

国際マネーフローレポート(07年4月)

～為替証拠金、通貨先物の円売り圧力は強い～

<要旨>

【為替証拠金の円売り圧力(今月の指標)】

- ・東京金融先物取引所が公表している外国為替証拠金の売買動向をみると、3月末の円売りポジションは2月末に比べて縮小したものの、年初に比べて高い水準となっている。個人投資家の円売り圧力は根強いことがうかがえる。

【主要先進国の金利、株価、為替相場】

- ・政策金利は、3月にユーロ圏で0.25%引き上げられた後は、ユーロ圏、英国、日本、米国とも据え置かれている。しかし、インフレ圧力が強い英国とユーロ圏では5月または6月に利上げが実施される可能性が高い。インフレ圧力が比較的落ち着いている日本と米国の政策金利は当面、現状維持が続くとみられる。
- ・株価は、企業決算が好調な米国や景気が堅調な欧州で上昇している。
- ・為替市場では、利上げ観測を反映してポンドやユーロの上昇が目立っている。ドルは主要通貨に対して下落しており、特に対ポンドでは1981年以来の水準となっている。シカゴ通貨先物市場では円の対ドル売り越し幅が再び拡大しており、円安圧力が強まっている。日本と海外の金利差はさらに拡大する可能性が高いことから、当面、円安が続くとみられる。

【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桁増を続けており、伸びが加速している。海外通貨当局による対米投資の拡大は米国の長期金利を低下させる要因として効いており、米国景気の回復を支えている。

【世界的不均衡】

- ・米国の経常収支赤字は高水準で推移しているが、2006年10-12月期は景気減速などを背景に縮小した。IMFの見通し(4月発表)によれば、米国の経常赤字は2007年には8,346億ドルと前年に比べて縮小する見込みである。今回の見通しを前回(2006年9月時点、9,591億ドル)と比較すると、2007年の米国の経常赤字は約1,200億ドル小さくなっている。

【当面の注目点、見通し】

- ・当面は4月27日に発表される1-3月期の米国GDP統計が注目される。成長率が予想を下回れば、米国の利下げ観測が強まり、ドル安がさらに進む可能性がある。ただし、住宅や設備の回復が示唆される内容であれば、ドルは持ち直すとみられる。
- ・内外金利差を背景とした為替証拠金取引や外貨建て投資信託の拡大などを通じて円相場には下落圧力がかかっている。株価の世界的な上昇が続けば、投資家のリスクテイク余力が高まり、先物市場でも円売りポジションが拡大するとみられる。



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)

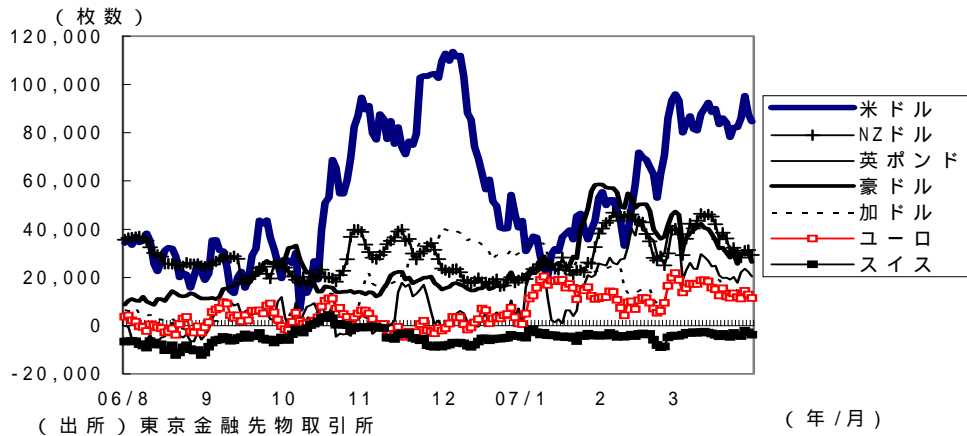
本レポートに掲載された意見・予測等は資料作成時点の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

1. 為替証拠金の円売り圧力【今月の指標】

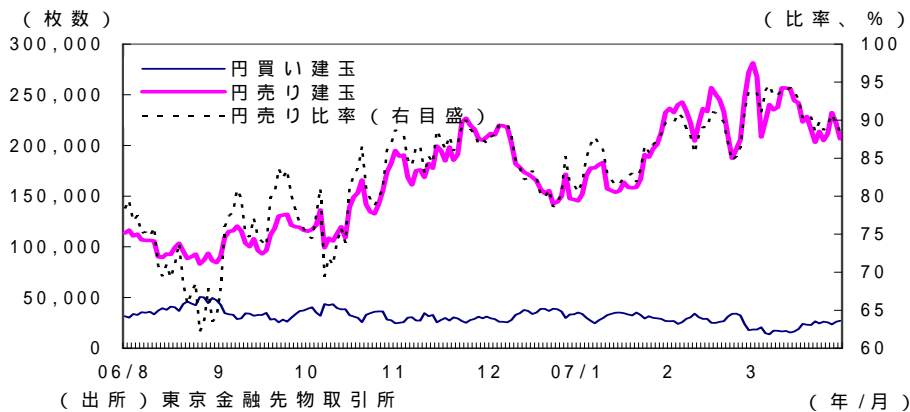
東京金融先物取引所が公表している為替証拠金取引（為替売買動向）のデータから、外貨のネット買い建玉（買い建玉-売り建玉）を計算すると、3月末時点で米ドルのネット買い建玉が最も大きい（図1）。3月末時点のネット買い建玉は（世界的に株価が大きく調整した）2月末の水準に比べて小さいものの、年初に比べれば高い水準である。3月末時点で米ドル建てに次いで大きいのはニュージーランドドルであり、以下、豪ドル、英国ポンド、ユーロの続いている。こうした為替証拠金の動向からみる限り、円の売り圧力は大きいと考えられる。

