

国際マネーフローレポート(07年5月)

拡大する米国の対外証券投資とドル安

～円とドルの弱さの背景に日米のホームバイアス低下の可能性～

<要旨・目次>

今月のトピックス

- ・過去3四半期の主要国間の証券投資(ネット、円換算ベース)のマネーの動きをみると、昨年10-12月期以降、ユーロ圏に向かう資金量が増えているが、1-3月期は「米国 ユーロ圏」「米国 日本」への資本移動も増加している。
- ・米国資本の外国証券への投資を月次ベースでみると、直近の2007年3月の米国投資家による外国証券のネット購入額は403億ドルとなり、2006年12月(487億ドル)以来の高水準を記録した。
- ・最近の世界経済の拡大や為替変動率の低下などを背景に、米国人投資家は積極的に対外証券投資を行っていると考えられる。こうした中、米国ではホームバイアス(外国証券に比べて国内証券に対する選好度が高いこと)が低下している可能性がある。仮にホームバイアスが低下しているのであれば、米国景気が今後、多少持ち直したとしてもドル安基調が続くと予想される。ホームバイアスは日本でも低下している可能性が高く、円とドルの下落基調が中長期的に続くことも考えられる。

国際金融市場、国際マネーフローの最近の動向

1. 主要先進国の金利と為替相場
 - 政策金利 長期金利 金利差と為替相場
 - 実質実効為替相場 株価、景気、インフレ率
2. 世界の流動性
 - 世界の外貨準備 世界の通貨当局の米国債・政府機関債投資残高
 - 主要先進国合計のマネーサプライ
3. 世界に資金を供給する中国とロシア
 - 中国の貿易黒字 ロシアの貿易黒字
4. オフバランス取引の円安圧力(円キャリー取引)
 - シカゴ通貨先物市場における投機筋のネット円売りポジション
 - 為替証拠金取引のネット円売りポジション
5. 日本をとりまく資本移動
 - 対外証券投資 対内証券投資
6. 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
 - 海外資本による対米証券投資 米国資本による対外証券投資
7. 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
 - 米国の経常収支赤字 米国の貿易赤字 対外赤字のファイナンス
 - ドルの実効相場
8. アジアの株価・為替相場
 - 株価 為替相場



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。

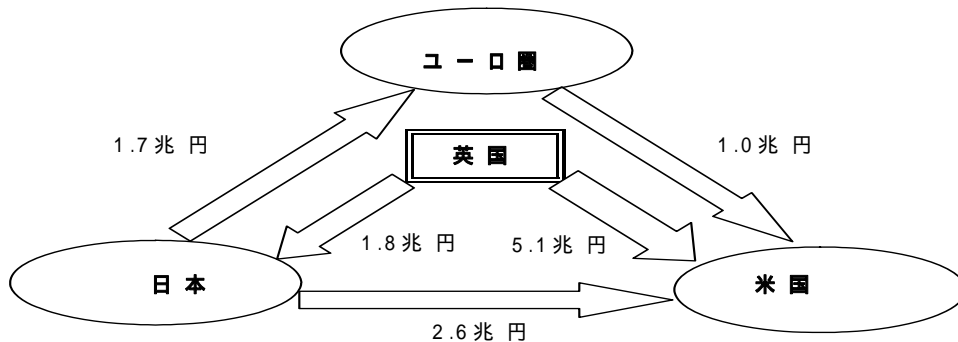
・今月のトピックス～拡大する米国の対外証券投資とドル安

為替市場では円と並んでドルの下落が注目されているが、ドル安の原因としては米国(米国資本)から海外に向かう資本が増加している点も無視できない。

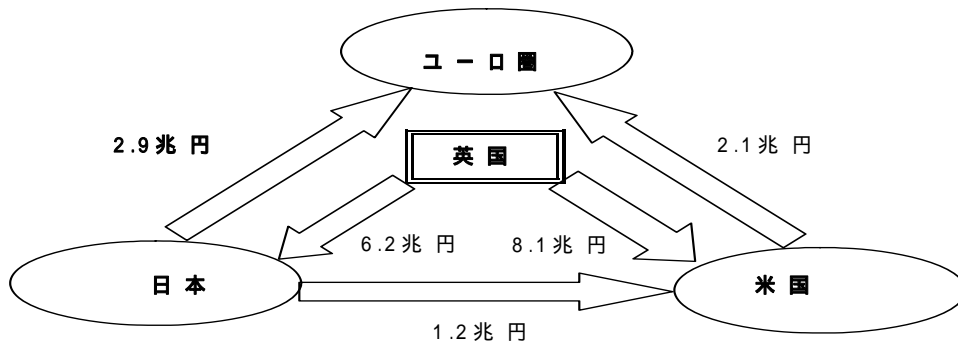
例えば、最近3四半期の主要国間の証券投資(ネット、円換算ベース)のマネーの動きをみると、「日本・米国 ユーロ圏」の資金の流れが昨年10-12月期以降、続いているが、1-3月期は「米国 ユーロ圏」「米国 日本」への資金純流入が増えている(図1)。

図1 主要先進国間の証券投資の動向

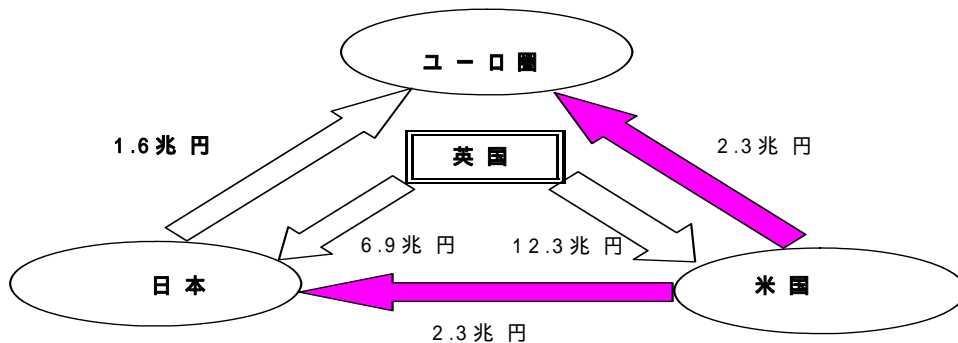
2006年7-9月期(3ヵ月分合計)



