

アジア株の下落とリカップリング

<目次>

- . 今月のトピックス
 - ・アジア株の下落とリカップリング
- . 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. 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. 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&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)

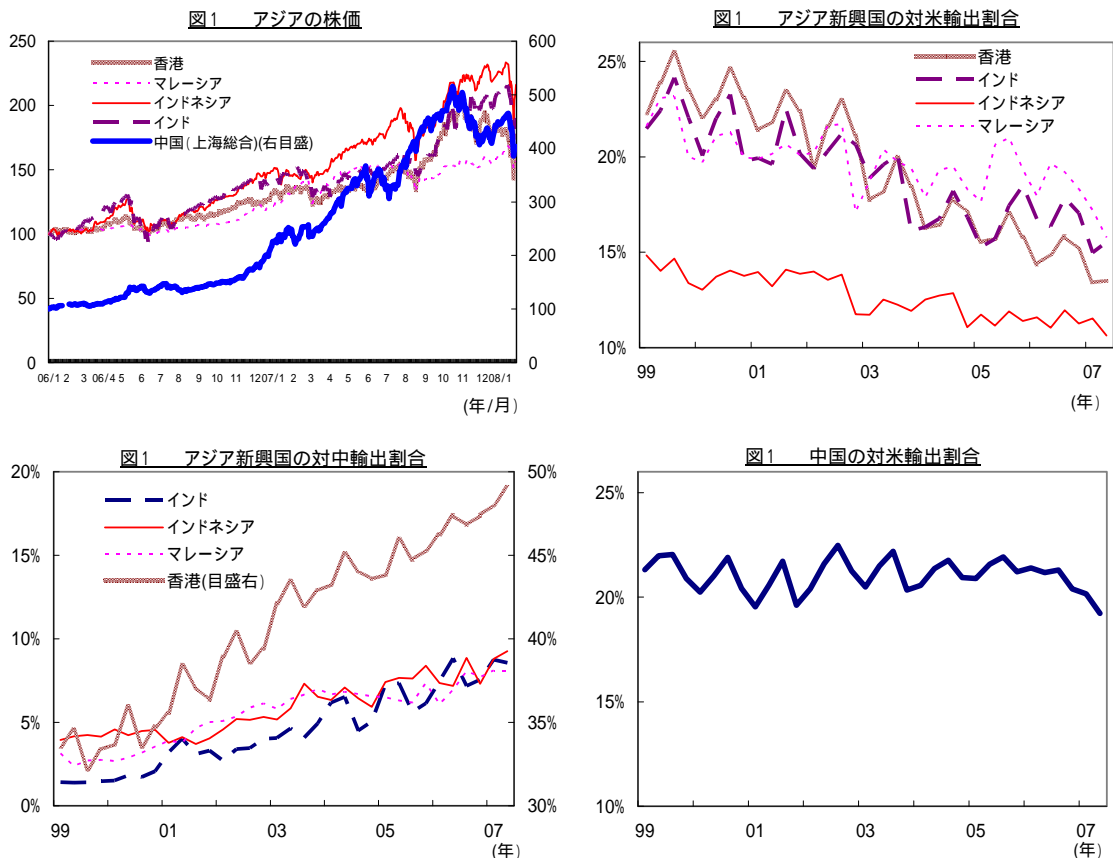
本レポートに掲載された意見・予測等は資料作成時点の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

．今月のトピックス～アジア株の下落とリカップリング

昨年までサブプライムローン問題の影響を大きく受けることなく堅調に推移してきたアジア株であったが、今年に入り、中国銀行がサブプライムローン関連商品への投資により損失を蒙ったとの報道をきっかけに、大きく下落した(図1)。昨年のアジア株の堅調ぶりは、アジア等の新興国経済が米国経済の好不況には依存しない経済体制が築かれつつあるということから、デカップリング(非連動)と言われてきた。ところが、ここにきてアジア株も大幅下落となったため、やはり新興国も米国経済の影響を受けるという、リカップリング(再連動)論が勢いを増してきている。

実体経済に目をやると、アジア新興国の輸出量に占める対米輸出の割合は、ここ数年、減少基調にある(図1)。一方で、対中輸出の割合は増加傾向にあり(図1)、米国の減速分を中国との取引で補うことが可能とも考えられる。このことはデカップリング論を支持するが、他方、中国の対米輸出の割合は、足下では減少気味だとはいえ、引き続きその水準は高い(図1)。

長期的に見れば、国の経済力は大きく変化するものであり、中国が米国に代わる経済力を持つという意味で、デカップリング論はいずれ成り立つのかもしれない。ただし、数年というスパンで考えると、世界の経済構造がすぐさま変わるわけではなく、大国である米国の影響が突然縮小することも考え難い。米国経済の停滞は、実体面、マインド面の両面から、新興国経済になんらかの影響を与えることを免れえないのではないか。



．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～米FRBが連続利下げを実施

政策金利

ユーロ圏

- ・ ECB(欧州中央銀行)は1月10日の理事会で、政策金利を4%に据え置いた(図2)。これまで同様、物価の上ぶれリスクを指摘しながらも、足下の金融市場の不透明度が高まっていることから、据え置きとした。

英国

- ・ BOE(英国中央銀行)は1月10日のMPC(金融政策委員会)会合で、政策金利を5.50%に据え置いた。

米国

- ・ FRB(連邦準備制度理事会)は1月22日に2001年9月以来の臨時FOMC(連邦公開市場委員会)を開催し、FFレートの誘導目標を75bp引き下げ、3.5%とした。また、公定歩合も75bp引き下げ4.0%とした。また、1月30日の定例FOMCでも、追加の引き下げを行ない、FFレートの誘導目標を3.0%、公定歩合を3.5%とした。FFレートの引下げは、昨年9月以降5回連続となる。

