

# 国際マネーフローレポート（07年1月）

## <要旨>

### 【主要先進国間の資本移動】

- ・主要先進国（日本・米国・ユーロ圏・英国）の間の国際マネーフローの動向を概観すると、2006年の半ばから年末にかけては、日本や米国からユーロ圏に向かう証券投資が増加している。また、日本や米国に対してオイルマネーが経由する英国が資金を供給する姿がうかがえる。

### 【主要先進国の金融市場】

- ・国際マネーフローに大きな影響を与える政策金利の動向をみると、日本や米国の政策金利が据え置かれる一方、インフレ懸念が根強いユーロ圏や英国では政策金利が引き上げられている。こうしたなか、金利差を反映して、円相場が下落傾向で推移する一方、ポンド相場やユーロ相場が堅調に推移している。

### 【世界の流動性】

- ・世界の流動性の拡大ペースをみると、世界の外貨準備は、中国やロシアを中心に高い伸びを持続している。また海外通貨当局による米国債・政府機関債投資も2桁増を続けている。海外通貨当局による対米投資は米国の長期金利を低位安定させる要因として効いており、米国景気を支えている。

### 【世界的不均衡】

- ・国際金融市場のリスク要因である世界的不均衡（米国の経常収支赤字）は大幅に拡大したが、足元では米国景気の減速を反映して、米国の貿易赤字が縮小している。懸念材料となっている米国の経常赤字はこれまでのところ円滑にファイナンスされており、ドル相場（実効ベース）は、ユーロやポンドに対して下落しているものの、対円で上昇するなど、比較的安定している。

### 【国際マネーフローの当面の見通しと注目点】

- ・1月は英国が予想外の利上げを実施したことを受けて、ポンド高・ドル安が進んだ。2月は日本と英国の利上げが予想されるが、仮に日銀が0.25%の利上げに踏み切ったとしても、欧米との絶対的な金利差は大きいため、国際マネーフローの姿が大きく変わるとは考えにくく、円安基調が続くだろう。3月はユーロ圏での追加利上げが実施される可能性が高い。こうしたなか、当面、日本や米国からのユーロ圏向け証券投資は堅調に推移し、ユーロ相場を支える要因となるだろう。
- ・国際マネーフローの「資金供給源」となっている国・地域をみると、中国の対米証券投資は、人民銀行が人民元上昇を容認する中で、2006年秋以降やや減少している。また、産油国の対外的な資金供給力は、原油価格の下落が続けば、弱まる可能性が高い。中国や産油国から米国への資金流入が弱含めば、米国の長期金利に上昇圧力がかかり、米国（ひいては世界）の景気回復の足を引っ張る懸念があるため注意が必要である。



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

## 調査部

【お問い合わせ先】海外経済班

西垣秀樹(hideki.nishigaki@murc.jp)

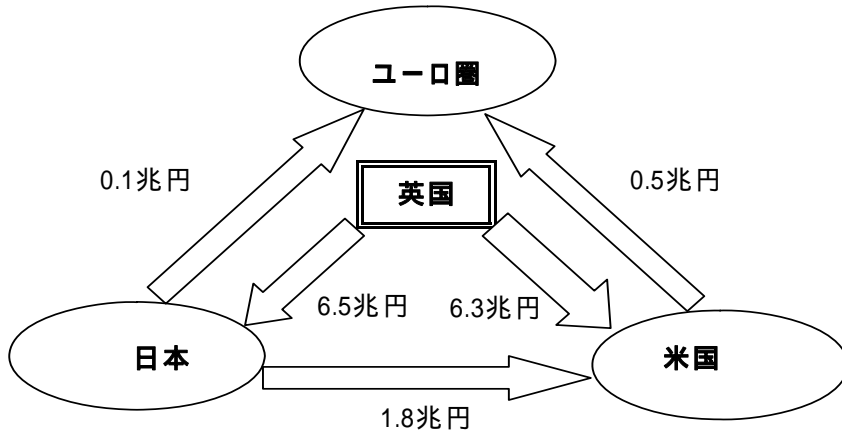
本レポートに掲載された意見・予測等は資料作成時点の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

