

国際マネーフローレポート (2006年9月)

照会先：調査部 西垣秀樹 (hideki.nishigaki@murc.jp)

【要約】 インフレ圧力がやや後退し、政策金利が据え置き

1. 米・欧・日の金融市場 ~ 政策金利は据え置き、為替はユーロが堅調
2. アジアの金融市場 ~ 為替相場、株価は概ね安定
3. 日本をとりまく資本移動 ~ 日本からの中長期債投資が拡大 (8月)
4. 世界的不均衡 ~ 米国の貿易赤字は拡大 (7月)
5. 米国をとりまく資本移動 ~ 対米証券投資は縮小 (7月)
6. 外貨準備と世界流動性 ~ 世界の流動性の伸びは上昇

1. 米・欧・日の金融市場 ~ 政策金利は据え置き、為替はユーロが堅調

政策金利は、米国、欧州、日本ともここ1ヵ月、変更がない。米国では、9月20日のFOMC (連邦公開市場委員会)でFF金利が8月に続いて年5.25%に据え置かれた (図1)。欧州でも8月31日、ECB (欧州中央銀行)が政策金利を年3.0%に据え置くとともに、英国 (金融政策委員会)も9月7日、政策金利 (レポ金利)を年4.75%の水準を維持した。日本では、7月14日のゼロ金利政策の解除以降、無担保コール翌日物金利は0.25%で推移している。先行きの政策金利については、ECBが年末にかけて追加利上げを実施する可能性が高いものの、米国や日本では足元のインフレ上昇圧力が限られており、当面、現状の水準が続く可能性が高い。

長期金利は、原油価格が下落していることや、先行きの景気減速を予想する見方もあって、米国・欧州・日本ともにやや低下している (図2)。

図1 政策金利

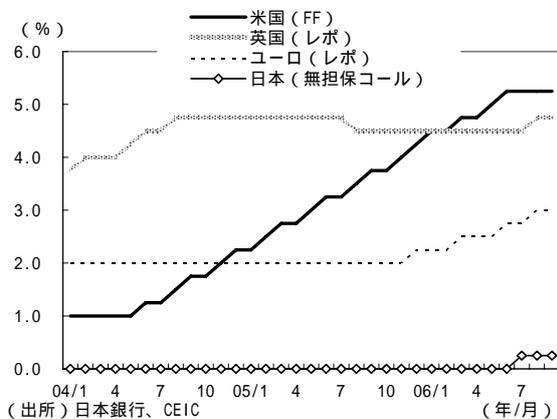
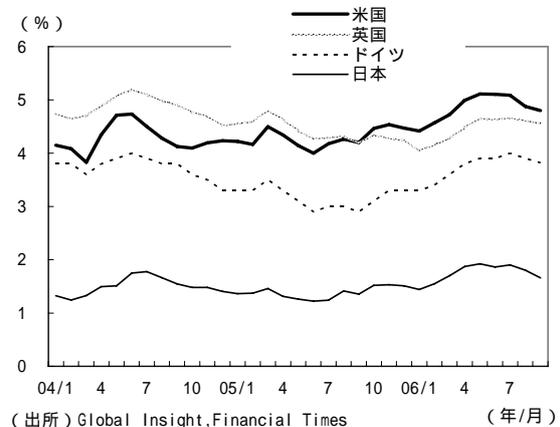


図2 長期金利



金利に影響を与えるインフレ率の動向をみると、米国の8月の消費者物価は前年比3.8%と2ヵ月連続で前月から伸びが鈍化した(図3)。米国のインフレ率は、景気減速がインフレ率の鈍化につながるというFRBのシナリオに概ね沿った形で推移しているものの、変動の大きいエネルギーと食品を除いたコアベースが8月は前年比2.8%と、前月から高まるなど、インフレ懸念が完全に払拭されたわけではない。

原油価格は、中国など新興国の経済成長に伴う原油需要や、中東情勢など地政学的リスクなどを背景に依然として高水準で推移しているが、米国景気の減速などを背景とした原油需給の緩和を受けて、6ヵ月ぶりの水準まで下落している(図4)。