全ての外国通貨を合計して、円の買い建玉（=外貨の売り建玉）、円の売り建玉（=外貨の買い建玉）及び円売り建て比率を計算してみると、円売り建て比率は2月末に比べて低下したとはいえ、なお高水準で推移していることが確認できる（図1）。こうした家計の為替証拠金の取引は、シカゴ先物市場の円売りポジションとともに、オフバランスの面からの円売り圧力となっている。

図1 為替証拠金の円売り圧力
為替証拠金のポジション（ネットの買い建玉）



円買い建玉と売り建玉の推移



2. 主要先進国の金利と為替相場～英国とユーロ圏で利上げの見込み

【政策金利と長期金利】

主要先進国の政策金利は、ここ1ヵ月は据え置かれているものの、当面は、英国やユーロ圏で上昇余地が大きい一方、米国や日本では据え置きが続く可能性が高い。

英国では、BOE（英国中央銀行）が4月5日、政策金利（5.25%）の現状維持を決めた。据え置きは3ヵ月連続。委員9人のうち7人が据え置き、2人が利上げ（0.25%）を主張した。その後、英国で発表された3月の消費者物価上昇率（前年比 3.1%）が市場予想を上回ったことから、5月の金融政策委員会（MPC）では政策金利（現状 5.25%）が5.5%ないし5.75%に引き上げられる可能性が高まっている。

ユーロ圏では、ECB（欧州中央銀行）が4月12日、政策金利を3.75%に据え置いたが、トリシェ総裁は、金融政策が引き続き緩和気味であり、中長期的な物価見通しについて上振れリスクがあるとしている。ユーロ圏景気は予想以上に強いことから、6月までに追加利上げがあるとみられる。

日本では、日銀は4月10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0.5%で据え置くことを全員一致で決定した（図2）。今後について、福井総裁は低い金利水準を当面維持しながら徐々に金利を引き上げていく方針を示している。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。

米国では、直近（3月21日）のFOMC（連邦公開市場委員会）でFF（フェデラルファンド）金利は据え置き（全会一致）が決定され、昨年6月以来、5.25%で推移している。

4月27日に発表される1-3月期のGDP統計の結果次第で、利下げ観測が強まる可能性もあるが、当局者の一部は依然としてインフレを警戒する姿勢を示している。

長期金利（国債10年物利回り）は、英国やドイツで上昇が目立っている（図3）。

図2 政策金利

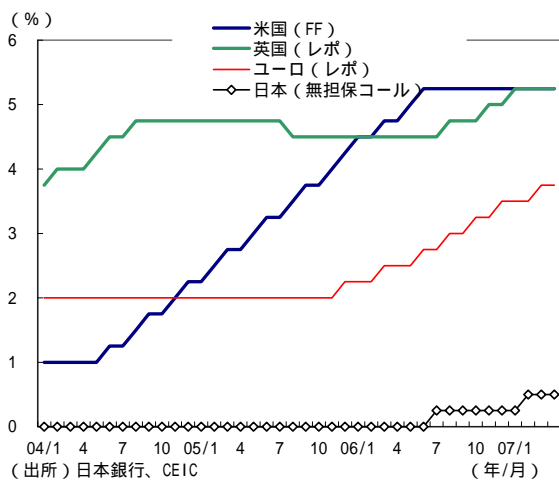
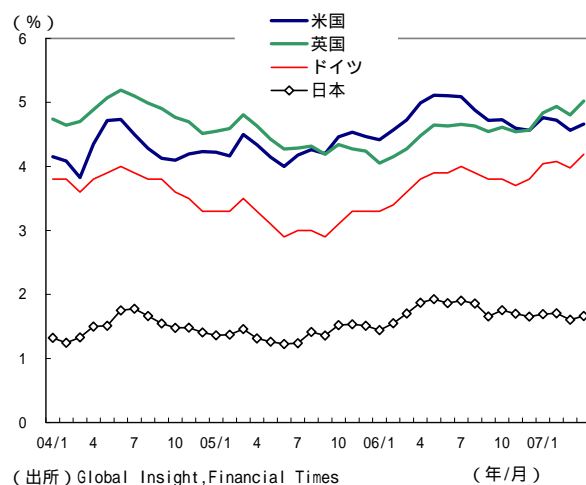


図3 長期金利（国債10年物）



【金利差と為替相場】

日本と米国の金利差は、4月に発表された米国の雇用統計が明るい内容だったことから拡大したが、その後は米国のインフレ予想の後退などを受けて横ばいとなっている。ドル円相場は、個人のドル買い圧力が強く、足元1ドル118円台で推移している(図4)。

日本とユーロ圏の金利差は、ユーロ圏での追加利上げ観測から拡大している。ユーロ円相場は、金利差の拡大を背景に、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、英国の消費者物価上昇率の加速で追加利上げが確実視されるなか、ポンド円相場はポンド高が進んでいる(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。直近2007年3月まで)をみると、円が下落傾向で推移しているが、3月には円キャリートレードの巻き戻しなどから円高となった(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