2006年10-12月期(3ヵ月分合計)



2007年1-3月期(3ヵ月分合計)



(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

米国資本の動きに注目してみよう。米国資本の外国証券への投資を月次ベースでみると、直近の2007年3月の米国投資家による外国証券のネット購入額は403億ドルとなり、2006年12月(487億ドル)以来の高水準を記録した。データを均してみると最近は増加傾向にあることがわかる(図2)。米国投資家の対外証券投資が拡大している背景に

は、海外（欧州、途上国など）景気の堅調、ドルの下落に伴って対外資産運用の魅力が増していること、などがあげられる。米国の個人投資家や機関投資家（投資信託を含む）は外国株式、外国債券ともに投資を増やしている。

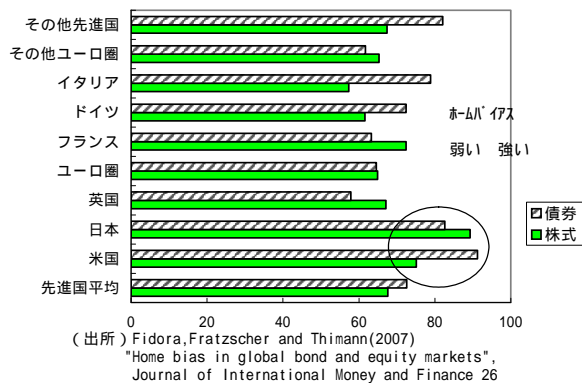
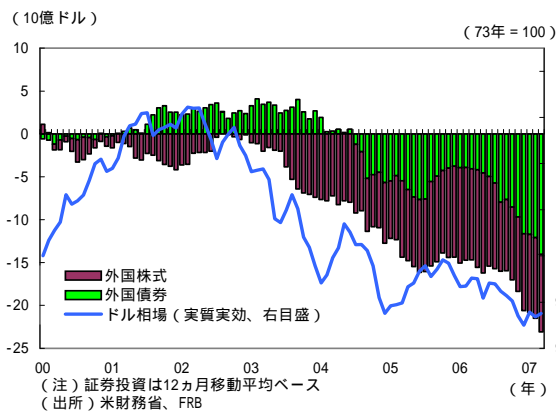
こうした動きが中長期的に続くかどうかを判断する一つの材料としてホームバイアスという概念が重要になる。ホームバイアスとは国際的な資本移動が可能な状態を考えたとき、理論的には投資家は収益を最大化（リスク最小化）のために対外資産に分散投資を行うと考えられるものの、実際には投資家のポートフォリオは外国証券に比べて国内証券に偏っていることを意味する用語である。最近の研究（フィドラ他）からも示されるように、米国のホームバイアス¹は日本とともに高いことが知られている（図3）。ホームバイアスの大きさを2001-2003年のデータでみると、債券投資では米国が91.2と日本（82.6）、ユーロ圏（64.6）、その他先進国（82.1）に比べて高い。また、株式投資でも、米国は75.1と、日本（89.3）よりは低いものの、ユーロ圏（64.9）、その他先進国（67.4）に比べてやはり高い。欧州ではEMUによって為替の変動リスクや取引コストがなくなったことが影響していると考えられるが、他の先進国に比べても米国は高い傾向にある。

米国のホームバイアスは、最近の世界経済の拡大や為替変動率の低下などを背景に、低下している可能性がある。仮にそうであれば、米国景気が年後半にかけて持ち直したとしてもドル安基調が続くと予想される。逆に緩やかなドル安がホームバイアスを低下させる面もあろう。ホームバイアスは日本でも低下しているとみられ、ドルと円の下落基調は中長期的に続くことも考えられる。

もっとも、エマージング市場の株価が大幅に調整するリスクはある。それが実際に起これば、米国投資家は急速に外国証券を売却するため、ドル高が進む可能性がある。

図2 米国投資家の対外証券投資とドル相場

図3 主要先進国のホームバイアス



¹ 100に近いほどホームバイアスが大きい。具体的に米国の場合で考えると、ホームバイアスは(米国のポートフォリオに占める対外証券投資のシェア)/(世界のポートフォリオに占める世界の対外証券(米国以外)投資のシェア)で計算される。

国際金融市場、国際マネーフローの最近の動向

1. 主要先進国の金利と為替相場～英国とユーロ圏は利上げの可能性大

主要先進国の政策金利

- ・ 米国
 - ・ FRB（連邦準備制度理事会）は5月9日、政策金利であるFF金利（5.25%）の据え置きを決定。据え置きは事前予想通り。景気は今後数四半期、緩やかなペースで拡大する可能性が高いとする一方、コアのインフレ率は引き続きやや高いとした。
 - ・ 4-6月期も景気は減速傾向で推移しており、当面は金利の据え置きが続くとみられる。
- ・ 英国
 - ・ BOE（英国中央銀行）が5月10日、政策金利を0.25%引き上げ、5.5%とした。利上げは事前予想通りで全員一致。引き上げは昨年8月以来で4回目の0.25%利上げ。
 - ・ インフレ率、マネーサプライの伸び、景気動向などを踏まえると、6月に追加利上げの可能性が高い。
- ・ ユーロ圏
 - ・ ECB（欧州中央銀行）は5月10日、政策金利を3.75%に据え置いた。事前予想通り。
 - ・ 声明文では金融政策は引き続き緩和気味でされた。トリシェ総裁は、中長期的な物価安定のリスクが具体化しないことを確実にするために、強い警戒が重要とコメント。6月の追加利上げはほぼ確実視される。
- ・ 日本
 - ・ 日銀は5月17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%で据え置くことを決定。
 - ・ コアの消費者物価上昇率は低下する可能性が高いことから、当面利上げが困難と予想。