1. 主要先進国（日本・米国・ユーロ圏・英国）間の資金移動

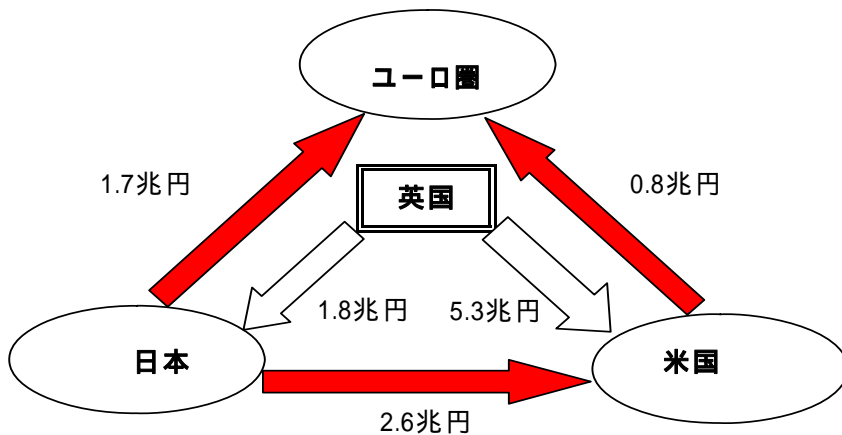
図1 最近3四半期の推移

～英国による資金供給、ユーロ圏への資金流入の増加～

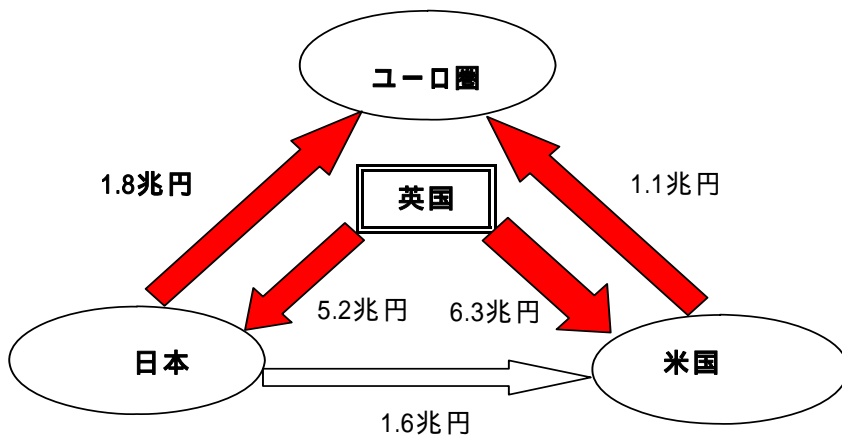
2006年4-6月期（3ヵ月分）



2006年7-9月期（3ヵ月分）



2006年10-11月（直近2ヵ月分）



(注)財務省、米財務省等資料をもとに三菱UFJリサーチ&コンサルティング推計  
 → は 前期に比べて増加したものを示す

## 2. 主要先進国の金融市場～英国が利上げ、ポンドとユーロが堅調

国際マネーフローに大きな影響を与える政策金利は、1月に入って英国で上昇したが、米国、日本、ユーロ圏は変更がない(図2)。

最近の政策金利の決定会合をみると、米国では昨年12月12日、FRB(連邦準備制度理事会)がFF(フェデラルファンド)金利を引き続き年5.25%に据え置くことを決定した。

1月に入ってからは、1月11日にBOE(英国中央銀行)が政策金利(レポレート)を0.25%引き上げ、年5.25%とすることを決めた。英国の政策金利は2006年8月、11月に続く引き上げで、米国のFF金利の水準と並んだ。英国の利上げは市場の予想外であった。

一方、ユーロ圏では、ECB(欧州中央銀行)が1月11日の定例理事会で、政策金利を年3.5%に据え置くことを決めた。1月の据え置きは事前予想に沿うものだった。ただし、トリシェ総裁は物価動向について「非常に綿密な監視が重要」と述べ、先行きの利上げの可能性を示唆した。

日本では日銀が1月18日に開催された金融政策決定会合で無担保コール翌日物金利(誘導目標)の現状維持(0.25%)を決めた。個人消費や消費者物価が弱含んでいる中で、利上げが見送りとなったが、事前の利上げ観測が強かったために、日銀の決定を受けて市場は混乱した。

今後の政策金利の見通しについては以下のとおり。FRBは1月30、31日のFOMC(連邦公開市場委員会)でFF金利を据え置く可能性が高い。日銀は2月(20、21日)の会合で0.25%の利上げに踏み切るとみられる。欧州ではBOEが2月または3月、ECBが3月に、それぞれ0.25%の利上げを実施する可能性が高い。

長期金利(国債10年物利回り)は、米国や英国、ドイツなどではやや上昇している。米国では強めの経済指標の発表を受けて、利下げ予想が後退したことなどから、長期金利は数ヵ月ぶりの水準まで上昇した。日本の長期金利は、日銀の利上げ見送りで先行きの不透明感が強まったことなどから、足元低下している(図3)。

図2 政策金利

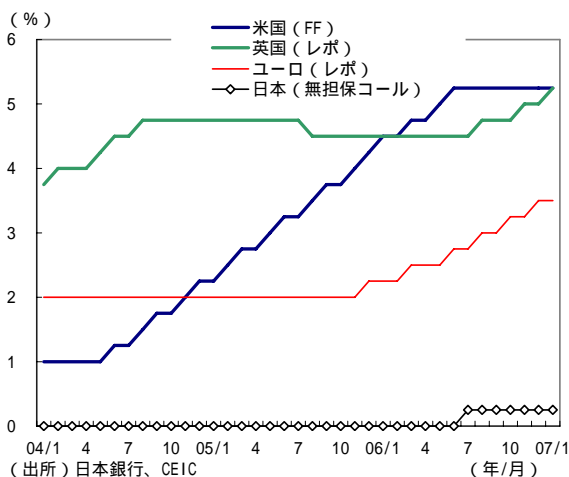
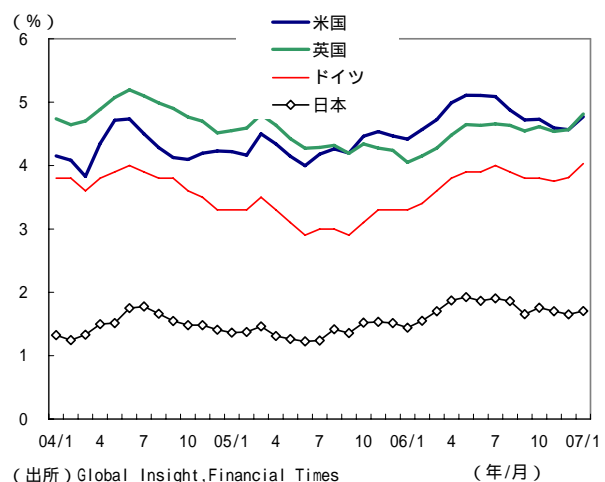


図3 長期金利(国債10年物)

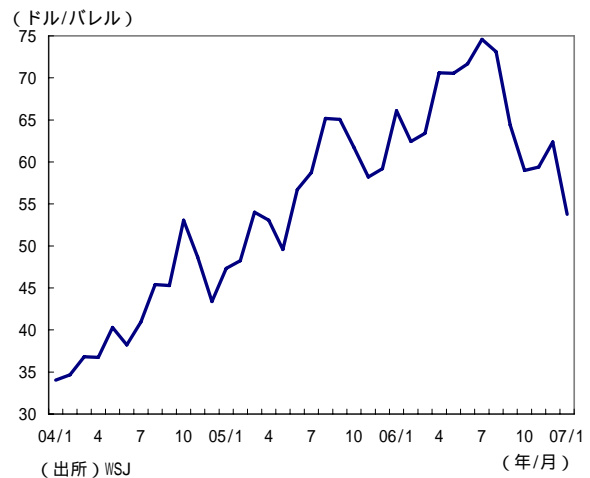
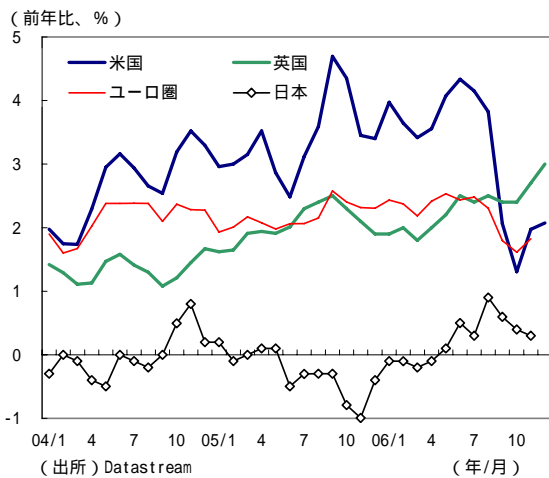