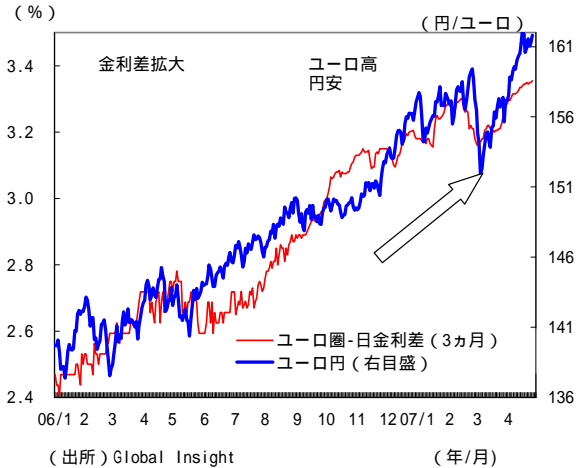
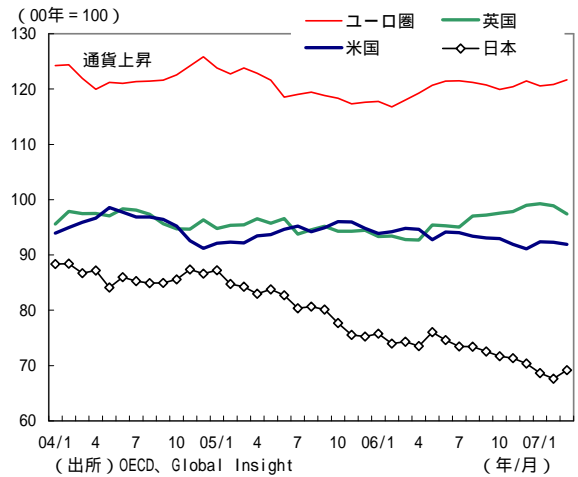


図6 日-英金利差とポンド円相場

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、2月末に世界的に大幅に調整したあと、回復している（図8）。米国株価は企業決算の好調などを受けて上昇している。実質GDP成長率をみると、米国は潜在成長率を下回る水準で推移している（図9）が、2007年1-3月期は前期比年率2%を下回るとの見方が多い。GDP統計が下振れれば、株価が下落し、利下げ観測が強まる可能性がある。

消費者物価上昇率は英国での加速が顕著である。英国では3月に前年比3.1%となり、BOEの目標ラインの2%（上限は3%）を一段と上回った（図10）。一方、米国では3月はエネルギー価格の上昇により前年比2.8%と前月から加速したが、コアベースでは前年比2.5%と前月から縮小した。

原油価格は、米国景気の回復の遅れで原油需要が弱まるとの見方がある一方、ナイジェリア大統領選の混乱で供給不安が広がったことなどから足元1バレル=60ドル台半ばで推移している（図11）。

