

## 国際マネーフローレポート（2008年10月）

**海外勢の売り越しが続く米政府機関債**

## &lt;目次&gt;

- ・ 今月のトピックス
  - ・ 海外勢の売り越しが続く米政府機関債
- ・ 国際金融市場、国際マネーフローの動向
  - 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、実質 GDP 成長率、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. オフバランス取引での円ポジション
    - シカゴ通貨先物市場での投機筋による円のネットポジション
    - 外国為替証拠金取引のネットポジション
  - 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. 米国をとりまく証券投資
    - 海外資本による対米証券投資 海外資本の米国債保有残高
  - 7. 世界的不均衡
    - 米国の経常収支赤字 米国の貿易赤字 ドル相場
  - 8. アジアの株価・為替相場
    - 株価 為替相場



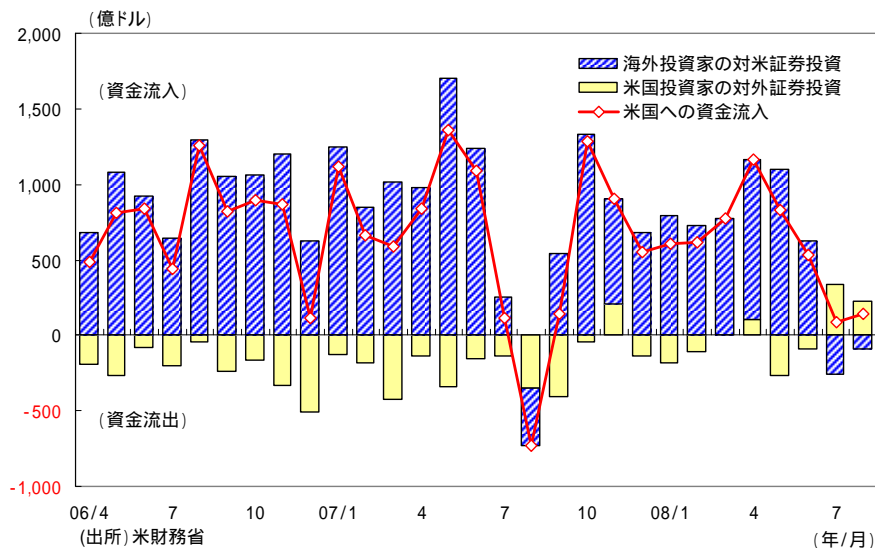
三菱UFJリサーチ&amp;コンサルティング

**調査部**【お問い合わせ先】 塚田裕昭 ([htsukada@murc.jp](mailto:htsukada@murc.jp))

## ．今月のトピックス～海外勢の売り越しが続く米政府機関債

米財務省が毎月中旬に公表している“Treasury International Capital(TIC) data”によると、8月の証券投資を通じた米国と世界との資金のやりとりは、ネットで140億ドルの流入超過となった。ただし、海外（米国外）投資家による対米証券投資は2ヶ月連続のマイナス（資金流出）であった。米国の投資家が外国証券を売却して資金を本国に還流させる所謂レパトリエーションの動きがあったため、トータルでは辛うじて米国への資金流入が続いている状態であり、流入超過幅はこの2ヶ月で大きく低下した。サブプライムローン問題が顕在化して以来、海外投資家は昨年8月にいったん資金流出超過としたものの、その後流入超過を続けてきたが、ここにきて流出超過に転じてきた（図 -1）。

図 -1 対米証券投資の動向（ネットの資金流入）



海外投資家が、7月、8月と資金を米国から流出させているのは、主に米政府機関債を売却していることによるものである（図 -2）。米政府機関債は、ファニーメイやフレディマックといった政府系住宅金融公社が発行する債券などであり、この7月以降、両社の経営不安が深刻化したことから海外の投資家はこれらの売却に転じた。政府機関債を売却しているのはプライベートセクターの投資家だけではなく、海外の通貨当局など公的セクターの投資家も売却超となっている（図 -3）金融市場の混乱が続く中、これまで「質への逃避」の観点から、米国債、米政府機関債への投資が選好されてきたが、今や米政府機関債は安全資産とは見なされなくなってしまったようだ。

図 -2 対米証券投資の動向（証券別）

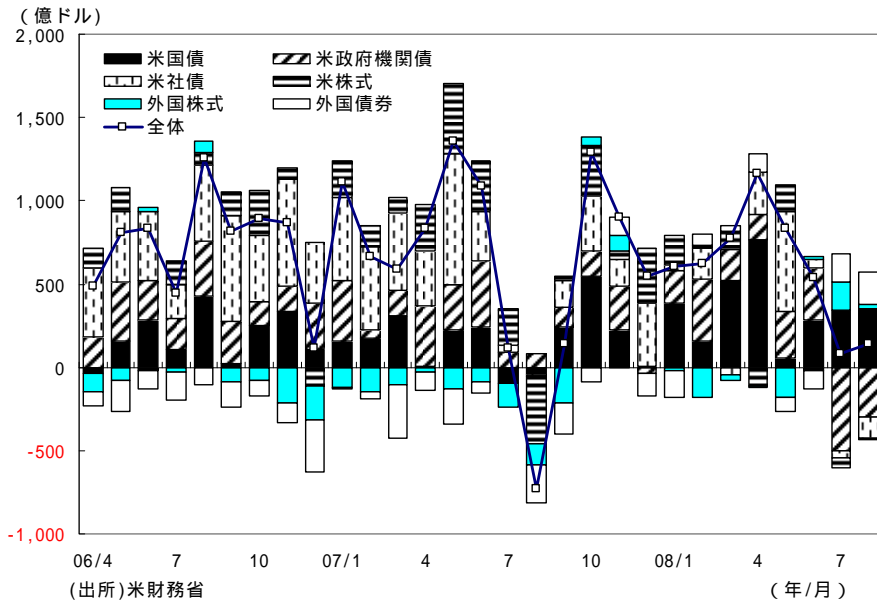
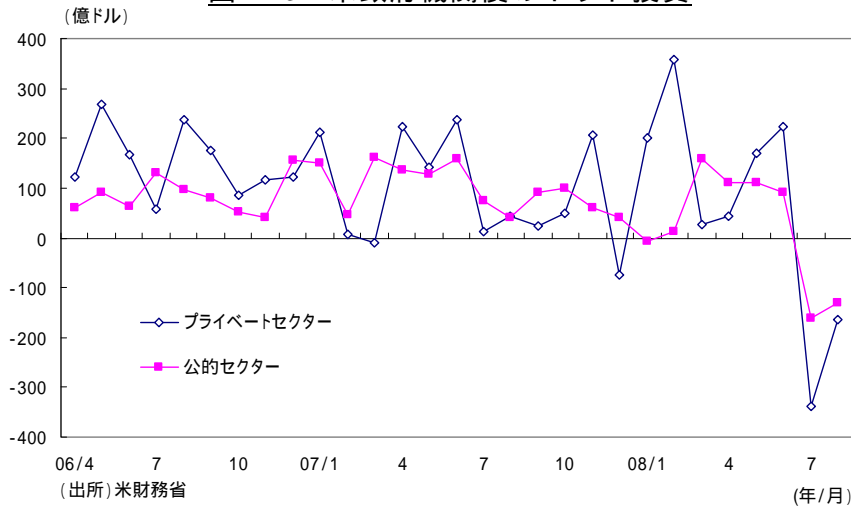