日本

- ・ 日本銀行は1月21～22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%に据え置くことを決定した。

長期金利(国債10年物利回り)

- ・ 1月の主要国の長期金利は、低下基調での推移となった。米政策金利の相次ぐ引き下げを受けて米長期金利の低下のペースが速く、11月下旬以降、独長期金利を下回る水準で推移している。

図2 政策金利

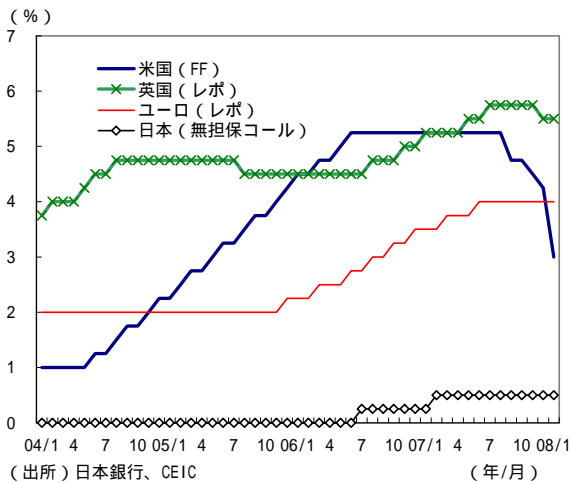
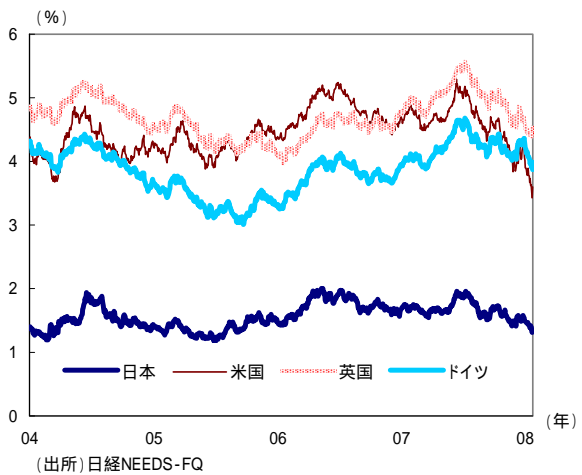


図3 長期金利(国債10年物)



金利（3ヶ月物）差と為替相場

日本と米国

- ・ FRBによる政策金利の相次ぐ引き下げにより、米国金利の低下ペースが速く、日米の金利差は縮小してきている（図4）。
- ・ 月初 110 円近辺で推移していたドル円相場は、米金利低下などからドル安が進み、足下では 106 円近辺で推移している。

日本とユーロ圏

- ・ ユーロ圏金利が低下し、円金利が横ばいで推移したため、日欧の金利差は縮小した。
- ・ 金利差縮小に呼応して、ユーロ円相場は円高が進んだ。月初 160 円台であったユーロ円は、足下では 150 円台半ばで推移している。（図5）。

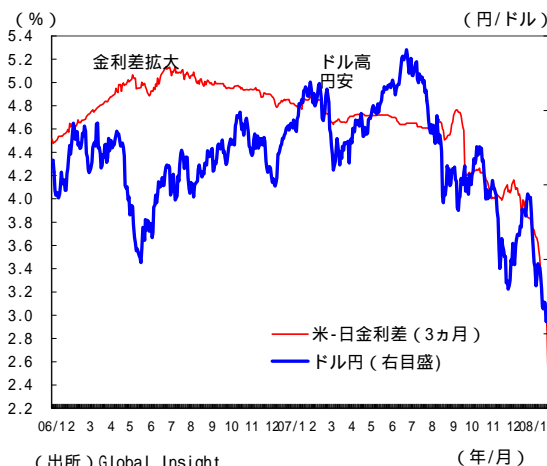
日本と英国

- ・ ポンド金利は1月に入っても低下基調で推移し、日英の金利差は縮小した。
- ・ 1月のポンド円相場は、円高が進展した（図6）。

実質実効為替相場

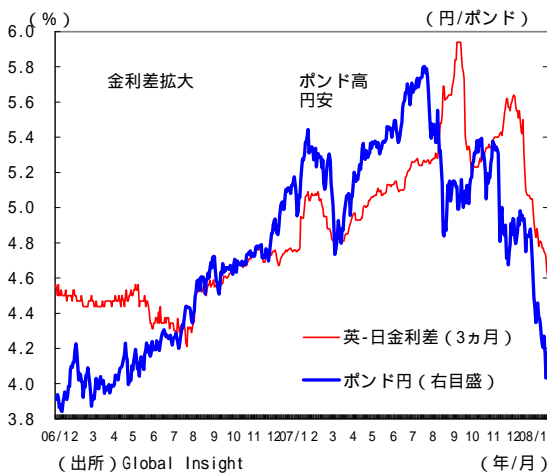
- ・ 12月の実質実効為替相場を見ると、ユーロがわずかに低下する一方でドルがやや上昇した（図7）。

