮本凌

長谷川直也

ryo.miyamoto@mizuho-ri.co.jp

naoya.hasegawa@mizuho-ri.co.jp

●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、取引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。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。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。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。