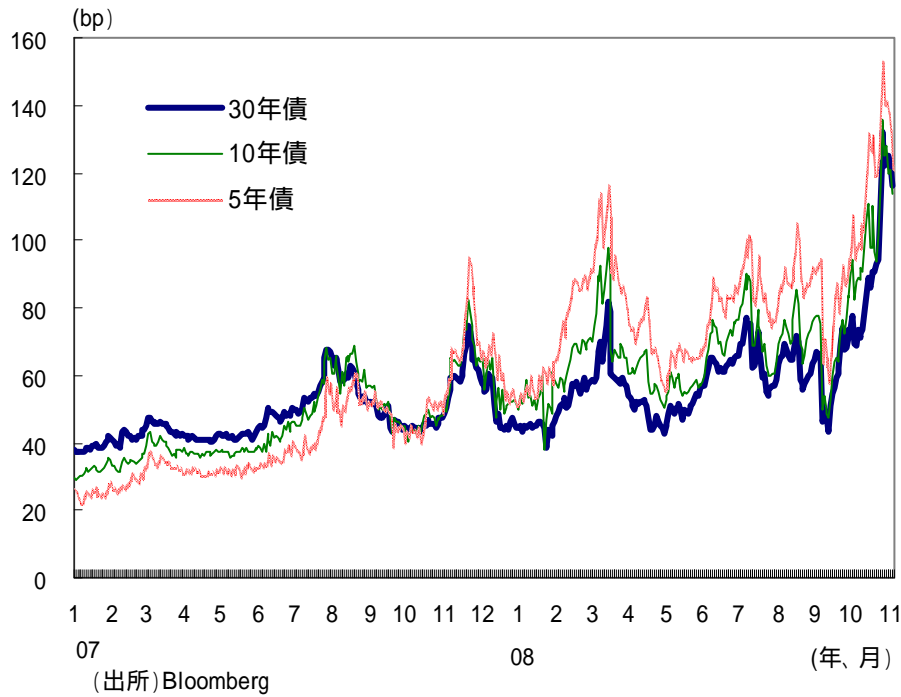
図 -3 米政府機関債のネット投資



米政府は9月に、高まる金融不安を沈静化させるための一策として、経営が不安視されているファニーメイとフレディマックの救済策を発表した。しかしながら、救済策はマーケットでは評価されず、政府機関債と国債の利回りスプレッドは縮小するどころか拡大の一途をたどっている（図 -4）。これから判断すると、9月以降も政府機関債の売りが続いている可能性が高い。

一方で、「質への逃避」の観点から米国債への資金流入は続いている（図 -1）。10月に発表された米政府による米金融機関への資本投入の決定により、財政赤字の拡大・米国債の増発懸念から一時、国債が売られ長期金利が上昇する局面があったが、その後、再び国債が買われ長期金利は低下した。10月下旬に再び長期金利は上昇したが、ドイツ、英国も同様の動きを示しており、米国債のみ売られたわけではない（P.4；図 -2）。また、ドル相場も対円ではドル安が進展しているものの、対主要国、対アジア通貨ではドル高が進展している（P.11；図 -24、P.13；図 -26）。

図 -4 政府機関債（ファニーメイ債）と米国債の спреッド



ドルが買われているのは、米国債への投資が増加しているからというよりも、米国投資家が流動性を確保するために海外資産を売却して資金を還流させているからと考えることも可能である。とは言え、金融市場の混乱が続く中で投資家が「質への逃避」を選好する場合、米国債に替わる投資対象が見つからないというのが現実である。財政赤字の拡大・米国債の増発が懸念される一方で、政府機関債への投資が避けられている状況下では消去法的に米国債への投資が選好され続けることは十分考えられる。仮に、政府機関債への投資回避の動きが長引くとしても、その分、米国債投資に資金がシフトすることによって、海外から米国へ資金が流入する基調は変わらないのではないかと。

## ．国際金融市場、国際マネーフローの動向

### 1．主要先進国の金利と為替相場～政策金利は引き下げ

#### 政策金利

世界の 10 中央銀行（米、ユーロ、英、カナダ、スウェーデン、スイス、中国、アラブ、香港、クウェート）は、高まる金融不安に対処すべく 10 月 8 日に協調利下げを発表した。

#### ユーロ圏

- ・ ECB（欧州中央銀行）は、10 月 8 日の理事会で政策金利を 0.5% 引き下げ 3.75% とした（図 -1）。

#### 英国

- ・ BOE（英国中央銀行）は 10 月 8 日の MPC（金融政策委員会）会合で、政策金利を 0.5% 引き下げ 4.5% とした（図 -1）。

#### 米国

- ・ FRB（連邦準備制度理事会）は 10 月 8 日の臨時 FOMC で、FF レートの誘導目標を 0.5% に引き下げて 1.5% とした。また、10 月 28,29 日の定例 FOMC で更に 0.5% 引き下げを行い 1.0% とした（図 -1）。

#### 日本

- ・ 日本銀行は 10 月 31 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 0.2% 引き下げ 0.3% とすることを決定した（図 -1）。同時に、基準貸付金利を 0.5% に引き下げ、補完当座預金制度（日銀当座預金の所要準備額を超える金額に付利）の導入を決定した。

#### 長期金利（国債 10 年物利回り）

- ・ 10 月の主要国の長期金利は乱高下の展開となった。中旬にかけて上昇した後に低下したが、その後、再び上昇した。その中で、日本の長期金利はほぼ横ばいで推移した（図 -2）。

図 -1 政策金利

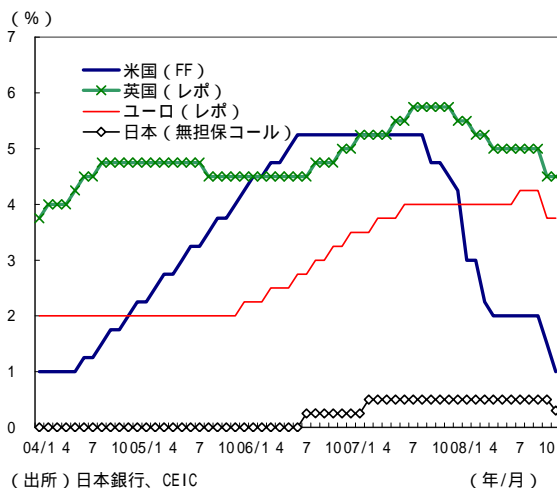
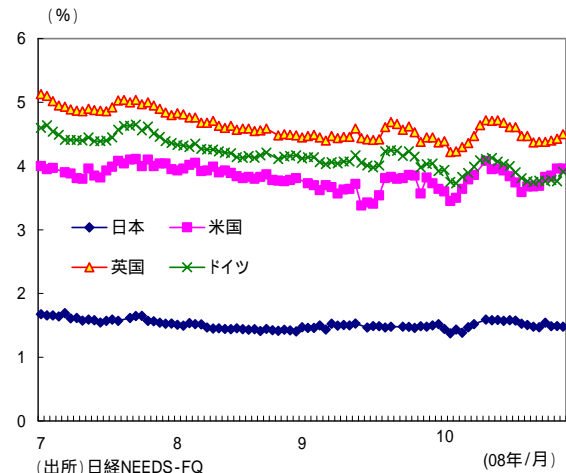


