

国際マネーフローレポート（07年2月）

～日銀の利上げでも円安基調は変わらず、ユーロ圏への資金流入進む～

<要旨>

【主要先進国間の証券投資】

- ・主要先進国（日本・米国・ユーロ圏・英国）の間の証券投資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純投資が増加している。日本や米国に対しては、オイルマネーが経由する英国が大量に資金を供給している。

【主要先進国の金利、株価、為替相場】

- ・政策金利は2月21日、日本で0.25%引き上げられた。米国、英国、ユーロ圏については最近1ヵ月間変化がないが、3月にユーロ圏で0.25%引き上げられる見込みである。株価は、成長率の加速や原油価格の安定などを背景に各国とも上昇傾向で推移している。為替相場は2月10日のG7会合で円安問題が焦点にならなかったことや、日銀の次回利上げが6ヵ月程度先と予想されるなかで、円安基調が続いている。

【世界の流動性・外貨準備】

- ・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】

- ・米国の貿易赤字は12月に再び拡大した。しかし米国の対外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）は比較的安定している。

【国際マネーフローの注目点】

- ・第1は、日銀の利上げを契機としたキャリートレード（低金利の円で資金調達して高金利通貨で運用）の巻き返しの可能性である。しかし、米欧に比した金利差が依然として大きい上に、今後インフレ率の低下が見込まれる日本で金融緩和が継続する可能性が高いことを踏まえると、巻き返しの可能性は小さいと判断される。
- ・第2は、国際マネーフローの「資金供給源」に位置づけられる中国と産油国の対外投資動向である。中国の対米証券投資は、2006年9～11月に弱含んだことで若干懸念されたものの、12月には大幅増加に転じており、ドル離れは生じていない。一方、産油国マネーは2006年半ば以降の原油価格の下落で先細りも懸念されたが、足元原油価格は下げ止まっている。このため、中国と産油国のマネーが金融市場の攪乱要因になる可能性も当面小さい。



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

調査部

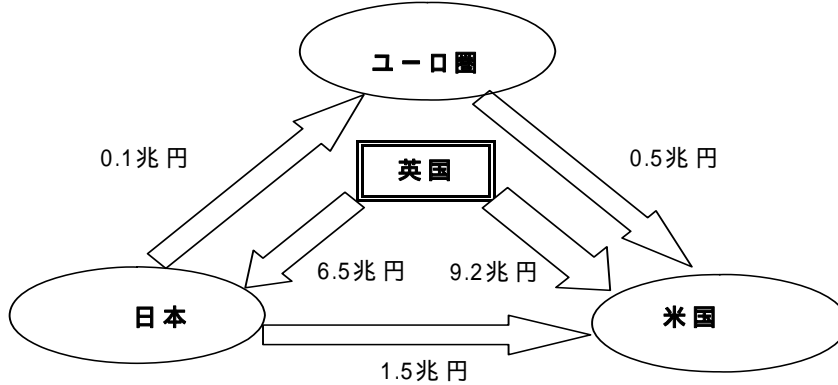
【お問い合わせ先】海外経済班 西垣秀樹 (hideki.nishigaki@murc.jp)

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。

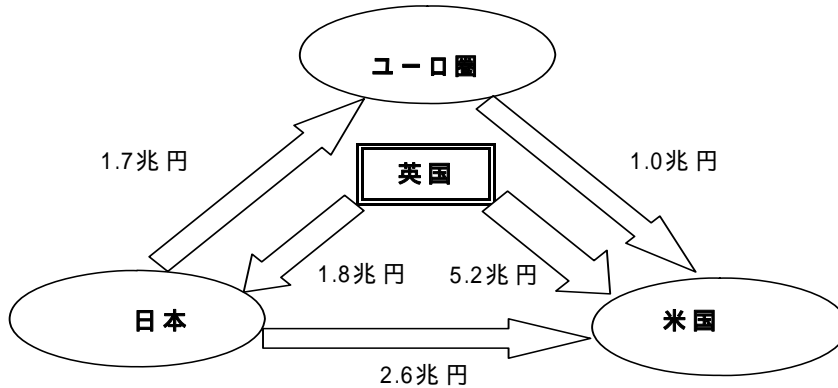
1. 主要先進国（日本・米国・ユーロ圏・英国）間の証券投資

図1 最近3四半期の証券投資（ネット、円換算ベース）
 ~最近では「英国 日本 ユーロ圏」の流れが顕著~

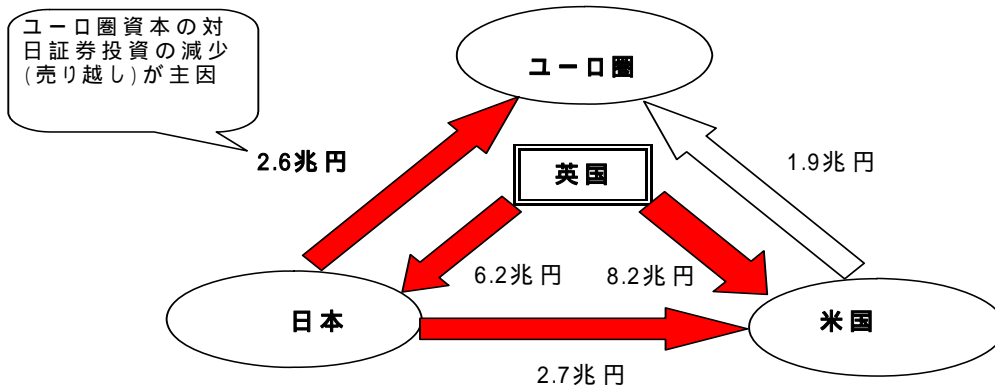
2006年4-6月期（3ヵ月分合計）



2006年7-9月期（3ヵ月分合計）



2006年10-12月期（3ヵ月分合計）



ユーロ圏資本の対日証券投資の減少（売り越し）が主因

(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. 主要先進国の金利と為替相場～日銀が利上げするも、円安基調が続く