長期金利（国債10年物利回り）

- ・ 米国長期金利は利下げ観測の後退などから緩やかに上昇（図5）。

図4 政策金利

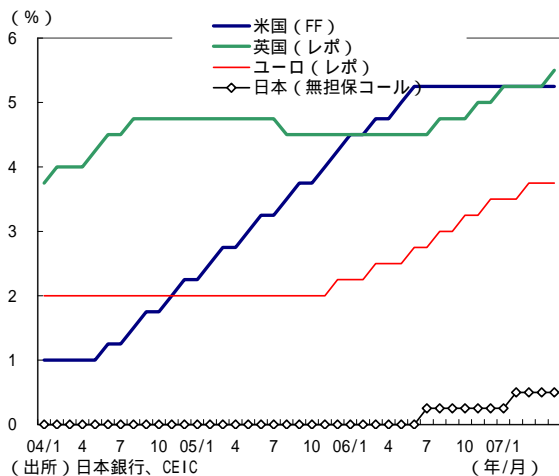
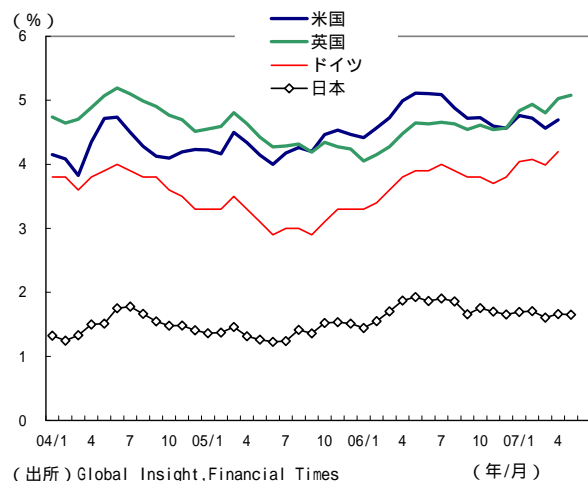


図5 長期金利（国債10年物）



金利差と為替相場

・日本と米国

- ・金利差は横ばいで推移。
- ・ドル円相場は、家計のドル買い意欲が強く、足元 121 円台の円安ドル高で推移(図 6)。

・日本とユーロ圏

- ・金利差はユーロ圏での追加利上げ観測を背景に拡大傾向。
- ・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(図 7)。

・日本と英国

- ・金利差は拡大傾向。英国での追加利上げ観測が背景。
- ・ポンド円相場はポンド高傾向(図 8)。

実質実効為替相場

- ・実質実効ベースの為替相場は値が大きいほど当該通貨が強いことを示す。
- ・円とドルは下落基調で推移(図 9)。

図 6 日-米金利差とドル円相場

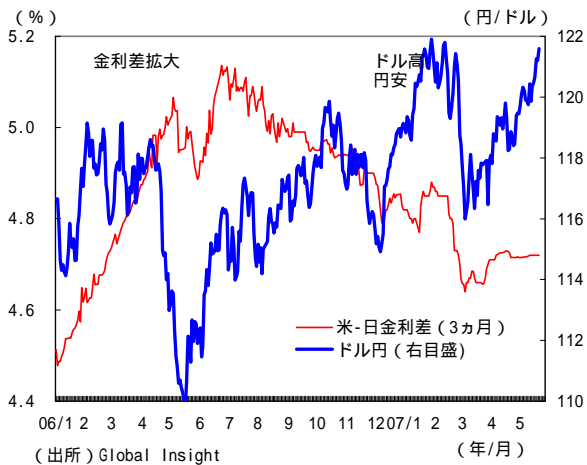


図 7 日-ユーロ圏金利差とユーロ円相場



図 8 日-英金利差とポンド円相場

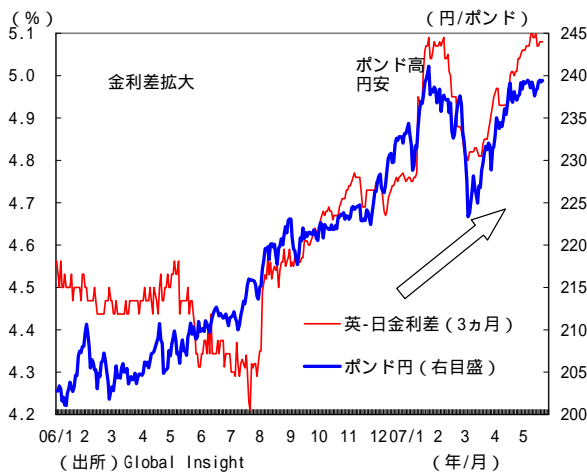
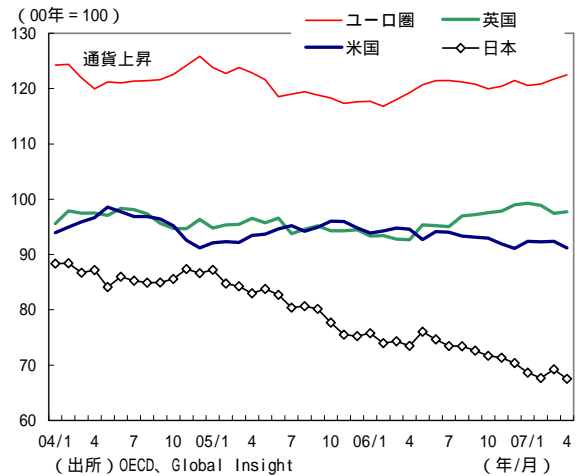


図 9 実質実効為替相場



金利やマネーの動きを左右する株価、景気、インフレ率

【株価】

- ・米国株価は企業決算の好調、企業の合併・買収（M&A）、インフレ率の鈍化を受けて上昇（図10）。

【実質 GDP 成長率】

- ・1-3月期については、米国が前期比年率1.3%（速報値）と4年ぶりの低成長（図11）、ユーロ圏はドイツの付加価値税率の引き上げの影響が限定的で堅調に推移。日本は前期比年率2.4%と潜在成長率を超える伸び。