金利に影響を与えるインフレ率の動向をみると、米国の12月の消費者物価上昇率はガソリン価格の急騰もあって前年比2.1%と、2ヵ月連続で伸びが高まった(図4)。変動の大きいエネルギーと食品を除いたコアベースでは前年比2.6%と、前月と同じ。英国では、12月の消費者物価上昇率が前年比3.0%と一段と加速し、1997年1月の調査開始以来の高い伸びを記録した。BOEの目標ライン(2.0%)を大幅に上回っており、追加利上げが予想される。一方、日本ではインフレ率が鈍化傾向にある。

原油価格は、米国北東部の暖冬などで原油在庫が市場予想を大幅に上回る水準に増加したことや、サウジアラビアが追加減産に消極的との見方が広がるなかで、短期の売買益を狙うヘッジファンドなどが売り姿勢を強め、下落傾向で推移している(図5)。

図4 消費者物価上昇率

図5 原油価格(WTI)

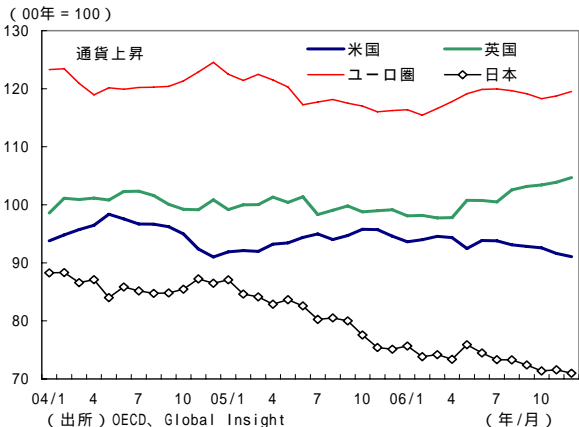
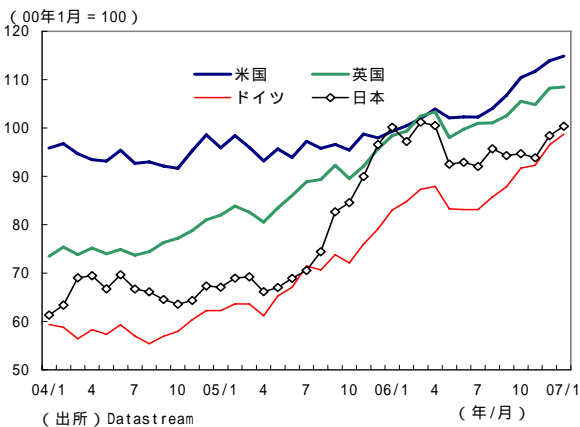


株価をみると、米国では原油価格の下落や、企業業績の好調、住宅市場の底打ちへの期待などを受けて上昇している。日本では、日銀の利上げが見送りとなったことから足元堅調に推移している(図6)。

為替相場(OECD、実質実効ベース、直近2006年12月まで)をみると、ユーロ圏や英国で政策金利が上昇するなか、ユーロやポンドが上昇基調で推移した。一方、景気が減速し、政策金利の据え置きが続いた米国や日本では為替相場が弱含みで推移した(図7)。

図6 株価

図7 実質実効為替相場



ドル円相場の足元の動きを左右する金利差をみると、米国の政策金利の据え置きが当面続く一方、日本での利上げ実施の予想が多いなか、日米金利差が縮小傾向で推移している。もっとも、足元の日米金利差は1月の日銀利上げが見送られたことなどから拡大し、ドルが買い戻されている（足元1ドル121円台で推移）（図8）。ユーロ円相場は、欧州経済の好調などを背景にECBの利上げが3月に実施されると見込まれるなか、金利差の拡大に見合う形でユーロ高・円安傾向が鮮明になっている（図9）。

図8 日米金利差とドル円

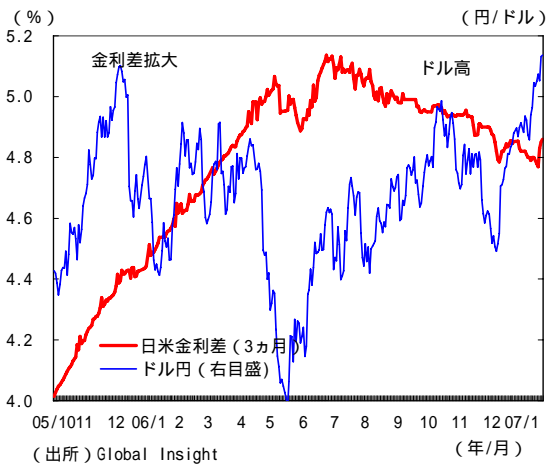
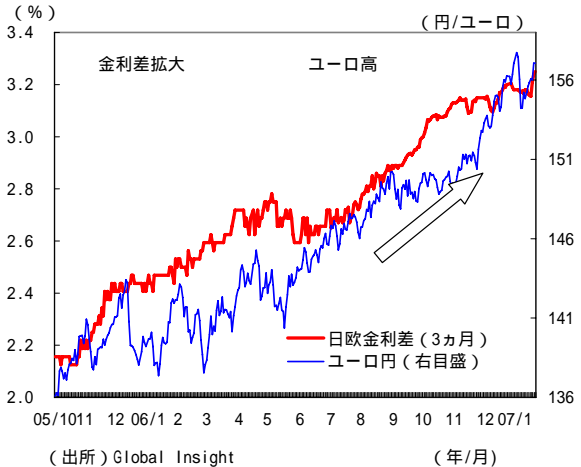


