

# 国際マネーフローレポート（07年3月）

～世界同時株安後、株価は回復。円安圧力は根強い～

## <要旨>

### 【在日外国銀行を通じた円資金の海外への供給（今月の注目指標）】

- ・近年、注目されている円キャリートレードは様々な形態があり、実態がつかみにくい。外国銀行の在日支店の資産・負債動向からも観察できるようである。外国銀行のコール市場における資金調達額は2007年2月末で8.9兆円と前年に比べて大幅に増加している。在日外国銀行の本支店勘定を通じて、低金利の円が海外に供給される額は増加しているとみられる。

### 【主要先進国の金利、株価、為替相場】

- ・政策金利は、3月8日、ユーロ圏で0.25%引き上げられた。英国、日本、米国の政策金利については最近1ヵ月間変化がない。先行きについては、英国ではインフレ率が加速しているため、4月に利上げが実施される可能性がある。ユーロ圏の政策金利は4月に据え置きとなるものの、その後は追加利上げが見込まれる。日本と米国は当面、現状維持が続くとみられる。
- ・株価は、2月27日の中国と米国の株価急落を背景に世界的に下落したが、その後は回復している。
- ・為替市場では、2月末の株価急落を契機に投機的な動きが弱まる中、シカゴ通貨先物市場における円の対ドル売り越し幅が縮小し、円高が進んだ。しかし、昨年6月の株価調整時とは異なり、依然として円の売り越し超が続いている。日本と海外の金利差が依然として大きい中で、円売り圧力は根強いとみられる。円相場は対ドル、ユーロ、ポンドで足元で再び下落している。

### 【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、足元で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2006年通年では過去最高水準を記録したが、2006年10-12月期は景気減速などを背景に縮小した。米国の対外赤字はこれまでのところ円滑にファイナンスされている。

### 【注目点、当面の見通し】

- ・2月末の世界同時株安で強まった投資家のリスク回避傾向は今後、さらに後退していくとみられるが、株式市場では引き続き中国株価の上振れに注意する必要がある。
- ・当面のマネーフローの大きな焦点は米国景気の先行きである。米国景気が下振れる場合にはドル安圧力が強まると予想される。低所得者向け住宅ローンの不良化の影響は限定的であるものの、米国の住宅市場の回復が遅れば、米国景気の先行きが不透明になり、景気が堅調な欧州への資金シフトが強まることも考えられる。



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](mailto: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. 在日外国銀行を通じた円キャリートレードの動向【今月の注目指標】

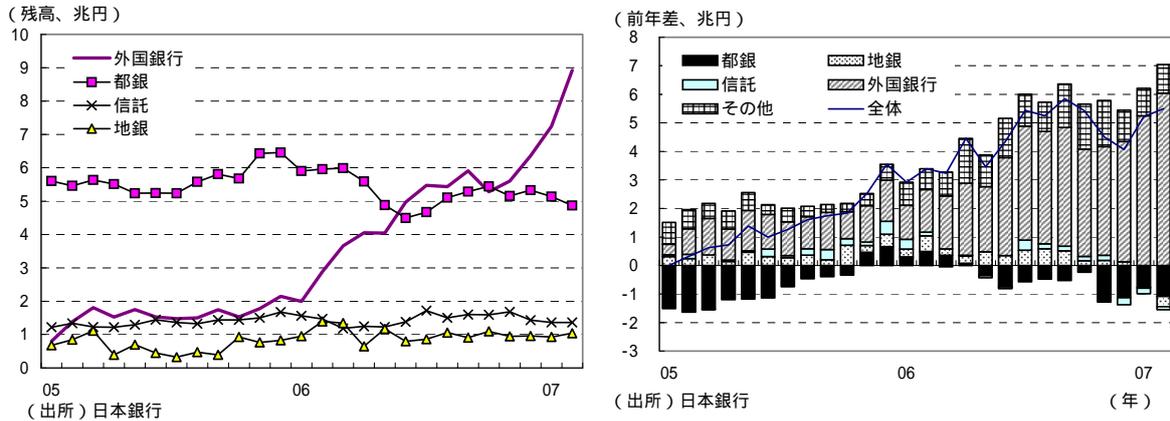
近年、注目される円キャリートレードには様々な形態があり、実態を正確に把握することは難しいが、外国銀行の在日支店を通じた資本の動きをみると、金利の低い日本から海外に向けて資本が移動しているように見受けられる。

外国銀行のコール市場における資金調達(取手別平均残高)は2007年2月末で8.9兆円である(図1)。前年水準に比べて6兆円も増加している(図1)。このように調達された円資金は本支店勘定を通じて海外本店向けに貸し出されているとみられる。