図4 日-米金利差とドル円相場



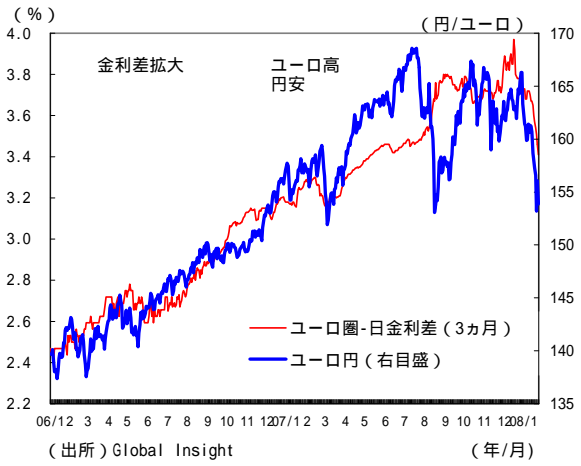
(出所) Global Insight

図6 日-英金利差とポンド円相場



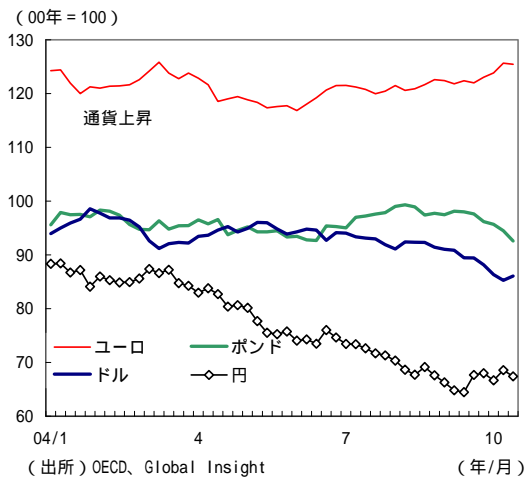
(出所) Global Insight

図5 日-ユーロ圏金利差とユーロ円相場



(出所) Global Insight

図7 実質実効為替相場



(出所) OECD, Global Insight

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】

- ・ 年明け後も、サブプライムローン問題を発端とする金融不安や景気懸念は払拭されずに更に拡大し、日米欧の株価は大幅に水準を下げた（図 8）。

【実質 GDP 成長率】

- ・ 昨年 10 - 12 月期の米国の実質 GDP 成長率（速報値）は、住宅投資が大幅に減少したことなどから、前期比年率換算で +0.6% と大幅な鈍化となった。英国の成長率も鈍化した。

【消費者物価上昇率】

- ・ 12 月の米国消費者物価上昇率はコアで前年比 +2.4%（全体は同 +4.1%）となり（図 10）、FRB が妥当と考える範囲とされるコアの伸び率 +1.0~2.0% を依然上回っている。
- ・ ユーロ圏の 12 月の CPI 前年比伸び率は +3.1% で ECB の目標水準（+2%）を上回った。英国も前年比 +2.1% 増と BOE のターゲット水準（+2%）を上回っている。

【原油価格】

- ・ 原油相場（WTI）は、景気減速懸念から下落した。年初 99 ドル/バレル近辺であったが、一時、80 ドル台まで水準を下げた。

図 8 株価

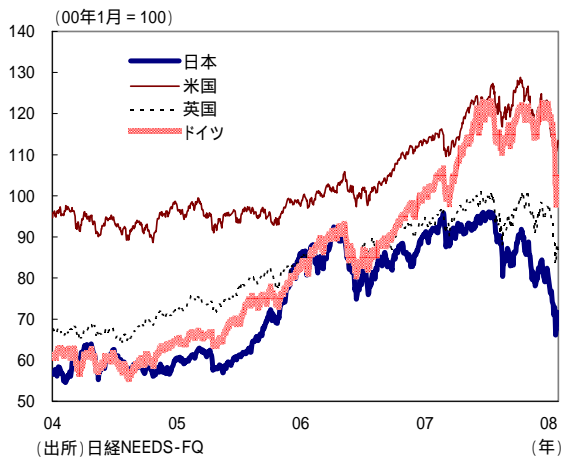


図 10 消費者物価上昇率

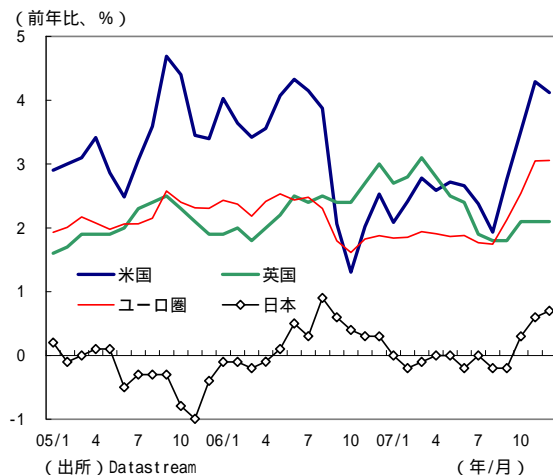


図 9 実質 GDP 成長率

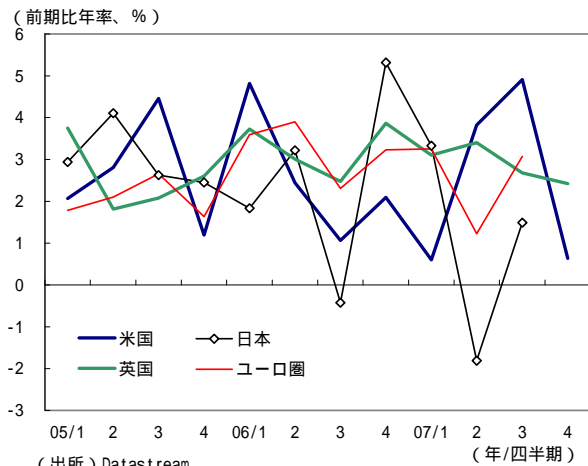
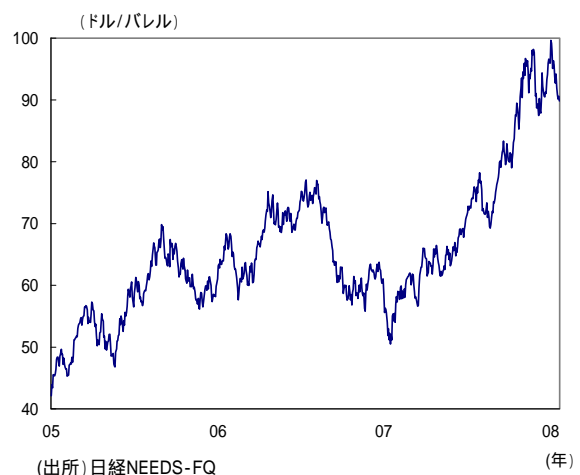