図8 株価

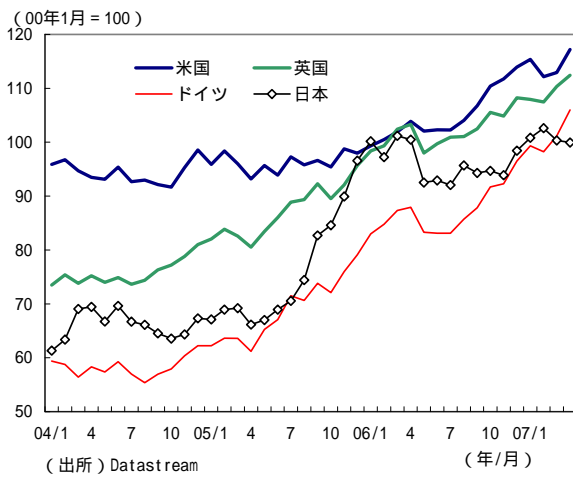


図9 実質GDP成長率

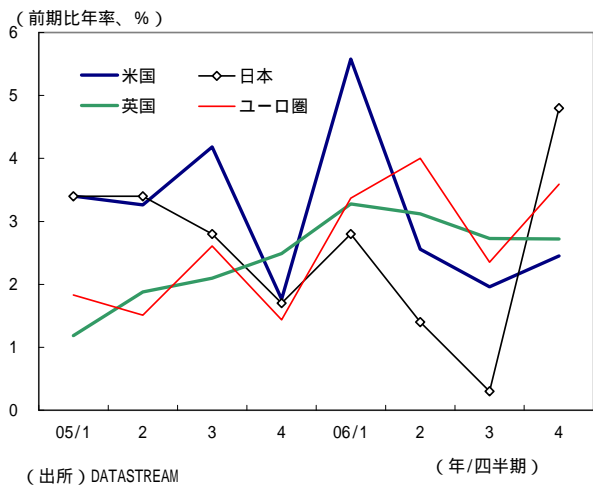


図10 消費者物価上昇率

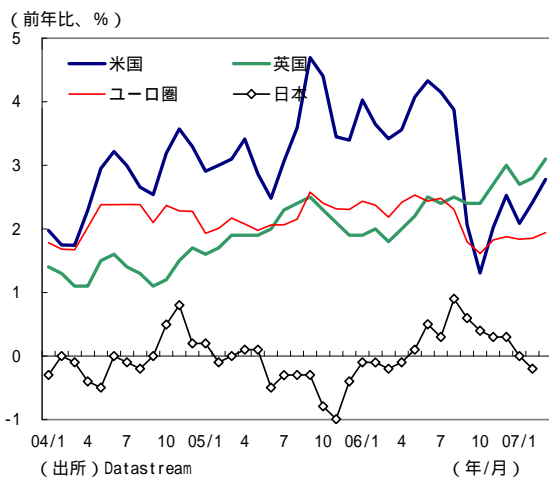
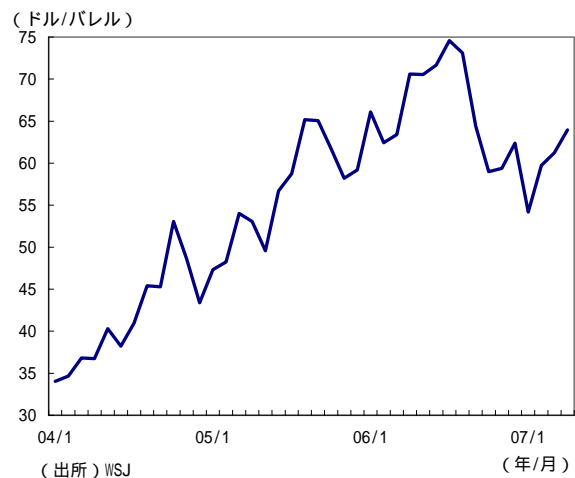


図11 原油価格 (WTI)



3. 世界の流動性～海外通貨当局の米債投資の伸びは拡大

世界の外貨準備（通貨当局が保有する対外資産）は直近 2007 年 1 月時点で前年比 19% 増加し、引き続き高い伸びを続けている。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）。中国の外貨準備は 3 月に 1.2 兆ドルを記録した。

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伸びが加速しており、米国の長期金利の低下要因となっている（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 2007 年 2 月に前年比 10.4% と再び加速した（図 15）。ユーロ圏や英国では高い伸びとなっている。

図 12 世界の外貨準備（伸び）

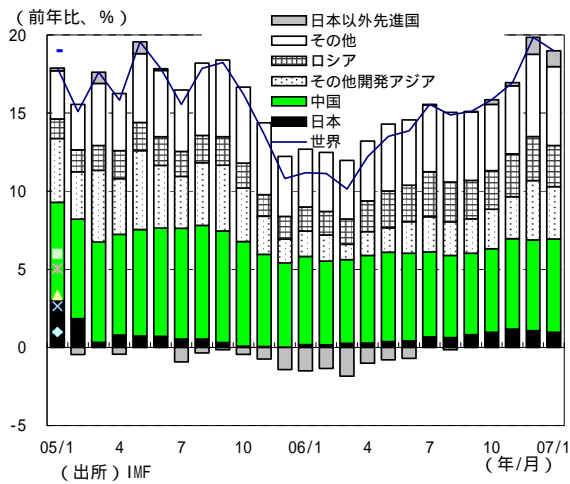


図 13 主な国の外貨準備（水準）

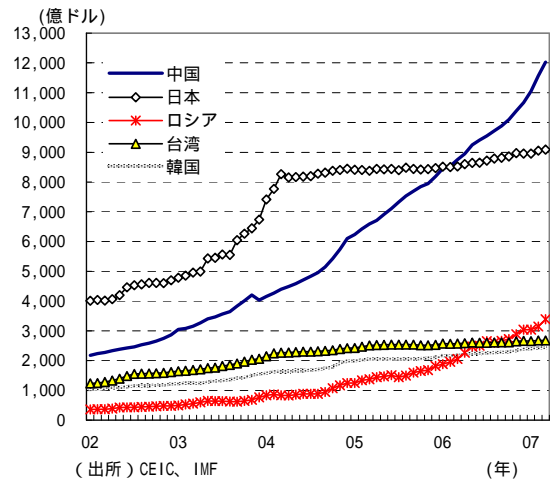


図 14 海外通貨当局の対米投資と米国金利

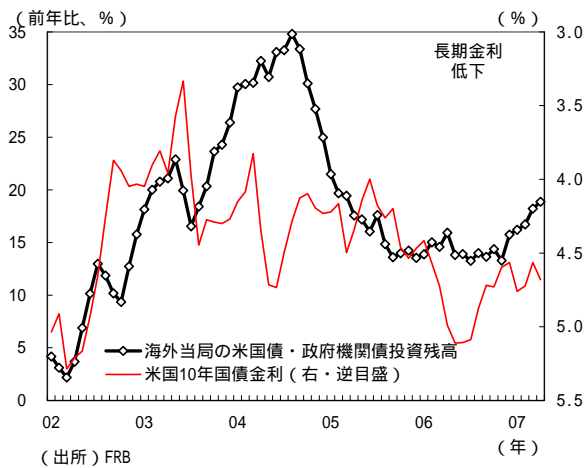
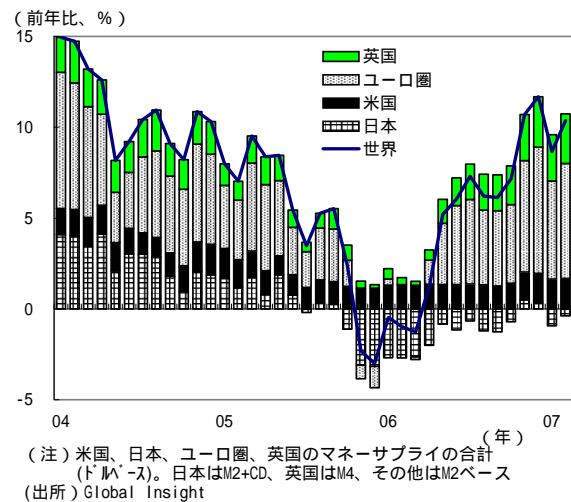