図 -2 長期金利（国債 10 年物）



金利（3ヶ月物）差と為替相場

日本と米国

- ・ 9月中旬に起きた大手金融機関の破綻以来、米国の短期金利は大きく上昇したが、10月中旬以降に低下した。日米の金利差は一時3%台後半まで拡大したが、その後縮小し、10月末には2%弱まで縮小した（図 -3）。
- ・ 10月のドル円相場は、円高が進展したが下旬にやや水準を下げた。

日本とユーロ圏

- ・ 9月中旬に起きた大手金融機関の破綻以降、ユーロの短期金利も大きく上昇し、日・ユーロ圏の金利差は拡大したが、10月中旬以降に縮小した。
- ・ 10月のユーロ円相場は、ユーロが円に対して値を下げた（図 -4）。

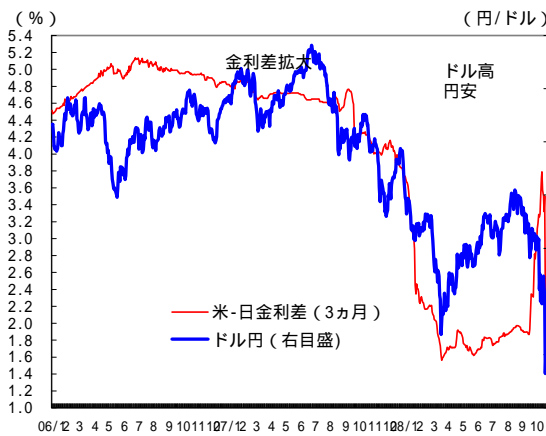
日本と英国

- ・ 9月中旬以降の英短期金利の上昇幅が大きく、日英金利差は拡大したが、10月中旬以降に縮小した。
- ・ 10月のポンド円相場は、ポンド安が進展した（図 -5）。

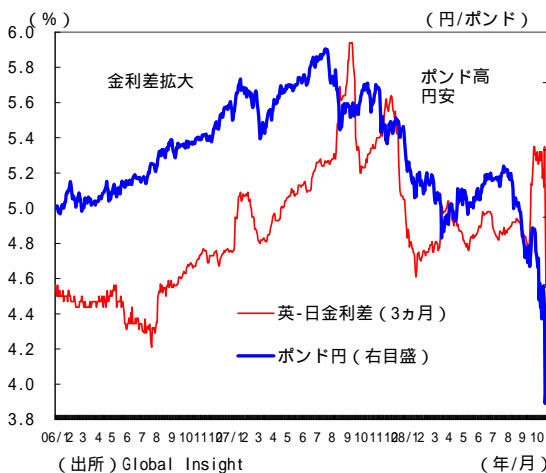
実質実効為替相場

- ・ 9月の実質実効為替相場は、ユーロ、ポンドが低下する一方で、ドル、円が上昇した（図 -6）。

図 -3 日-米金利差とドル円相場

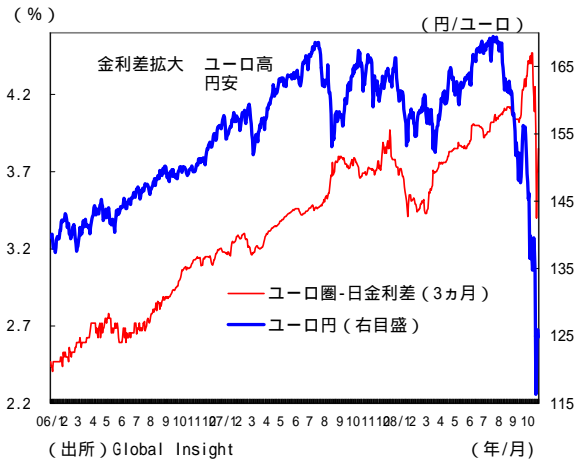


(出所) Global Insight (年/月)  
図 -5 日-英金利差とポンド円相場

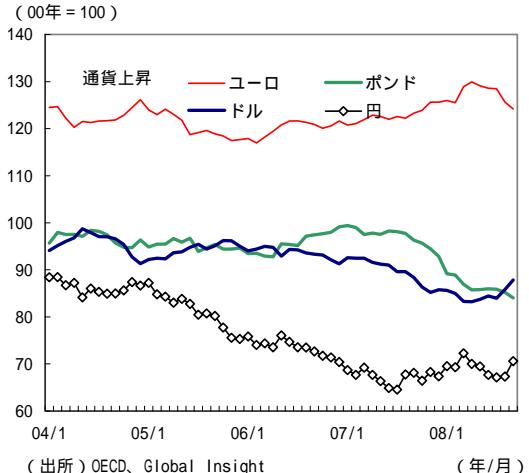


(出所) Global Insight (年/月)

図 -4 日-ユーロ圏金利差とユーロ円相場



(出所) Global Insight (年/月)  
図 -6 実質実効為替相場



(出所) OECD、Global Insight (年/月)

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】

- ・ 10月の主要国の株価は、金融不安の高まりと景気の先行き懸念から大幅に水準を下げた(図-7)。

【実質 GDP 成長率】

- ・ 2008年7-9月期の主要国の実質 GDP 成長率は、米国、英国で前期比マイナスとなった(図-8)。

【消費者物価上昇率】

- ・ 9月の米国消費者物価上昇率(総合)は、前年比+4.9%(食料エネルギーを除くコアで前年比+2.5%)となった。基調済み前期比で見ると、横ばいとなっている。
- ・ 10月のユーロ圏のCPI(速報値)は前年比+3.2%で前月に比べ0.4%ポイント低下した。
- ・ 9月の英国のCPIは、前年比+5.2%の上昇と1997年の現行統計開始以来の最高値を更新した。