図9 日欧金利差とユーロ円



景気動向をみると、米国、日本を中心に減速傾向で推移している。2006年7-9月期は米国、日本、欧州（ユーロ圏・英国）の実質 GDP 成長率がいずれも前期比年率で鈍化した（図10）。もっとも、10-12月期については、米国の住宅市場に下げ止まりの兆しがみられるほか、12月の米国の鉱工業生産が前月比0.4%増と4ヵ月ぶりに前月水準を上回った（図11）。欧州と日本についても、2006年11月はユーロ圏の生産が前月比0.2%増と3ヵ月ぶりにプラスとなったほか、日本の生産が2ヵ月連続で過去最高水準を記録するなど、明るい動きが出ている。

図10 実質 GDP 成長率

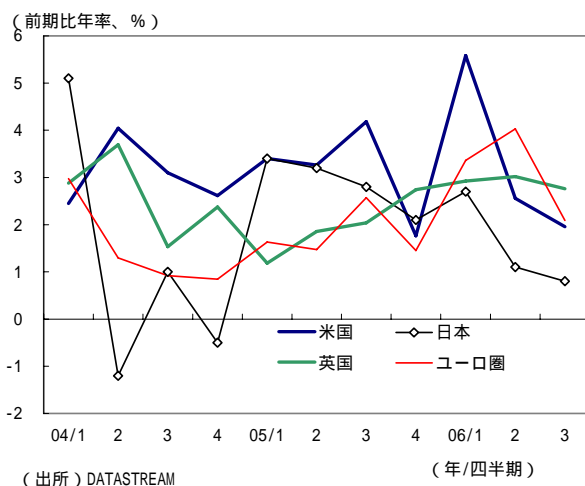
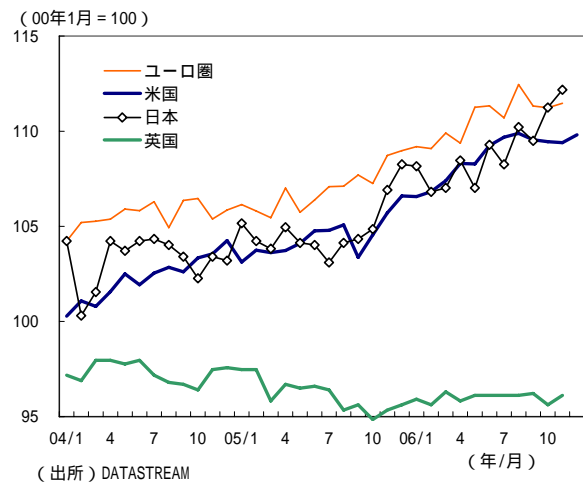


図11 鉱工業生産指数



### 3. 世界の流動性～海外通貨当局の米債投資は堅調

世界の外貨準備(通貨当局が保有する対外資産)は直近2006年10月時点で前年比15.8%となり、2ヵ月連続で伸びが加速した。地域別の内訳をみると、中国やロシアをはじめとする開発途上国が全体の伸びをけん引した(図12)。

中国の外貨準備は昨年12月末に1兆660億ドルに達した(図13)。こうした対外資産の拡大が続くなかで、中国の国内流動性の伸びは高水準で推移している。

世界の外貨準備の約3分の2はドル建て資産で運用されており、その一部は米国債・政府機関債に投資されている。世界の通貨当局の米国債・政府機関債投資残高の前年比は足元でも前年比15%の高い伸びを持続しており、米国の長期金利の安定化要因となっている(図14)。

世界のマネーサプライ(主要先進国、ドルベース、当部推計)は直近2006年11月に前年比10.7%に伸びが拡大した(図15)。ユーロ圏や英国の高い伸びや、ドル安に伴ってドルベースの資産価格が上昇したことなどが影響した。

図12 世界の外貨準備(伸び)

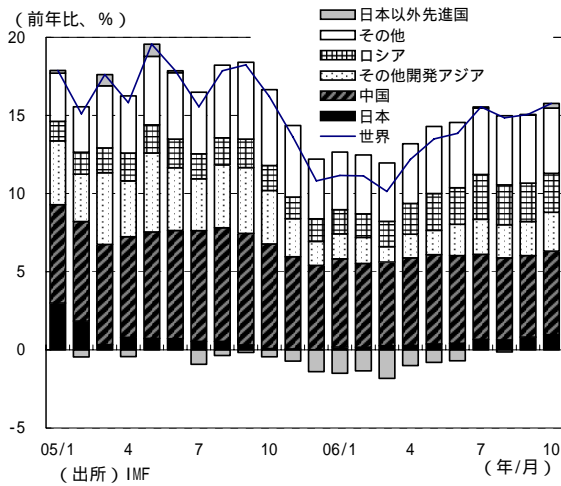


図13 主な国の外貨準備(水準)