図 15 先進国のマネーサプライの伸び



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、世界経済の拡大を背景に高水準を維持しているが、2007年3月は米国や欧州向けの輸出が落ち込んだことなどから大幅に減少した(図16)。ロシアの貿易黒字は高水準で推移しているが、足元では横ばいで推移している(図17)。

図16 中国の貿易収支

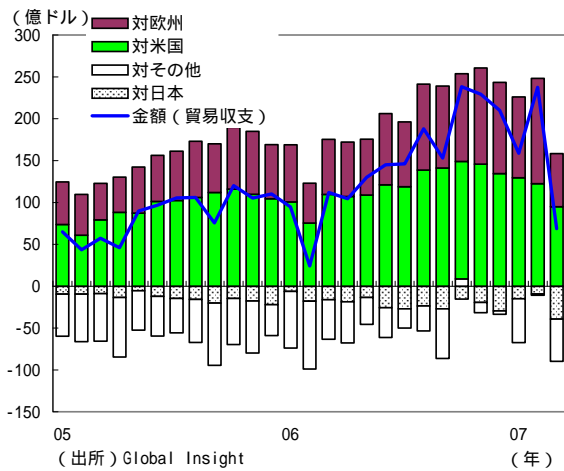
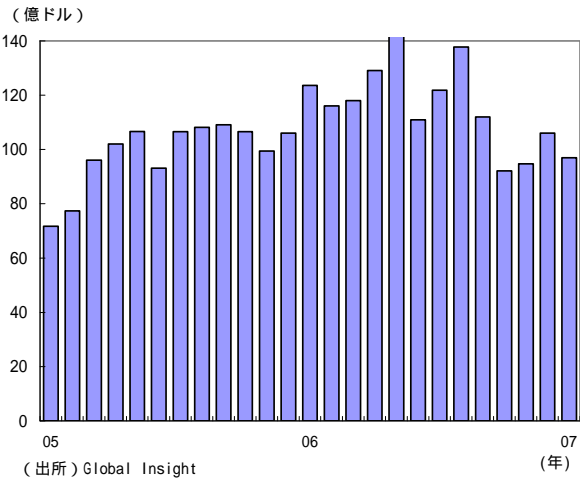


図17 ロシアの貿易収支



5. 通貨先物と投資信託における円安圧力

シカゴ通貨先物市場における投機筋(非商業目的)の円売り圧力は2月末の世界同時株安を背景に縮小したが、依然として対ドルで円の売り超し(ポジション)が続いている(図18)。日本の外貨建て投資信託残高は10ヵ月連続で拡大している(図19)。

図18 先物円売りポジションとドル円相場

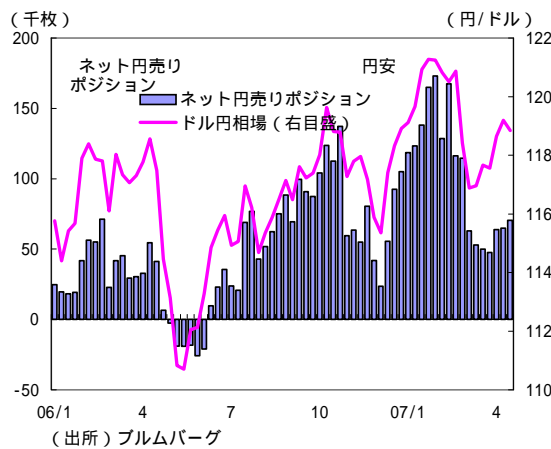
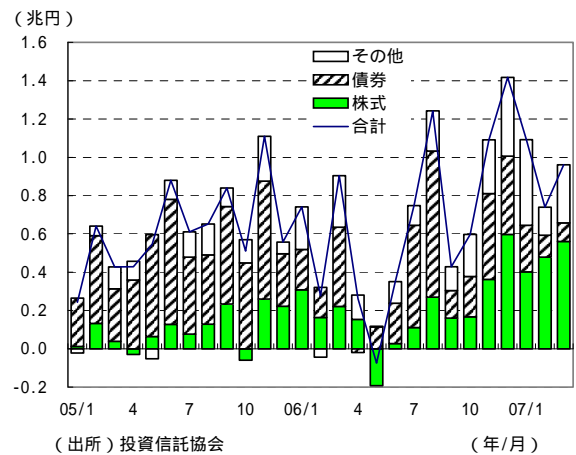