図3 消費者物価上昇率

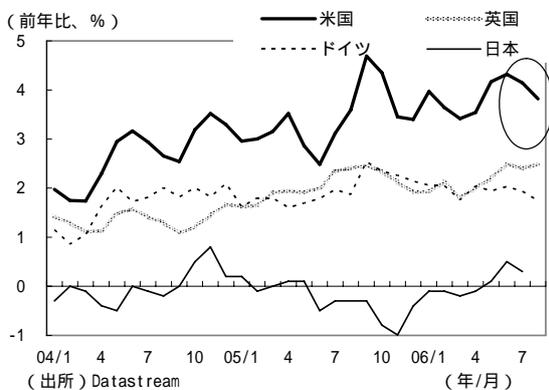
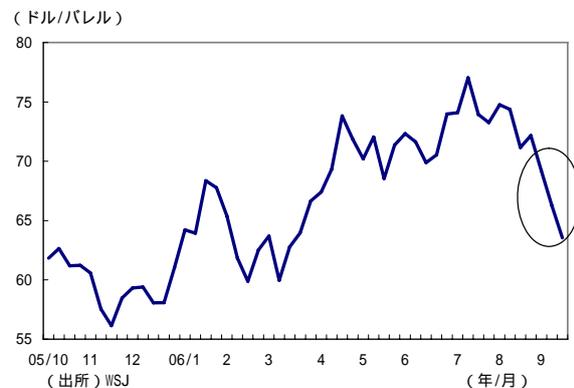


図4 原油価格(WTI)



米国・欧州・日本の株価は、原油価格の下落や政策金利の据え置きなどを受けて、米国や欧州ではやや上昇している(図5)。

ドル相場は、対円をはじめ、主要国通貨に対して持ち直している。もっとも、対ユーロでは、欧州の追加利上げの可能性が高いとみられていることから、ドルの上昇は限られたものとなっている(図6)。

図5 株価

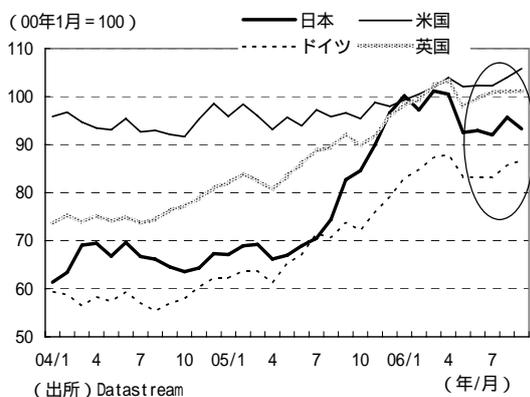
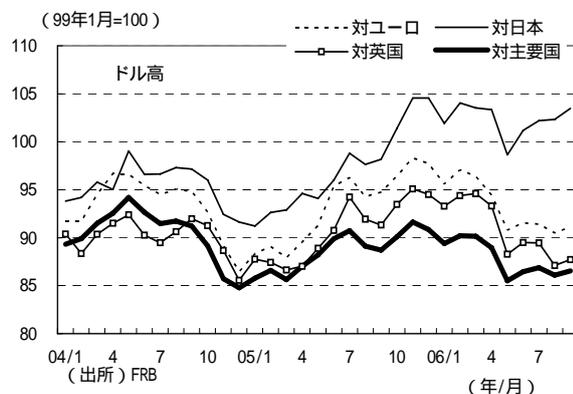