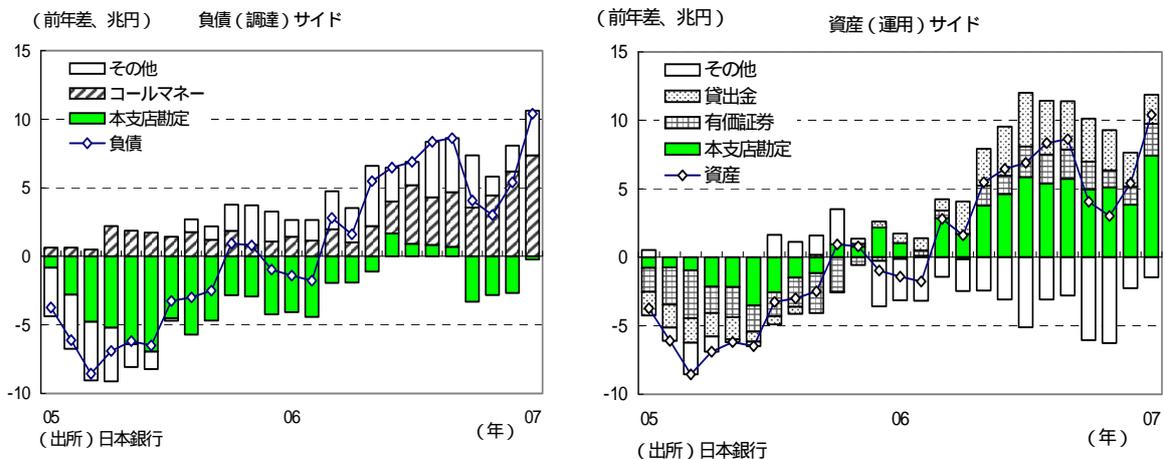
在日外国銀行の資産動向をみると、近年では有価証券や貸出よりも海外本店向けに資金を供給する傾向が強まっている(図1)。海外の居住者は銀行から借りた円建てローンを現地通貨に転換して利用しているとみられる。

図1 外国銀行の日本における資金調達状況

コール市場における資金取り手(残高)      コール市場における資金取り手(前年差)



## 外国銀行在日支店の主要資産・負債の動向



## 2. 主要先進国の金利と為替相場～3月にECBが利上げ

### 【政策金利と長期金利】

欧州では、ECB（欧州中央銀行）が3月8日、政策金利を0.25%引き上げ、3.75%とした。ECBのトリシェ総裁は金利水準が緩和的（moderate）とし、21日にも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た。市場では6月までに追加利上げがあるとみている。一方、BOE（英国中央銀行）は3月8日、政策金利（5.25%）の現状維持を決めた。その後、英国で発表された2月の消費者物価上昇率が市場予想を上回ったことから、4月5日の金融政策委員会（MPC）では5.5%に引き上げられる可能性が高まっている。

日銀は3月20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。先行きについては、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。

FRB（米連邦準備制度理事会）は3月21日に開催したFOMC（連邦公開市場委員会）でFF（フェデラルファンド）金利を年5.25%に据え置くことを決定（全会一致）した。もっとも、コアインフレに関する指標が上昇している点などインフレに対する警戒感を示した。このため、利下げは容易ではなく、当面は据え置きが続くと見込まれる。

長期金利（国債10年物利回り）は、世界的な同時株安を受けて、「質への逃避」から安全資産である国債に対する需要が増加したことなどから、米国などで長期金利が低下した。日本の長期金利も当面利上げの見通しが無いなか、低下している（図3）。

図2 政策金利

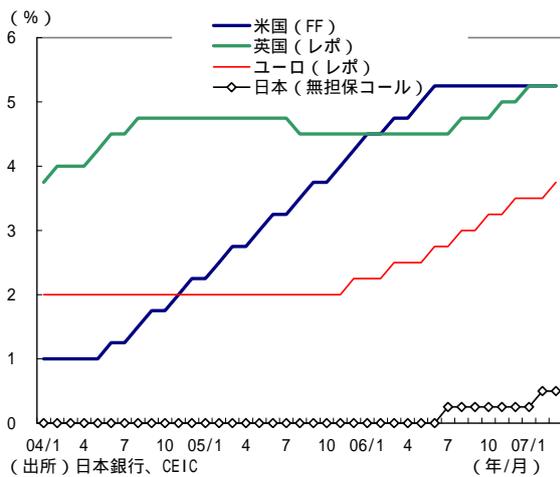
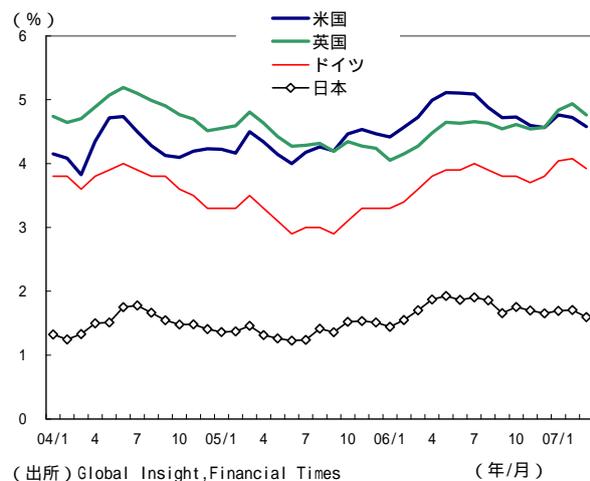


図3 長期金利（国債10年物）



【金利差と為替相場】

日本と米国の金利差は、2月初め以降、縮小している。特に、米国でサブプライムローンの不良債権化問題などを背景に利下げ観測が強まった。ドル円相場は、世界的な同時株安を背景とした円キャリートレードの巻き戻しなどを受けて、ドル安円高が進行したが、足元では1ドル117円台に回復している（図4）。