図19 日本の外貨建て投資信託残高の前月差

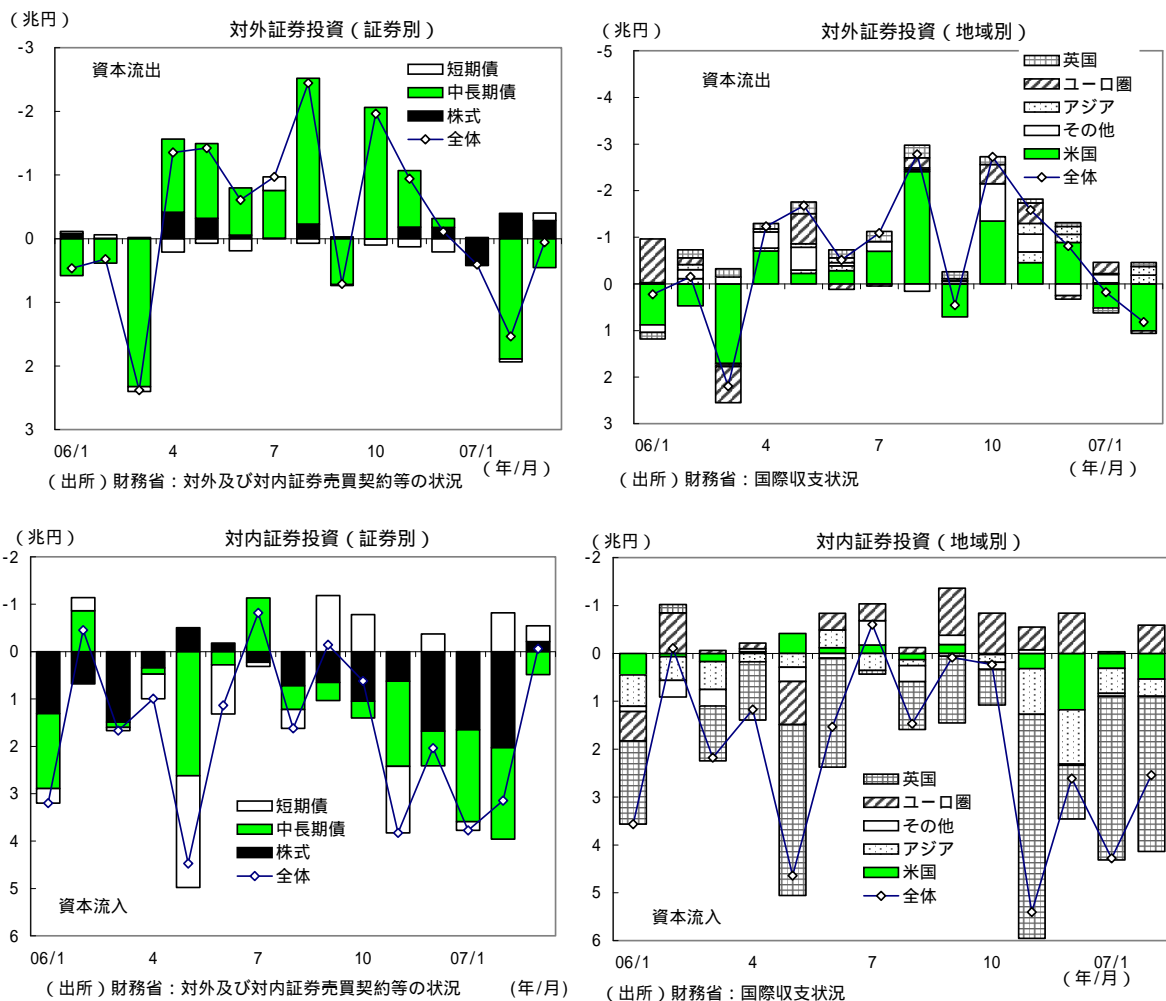


6. 日本をとりまく資本移動～対日株式投資は3月に9ヵ月ぶりに売り越し

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3月に569億円の売り越し（流入超過）となった。売り越しとなったのは3ヵ月連続（図20左上）。内訳をみると、中長期債が前月に続いて売り越しとなった。

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622億円の流出超過となった（図20左下）。対内証券投資が流出超過となったのは6ヵ月ぶり。内訳をみると、株式投資、短期債投資がいずれも出超となった。特に、株式投資の流入超過額は2兆299億円と前月から増加し、9ヵ月ぶりにマイナス（売り越し）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）が堅調とみられる。