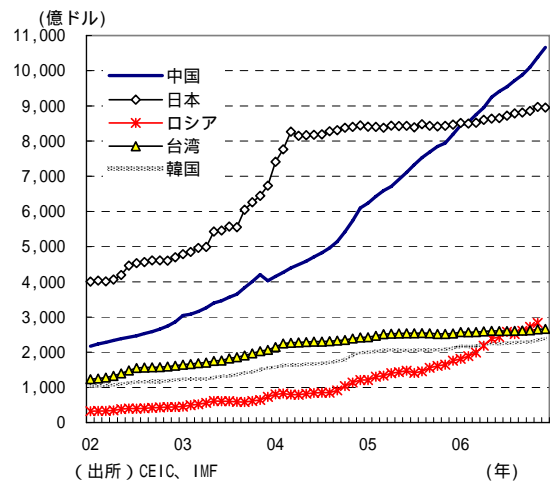


図14 海外通貨当局の対米投資と米国金利

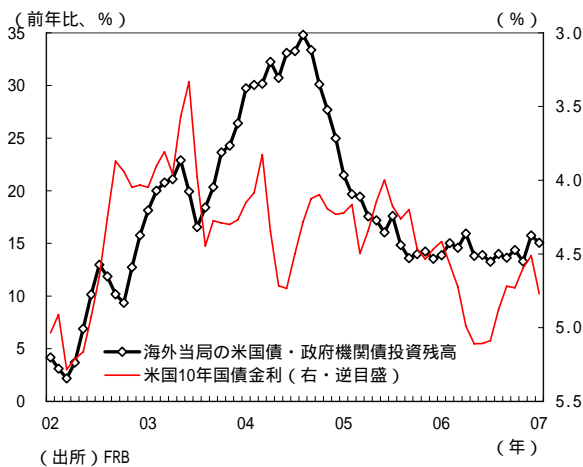
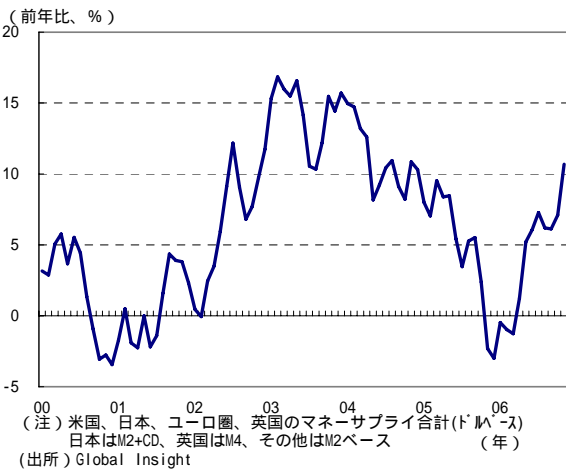


図15 世界のマネーサプライの伸び



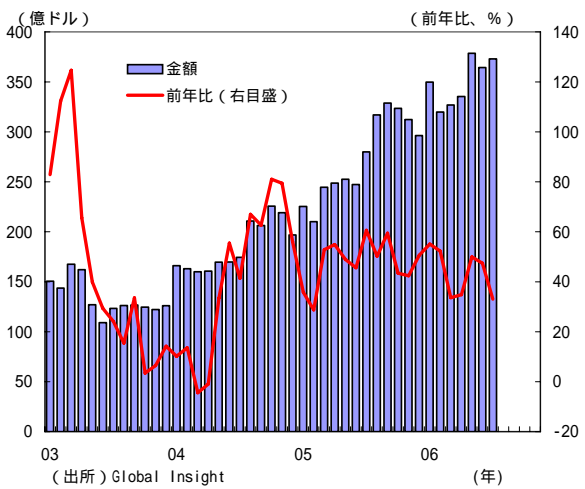
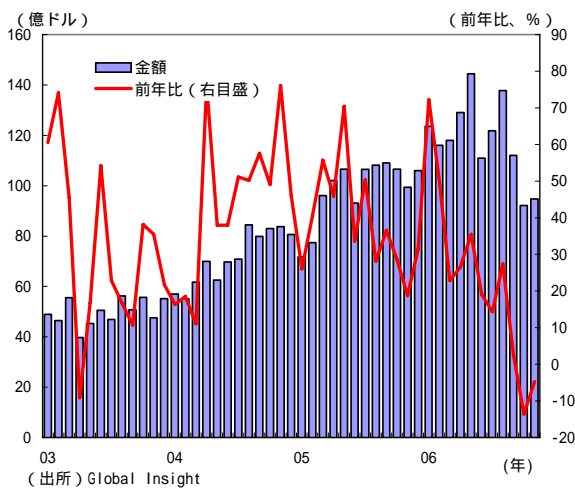
#### 4. 世界に資金を供給する産油国と中国:貿易収支と国内流動性

近年、経常黒字に伴って対外資産を急速に拡大させている産油国と中国は、世界に対する主要な「資金供給源」に位置づけられる。産油国や中国の貿易黒字の推移は、対外債権の増加ペースや世界への資金供給圧力に対応しており、国際マネーフローに大きな影響を与える要因である。

まず、産油国の貿易収支をみると、ロシアの貿易黒字は高水準で推移しているが、2006年半ば以降、原油価格が下落するなかで、鈍化傾向が鮮明になっている(図16)。また、OPEC(11カ国)の貿易黒字(IMF、DOTベース)は2006年7月分まで公表されているが、2006年後半には鈍化した可能性が高い(図17)。

図16 ロシアの貿易収支

図17 OPECの貿易収支

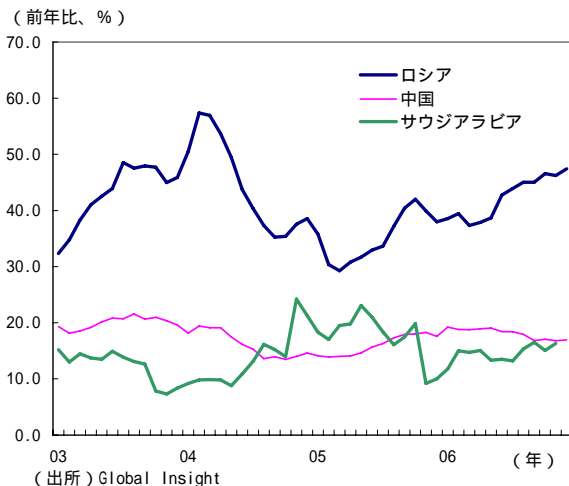
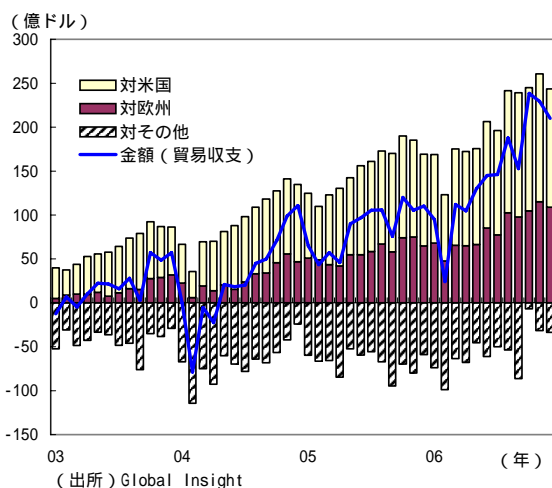


中国の貿易黒字は、米国向けや欧州向けの輸出拡大が続くなか、高水準を維持しているが、2006年12月は210億ドルと前月からやや減少した(図18)。

産油国や中国では、貿易黒字の拡大を背景に、国内の流動性が高い伸びを持続している。ロシアでは2006年12月のマネーサプライ(M2)の伸びが前年比47%と一段と加速するなど、インフレ圧力が強まっている(図19)。