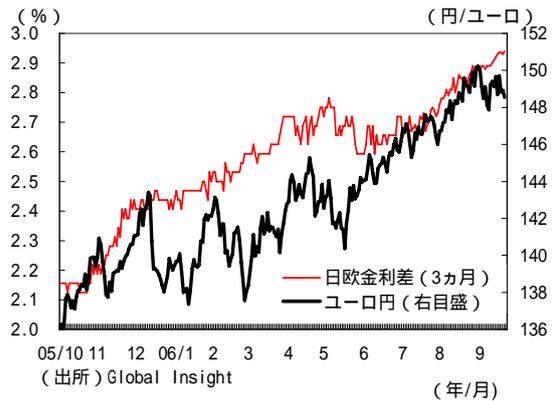
図6 ドル相場



円相場の足元の動きを左右する金利差をみると、日米金利差は、日本のゼロ金利解除（7月14日）や米国の政策金利据え置きなどを背景に、縮小する傾向にある。もっとも、円相場は、日本の機関投資家による米国債投資のロールオーバー（限月乗換え）や原油輸入業者によるドル買い需要の強さなどから、円安・ドル高基調となっており、足元116円台で推移している（図7）。ユーロ円相場は、欧州経済の好調を背景にECBが今後も利上げを継続するとの見方が多いなか、ユーロ高・円安傾向で推移している（図8）。

図7 日米金利差とドル円

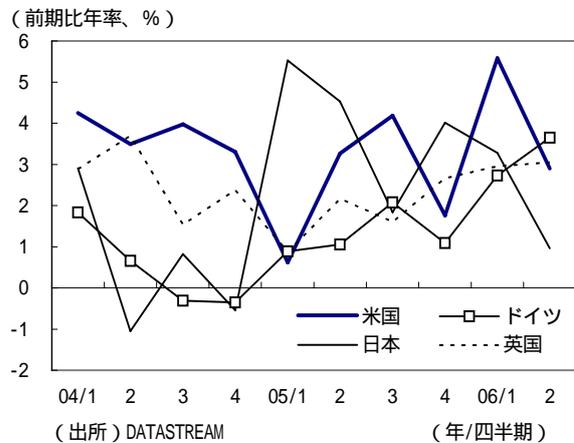
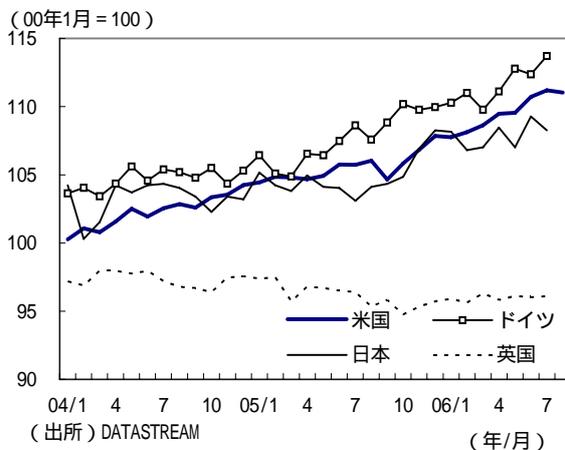
図8 日欧金利差とユーロ円



米国、欧州、日本の景気動向をみると、米国、欧州、日本ともに経済の拡大が続いているが、拡大テンポは弱まっている。8月の米国の鉱工業生産は、前月比0.1%減と7ヵ月ぶりに前月水準を下回った（図9）。実質GDP成長率をみると、4-6月期は米国が前期比年率2.9%、日本が同1.0%と、前期から減速したが、ドイツは同3.6%（ユーロ圏では同3.6%と2000年4-6月期以来、6年ぶりの高成長）と加速した（図10）。欧州経済の好調は、先行きのインフレ懸念や利上げ観測を強める要因になっている。

図9 鉱工業生産指数

図10 実質GDP成長率



2. アジアの金融市場～為替相場、株価は概ね安定

アジアの金融市場では、米国の政策金利の据え置きなどを背景に、海外からの資本流入（株式・債券投資）が増加し、為替や株価が概ね安定している。9月19日に発生したタイ・クーデター事件を受けて株価・為替は一時下落したが、事件の影響は限定的だった。アジアの為替相場は、対米貿易黒字の拡大などを背景に、堅調に推移している（図11）。中国・人民元は2005年7月の切り上げ後の最高値を更新するなか、人民銀行が基準値の上下0.3%の変動幅を拡大させるとの観測を背景に上昇圧力が強まっており、アジア通貨を押し上げる要因になっている。もっとも、9月19日のタイ・クーデター事件を受けてタイバーツは大幅に下落した。