【政策金利と長期金利】

日銀は2月21日に開催した金融政策決定会合で政策金利である無担保コール翌日物金利（誘導目標）を0.25%引き上げ、0.5%とした（図2）。日銀の利上げは2006年7月以来、7ヵ月ぶり。福井総裁は今後も低金利によって金融緩和状態を維持するとした。先行きについては、昨年後半以降の原油価格の下落の影響でインフレ率が低下する可能性が高いことから、今後少なくとも6ヵ月程度は政策金利の据え置きが続くとみられる。FRB（米連邦準備制度理事会）は1月30日、31日に開催したFOMCで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。バーナンキFRB議長は2月14日の議会証言でインフレ圧力の後退を指摘したことなどから、当面据え置きが続く見込みである。

欧州では、ECB（欧州中央銀行）とBOE（英国中央銀行）が2月8日、政策金利（レポレート）の現状維持を決めた（ユーロ圏3.5%、英国5.25%）。ただし、ECBのトリシェ総裁はインフレリスクについて強い警戒を示したことから、3月の利上げの可能性が高まった。一方、英国では2月の消費者物価上昇率が鈍化したことなどから、3月は利上げが見送りとなる可能性が高い。

長期金利（国債10年物利回り）は、インフレ懸念が比較的高い、英国やドイツでやや上昇しているが、米国や日本では横ばい圏内で推移している（図3）。

図2 政策金利

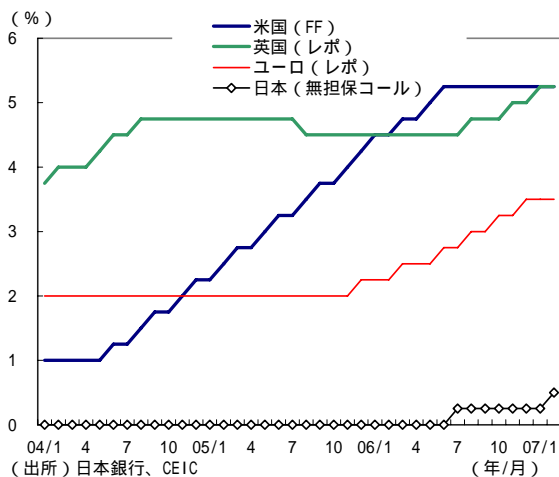
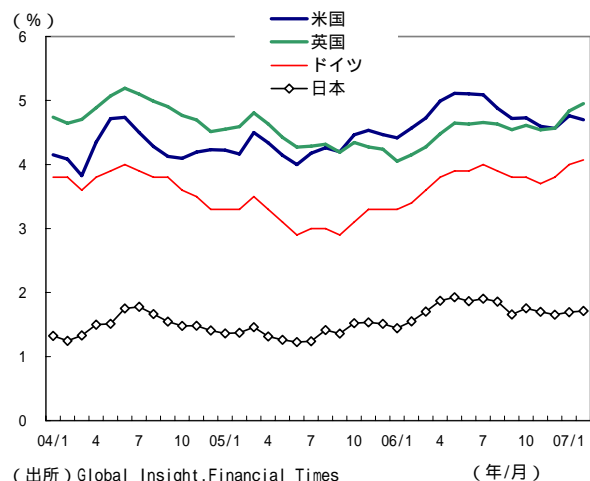


図3 長期金利（国債10年物）



【金利差と為替相場】

日本と米国の金利差は、2006年夏場以降、米国の政策金利の据え置きが続く一方、日本で利上げが実施されるとの観測から縮小傾向で推移した。2007年1月になって日本の利上げが見送られたことで日米金利差が一時拡大に転じたが、再び縮小している。ドル円相場は、日銀の利上げ前にドル安・円高が進んだものの、利上げ実施後は、日本の追加利上げが当面先との見方が広がり、ドルが反転上昇した(足元1ドル121円台)(図4)。

日本とユーロ圏の金利差は、2月中旬まではユーロ圏の追加利上げ観測などを背景に拡大したが、21日の日銀利上げを受けて縮小している。ユーロ円相場は、金利差を反映してユーロ高・円安傾向で推移している(図5)。英国と日本の金利差は、2月中旬に英国の弱いインフレ指標が発表されたことを受けて急速に縮小したが、ポンド円相場は足元でポンド高に転じている(図6)。

実質実効ベースの為替相場(値が大きいほど当該通貨が強いことを示す。OECDベース、直近2006年12月まで)をみると、ユーロや英ポンドは金利上昇を反映して強くなっている(図7)。