図18 中国の貿易収支

図19 産油国・中国のマネーサプライの伸び



## 5. 世界から資金を受け入れる米国～米国をとりまく証券投資

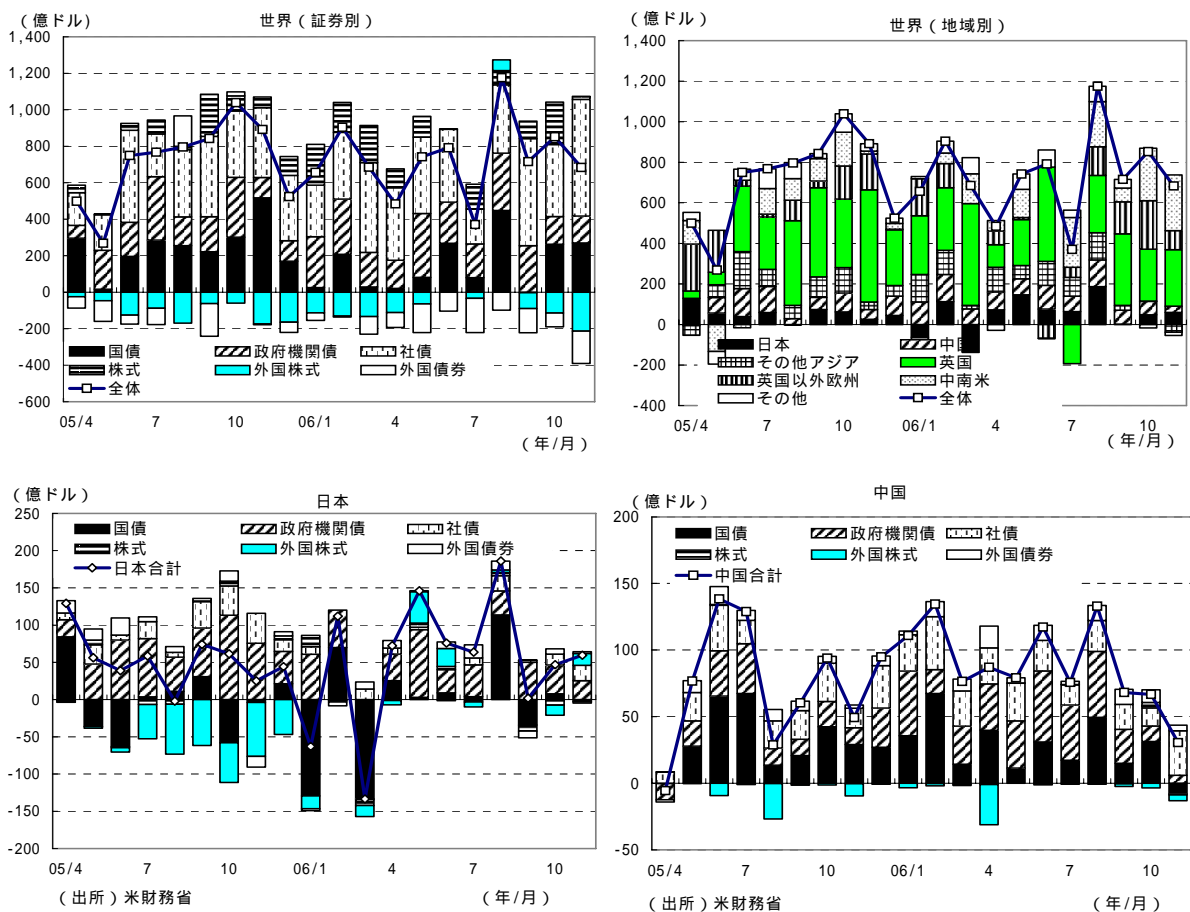
世界最大の資金の需要主体である米国をとりまく証券投資の動向に注目する。

2006年11月の対米証券投資（流入超過額、米国資本含むベース）は684億ドルと前月対比でやや縮小した（図20）。

11月の対米証券投資を証券別にみると、ネット流入超過額は国債や社債で拡大したものの、株式や政府機関債では前月水準より縮小した。一方、米国資本による対外証券投資は前月より拡大した。証券投資の動向を国・地域別にみると、11月は英国以外の欧州や中国からのネット流入額が縮小した。中国からの対米投資の縮小は、外貨準備のユーロなど他資産への分散化を反映している可能性がある。

海外全体の米国債投資動向に注目すると、フローでは公的部門、民間部門ともに買い越しとなったが、特に民間部門の買い越し額は254億ドルと前月より拡大した。一方、ストックをみると、海外部門の米国債保有残高は2兆1,990億ドルと2ヵ月連続で増加した。なお、2006年11月時点のストック残高を国別にみると、大きい順に、日本6,374億ドル、中国3,465億ドル、英国2,235億ドル、石油輸出国971億ドルとなっている。石油輸出国の米国債保有残高は原油価格の下落の影響もあって2006年8月をピークに3ヵ月連続している。

図20 対米証券投資の動向





## 6. リスク要因としての世界的不均衡～米国の対中貿易赤字は一段と拡大

世界的不均衡（グローバルインバランス＝米国の経常収支赤字）の拡大は、国際金融市場の不安定要因となる。米国の経常収支赤字の拡大は将来的には持続可能でなく、中長期的なドル安要因となるため、経常収支の動向が注目されている。

米国の経常収支赤字は直近、2006年7-9月期に2,255億ドル（年率9,022億ドル、GDP比6.8%）と過去最高水準を記録した（図21）。

経常収支赤字の大部分を占める貿易赤字（国際収支・財サービスベース）は2006年11月に582億ドルと、3ヵ月連続で縮小した（図22）。最大の赤字相手国である中国向けの貿易赤字も縮小に転じた。