【消費者物価上昇率】

- ・米国では4月の総合ベースが前年比2.6%（図12）、コアベースでは同2.3%。医療費やガソリンなどインフレ圧力は強いが、鈍化傾向。ユーロ圏や英国ではマネーサプライの高い伸びを背景にインフレ圧力が高い。

【原油価格】

- ・WTI（原油先物）は1バレル=65ドル前後で推移。在庫水準は予想を上回ったが、行楽シーズンを控えたガソリン需給の逼迫懸念、ナイジェリアの政情不安などが押し上げ要因（図13）。

図10 株価

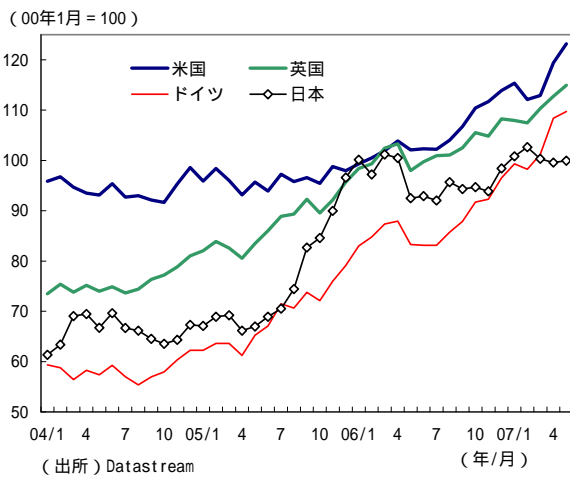


図11 実質 GDP 成長率

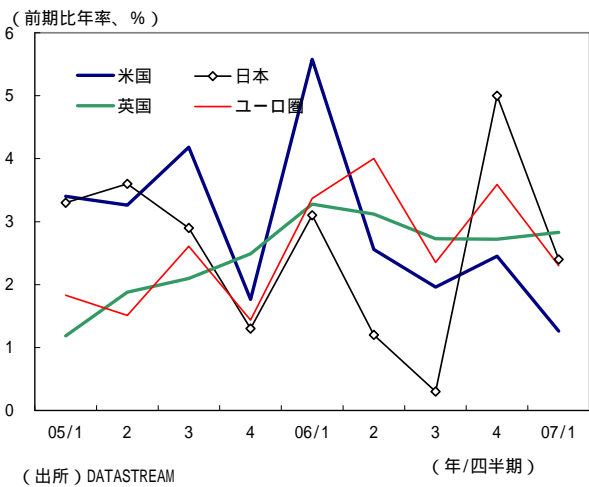


図12 消費者物価上昇率

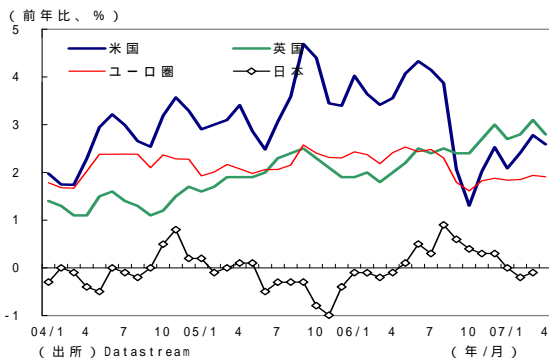
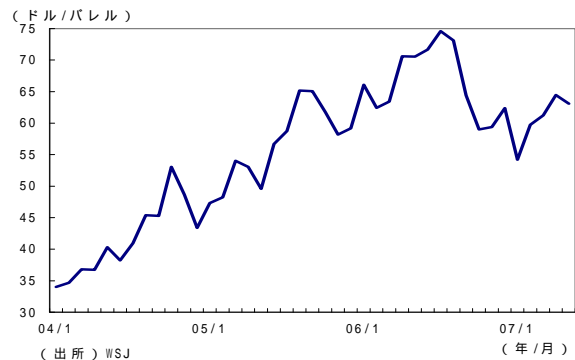


図13 原油価格 (WTI)



2. 世界の流動性～外貨準備や海外通貨当局の米債投資の伸びは拡大基調

世界の外貨準備（通貨当局が保有する対外資産）

- ・ 2007年2月時点で前年比20.9%増加、引き続き高い伸びを持続（図14.15）。
- ・ 地域別にみると、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。
- ・ 中国の外貨準備は3月に1.2兆ドルを記録。中国政府は外貨準備の運用として米国投資ファンド・ブラックスストーングループに対する30億ドルの出資を決定。
- ・ 世界の外貨準備の約3分の2はドル建て資産で運用。