日本とユーロ圏の金利差は、2月中旬以降、日銀利上げなどを背景に縮小したが、3月8日のECB利上げ後は横ばい圏内で推移している。ユーロ円相場は、円キャリートレードの巻き戻しで円高ユーロ安が進行したものの、その後は再び、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、英国のインフレ指標が強かったことなどから拡大しており、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。OECDベース、直近2007年2月まで）をみると、ユーロ、英ポンド、米ドルが概ね横ばいで推移する一方、日本円は下落傾向で推移している（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

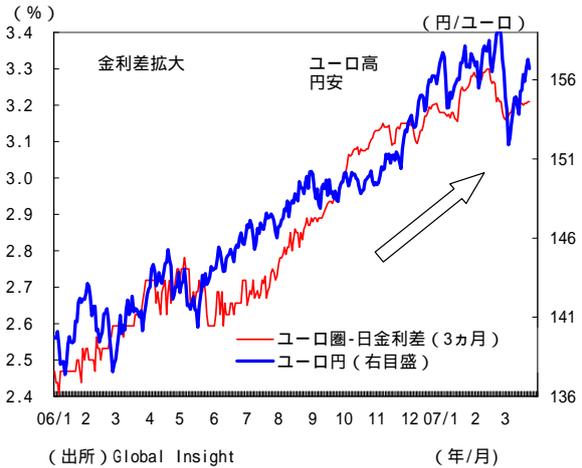
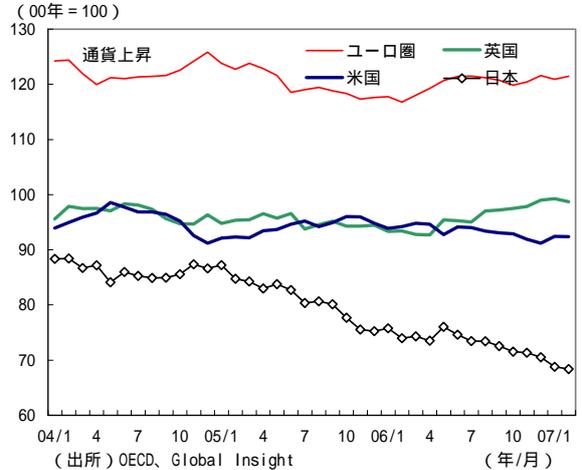


図6 日-英金利差とポンド円相場

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27日に中国株価の急落とともに、米国で経済指標が発表されたことを受けて、世界の株価が大幅に下落したが、足元の株式市場は落ち着きを取り戻している（図8）。実質 GDP 成長率をみると、2006年10-12月期に日本は前期比年率5.5%の高水準を記録した（図9）。米国景気については、住宅市場の回復が遅れており（新築販売2月、前年比18.3%減）、先行きに対する不安感が払拭できていない。

消費者物価上昇率は、米国と英国で足元高まっている。米国では2月は前年比2.4%となった（図10）。コアベースは前年比2.7%とFRBが警戒水準とする2%を引き続き上回った。医療費関連や居住関連などが上昇した。英国では前年比2.8%と前月から加速した。BOEの目標ライン（2.0%）を依然として上回った。ユーロ圏では2月は前年比1.8%と前月と同じだった。

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、イランの核開発問題への懸念などから上昇圧力も強く、足元1バレル=60ドルを超える水準で推移している（図11）。