アジアの株価は、8月以降、原油価格が下落していることや、堅調な経済成長などを背景に、上昇している。インドネシアにおける景気刺激のための利下げ（9月5日、1ヵ月物短期証券金利 11.75% → 11.25%）は株価を支える要因となった（図12）。先行きのアジアの金融市場は、当面、米国の金融政策の先行きに影響されやすいとみられる。

図 11 為替

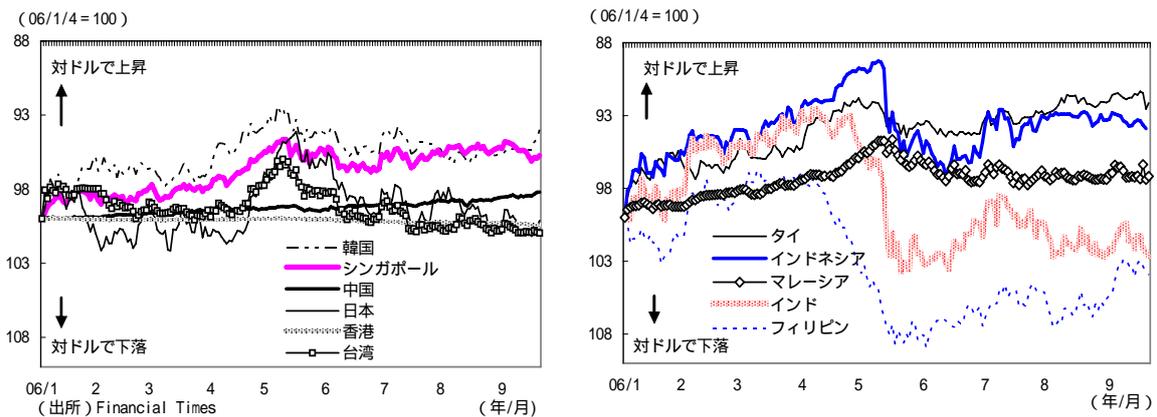
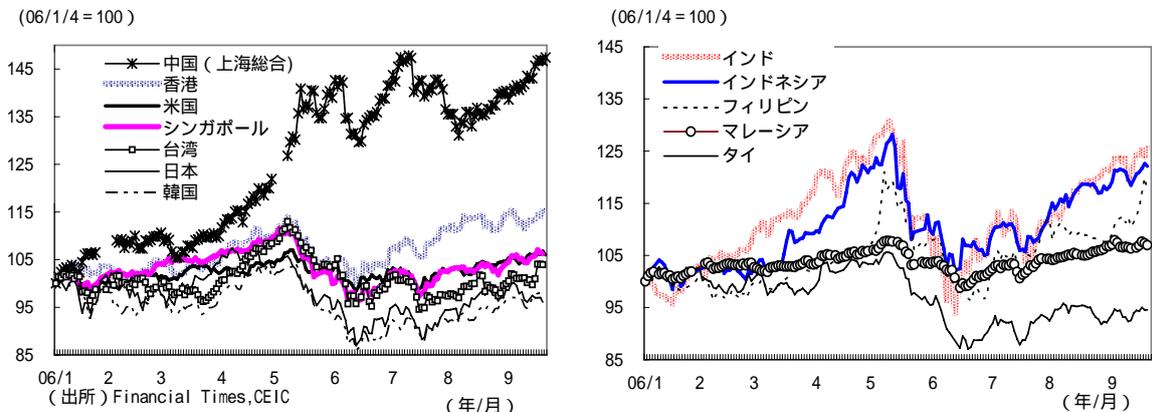