図 11 原油価格（WTI）



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）

- ・ 2007年11月時点で前年比28.4%増加と、引き続き高い伸びを維持している（図12）。
- ・ 地域別にみると、中国やロシアの寄与が引き続き高い（図12,13）。

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足下で伸びが鈍化しているが、依然前年比2桁増の高い伸びを維持している。（図14）。
- ・ サプライムローン問題が世界経済へもたらす悪影響の度合いが不透明で、“質への逃避”の観点から米国の公共債が選好されている。

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2007年11月は、前年比15.4%と伸びが拡大した（図15）。
- ・ ユーロ圏では、依然高い伸びが続いている。

図12 世界の外貨準備（伸び）

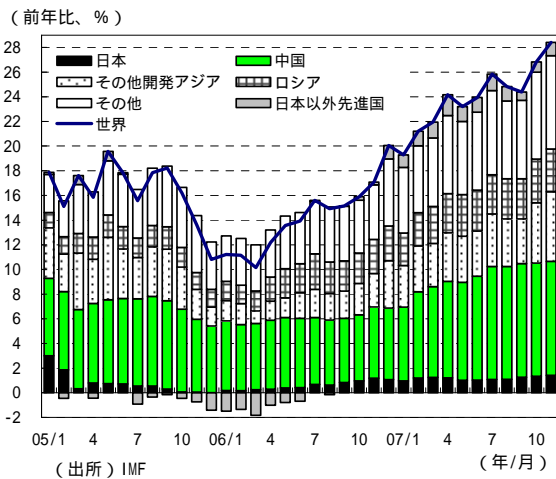


図13 主な国の外貨準備（水準）

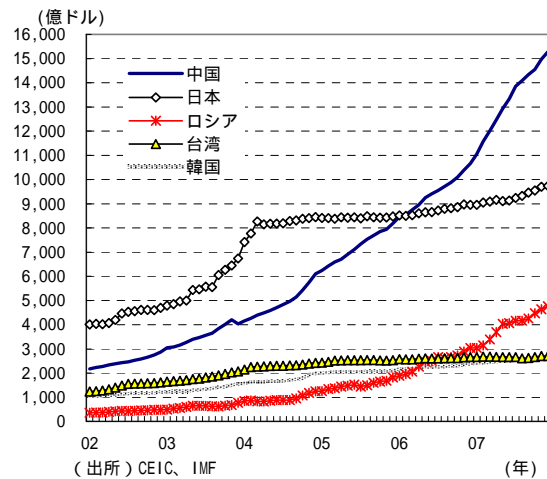


図14 海外通貨当局の対米投資と米国金利

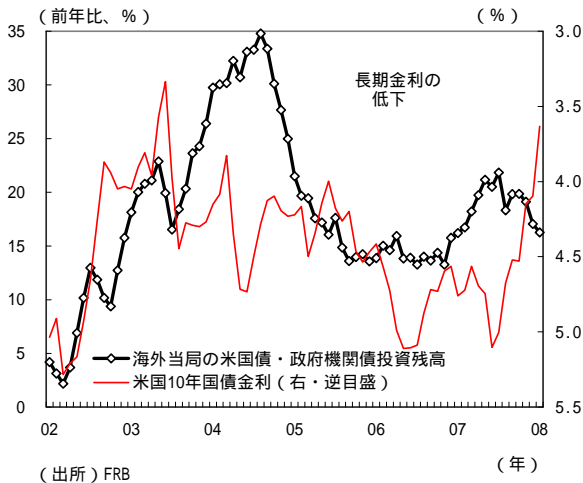
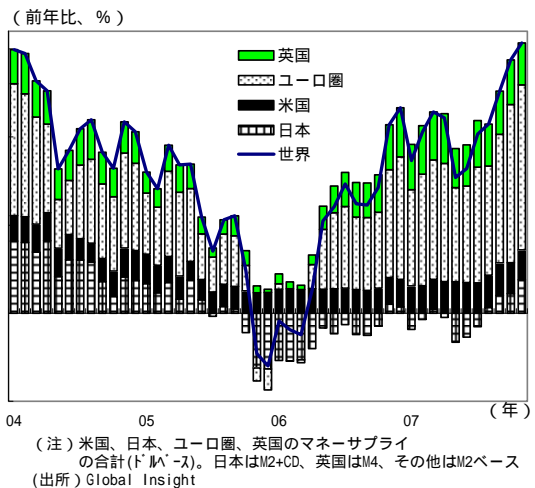


図15 先進国のマネーサプライの伸び



3. 世界に資金を供給する中国とロシア～貿易黒字は高水準

- ・ 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につながっている。
- ・ 12月の中国の貿易黒字は、前年比で7.8%の増加となった。（図16）
- ・ 11月のロシアの貿易黒字は、前年比で45.8%の増加となった。

4. オフバランス取引での円ポジション～円の買い超が続く

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

- ・ サブプライムローン問題が顕在化する以前は、規模の大小を繰り返しながらも売り超が続いていた円のネットポジションは、11月以降、買い超が続いている（図17）。