図4 日-米金利差とドル円相場

図5 日-ユーロ圏金利差とユーロ円相場

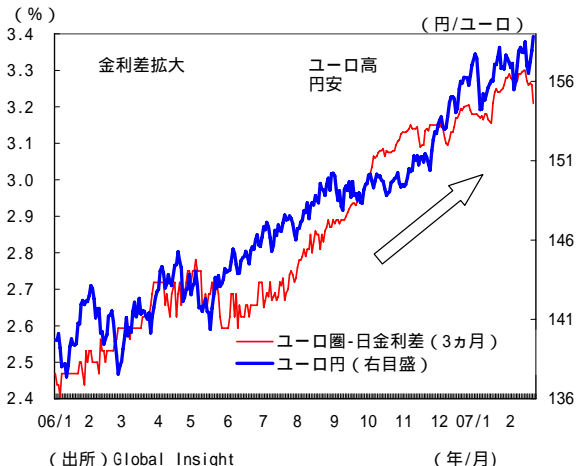
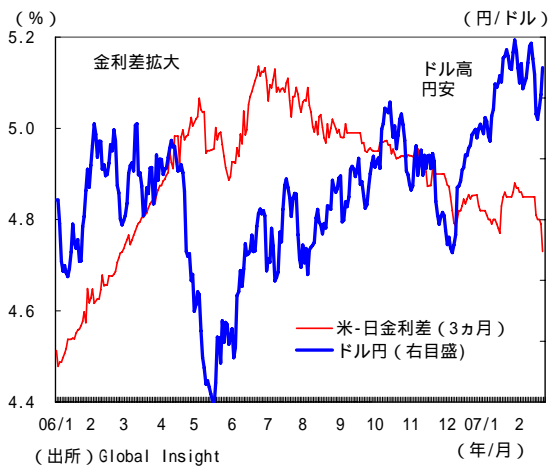
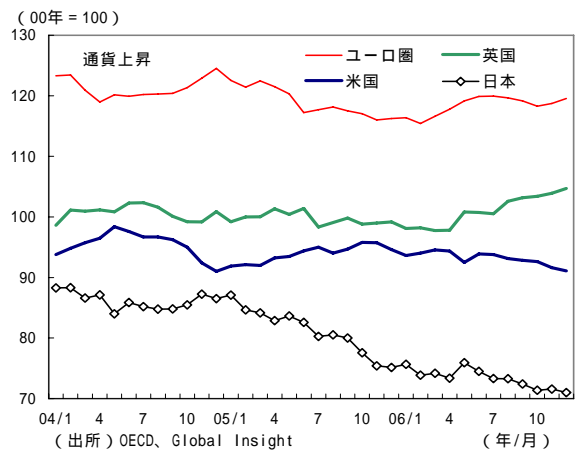


図6 日-英金利差とポンド円相場

図7 実質実効為替相場



【株価・成長率・インフレ率】

株価をみると、米国では原油価格の安定や企業業績の堅調などを受けて上昇している(図8)。2月14日に示されたバーナンキ議長による米国景気に対する明るい見通し(インフレの沈静化)も市場で好感された。一方、日本では実質GDP成長率が前期比年率4.8%の高水準を記録したことなどから株価が上昇した(図9)。2006年10-12月期の実質GDP成長率は日本、米国、ユーロ圏、英国のいずれも加速した。

インフレ率の動向をみると、米国の1月の消費者物価上昇率は前年比2.1%となったが、コアベースでは医療費関連の上昇で同2.7%と3ヵ月ぶりの高い伸びを記録した(図10)。一方、英国では、1月の消費者物価上昇率が前年比2.7%に鈍化したが、BOEの目標ライン(2.0%)を依然として上回っている。

原油価格は、米国北東部の寒気の緩みなどを反映して下落圧力がかかる一方、イランの核開発問題など政治的リスクを背景とした上昇要因もあり、1バレル=60ドル前後の横ばい圏内で推移している(図11)。