世界の通貨当局の米国債・政府機関債投資残高

- ・ 足元で伸びが加速。
- ・ 米国の国債、政府機関債市場において金利の低下要因に（図16）。

主要先進国合計のマネーサプライ（ドルベース、合計、当部推計）

- ・ 直近2007年3月は前年比11.5%と加速（図17）。
- ・ ユーロ圏や英国では高い伸び。

図14 世界の外貨準備（伸び）

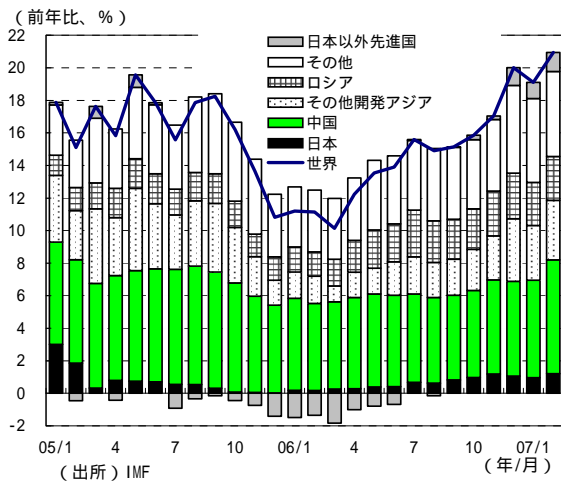


図15 主な国の外貨準備（水準）

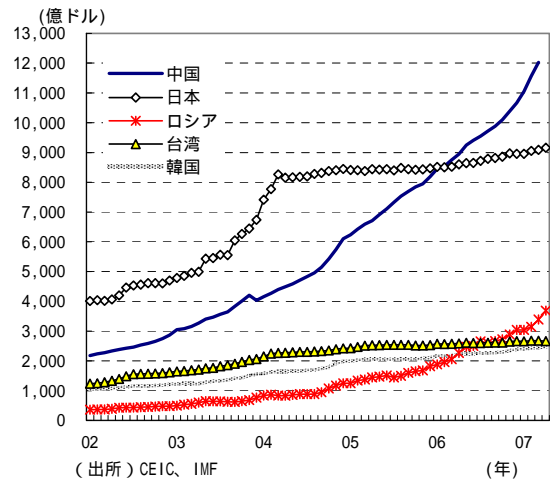


図16 海外通貨当局の対米投資と米国金利

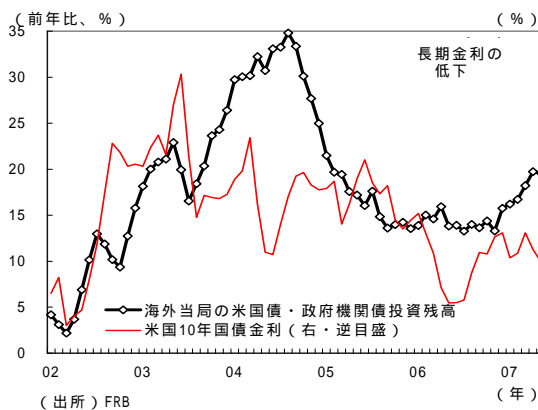
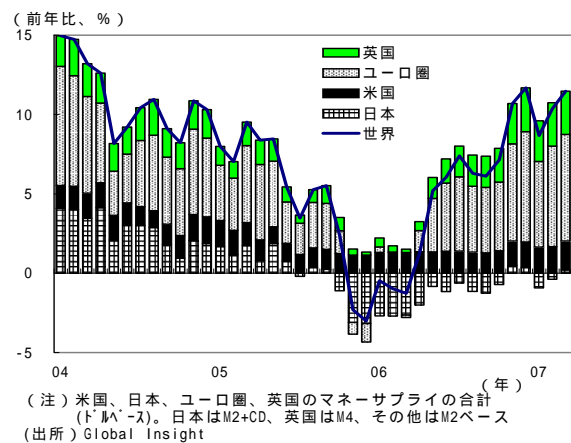


図17 先進国のマネーサプライの伸び



3. 世界に資金を供給する中国とロシア

- ・ 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ロシア（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。こうした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。

中国の貿易黒字

- ・ 2007年4月は米国向けの輸出が伸び、前月より増加（図18）。
- ・ 世界経済の拡大を背景に高水準を持続。

ロシアの貿易黒字

- ・ 足元では横ばいで推移（図19）。

図18 中国の貿易収支

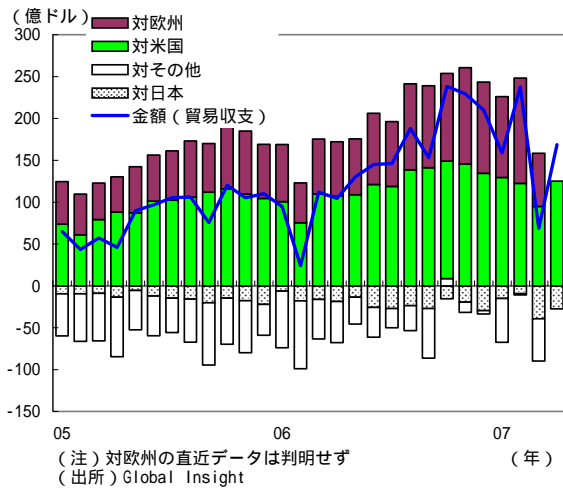
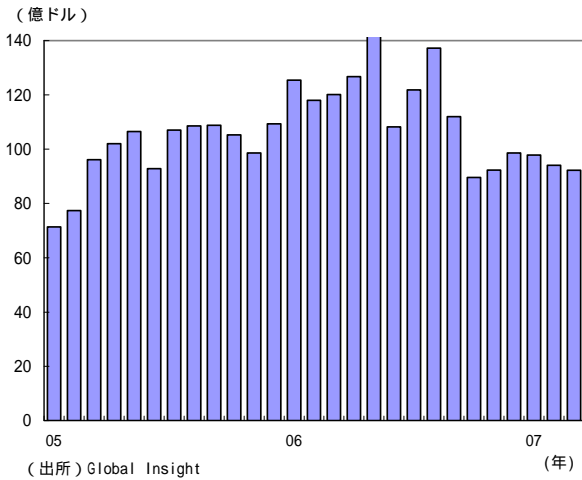


図19 ロシアの貿易収支



4. オフバランス取引における円安圧力（円キャリー取引関連）

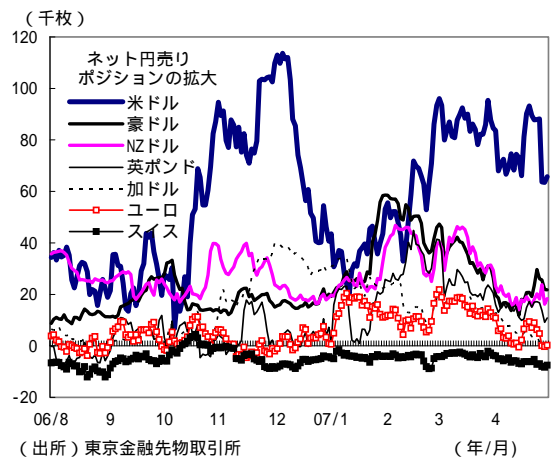
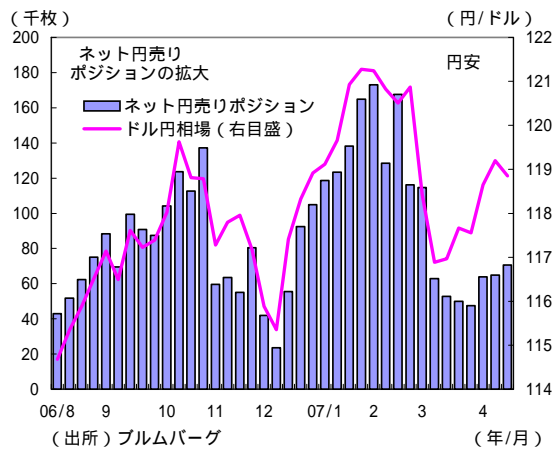
シカゴ通貨先物市場における投機筋（非商業目的）のネット円売りポジション