外国為替証拠金取引のネット円売りポジション

- ・ 東京での円売りのポジションは、足下で微増となっている（図18、19）。

図16 中国・ロシアの貿易収支

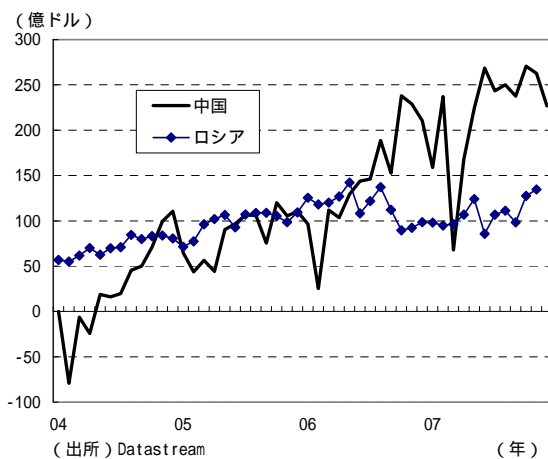


図17 シカゴ先物市場とドル円相場

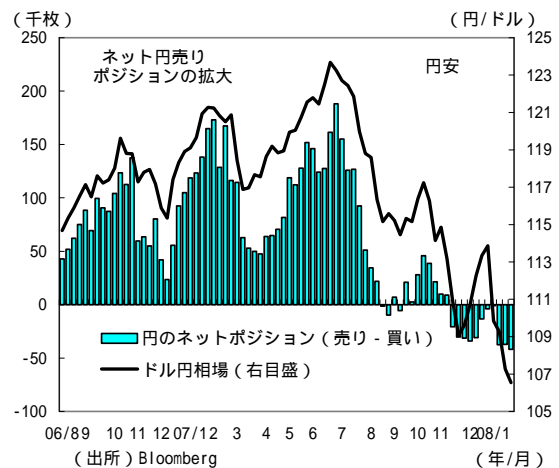


図18 為替証拠金取引のネット円売りポジション

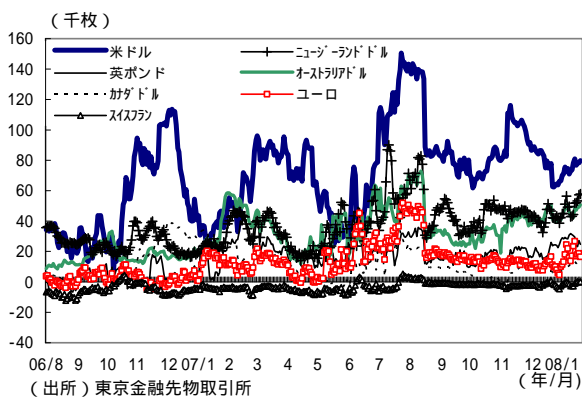
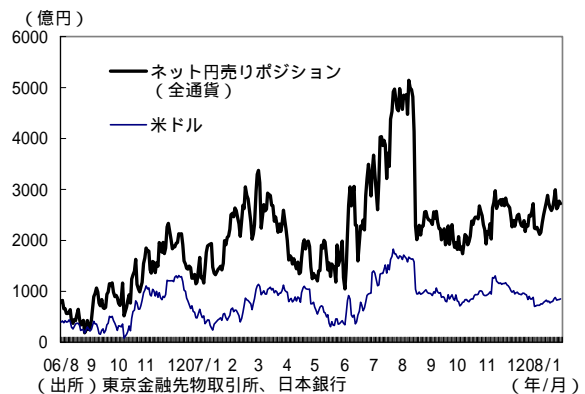