図21 米国の経常収支

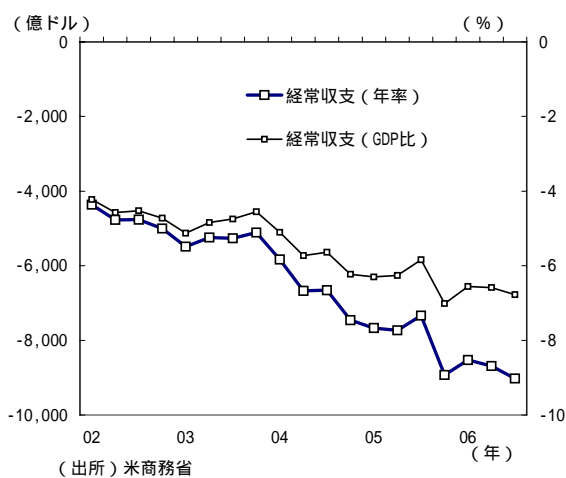
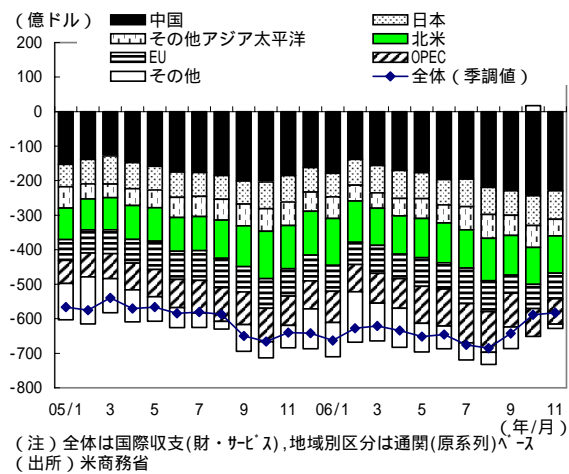


図22 米国の貿易収支



米国の対外赤字（貿易赤字・経常収支赤字）が拡大するなかで、赤字が円滑にファイナンスされるかが問題となる。直近2006年7-9月期は、英国（オイルマネーの再投資を含む）からの純投資が前期に続いて減少する一方、中南米（カリブ諸国）や中国からの純投資が増加し、米国の経常収支赤字がファイナンスされた（図23）。こうしたなか、ドル相場はポンドやユーロに対して下落しているものの、円に対して上昇しており、実効（対主要国通貨）ベースでは横ばい圏内で推移している（図24）。

図23 米国の経常赤字とファイナンス

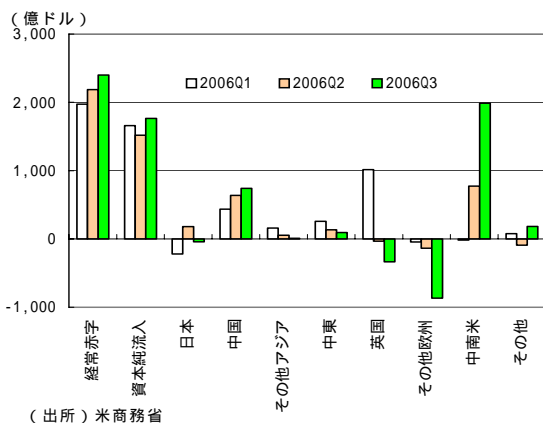
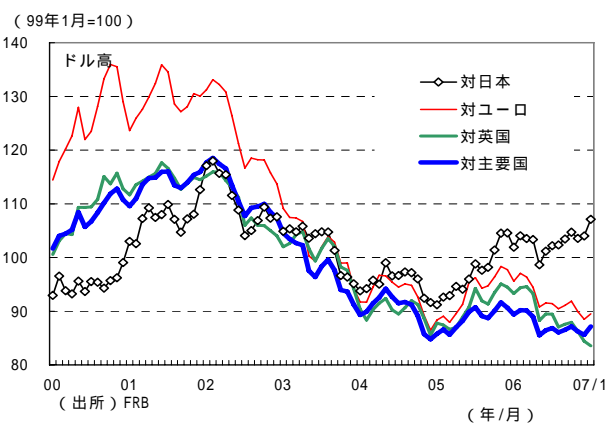