図 12 株価

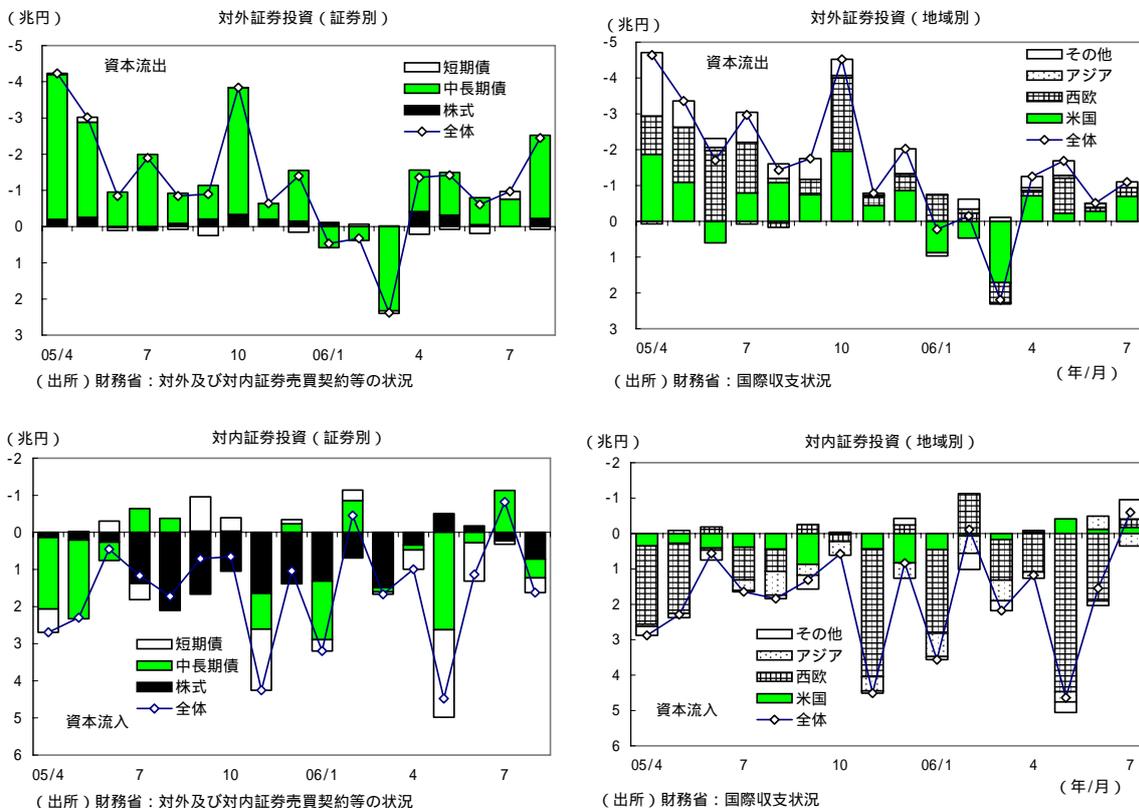


3. 日本をとりまく資本移動～日本からの中長期債投資が拡大（8月）

日本の対外証券投資は、8月に2兆4,449億円となり、流出超過幅が前月に比べて大きく増加した（図13左上）。内訳をみると、中長期債への投資が最も多く、中長期債は5ヵ月連続で買い越しとなった。日本の銀行など機関投資家が米国の利上げ休止を背景に債券価格が安定したことなどを受けて、米国債などへの投資を拡大させたことが影響しているとみられる。こうした対外資本流出は円安圧力を強める要因となっている。なお、国際収支統計により、日本からの証券投資（直近7月）を地域別にみると、日本の対外証券投資は、米国向けや西歐向けの金額が大きい（図13右上）。

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8月に1兆6,196億円の流入超過となった（図13左下）。対内証券投資が流入超過となったのは2ヵ月ぶり。内訳をみると、株式投資、中長期債投資、短期債投資のいずれもが流入超過となった。株式投資の流入超過（買い越し）は2ヵ月連続。対内証券投資は7月には流出超過となったが、地域別にみると、米国や西歐、その他がいずれも流出超過だったことが確認できる（図13右下）。

図13 日本をとりまく証券投資



4. 世界的不均衡～米国の貿易赤字が拡大（7月）

米国では、国内需要の水準が国内生産を上回って推移していることを反映して、輸入が輸出を大きく上回り、大幅な対外赤字を計上している。

米国の経常収支赤字は2006年4-6月期に2,184億ドル（年率8,836億ドル、GDP比6.6%）と前期比2.4%増加した（図14）。経常収支赤字の拡大は先行き、中長期的なドル安圧力を強める要因となっている。