【原油価格】

- ・ 10月の原油相場(WTI、期近物)は金融不安の高まりと景気後退懸念により、大幅に水準を下げた(図-10)。

図-7 株価

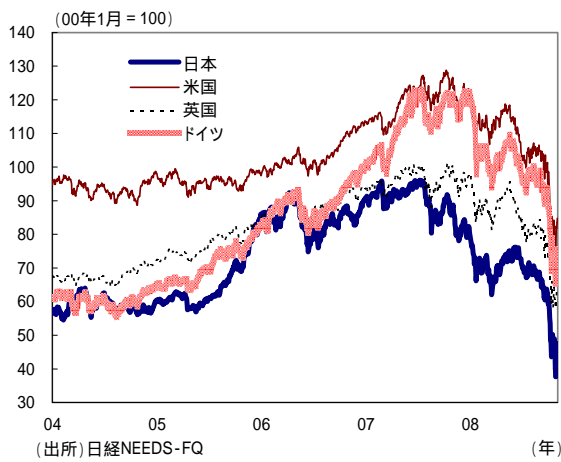


図-8 実質 GDP 成長率

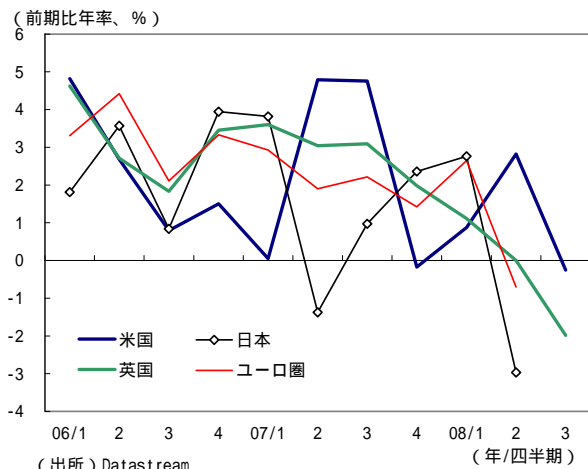


図-9 消費者物価上昇率

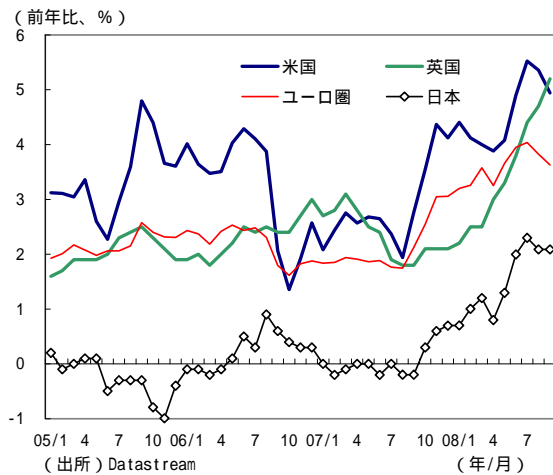
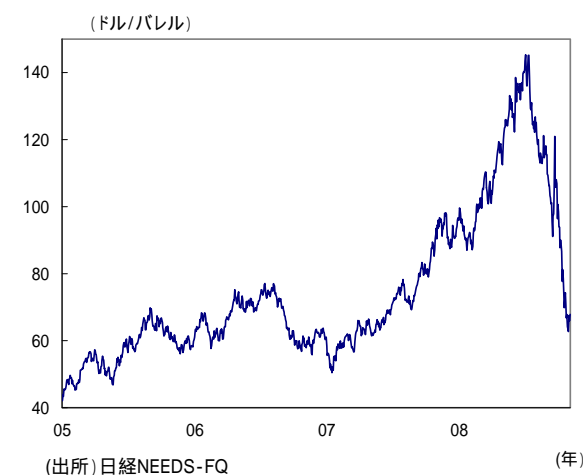


図-10 原油価格 (WTI)





## 2. 世界の流動性～海外通貨当局の米債投資の伸びは高水準

世界の外貨準備（通貨当局が保有する対外資産）

- ・ 2008年7月時点で前年比20.7%増加と、伸び率はこのところ減少しているものの引き続き高い伸びを持続している（図 -11）。
- ・ 地域別にみると、中国やロシア、アジア諸国の寄与が引き続き高い（図 -11,12）。

世界の通貨当局の米国債・政府機関債投資残高

- ・ 通貨当局による米国債・政府機関債投資残高は、前年比2桁増の高い伸びを維持している。（図 -13）。

主要先進国合計のマネーサプライ（ドルベース、合計、当社推計）

- ・ 直近2008年8月は、前年比11.5%と前月に比べ伸びが鈍化した（図 -14）。

図 -11 世界の外貨準備（伸び）

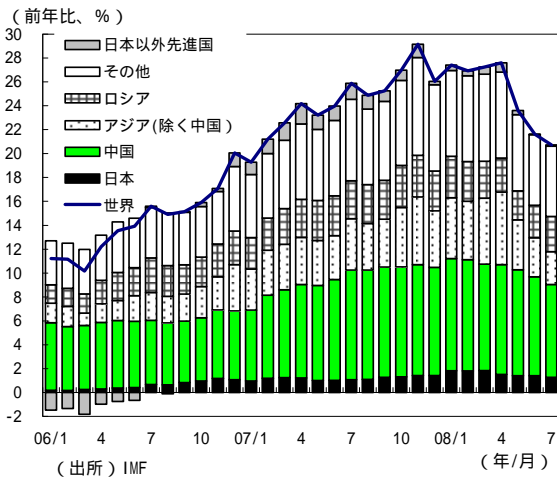


図 -12 主な国の外貨準備（水準）

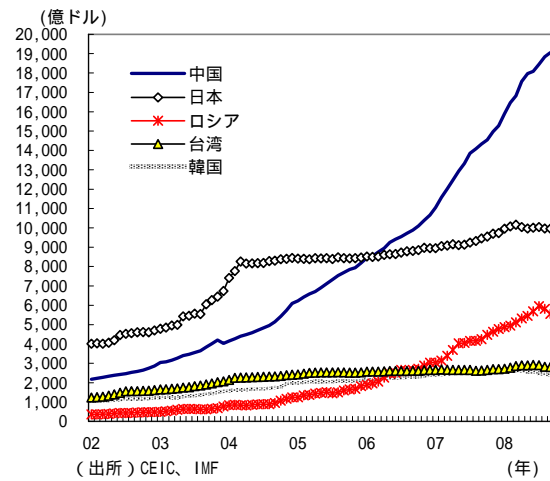


図 -13 通貨当局の対米投資と米国金利

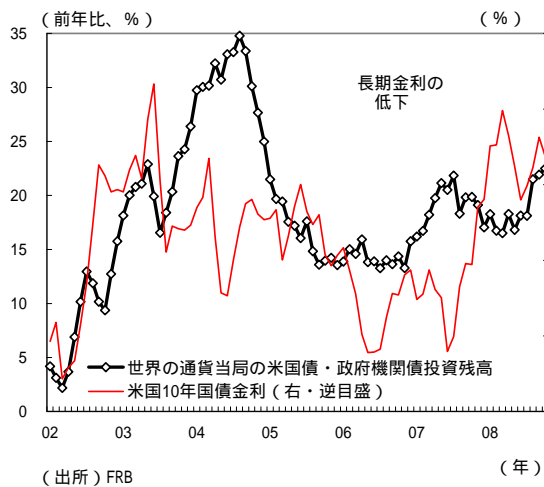
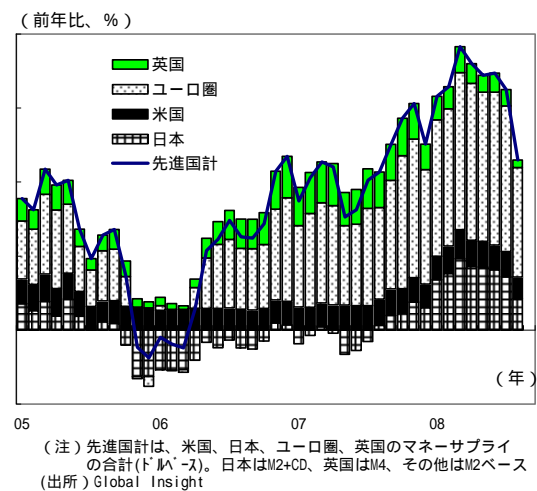