図8 株価

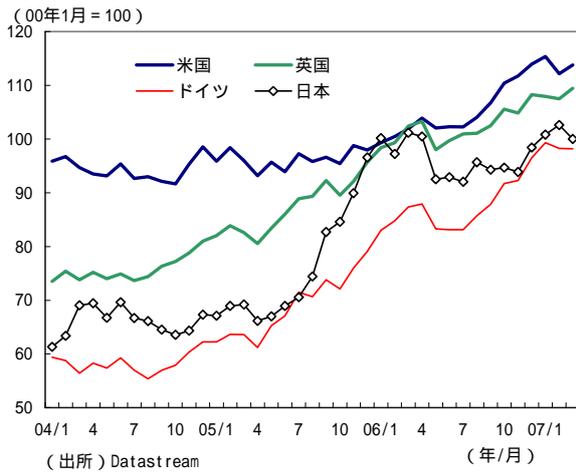


図9 実質 GDP 成長率

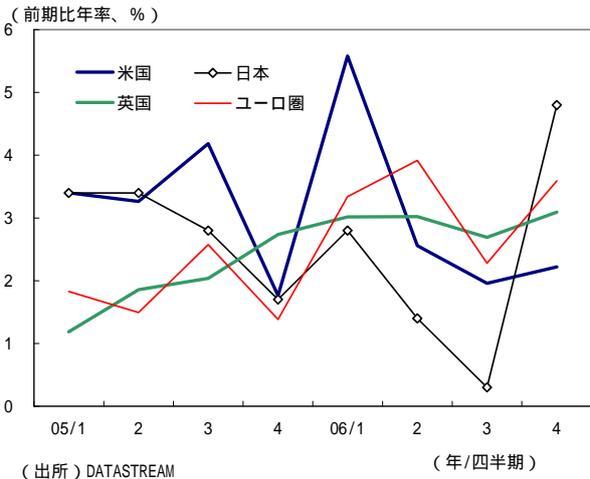


図10 消費者物価上昇率

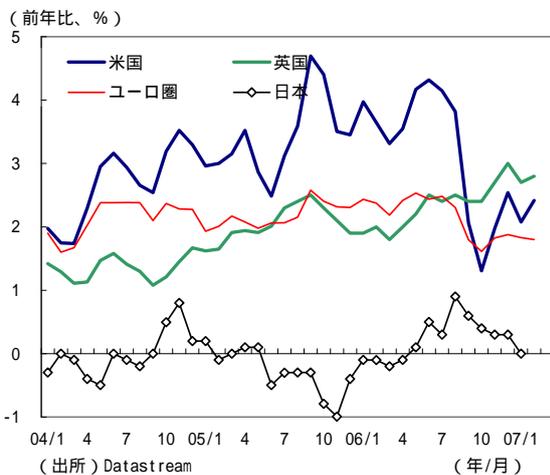
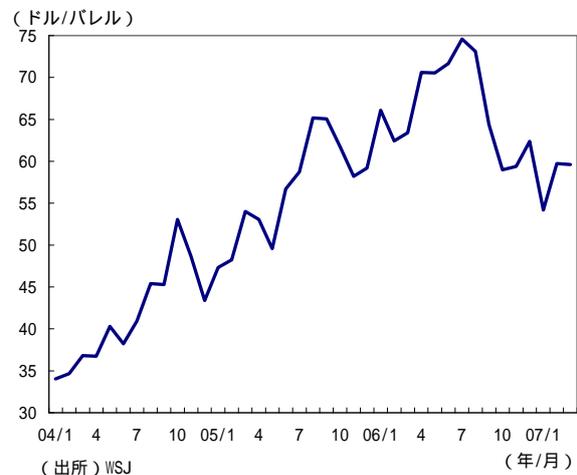


図11 原油価格 (WTI)



### 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 2006 年 12 月時点で前年比 19.7% となり、4 ヶ月連続で伸びが加速した。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)。

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 1 月に前年比 8.7% とやや鈍化した(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)

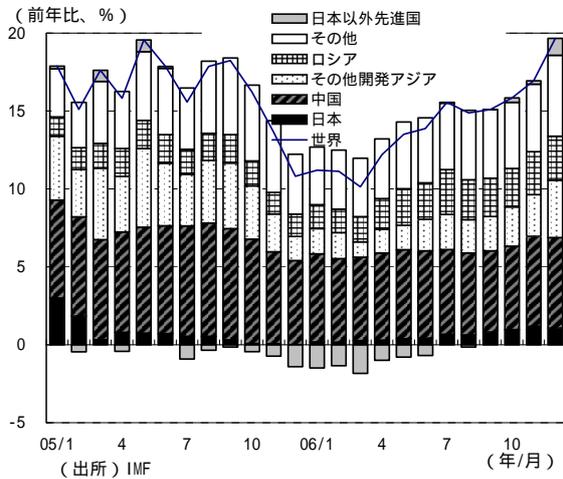


図 13 主な国の外貨準備(水準)

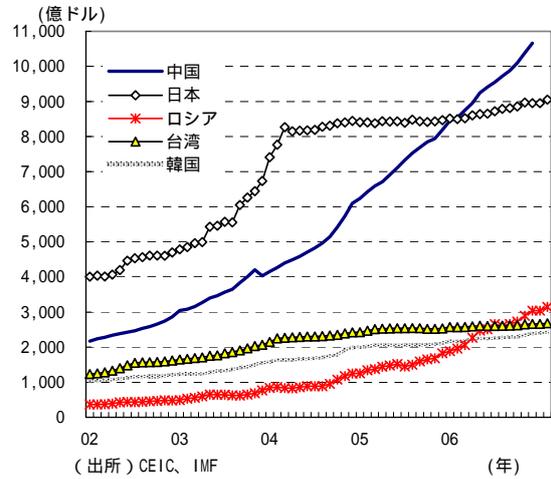


図 14 海外通貨当局の対米投資と米国金利

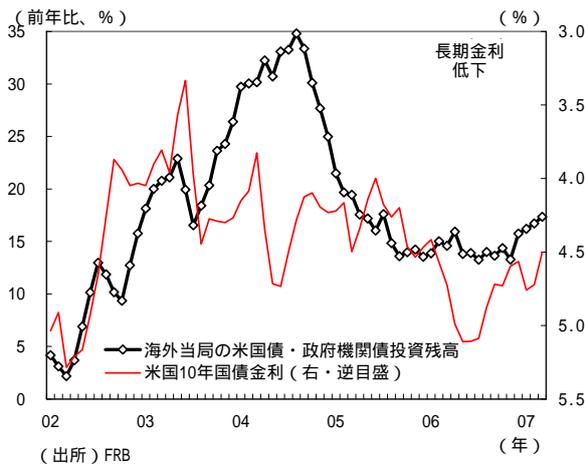
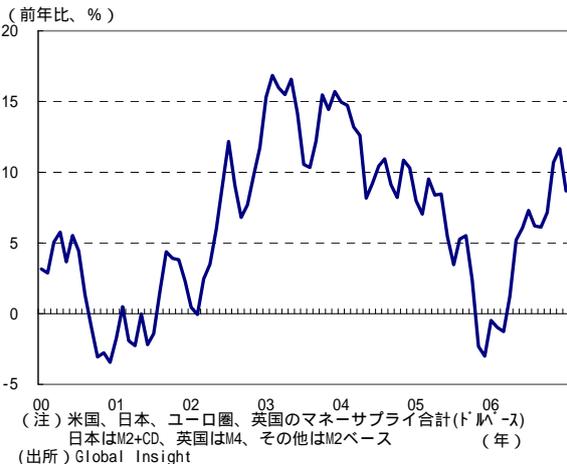