ネット円売りポジションは足元拡大。円売り圧力は強まっている（図20）。

為替証拠金取引のネット円売りポジション

ネット円売りポジションは4月末にかけてやや縮小したが、依然として高水準（図21）。

図20 先物の円売りポジションとドル円相場 図21 為替証拠金取引の円売りポジション



5. 日本をとりまく資本移動～4月は外貨建て投資信託が急増

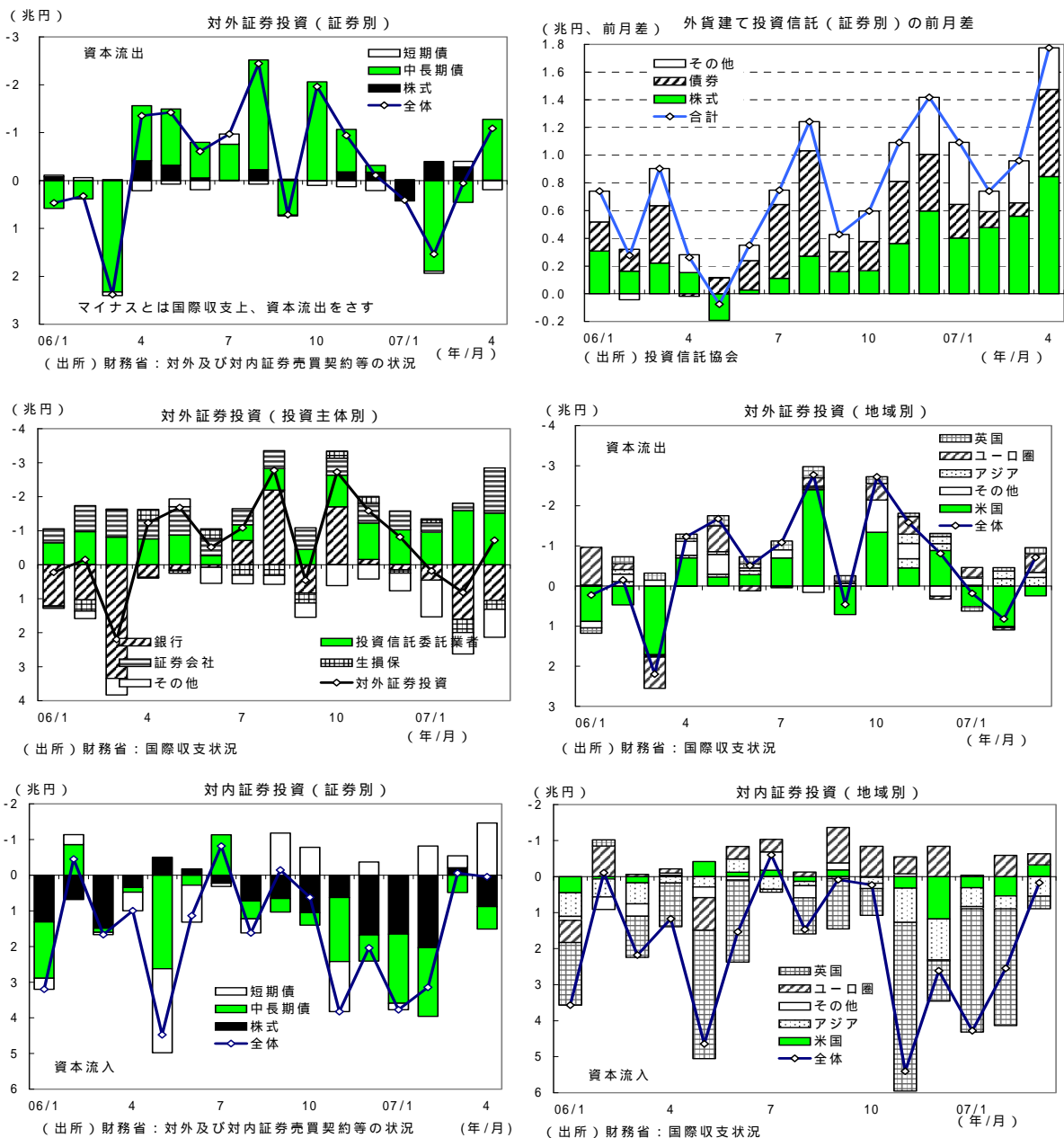
日本の対外証券投資（日本人投資家の海外資産への投資）

- ・2007年4月は1兆872億円の流出超過（買い越し）。買い越しは4ヵ月ぶり。内訳では、株式、中長期債が出超（買い越し）。4月は外貨建て投信の拡大が寄与した可能性が高い。

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）

- ・4月は446億円の流入超過（買い越し）。流入超過となったのは2ヵ月ぶり。内訳では、株式投資、中長期債投資がいずれも入超。
- ・英国からの投資（株式投資）は足元やや減少。

図 22 日本をとりまく証券投資



6. 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

米国へのネット資本流入額（米国資本含むベース）

- ・2007年3月は676億ドルと前月より拡大（図23）。
- ・地域別にみると、英国や中南米（カリブ）からの資金流入が拡大

海外資本による対米証券投資

- ・3月は1079億ドルの流入超過となり、流入超過幅は前月より拡大。
- ・証券別にみると、ネット流入超過額は国債と政府機関債、株式で拡大。地域別では日本が2ヵ月連続で売り越したが中国の投資は高水準。