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7月に680億ドルと前月水準を上回った（図15）。最大の赤字相手国である中国向けの貿易赤字は前月から縮小したが、高水準で推移している。

図14 米国の経常収支

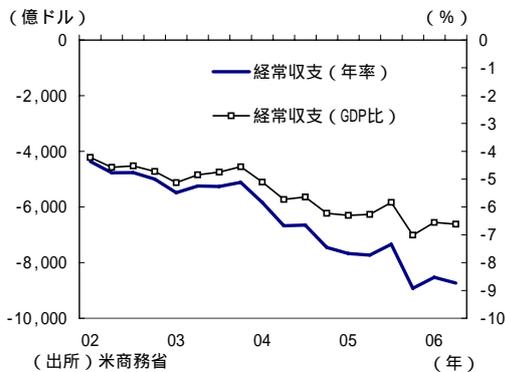
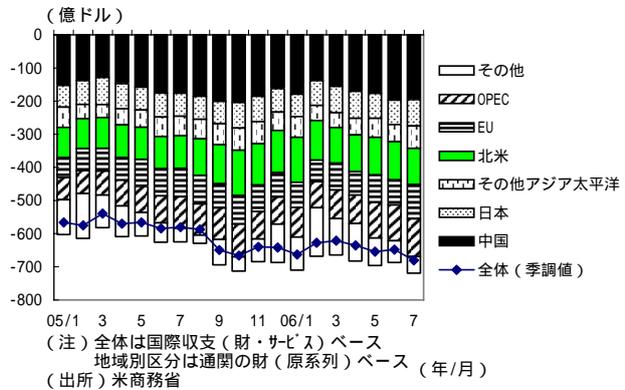


図15 米国の貿易収支

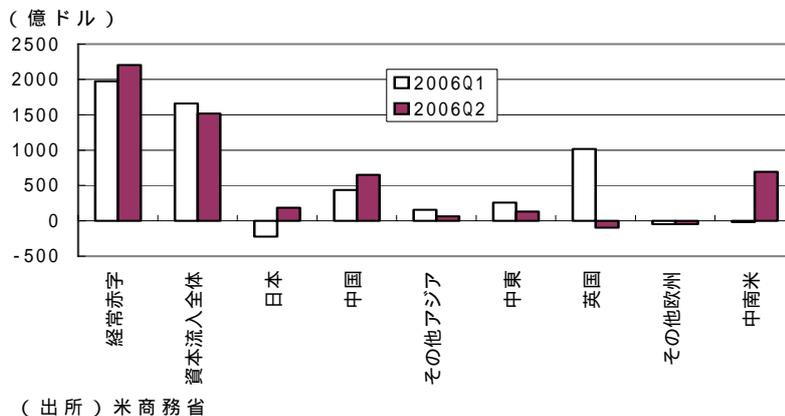


5. 米国をとりまく資本移動～対米証券投資は縮小（7月）

【経常収支と投資収支～中南米などオフショアからの資本還流】

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、そのファイナンスの持続性が問題になっている。直近2006年4-6月期については、英国（オイルマネーの再投資を含む）が大幅に減少する一方、中南米（カリブ諸国）地域などからの投資が増加する形で経常収支赤字がファイナンスされている（図16）。