図8 株価

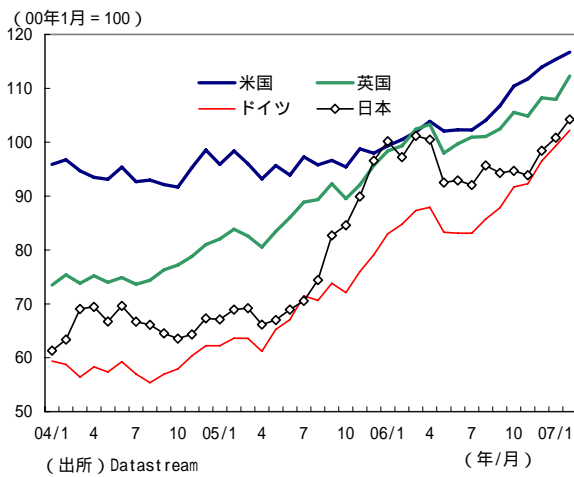


図9 実質GDP成長率

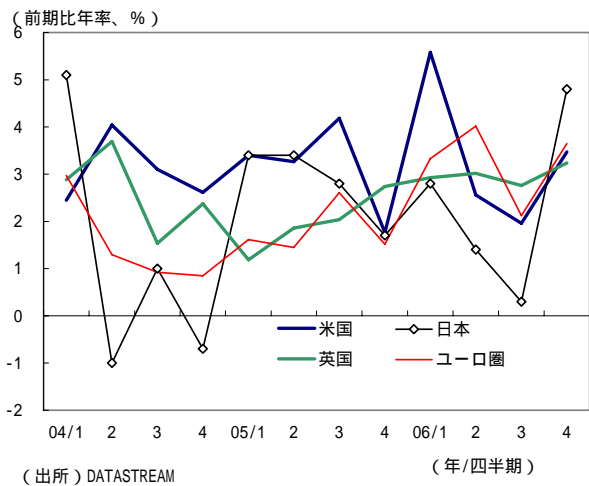


図10 消費者物価上昇率

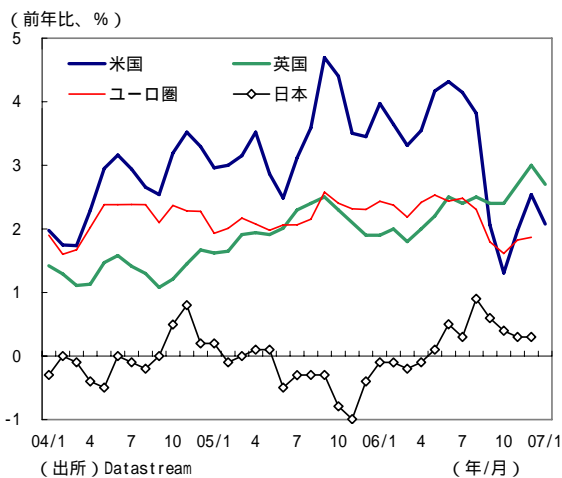
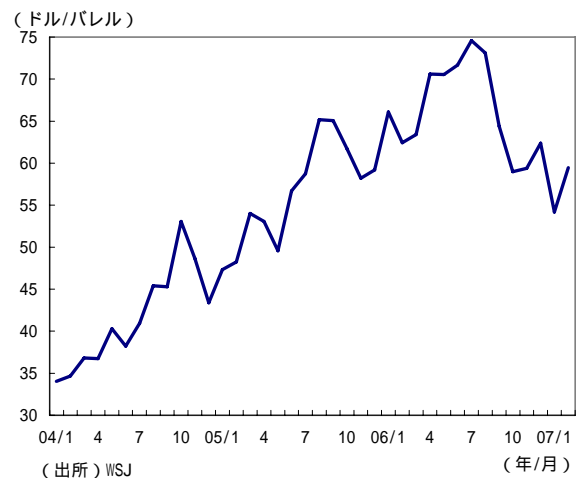


図11 原油価格(WTI)



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11月時点で前年比16.8%となり、3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、13)。

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は足元でも2桁の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)。

主要先進国のマネーサプライ(ドルベース、合計、当部推計)は直近2006年12月に前年比11.7%に伸びが拡大した(図15)。ユーロ圏や英国の高い伸びが効いている。

図12 世界の外貨準備(伸び)

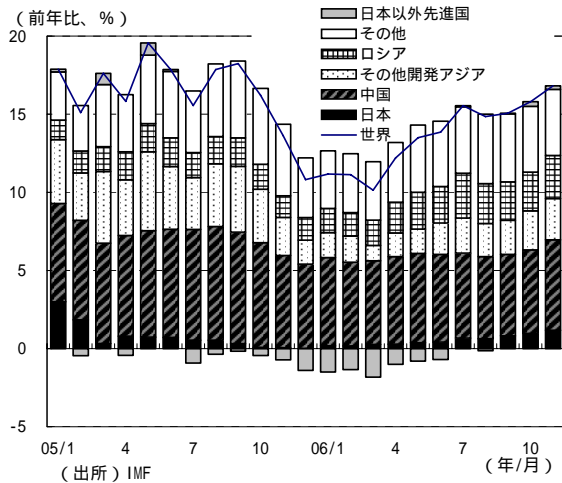


図13 主な国の外貨準備(水準)

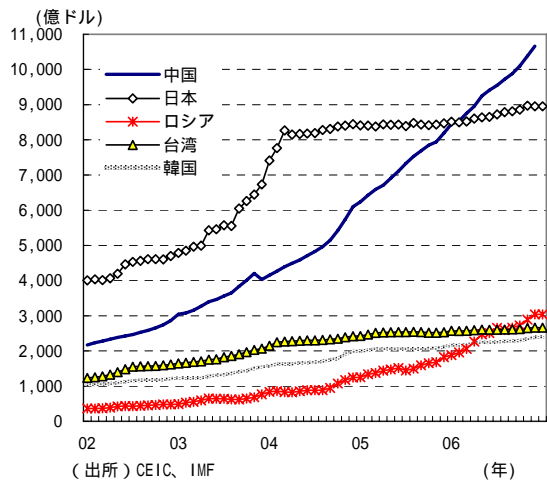


図14 海外通貨当局の対米投資と米国金利

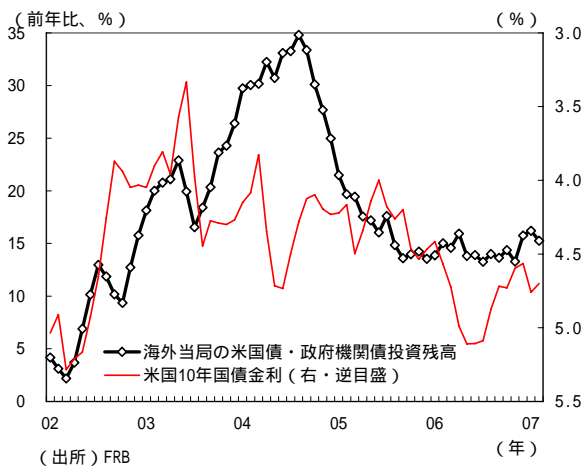
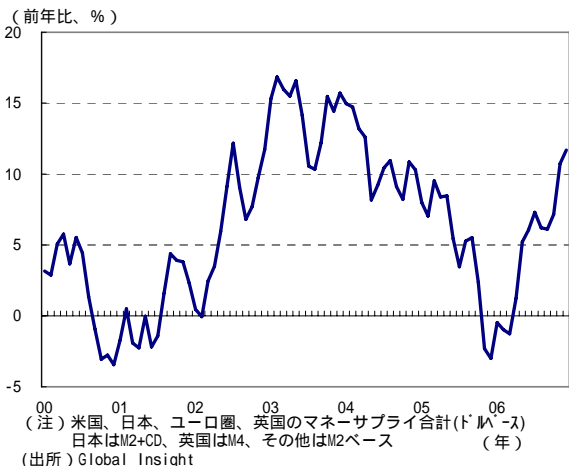