図 15 先進国のマネーサプライの伸び



#### 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、米国や欧州向けの輸出の拡大が続くなか、高水準を維持している。2007年2月は238億ドルと4ヵ月ぶりに拡大した(図16)。ロシアの貿易黒字は高水準で推移しているが、2006年半ば以降、原油価格が下落するなかで、昨年夏場に比べて縮小している(図17)。

図16 中国の貿易収支

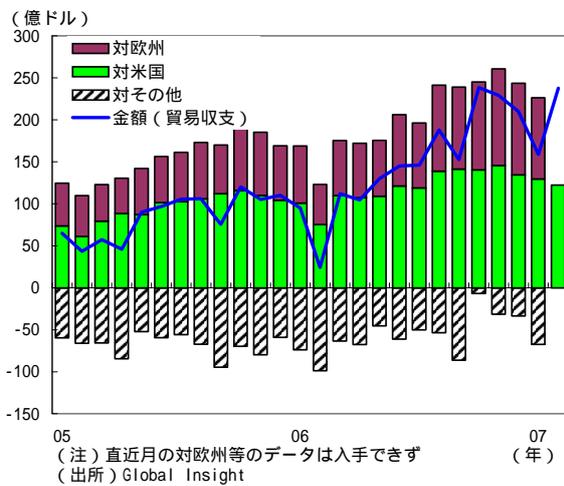
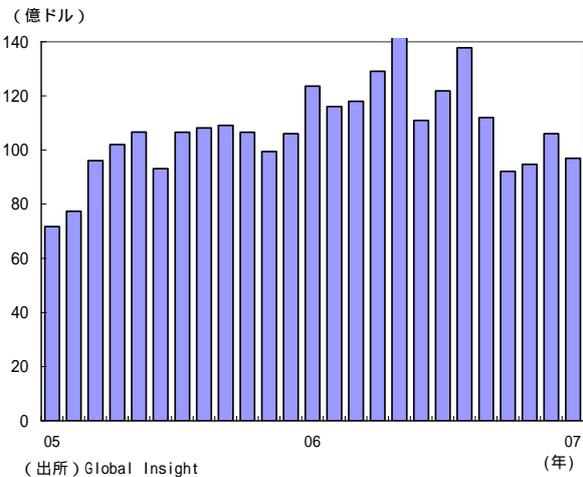


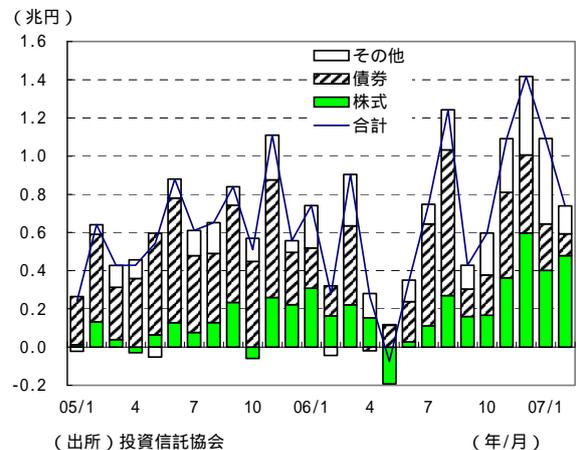
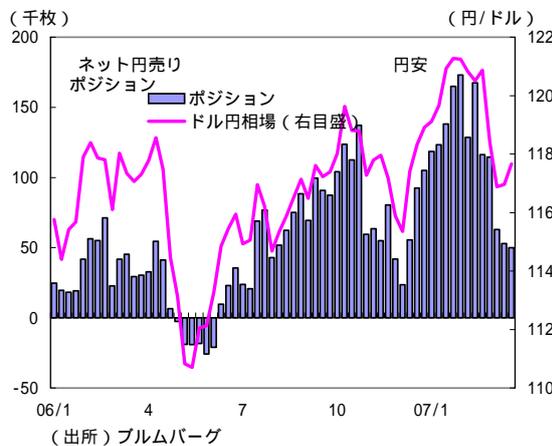
図17 ロシアの貿易収支