図16 米国の経常収支赤字と地域別の資本純流入



【対米・対外証券投資、直近 2006 年 7 月は縮小】

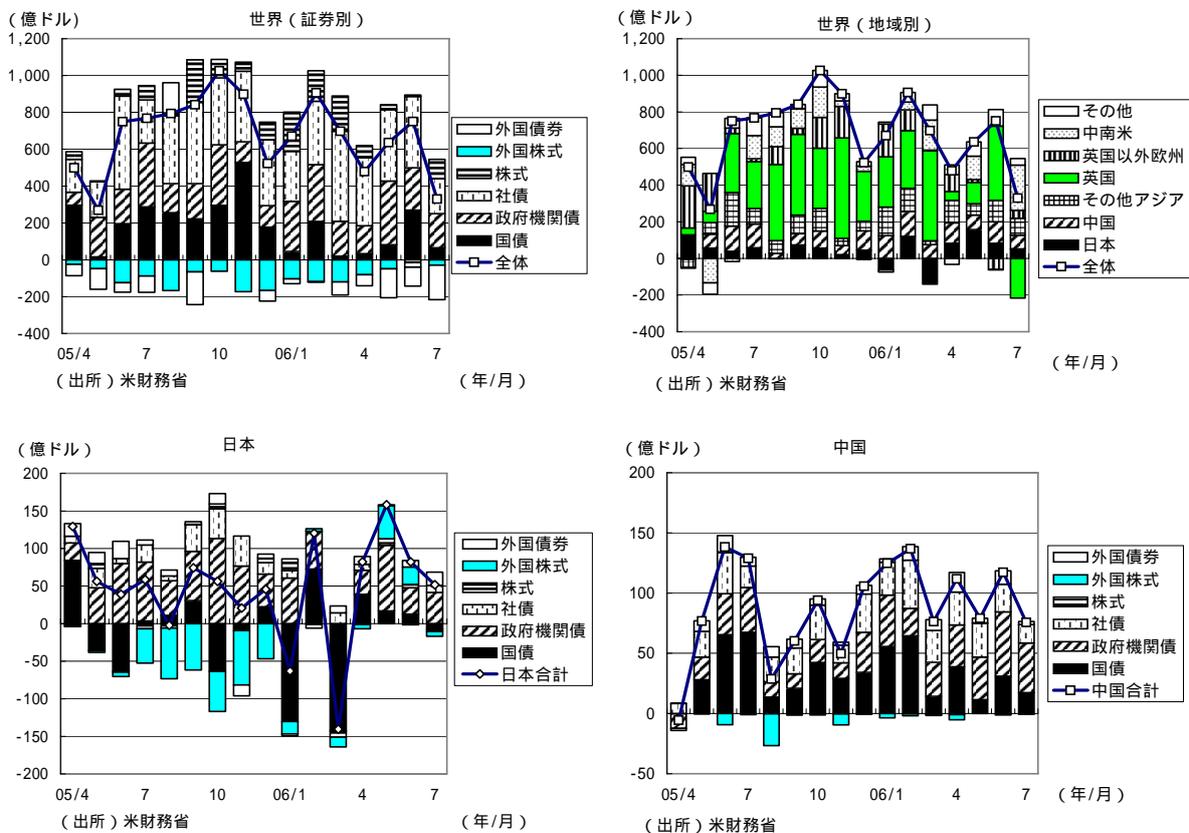
2006 年 7 月の対米証券投資（流入超過額、米国資本含むベース）は 329 億ドルと前月対比で減少した（図 17）。

7 月の対米証券投資を証券別にみると、流入超過額は国債が 66 億ドル、政府機関債が 185 億ドル、社債が 190 億ドルといずれも前月から縮小した。地域別にみると、オイルマネーを含む英国（ 216 億ドル）が減少に転じたほか、中国やその他アジアの流入超過幅がいずれも前月対比で縮小した。

7 月の日本からの対米証券投資を証券別にみると、政府機関債が増加した一方、国債、株式の流入超過額が縮小した。中国からの対米証券投資は国債、政府機関債がいずれも縮小した。

海外全体の米国債投資動向をみると、フローでは公的部門が 82 億ドルと 3 ヶ月ぶりに買い越しとなった一方、民間部門は 20 億ドルの売り越しとなった。ストックでみると、海外部門の米国債保有残高は 2 兆 1022 億ドルと 3 ヶ月連続で増加した。なお、ストック残高を国別にみると、大きい順に、日本 6,366 億ドル、中国 3,327 億ドル、英国 1,903 億ドル、石油輸出国 1,031 億ドルとなっている。海外部門の約 6 割を占める公的部門の米国債投資残高は 5 ヶ月ぶりに増加に転じた。