図19 円売りポジションとドル円相場



5. 日本をとりまく資本移動～12月の外貨建て投資信託は増加

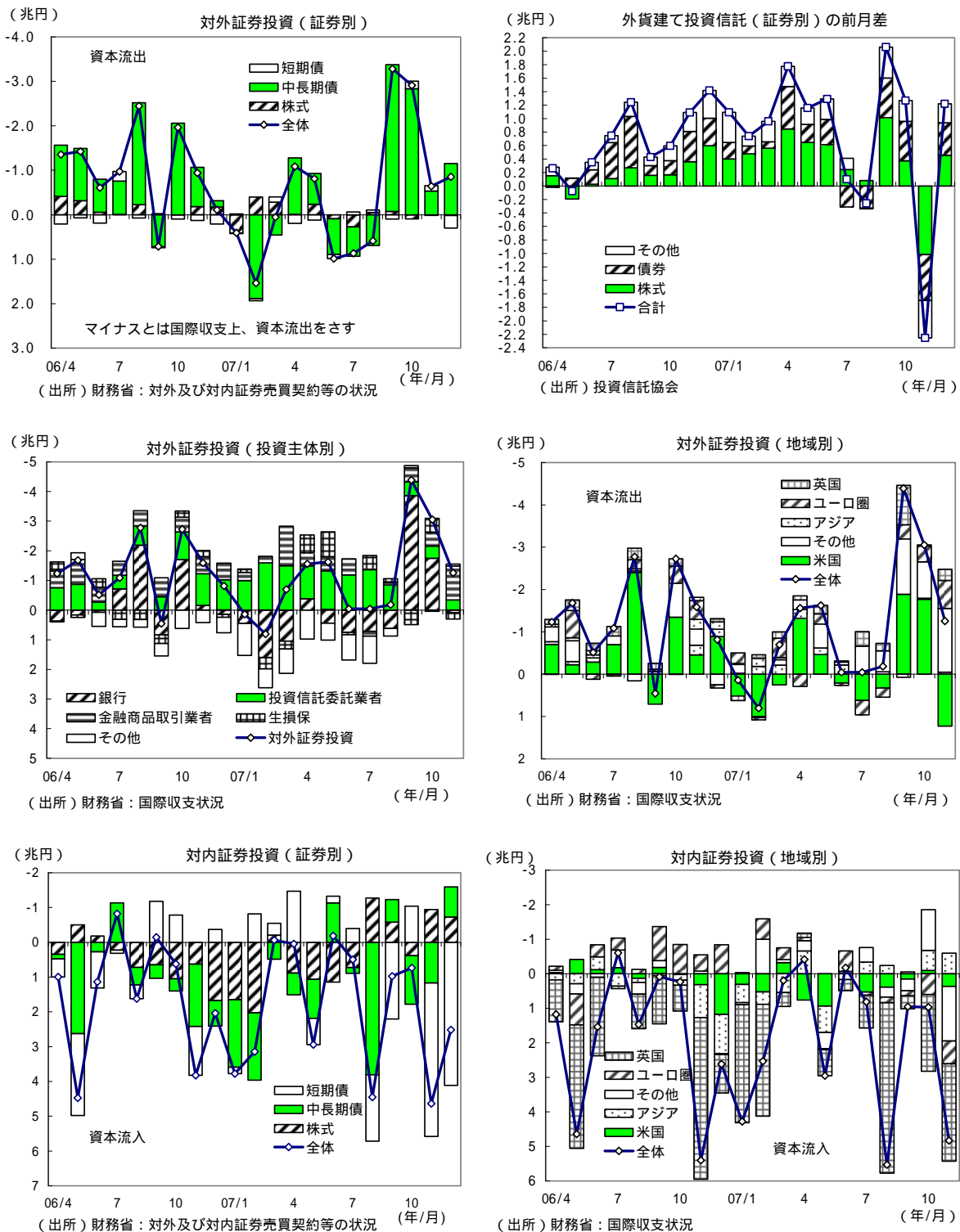
日本の対外証券投資（日本人投資家の海外資産への投資）

- ・ 12月は8,523億円の流出超過（買い越し）。株式、短期債が流入超過（売り越し）となったが、中長期債が流出超過で、全体でも流出超過となった。また、12月の外貨建て投資信託残高は、前月比で増加に転じた。