図15 先進国のマネーサプライの伸び



4. 世界に資金を供給する中国と産油国

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中国や産油国は、世界に対する主要な「資金供給源」に位置づけられる。中国や産油国の貿易黒字は、対外債権の増加や世界への資金供給圧力に対応している。産油国マネーは英国の銀行に預金されることで世界各国に再投資されるケースが多い。

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、2007年1月は159億ドルと3ヵ月連続で減少した（図16）。ロシアの貿易黒字も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17）。

図16 中国の貿易収支

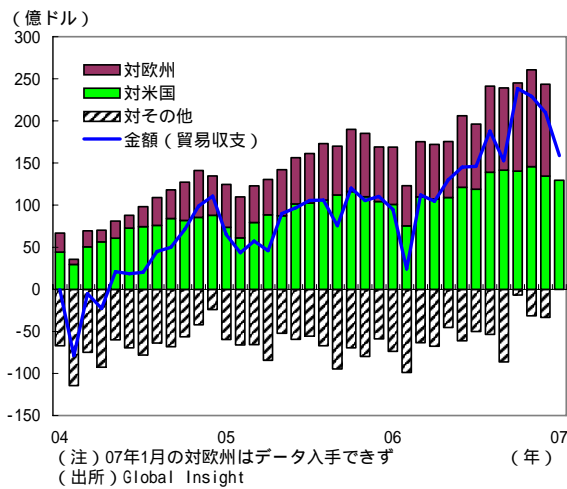
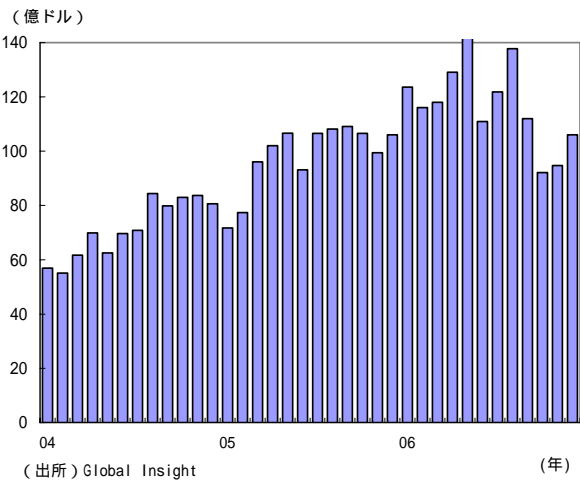


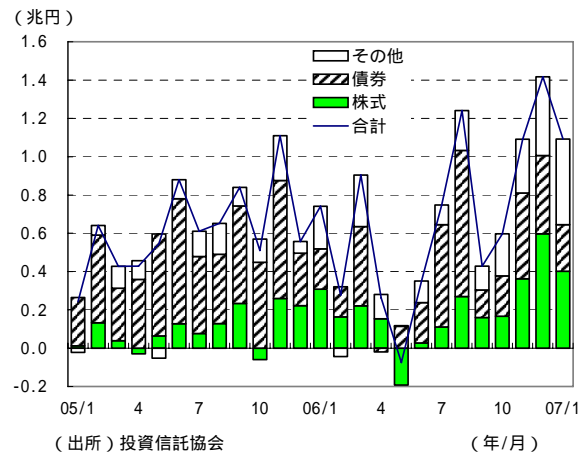
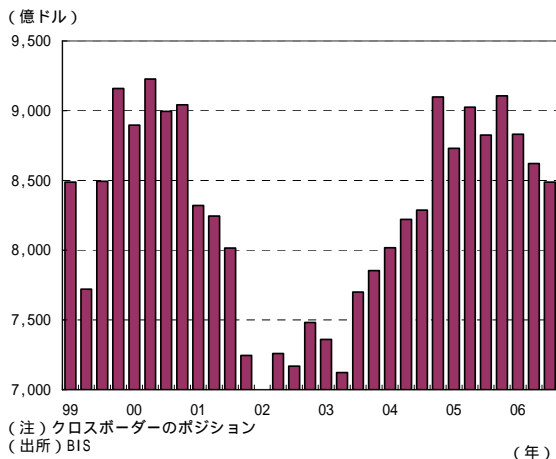
図17 ロシアの貿易収支



5. 日本から海外に向かうマネー

主要国銀行の円建て対外債権残高は、金利差に注目したキャリートレードの活発な動きなどを反映して高水準で推移している（図18）。また、日本の外貨建て投資信託残高は前月比増加が持続しているが、1月は増加ペースが減速した（図19）。