図 17 対米証券投資の動向



6. 外貨準備と世界流動性～世界の流動性の伸びは上昇

6月の世界の外貨準備（通貨当局が保有する対外資産）は前年比13.6%と3ヵ月連続で伸びが高まった。地域別の内訳をみると、日本以外の先進国が前年比マイナスとなる一方、中国やロシアなどが増加しており、全体をけん引している。特に、中国当局は人民元相場の安定のためにドル買い介入を継続している（図18）。

各国が公表したデータによると、7月末の中国の外貨準備は9,545億ドルと、世界一の水準を更新している（図19）。こうした対外資産の拡大が続くなかで、中国のマネーサプライの伸びは高水準で推移している。

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前年比2桁の伸びを持続しており、足元で伸びが再び高まっている（図20）。

世界のマネーサプライ（主要先進国、ドルベース、当部推計）は2006年6月に前年比6.2%増加した（図21）。ユーロ高・ドル安に伴ってユーロ圏のドル価格の資産が増加したことなどが影響した。もっとも、当面はユーロ圏で利上げが見込まれるなか、主要先進国のマネーサプライの伸びが大幅に高まる可能性は小さい。

図18 世界の外貨準備（伸び）

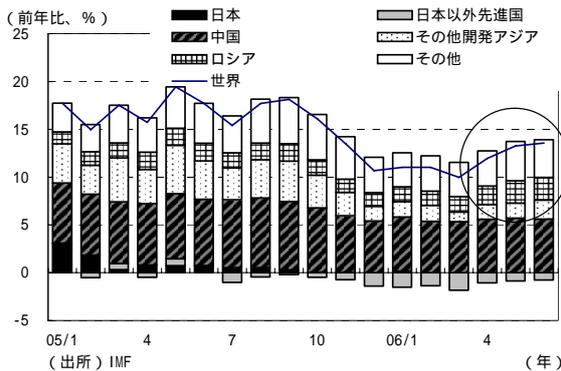


図19 主な国の外貨準備（水準）

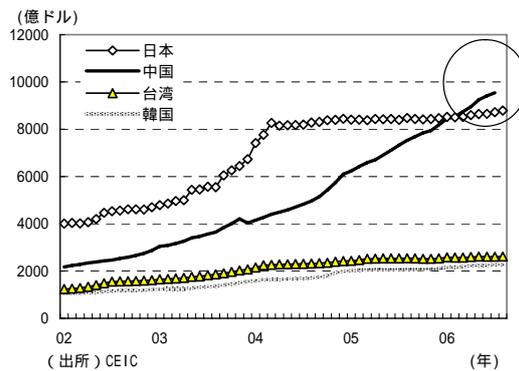


図20 海外通貨当局の対米投資と米国金利

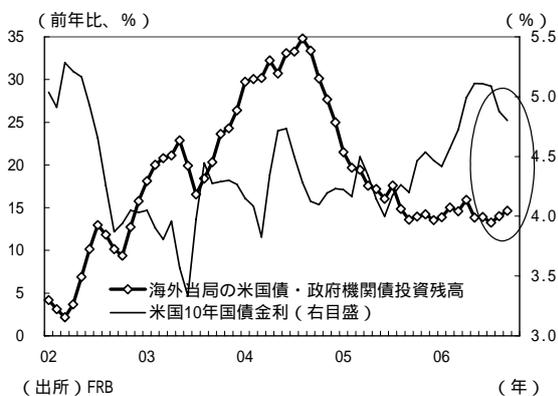
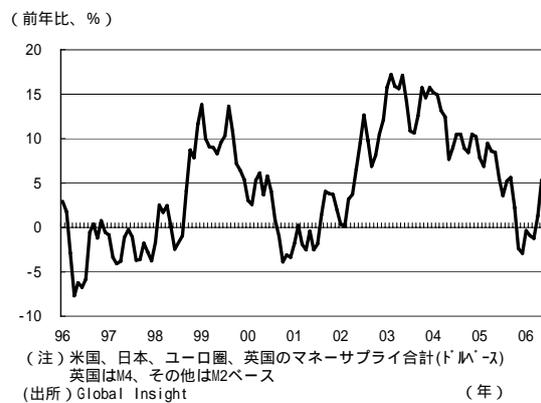


図21 世界のマネーサプライの伸び



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。