#### 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9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

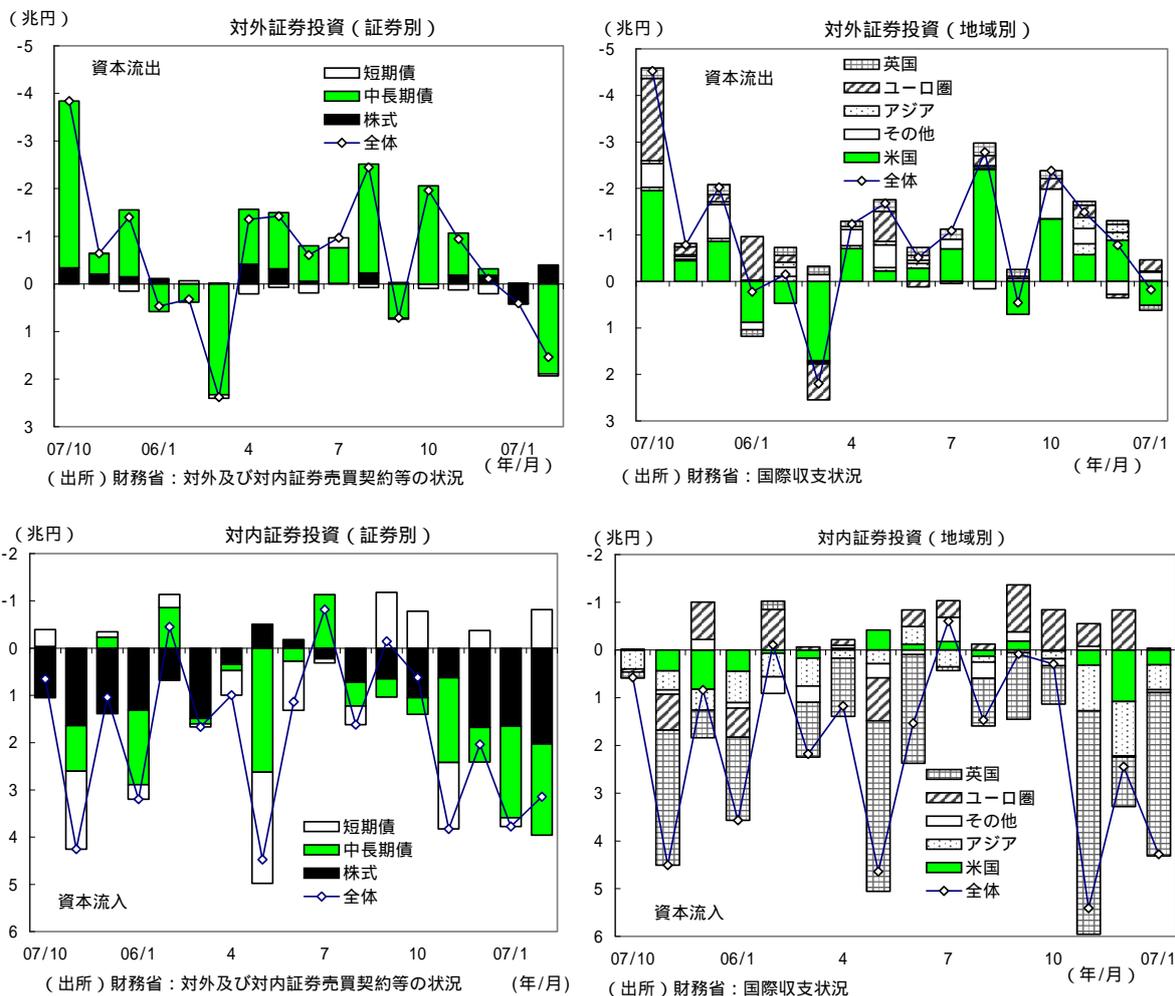


6. 日本をとりまく資本移動～対日株式投資は2月まで8ヵ月連続で買い越し

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2月に1兆5,380億円の売り越し(流入超過)となった。売り越しとなったのは2ヵ月連続(図20左上)。内訳をみると、中長期債が売り越しに転じたことが主因。

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3兆1,458億円の流入超過となった(図20左下)。対内証券投資が流入超過となったのは5ヵ月連続。内訳をみると、株式投資、中長期債投資がいずれも入超となった。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、8ヵ月連続でプラス(買い越し)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