図18 主要国銀行の円建て対外債権残高 図19 日本の外貨建投資信託残高の前月差

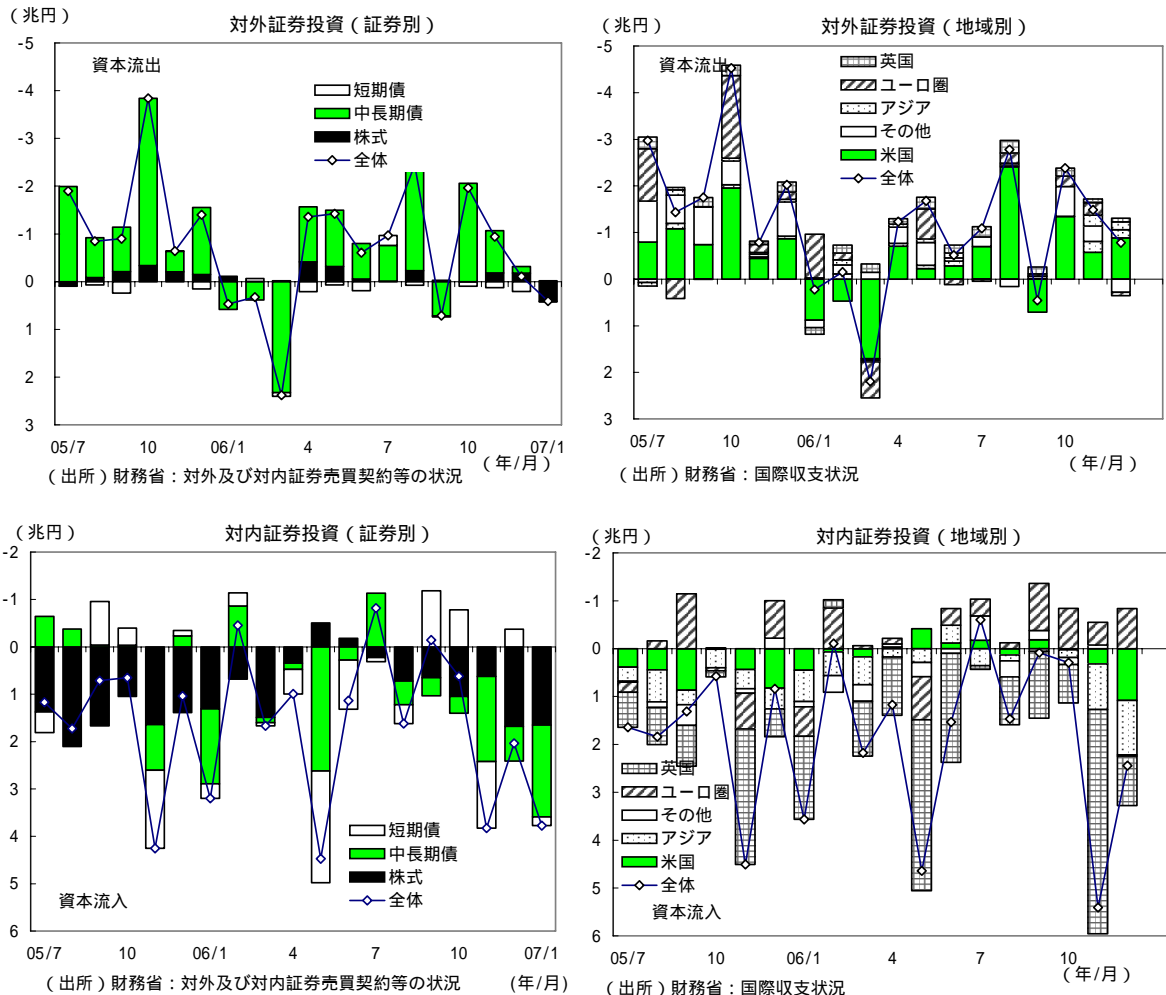


6. 日本をとりまく資本移動～対日株式投資は1月まで7ヵ月連続で買い越し

日本の対外証券投資（日本人投資家による海外資産への投資）は、2007年1月に4,067億円の売り越し（流入超過）となった。売り越しとなったのは4ヵ月ぶり（図20左上）。内訳をみると、株式が3ヵ月ぶりに売り越しとなったことが主因。

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3兆7,753億円の流入超過となった（図20左下）。対内証券投資が流入超過となったのは4ヵ月連続。内訳をみると、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1兆6,499億円と前月に続き高水準となり、7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）が堅調である。