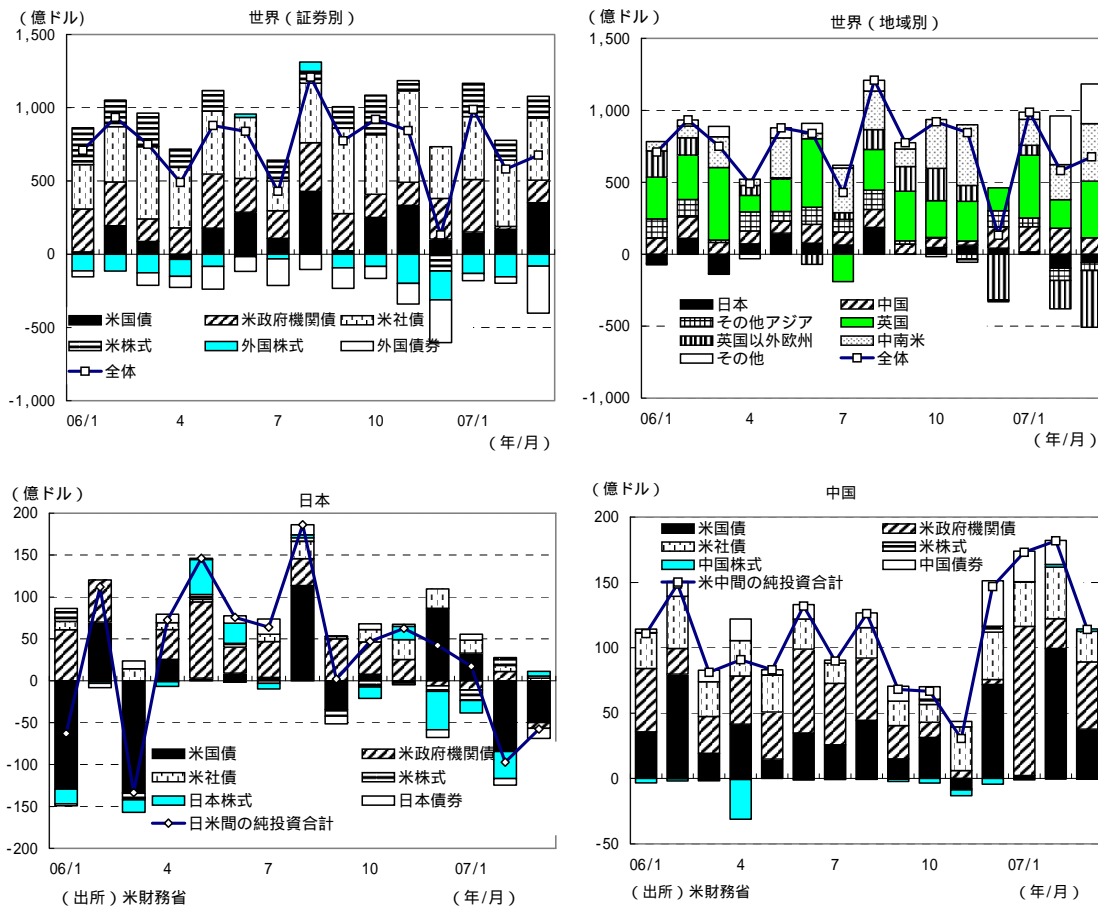
米国資本による対外証券投資

- ・3月は403億ドルの流出超過（純投資）となり、昨年12月に次ぐ高水準。特に外国債券に対する投資が大幅に拡大。

海外部門の米国債保有残高（ストック）

- ・3月は2兆1,967億ドルと6ヵ月連続で増加。
- ・ストック残高を国別にみると、大きい順に、日本6,123億ドル、中国4,202億ドル、英国1,451億ドル、石油輸出国1,130億ドルとなっている。

図23 対米証券投資の動向



7. 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横ばい

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）

- ・国際金融市場の不安定化のリスク要因。

米国の経常収支赤字

- ・2006年10-12月期は1,958億ドル（年率7,832億ドル、GDP比5.8%）と前期から減少（図24）。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。
- ・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。

米国の貿易赤字（国際収支・財サービスベース）

- ・このところ横ばい圏内で推移。2007年3月は639億ドルと、前月より拡大（図25）。
- ・最大の赤字相手国である中国向けの貿易赤字は縮小傾向となっている。

図24 米国の経常収支

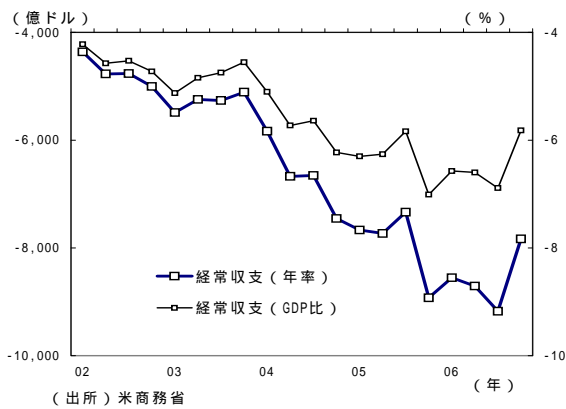
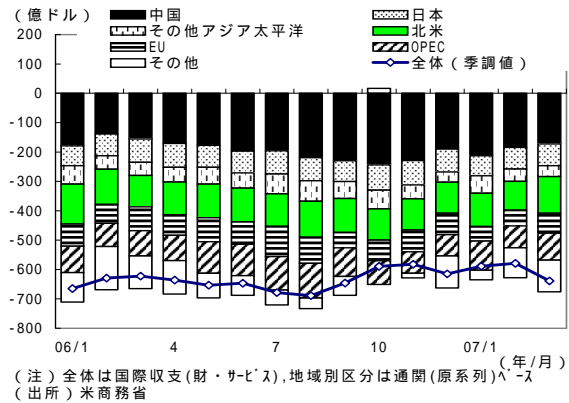