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）

- ・ 12月は2兆5,159億円の流入超過（買い越し）。株式、中長期債は流出超となったが、短期債が流入超となった。

図20 日本をとりまく証券投資



6. 米国をとりまく証券投資～11月の対米証券投資は引続き流入超

米国へのネット資本流入額（米国資本含むベース）

- ・ 8月に9年振りの流出超となった対米証券投資は、9月以降は流入超を続けている。11月も909億ドルの流入超となった。

海外資本による対米証券投資

- ・ 11月の外国人による米国証券の買い越し額は703億ドルで、流入超過となった。
- ・ 海外資本を地域別にみると、日本以外は買い越しとなっている。

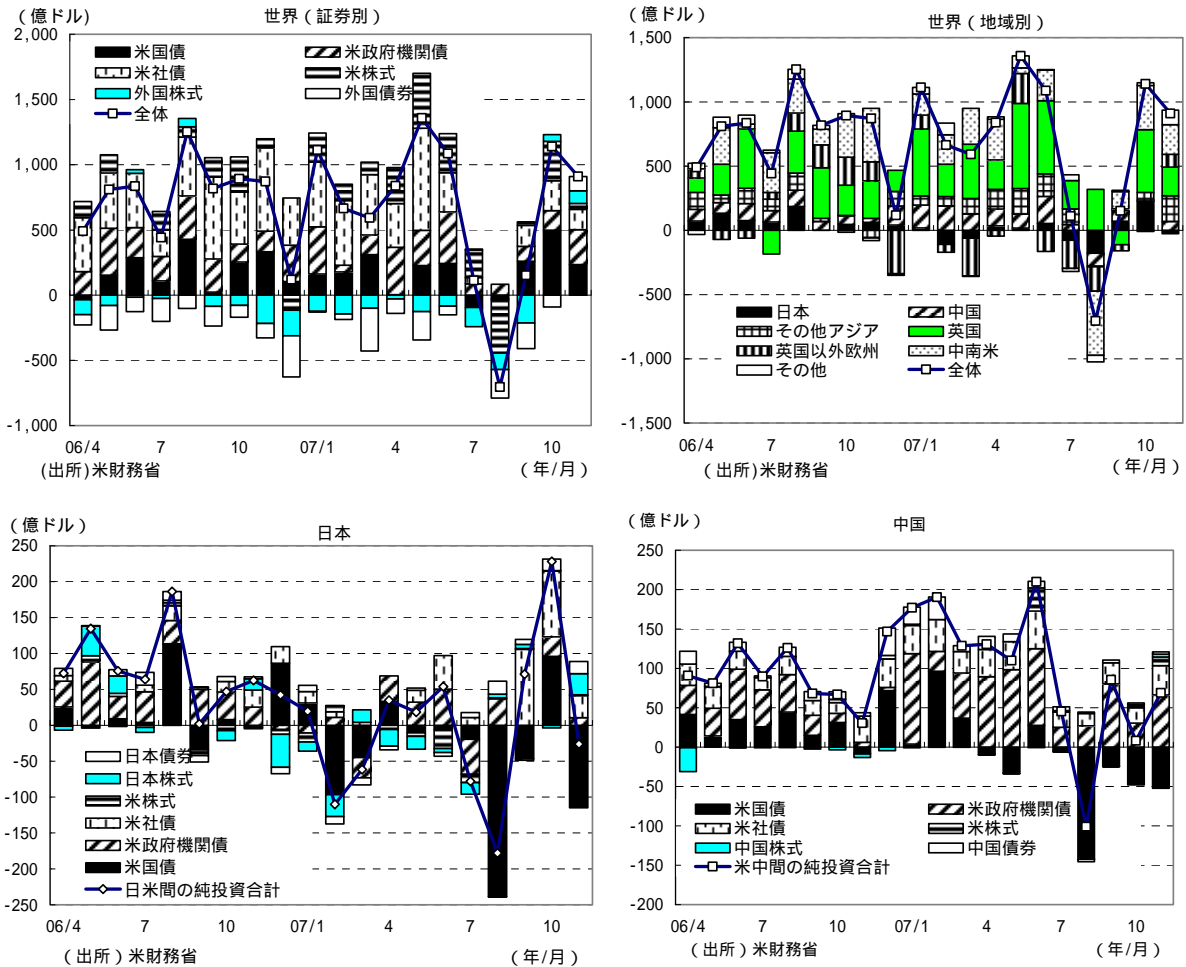
米国資本による対外証券投資（米国人による外国証券の買い越し）

- ・ 11月は、206億ドルの流入超過となり、2004年2月以来の売り越しとなった。

海外資本の米国債保有残高（ストック）

- ・ 11月は2兆3,364億ドルと前月比で増加。
- ・ ストック残高を国別にみると、大きい順に、日本5,918億ドル、中国3,881億ドル、英国2,965億ドル、石油輸出国1,303億ドルだが、これらのうち、英国以外は前月に比べて残高を減少させている。

図 21 対米証券投資の動向



7. 世界的不均衡～米国の貿易赤字は、やや拡大

米国の経常収支赤字（グローバルインバランス）

- ・ 2007年7-9月期は1,785億ドル（年率7,138億ドル、GDP比5.1%）と前期からやや縮小（図22）。

米国の貿易赤字（国際収支・財サービスベース）

- ・ 2007年11月は631億ドル（季節調整値）と、前月に比べ拡大した（図23）。
- ・ 最大の赤字相手国である中国向けの貿易赤字は、前月に比べ縮小した。

図22 米国の経常収支

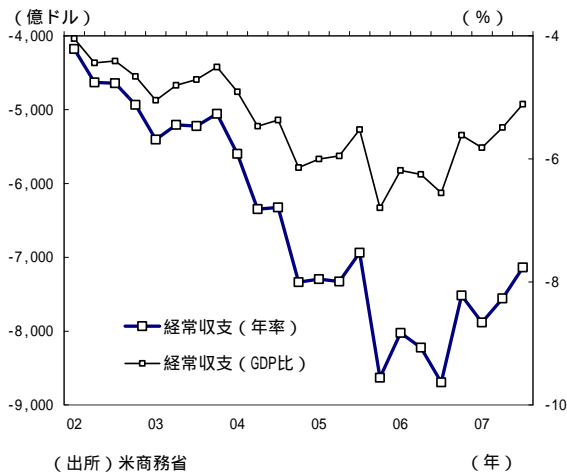
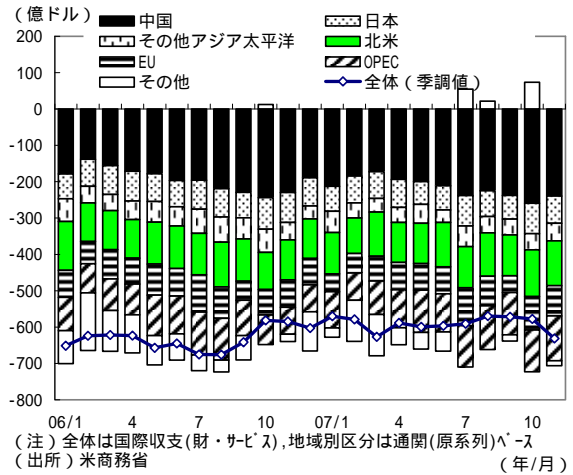


図23 米国の貿易収支



ドル相場

- ・ 1月のドル相場は、サブプライムローン問題深刻化の懸念からドルが売られ、ドル安方向で推移した。

図24 ドル相場（名目、月次）

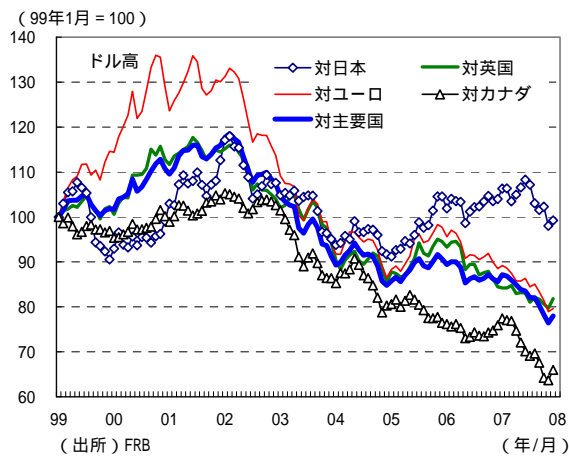
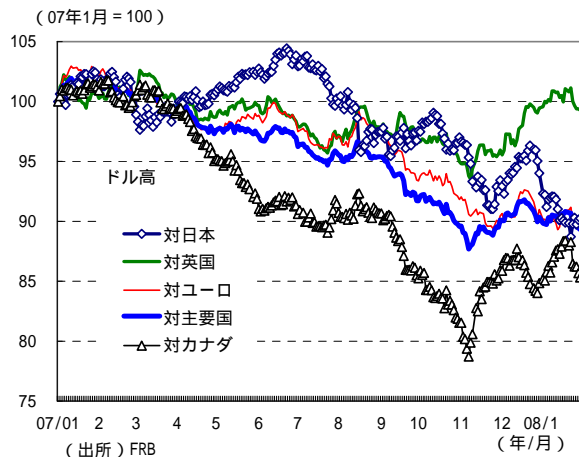