図 -14 先進国のマネーサプライの伸び





### 3. 世界に資金を供給する中国とロシア～中国の貿易黒字は9月も増加

- ・ 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。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につながっている。
- ・ 9月の中国の貿易黒字は、前年比で+22.2%の増加となった（図 -15）。
- ・ 8月のロシアの貿易黒字は、前年比で+69.0%の増加となった。

### 4. オフバランス取引での円ポジション～シカゴでの円ポジションは買い超

シカゴ通貨先物市場での投機筋（非商業目的）による円のネットポジション

- ・ シカゴ市場での円のネットポジションは10月に入っても円が買われ、買い超が続いた（図 -16）。

外国為替証拠金取引のネット円売りポジション

- ・ 10月の東京でのネット円売りポジションは、売り超幅が減少した（図 -17,18）。

図 -15 中国・ロシアの貿易収支

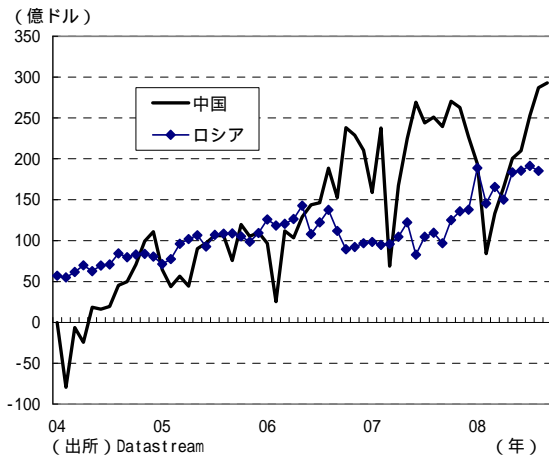


図 -16 シカゴ先物市場とドル円相場

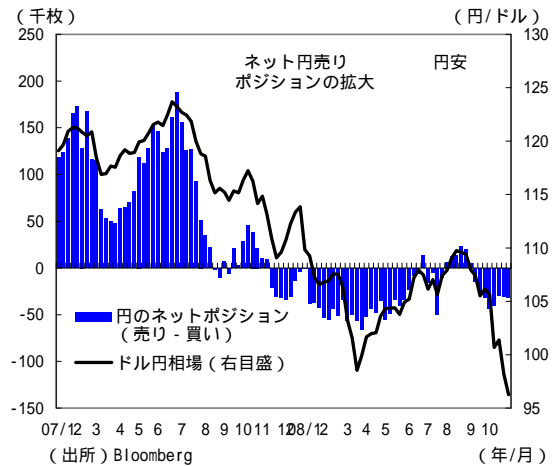


図 -17 為替証拠金取引のネット円売りポジション

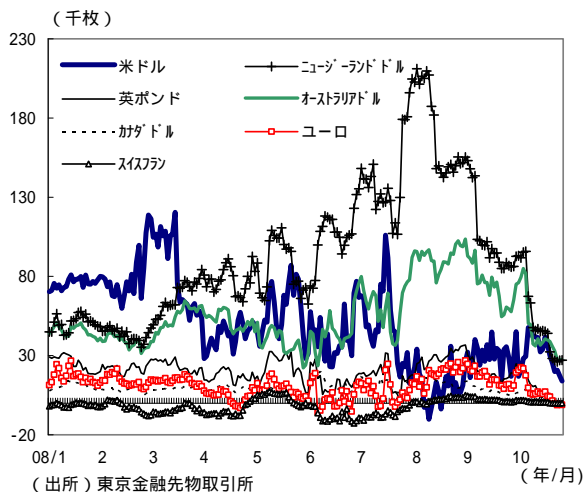
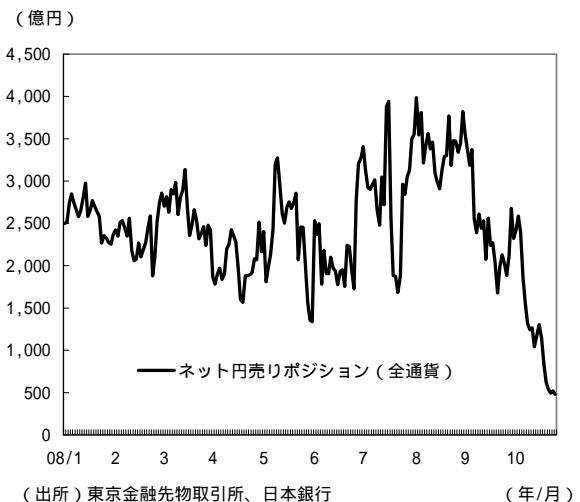