図25 米国の貿易収支



米国の対外赤字（貿易赤字・経常収支赤字）のファイナンス

- ・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（図26）。
- ・ドル相場の動きをみると、対欧州通貨で下落しているが対円では上昇（図27）。

図26 米国の経常赤字とファイナンス

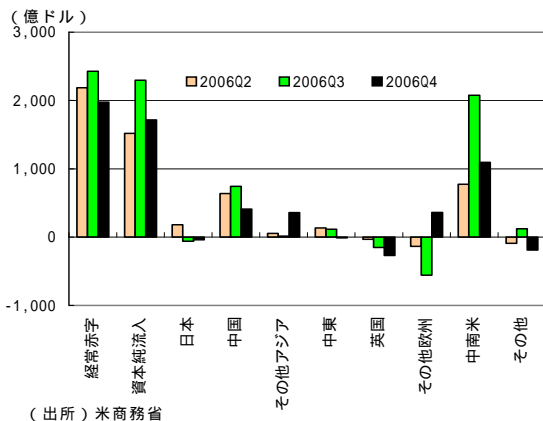
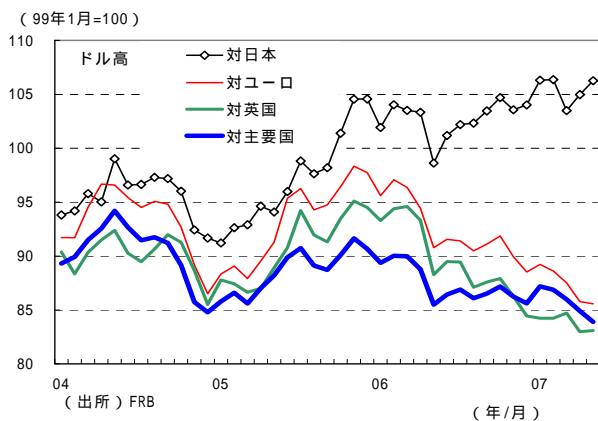


図27 ドル相場（名目ベース）



8. アジアの株価・為替相場～株価は総じて上昇、人民元は変動幅を拡大

アジア主要国の株価

- ・総じて上昇傾向で推移。
- ・中国では利上げや預金準備率の引き上げが発表（18日）されたが、株価は上昇基調で推移。上海総合株価指数は年初来50%を超える上昇率（図28）。米中戦略経済対話では適格外国機関投資家（QFII）の投資枠を100億ドルから300億ドルに引き上げることで合意。
- ・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

- ・人民元は上昇基調で推移（図29）。中国人民銀行は人民元の変動幅の拡大（1日上下0.3% 同0.5%）を発表（18日）。周小川総裁は人民元の柔軟性を緩やかに拡大する政策を堅持すると表明。
- ・フィリピンペソは海外就労者による本国送金の増加などから6年ぶりの高値。インドネシアルピアも3年ぶりの高値を記録。

図28 株価

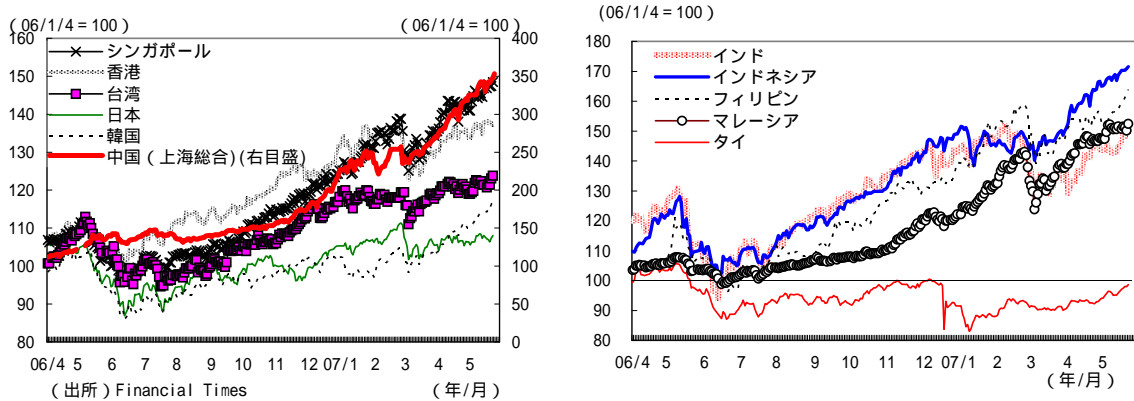
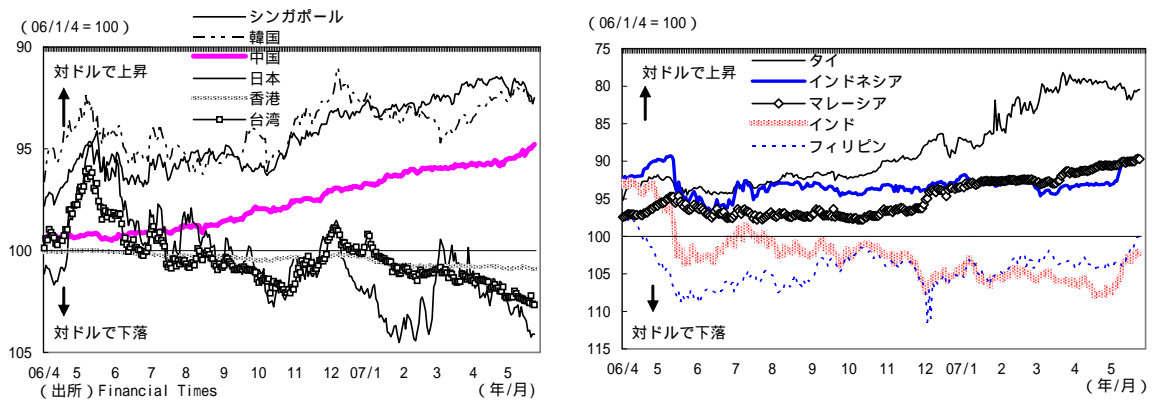


図29 為替



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。