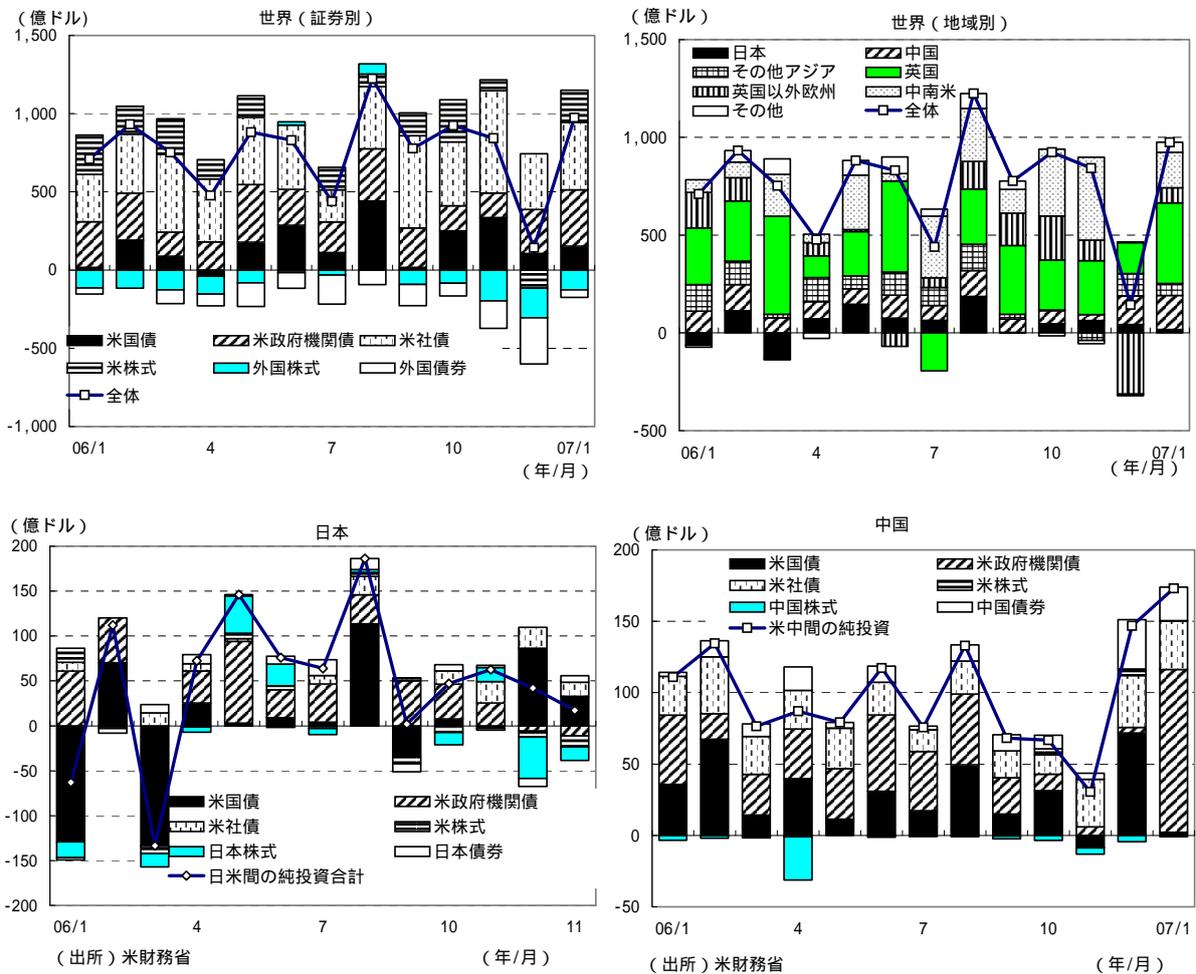
世界最大の資金の需要主体である米国への証券投資の動向をみてみよう。

直近 2007 年 1 月の対米証券投資（流入超過額、米国資本含むベース）は 974 億ドルと増加に転じた（図 21）。

1 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、政府機関債、社債、株式の全てが増加した。一方、米国資本による対外証券投資は前月より縮小した。証券投資の動向を国・地域別にみると、1 月は英国や中国などからの純投資が拡大した。

海外部門の米国債保有残高（ストック）は 1 月が 2 兆 2,397 億ドルと 4 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 6,488 億ドル、中国 3,536 億ドル、英国 2,493 億ドル、石油輸出国 1,024 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1月は591億ドルと、2ヵ月ぶりに縮小した（図23）。一方、最大の赤字相手国である中国向けの貿易赤字は拡大に転じた。

図22 米国の経常収支

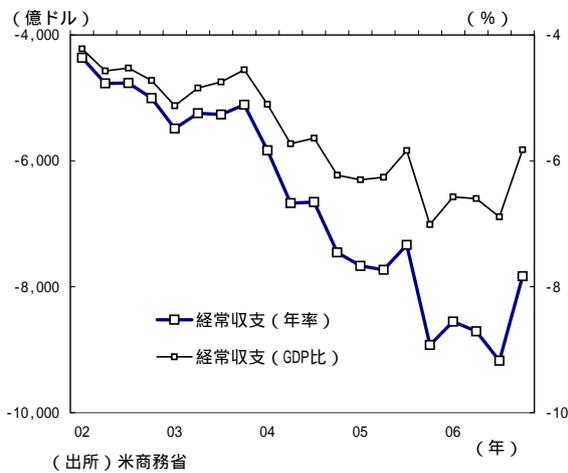
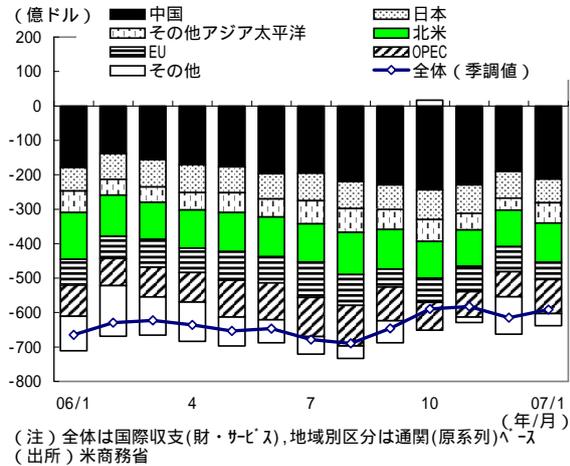


図23 米国の貿易収支



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、3月（平均）は米国景気の先行きに対する不透明感が強まったことなどから、ポンドやユーロ、円などに対して下落した（図25）。