図24 ドル相場（名目ベース）

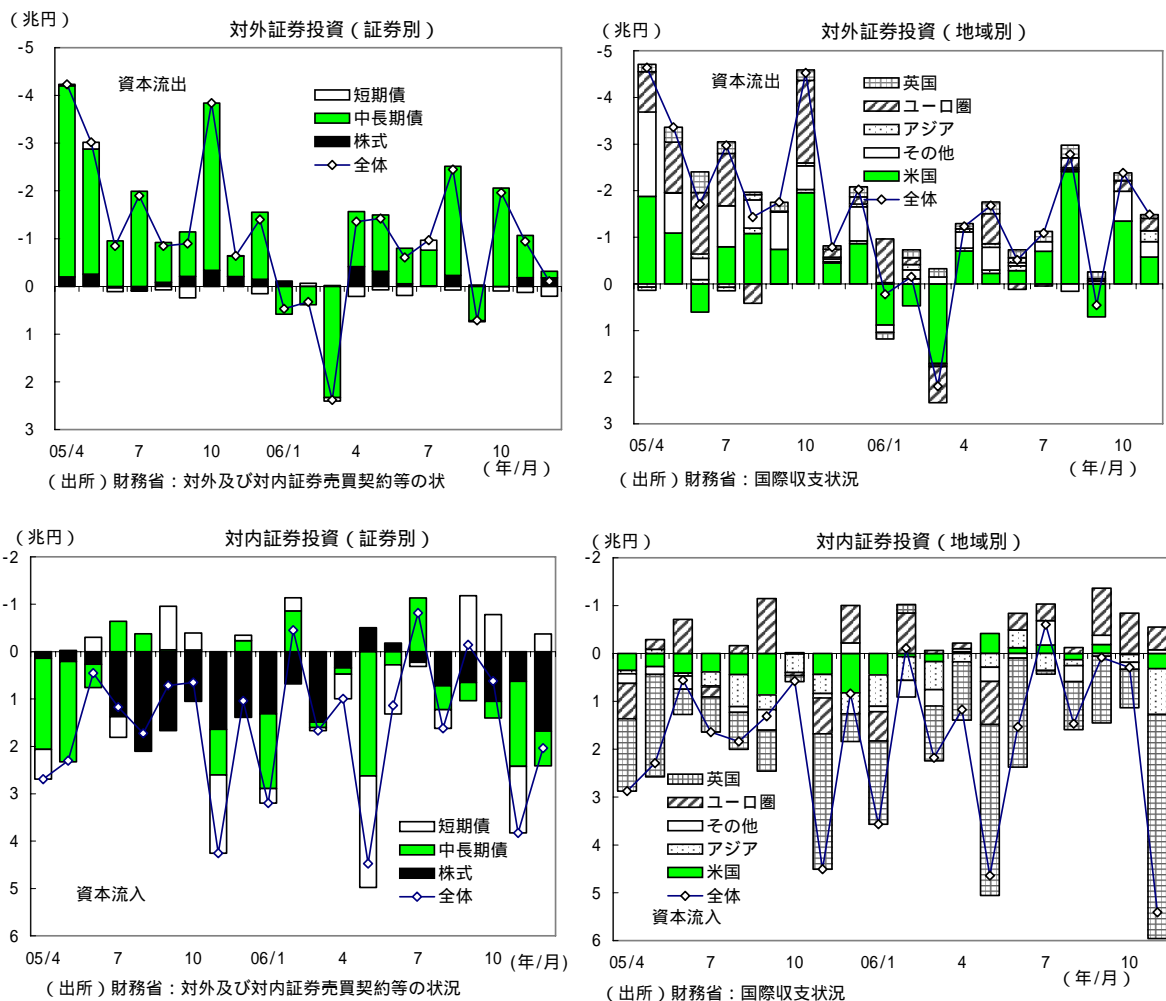


7. 日本をとりまく資本移動～対日株式投資は12月まで6ヵ月連続で買い越し

日本の対外証券投資は、2006年12月に1,085億円の買い越し（流出超過）となった。買い越しとなったのは3ヵ月連続（図25左上）。内訳をみると、中長期債が3ヵ月連続で買い越しとなった。米国の利下げ観測などを背景に、米国の債券相場が堅調に推移するなか、日本の銀行など機関投資家が積極的に米国の中長期債を購入したことが影響したとみられる（図25右上）。

一方、日本への対内証券投資（外国人投資家による対日証券投資）は12月に2兆392億円の流入超過となった（図25左下）。対内証券投資が流入超過となったのは3ヵ月連続。内訳をみると、11月は株式投資、中長期債投資がいずれも入超となった。特に、株式投資の流入超過額は1兆6,774億円と前月から大幅に拡大し、6ヵ月連続でプラス（買い越し）となった。最近の対日証券投資を国別にみると、英国からの投資（株式投資）が中心となっている。

図25 日本をとりまく証券投資



## 8. アジアの金融市場～中国株価が一段と上昇する一方、タイ株価が低迷

アジア主要国の株式市場は、アジア諸国の景気が堅調に推移するなかで株価が上昇傾向で推移しているが、タイでは昨年12月の暴落以降、低迷が続いている。

アジア主要国の株価をみると、中国では当局の不動産規制などを背景に株式市場への資金流入が増加するなか、中国上海総合株価指数が一段と上昇している（図26）。中国以外の株価についても、景気の堅調を反映して、シンガポールや香港などで最高値を更新している。ただし、タイでは12月に中央銀行が通貨上昇につながる投機資金の流入規制を発表したことなどから、外国人の投資マインドが低下し、足元で低迷が続いている。アジア主要国の為替相場をみると、人民元相場の上昇傾向が続いている。昨年1年間の対ドル上昇率は3%強。一方、韓国などその他多くのアジア通貨は軟調に推移している（図27）。

図26 株価

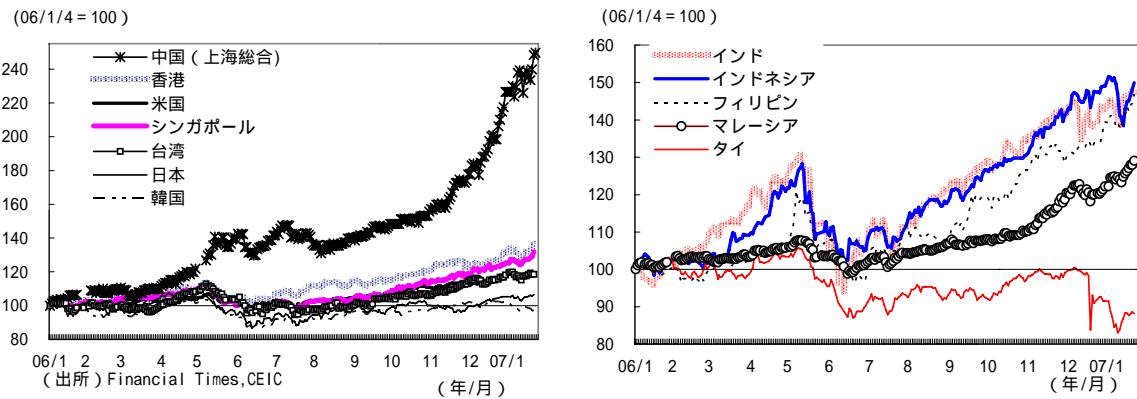
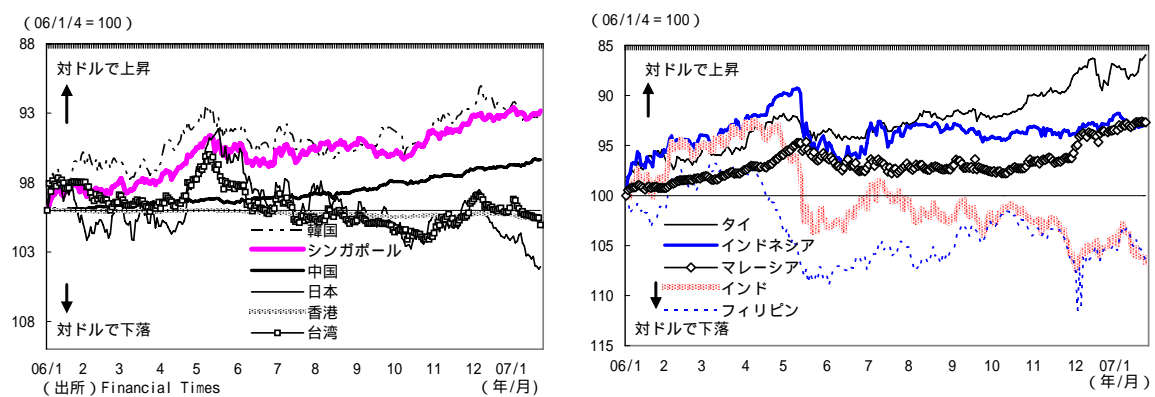


図27 為替



本レポートは情報提供を唯一の目的としており、何らかの金融商品の取引勧誘を目的としたものではありません。また掲載された意見・予測等は資料作成時点での判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。