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

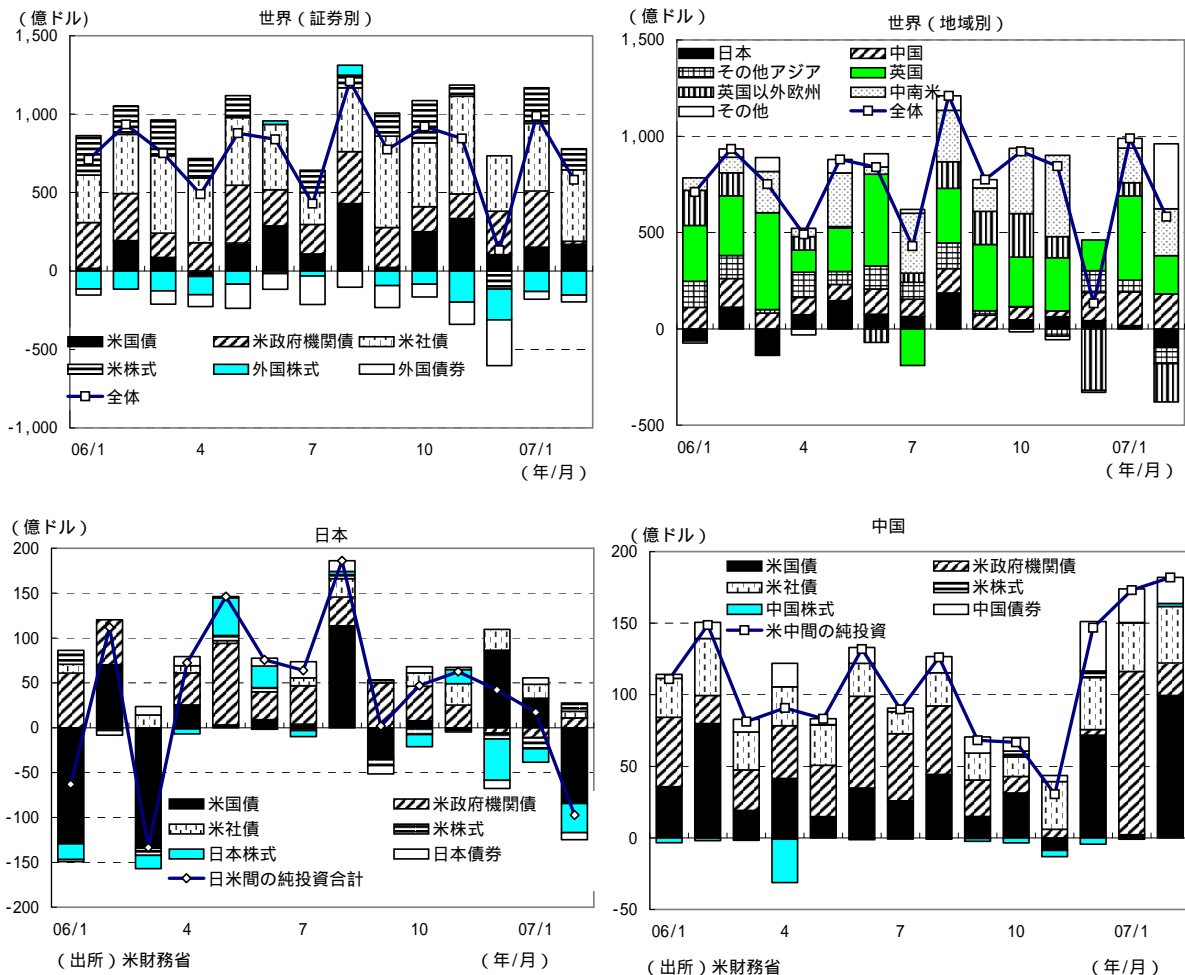
世界最大の資金の需要主体である米国への証券投資の動向をみてみよう。

直近 2007 年 2 月の対米証券投資（流入超過額、米国資本含むベース）は 581 億ドルと前月より縮小した（図 21）。

2 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と社債で拡大したが、政府機関債と株式で縮小した。中国からの対米証券投資は国債が堅調で 3 ヶ月連続で水準が拡大している。一方、米国資本による対外証券投資は前月並みだった。

海外部門の米国債保有残高（ストック）は 2 月が 2 兆 1,413 億ドルと 5 ヶ月連続で増加した。ストック残高を国別にみると、大きい順に、日本 6,178 億ドル、中国 4,162 億ドル、英国 1,190 億ドル、石油輸出国 1,108 億ドルとなっている。

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～米国の貿易赤字は景気減速で縮小

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化のリスク要因である。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みられるため、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10-12月期に1,958億ドル（年率7,832億ドル、GDP比5.8%）と前期から減少した（図22）。米国の景気減速に伴う輸入の減少と海外景気の拡大に伴う輸出の増加が経常収支赤字を縮小させた。

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）はこのところ横ばい圏内で推移している。2007年2月は584億ドルと、2ヵ月連続で縮小した（図23）。一方、最大の赤字相手国である中国向けの貿易赤字も縮小した。

図22 米国の経常収支

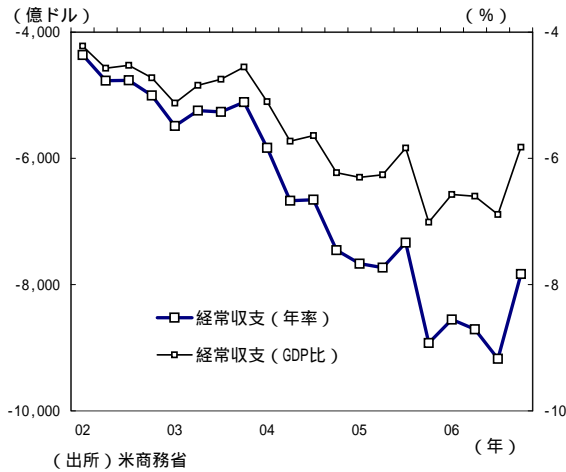
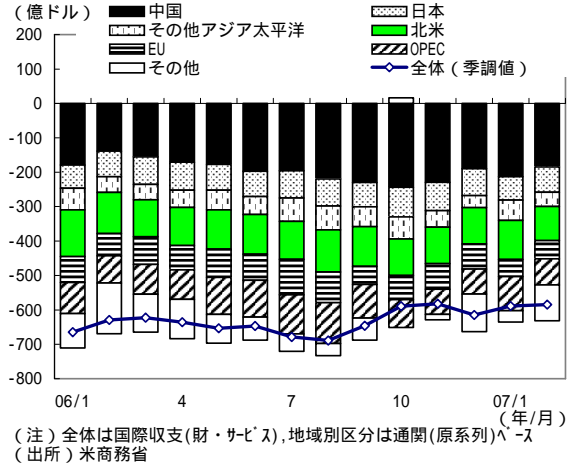


図23 米国の貿易収支



米国の対外赤字（貿易赤字・経常収支赤字）が円滑にファイナンスされるかが問題となる。直近2006年10-12月期は、中南米（カリブ諸国）や中国からの純投資が米国の経常収支赤字の多くをファイナンスした形となった（図24）。ドル相場の動きをみると、主要通貨に対して下落している（図25）。