図20 日本をとりまく証券投資



7. 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

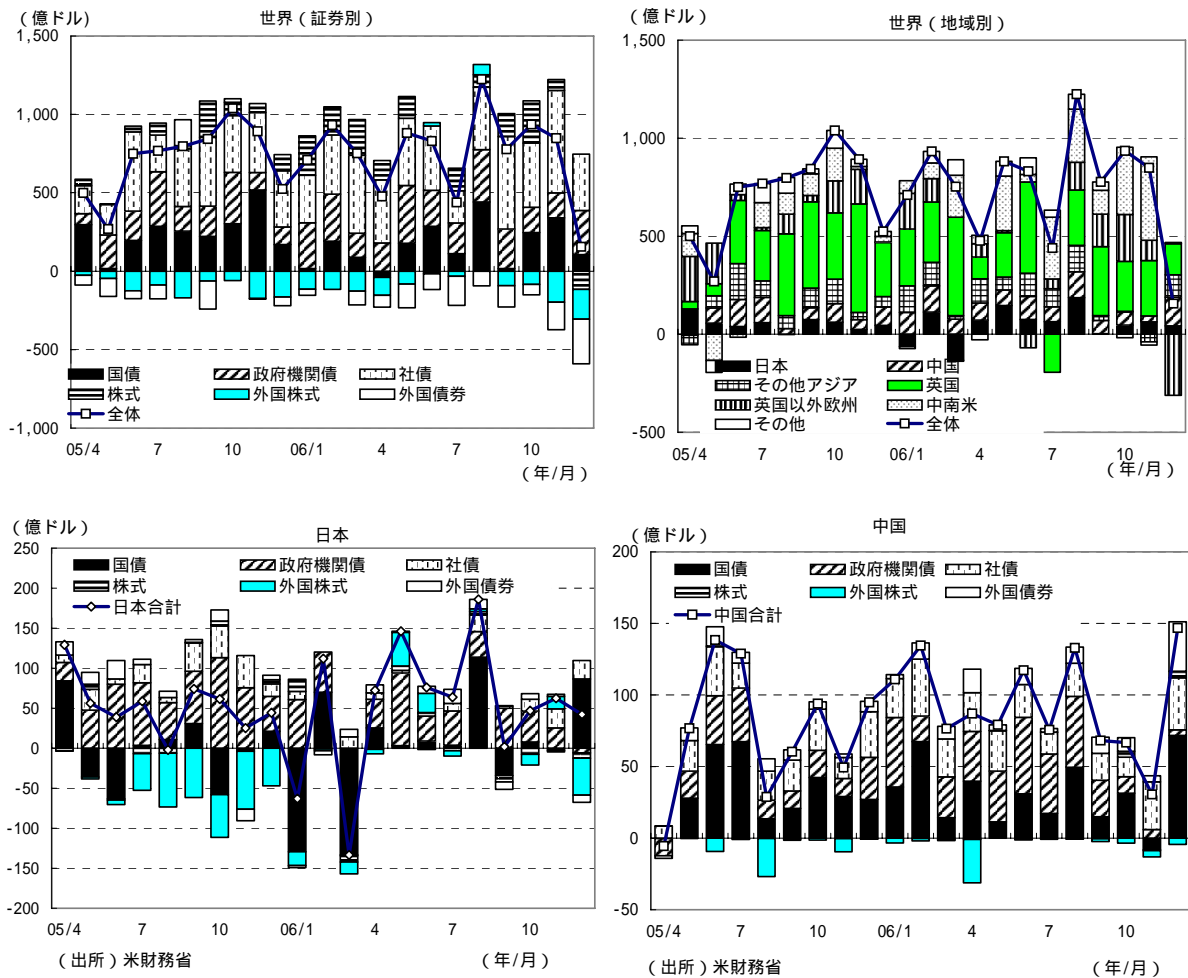
世界最大の資金の需要主体である米国への証券投資の動向をみてみよう。

2006年12月の対米証券投資（流入超過額、米国資本含むベース）は156億ドルと2ヵ月連続で減少した（図21）。

12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政府機関債で増加したが、国債や社債が前月水準より減少した。一方、米国資本による対外証券投資は前月より一段と拡大した。証券投資の動向を国・地域別にみると、米国からユーロ圏への資本移動が顕著となった。

海外全体の米国債投資額（12月）をみると、フローでは民間部門が45億ドルに対して、公的部門が61億ドルの買い越しとなった。一方、ストックをみると、海外部門の米国債保有残高は2兆2,235億ドルと3ヵ月連続で増加した。2006年12月時点のストック残高を国別にみると、大きい順に、日本6,443億ドル、中国3,496億ドル、英国2,391億ドル、石油輸出国1,009億ドルとなっている。石油輸出国の米国債保有残高は5ヵ月ぶりの前月比増加に転じた。

図21 対米証券投資の動向



8. リスク要因としての世界的不均衡～米国の貿易赤字は再び拡大

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22）。

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12月に612億ドルと、4ヵ月ぶりに増加した（図23）。一方、最大の赤字相手国である中国向けの貿易赤字は引き続き縮小した。

図22 米国の経常収支

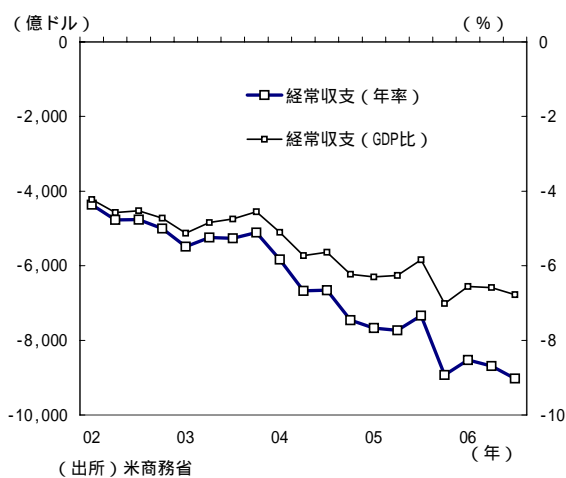
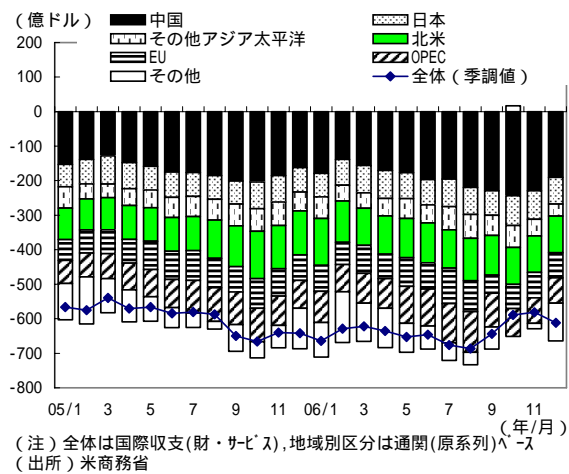


図23 米国の貿易収支



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24）。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25）。