図24 米国の経常赤字とファイナンス

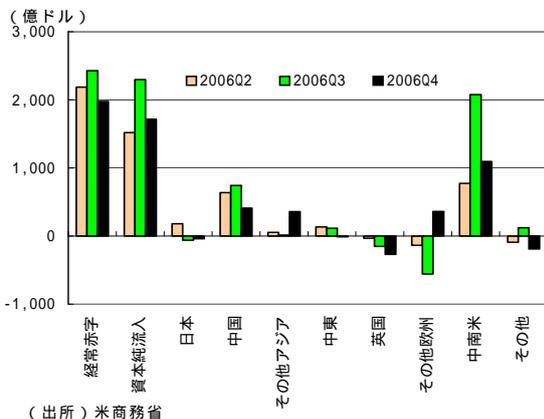
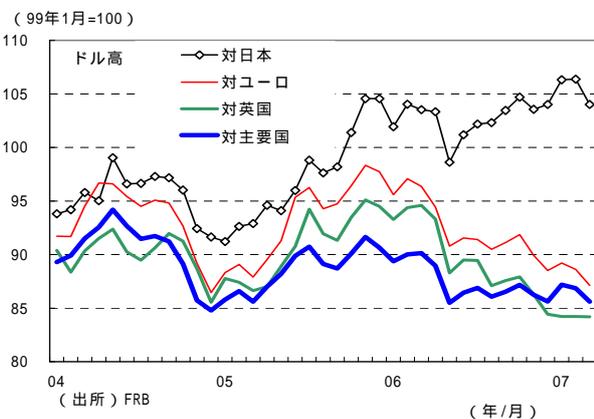


図25 ドル相場（名目ベース）



## 9. アジアの株価・為替相場～中国株価急落のあと上昇へ

アジア主要国の株価をみると、中国の上海総合株価指数が当局の規制強化の観測を背景に2月27日急落したが、その後は再び上昇基調で推移している。中国政府が人民元建てA株に対する外国人投資家の購入枠を増加させるとの報道などを受けて、上海総合株価指数は最高値を更新した(図26)。他のアジアの株価も回復傾向で推移している。アジア主要国の為替相場をみると、人民元相場の上昇傾向が続いている(図27)。ただし、上昇テンポは足元やや緩やかになっている。

図26 株価

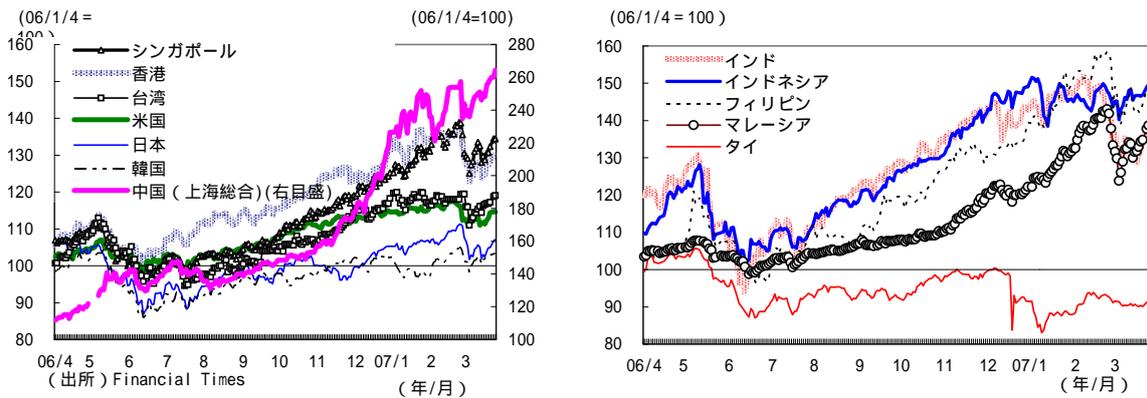
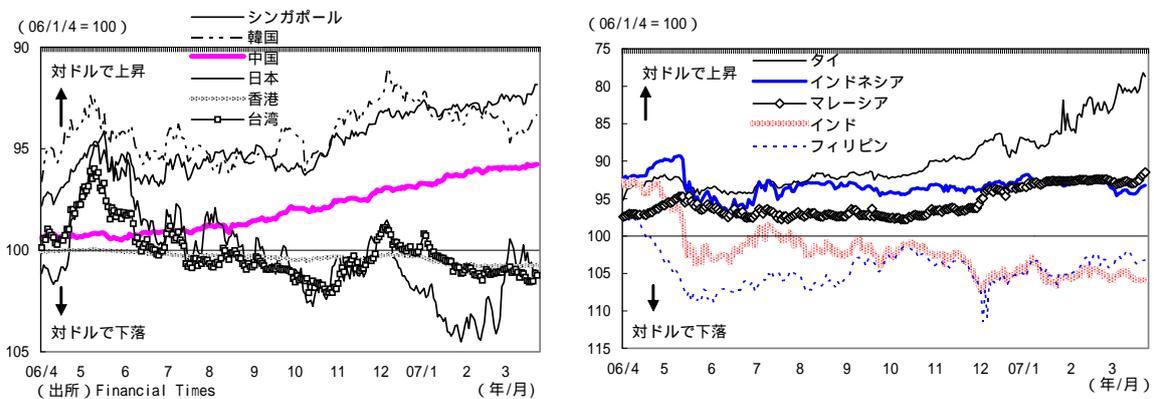


図27 為替



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。