図 -18 円売りポジション（全通貨計）



## 5. 日本をとりまく資本移動～9月の対外証券投資は流入超

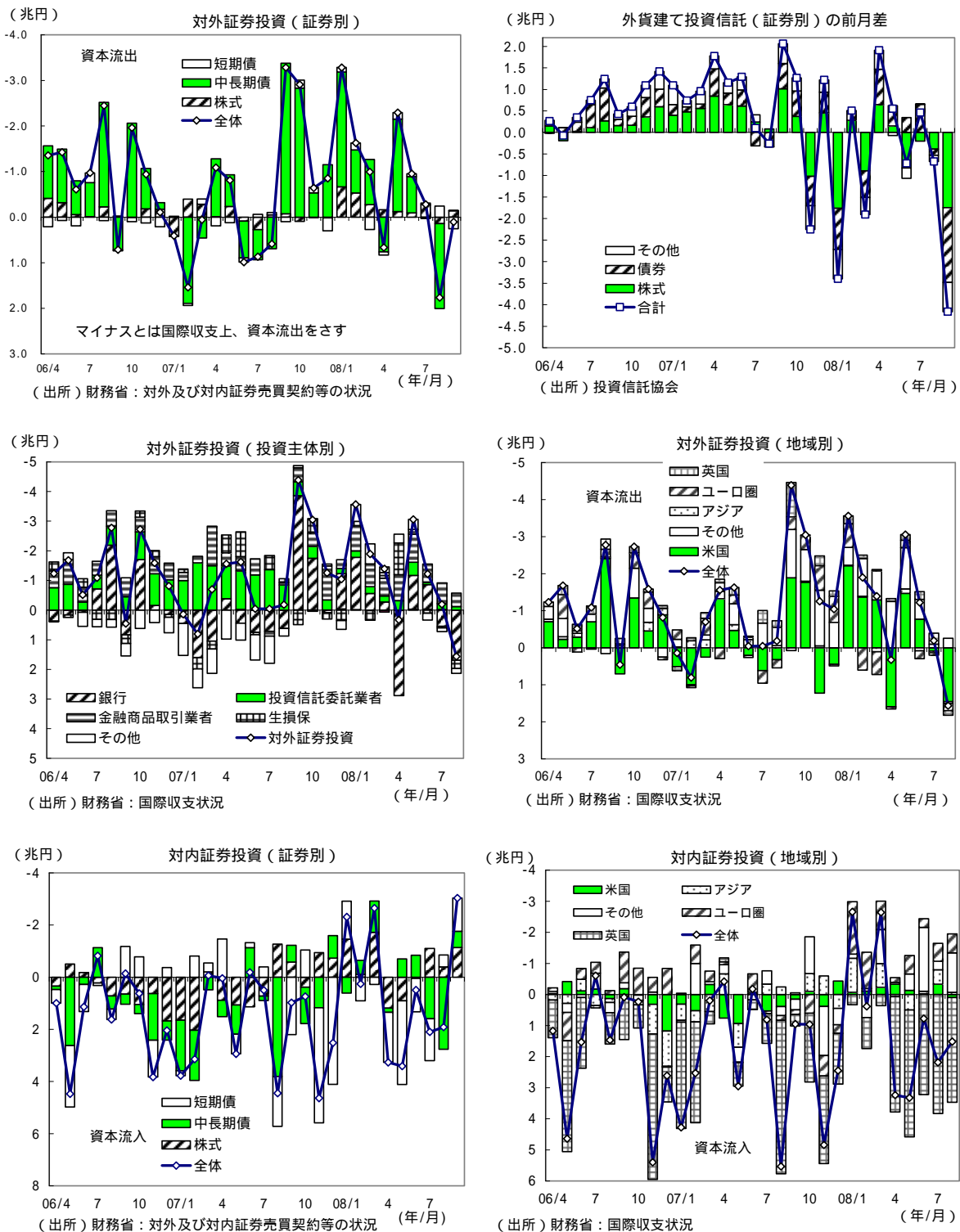
日本の対外証券投資（日本人投資家の海外資産への投資）

- ・ 9月は1,051億円の流入超過（売り越し）となった。株式、中長期債は流出超過（買い越し）、短期債は流入超過（売り越し）であった。
- ・ 9月の外貨建て投資信託残高は、前月比で大幅に減少した。

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）

- ・ 9月は3兆356億円の流出超過（売り越し）となった。株式、中長期債、短期債ともに流出超過であった。

図 -19 日本をとりまく証券投資



## 6. 米国をとりまく証券投資～海外資本による対米証券投資は流出超過

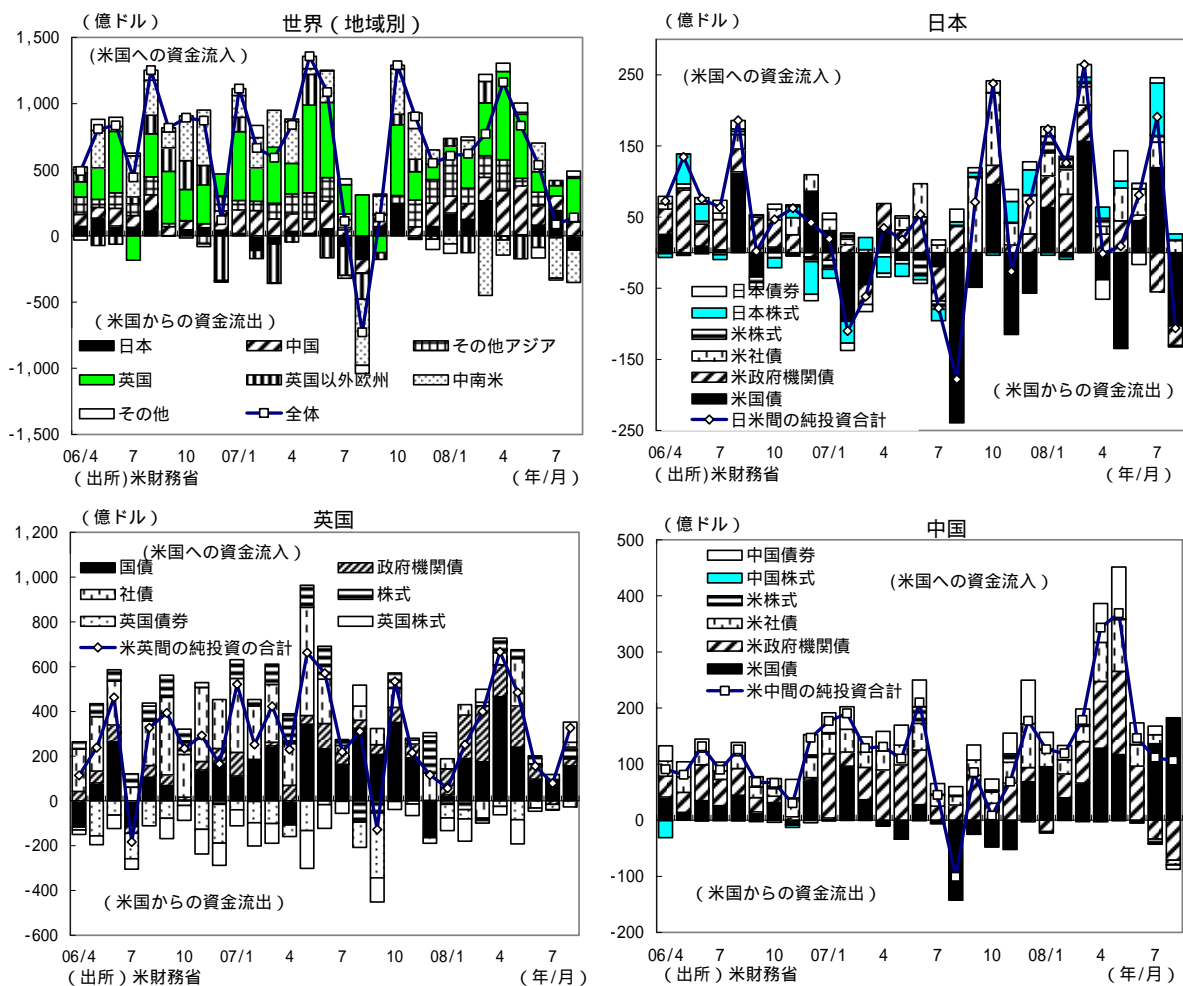
### 海外資本による対米証券投資

- ・ 今月のトピックスでも見たとおり、8月の海外資本による対米証券投資はネットで-88億ドルと7月に続き2ヶ月連続の売り越し（流出超過）となった。米住宅公社の財務状況の不安から政府機関債が売られた。
- ・ 海外資本を地域別にみると、日本、中南米が米国から資金を流出させている一方で、英国、中国等は米国証券を買い越している。政府機関債が売られる一方で、米国債は「質への逃避」の観点から総じて買い越されているが、日本は大幅に売り越している。