図24 米国の経常赤字とファイナンス

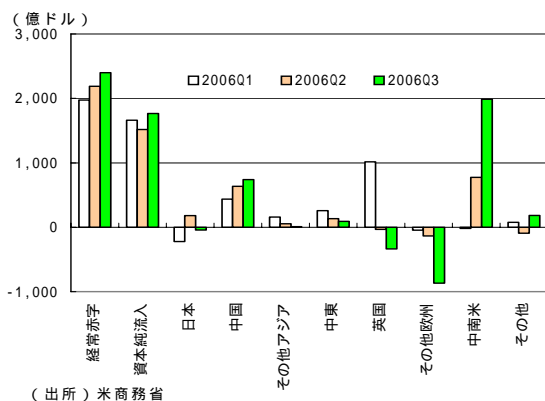
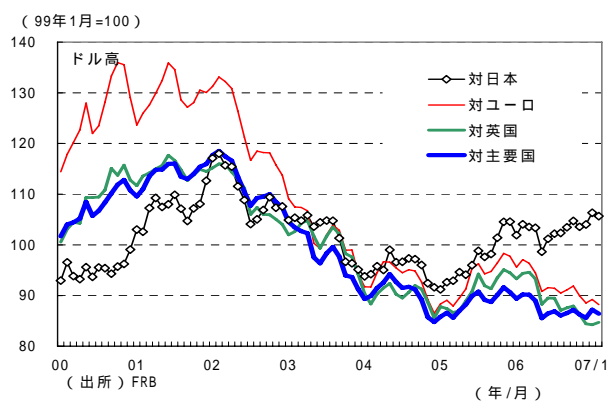


図25 ドル相場（名目ベース）



9. アジアの株価・為替相場～中国株価が一段と上昇

アジア主要国の株価をみると、中国の上海総合株価指数が一段と上昇している(図26)。政府が大規模な株価抑制策を発表しないとの見方が強いなかで、国内外からの投資資金が流入している。シンガポールやマレーシア、フィリピンでも株価の上昇傾向が続いている。

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。(図27)。2月10日のG7会合では、人民元の一段の柔軟化が望ましいとされ、前回会合までと同様の考えが示された。

図 26 株価

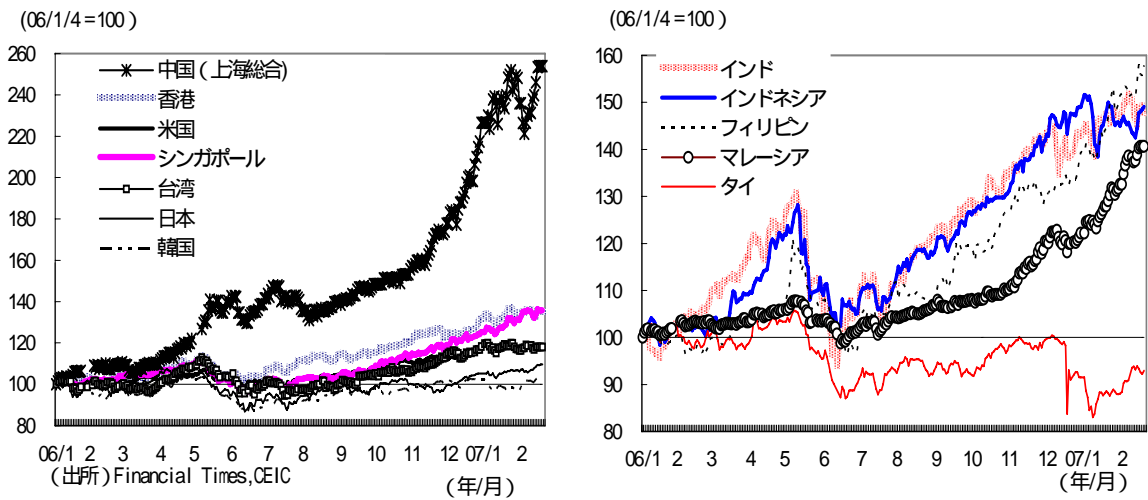
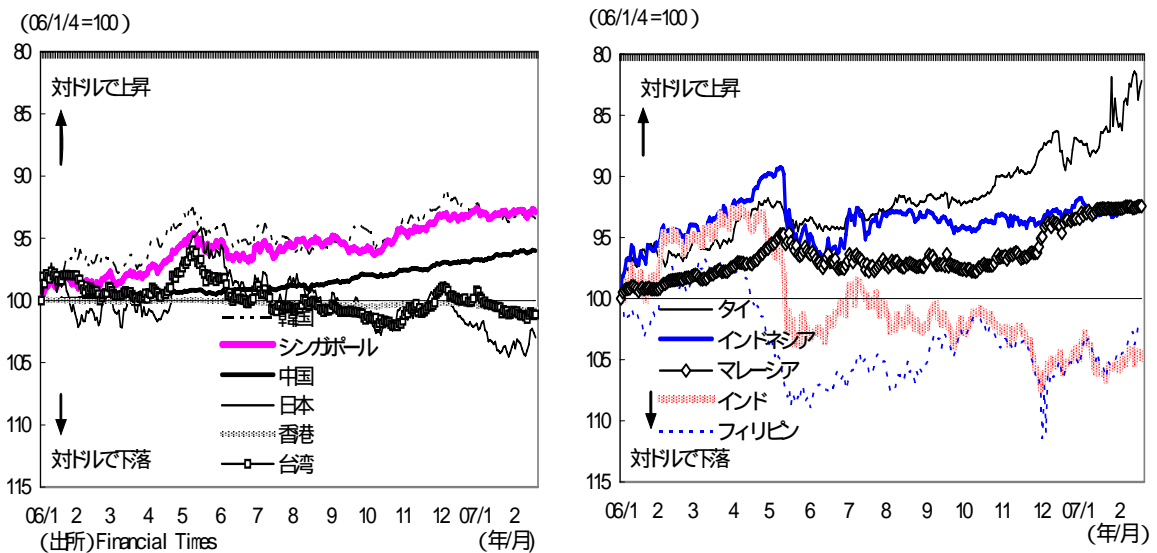


図 27 為替



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。