図25 ドル相場（名目、日次）



8. アジアの株価・為替相場～アジア株が大幅に下落

アジア主要国の株価

- ・ サプライムローン問題の深刻化からくる世界経済の減速懸念が急激に広まり、これまで大きく下げることのなかったアジア株も大幅に水準を下げた（図 26）。

アジア主要国の為替相場

- ・ 日本円の対ドルでの上昇が顕著となっている（図 27）。

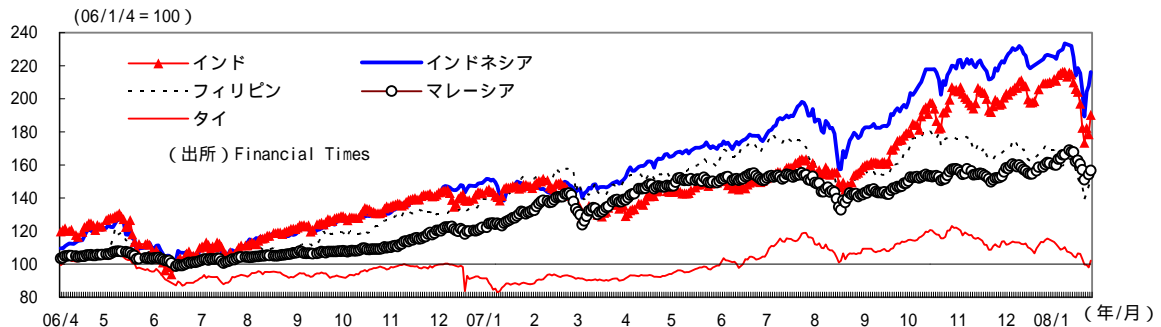
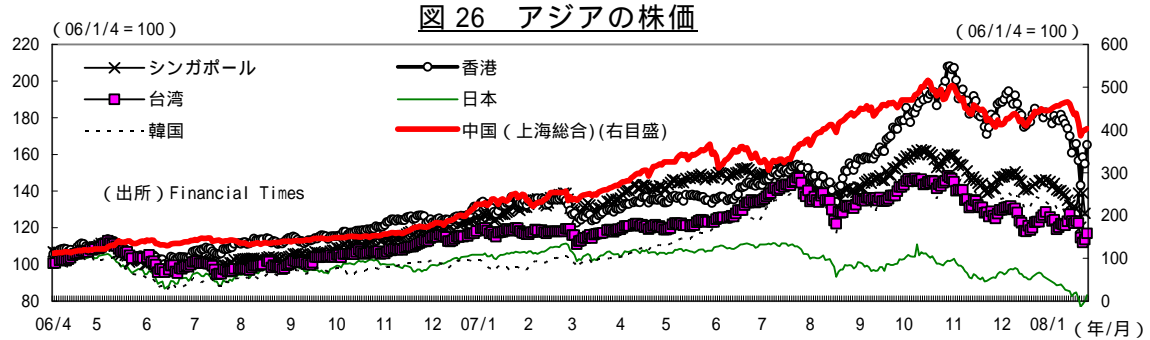
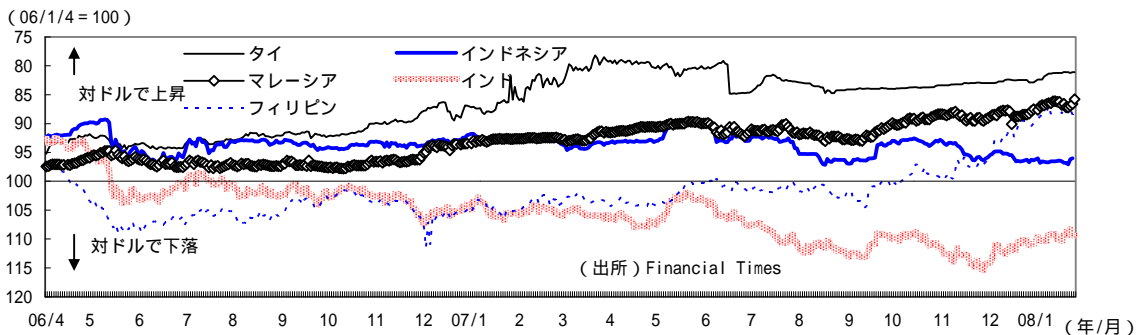
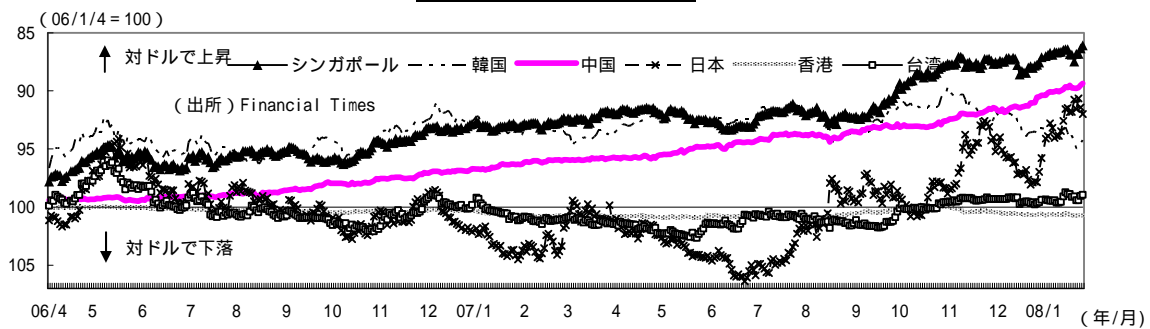


図 27 アジアの為替



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。