### 海外資本の米国債保有残高（ストック）

- ・ 8月は2兆7,403億ドルと前月比で増加した。
- ・ ストック残高を国別にみると、大きい順に、日本5,859億ドル、中国5,410億ドル、英国3,074億ドル、石油輸出国1,798億ドル、カリブ諸国1,477億ドルとなった。

図 -20 対米証券投資の動向



## 7. 世界的不均衡～米国の経常赤字(4-6月期)は前期比で拡大

米国の経常収支赤字（グローバルインバランス）

- ・ 2008年4-6月期は1,831億ドル（年率7,325億ドル、GDP比5.1%）と前期に比べて拡大した（図-21）。

米国の貿易赤字（国際収支・財サービスベース）

- ・ 2008年8月の貿易赤字は、591億ドル（季節調整値）と前月に比べ縮小した（図-22）。
- ・ 最大の赤字相手国である中国向けの貿易赤字は、前月に比べ拡大した。

図-21 米国の経常収支

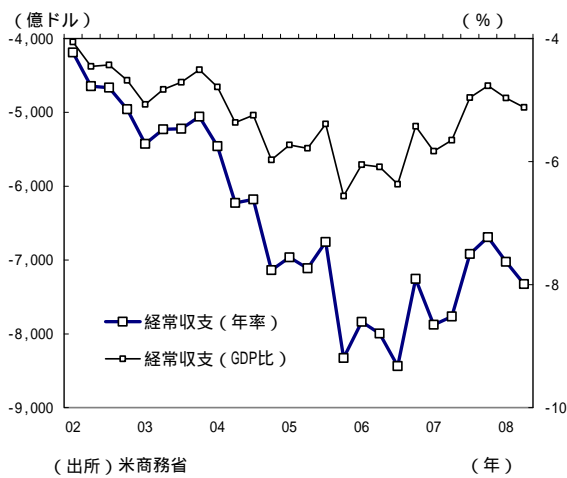
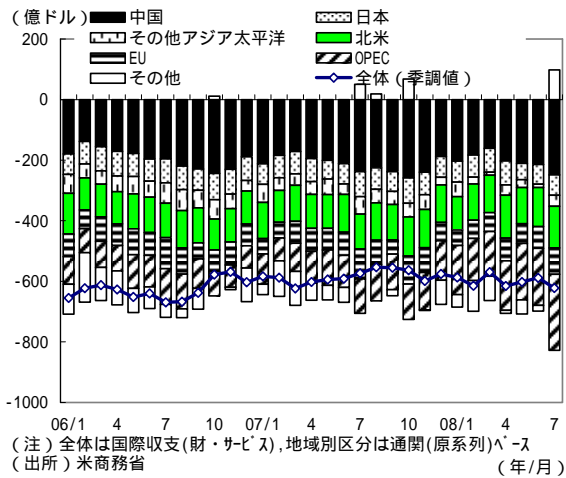


図-22 米国の貿易収支



ドル相場

- ・ 10月のドル相場は、対主要国で大幅に上昇した（図-24）。

図-23 ドル相場（名目、月次）

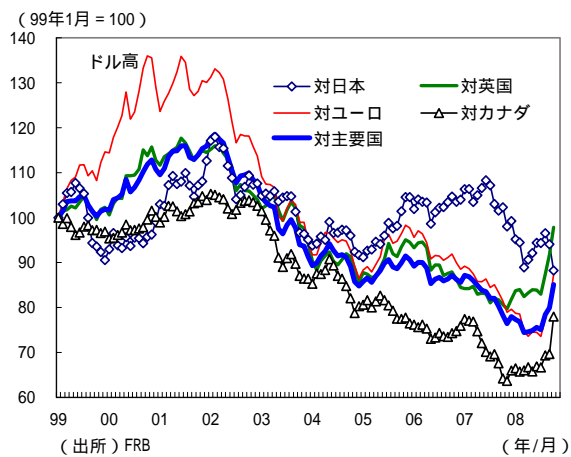
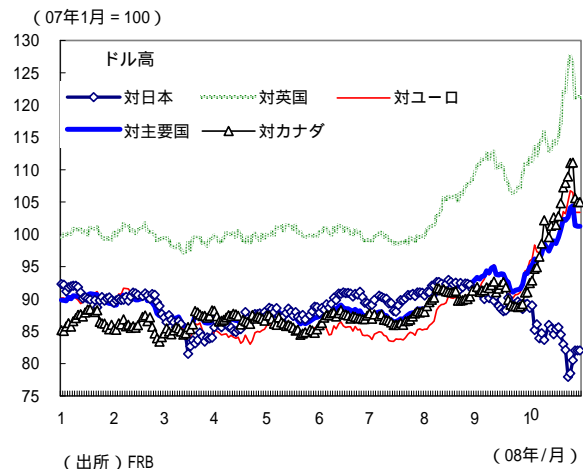