図24 米国の経常赤字とファイナンス

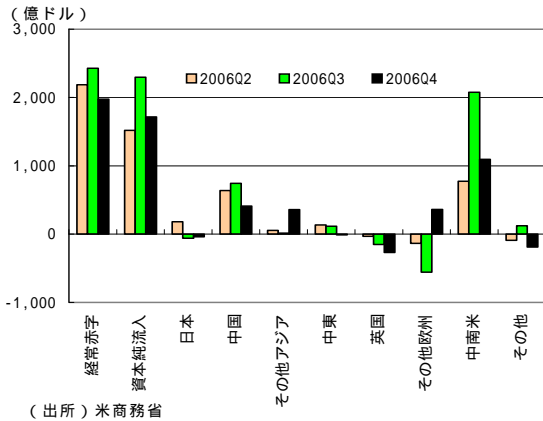
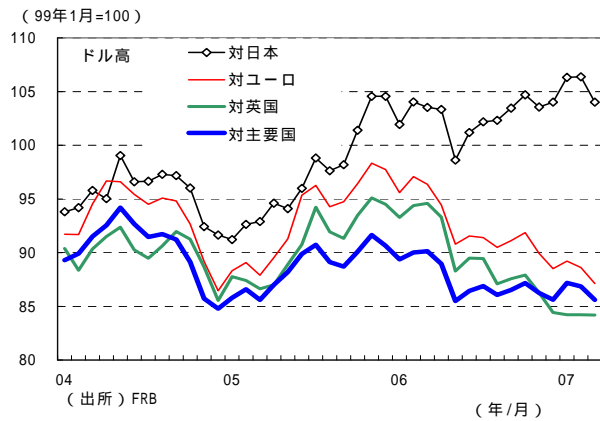


図25 ドル相場（名目ベース）



9. アジアの株価・為替相場～中国株価は再び上昇

アジア主要国の株価は総じて上昇傾向で推移している。中国では1-3月期の実質GDPが前年比11.1%増と10-12月期の10.6%から加速し、事前予想を上回ったことから、政府が金融引き締めを実施するとの観測が広がり、中国株価は一時下落した。しかし、その後は利上げ観測が後退し、中国株価は再び上昇している。上海総合株価指数は年初来38%も上昇している(図26)。インドネシア株価は金利低下などを背景に過去最高値を記録している。

アジア主要国の為替相場をみると、人民元相場が緩やかに上昇している(図27)。マレーシアリングは対ドルで9年ぶりの高値を記録している。

図26 株価

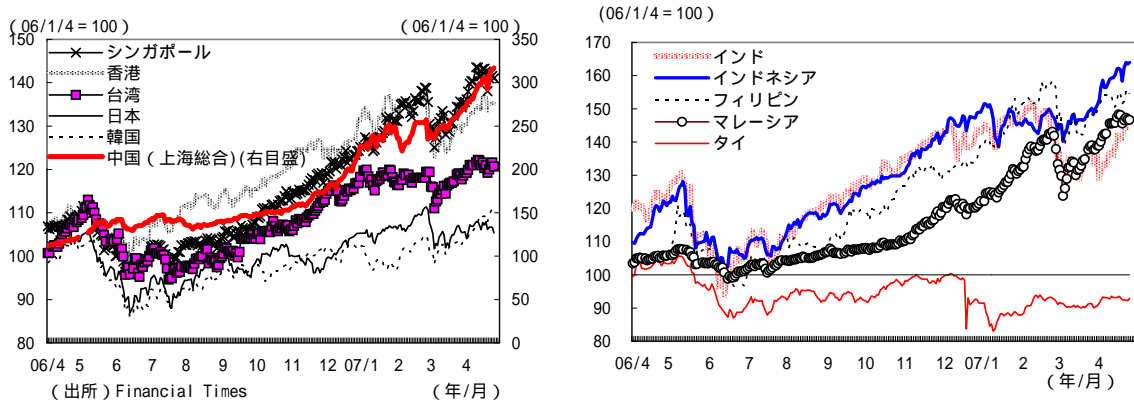
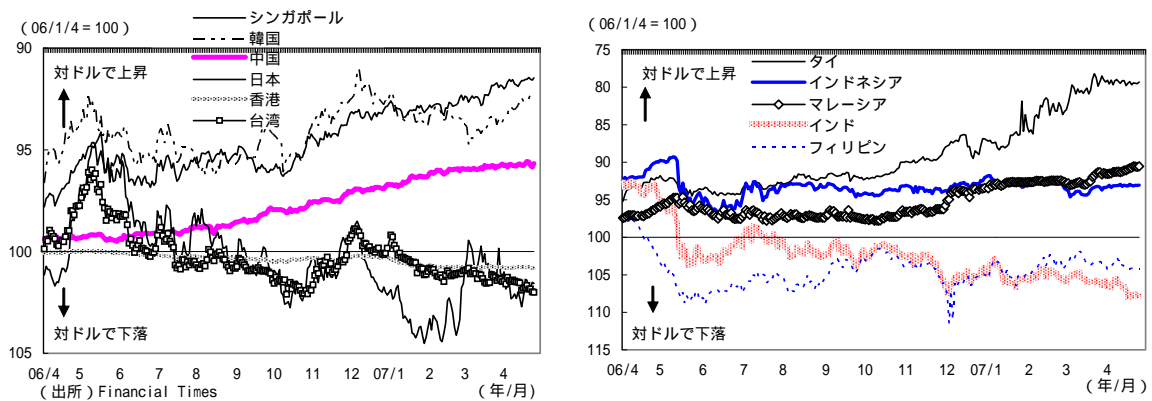


図27 為替



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。