図-24 ドル相場（名目、日次）



## 8. アジアの株価・為替相場～アジア株は10月も軟調に推移

### アジア主要国の株価

- ・ 10月のアジア株は、軟調に推移した（図 -25）。

### アジア主要国の為替相場

- ・ 韓国ウォンは10月も大幅に下落した。景気悪化懸念からの売りが続いている（図 -26）。

図 -25 アジアの株価

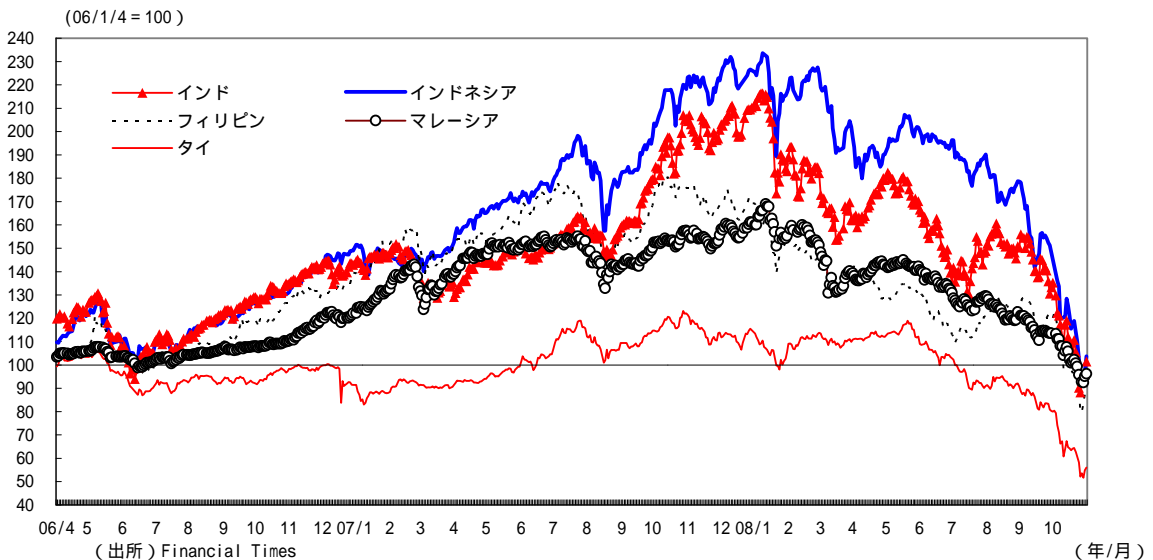
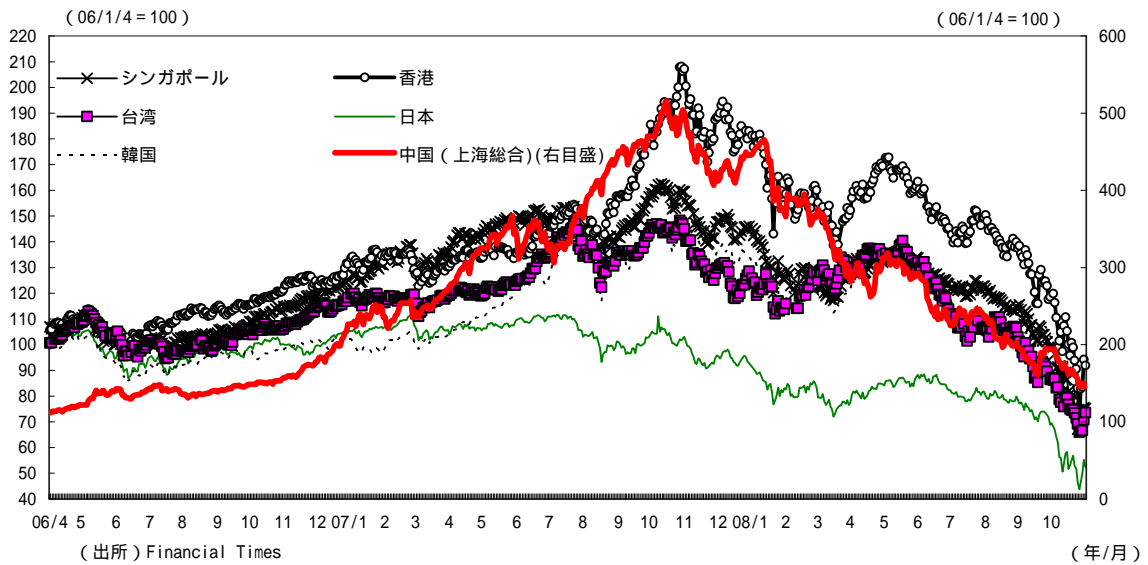
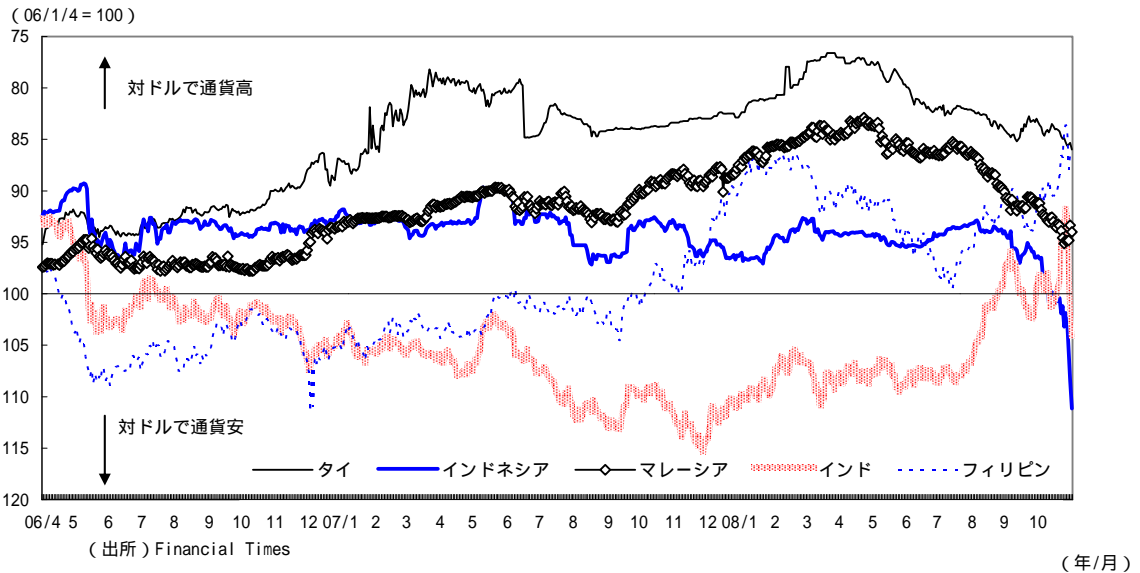
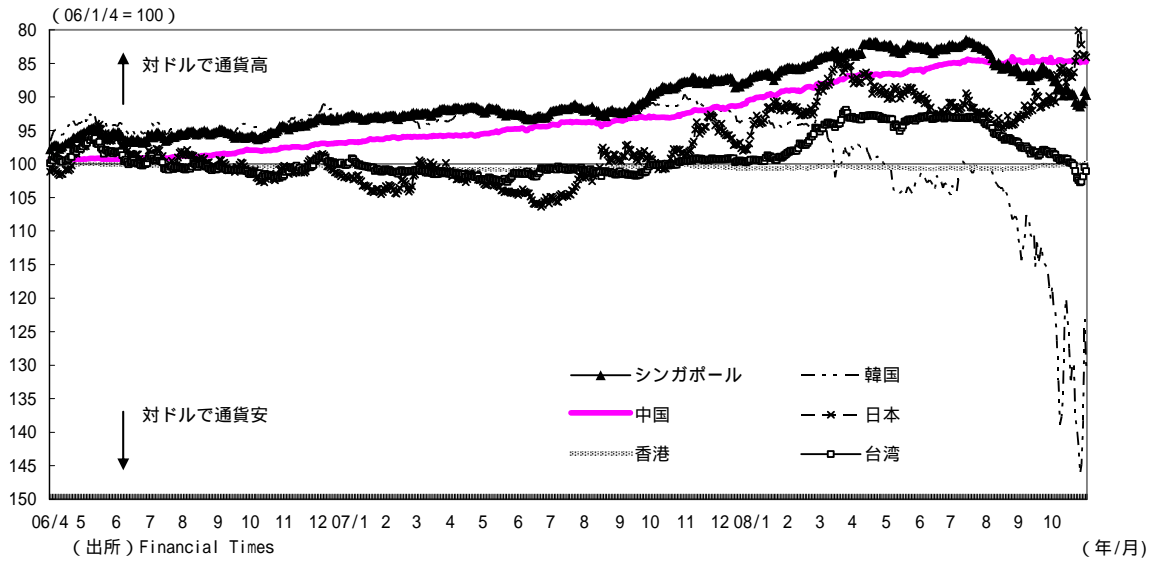


図 -26 アジアの為替



当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性を保証するものではありません。また執筆者の見解に基づき作成されたものであり、弊社の統一的な見解ではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。当資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されております。全文または一部を転載する際は出所を明記して下さい。