

## 再び拡大した米国の経常収支赤字

### <目次>

#### 今月のトピックス

- ・再び拡大した米国の経常収支赤字

#### 国際金融市場、国際マネーフローの動向～長期金利の上昇を背景に株価が軟調

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. オフバランス取引における円安圧力（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  
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. 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. 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】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。

・今月のトピックス～再び拡大した米国の経常収支赤字

米国の経常収支赤字（対外赤字）は2007年1-3月期に再び拡大した（GDP比は2006年10-12月期5.4% 2007年1-3月期5.7%）。対外赤字の拡大の原因をIS（貯蓄投資）バランスの観点からみると、企業部門の貯蓄超過幅は収益の増加を背景に前期より拡大したが、政府の貯蓄不足幅が前期を上回った（図1）。家計も住宅投資が減少したとはいえ、個人消費が堅調だったため、GDP比3.7%（前期は4.0%）の貯蓄不足幅を記録した。対外赤字は海外からの資本流入によってファイナンスされているが、米国債に投資している主体（ストック）に注目すると、直近2007年1-3月期は、海外の通貨当局の押し上げ寄与が再び高まった（図2）。通貨当局と民間を合わせた海外部門が米国債発行残高全体に占める割合も2007年3月末は44.3%と過去最高水準を更新した（図3）。海外部門の米国債投資は米国債利回り（長期金利）を低位安定させる方向に寄与している。6月初めに米国の長期金利が急上昇したのは、製造業や非製造業の景況感が予想以上に良好で、景気に対する悲観論（利下げ観測）が修正されたためである。海外部門のドル離れが加速して長期金利が上昇したという側面は小さい。海外通貨当局のドル買いが続く限り、米国債利回り10年物が5%台後半にまで上昇するとは考えにくい。

図1 米国の貯蓄投資バランス

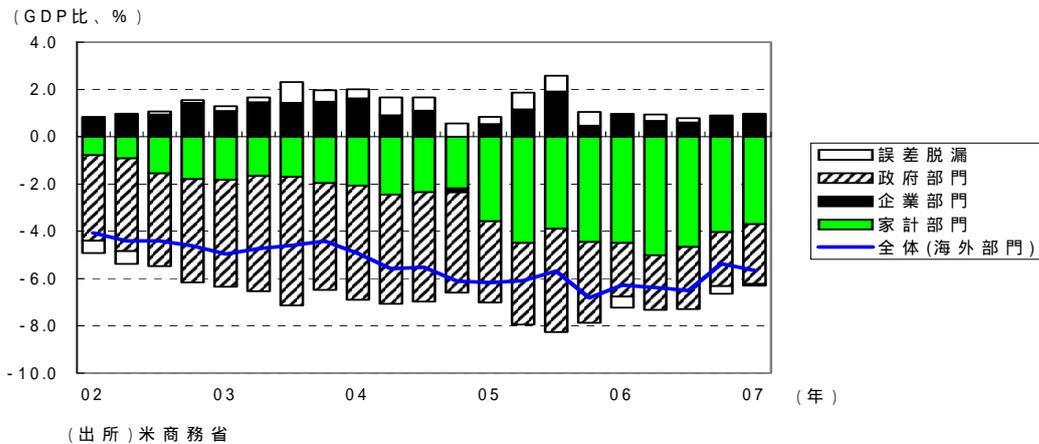


図2 米国債残高の投資主体別の要因分解

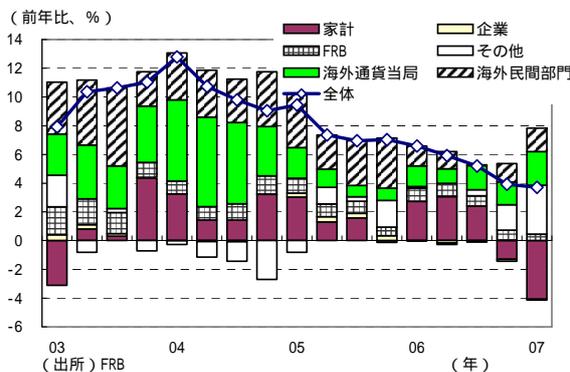
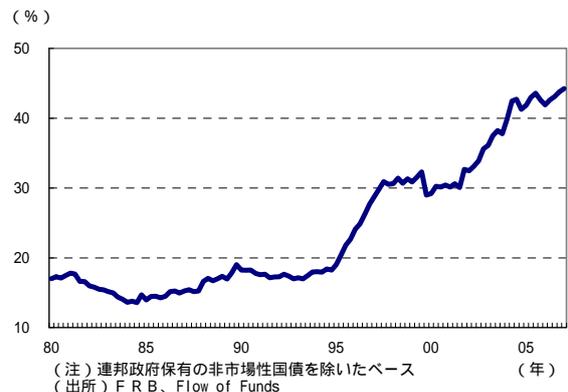


図3 米国債残高に占める海外保有シェア



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～英国で7月追加利上げの可能性

政策金利

・ユーロ圏

- ・ ECB (欧州中央銀行) は 6 月 6 日、政策金利を 0.25% 引き上げ、4% とした (図 4)。事前予想通り。利上げは 3 ヶ月ぶり。
- ・ 声明文では金融政策は引き続き緩和気味とされた。

・英国

- ・ BOE (英国中央銀行) が 6 月 7 日、政策金利を 5.5% に据え置いた。事前の予想通り。
- ・ 6 月 20 日に発表された金融政策委員会議事録によれば、7 日の決定では 9 人の委員中、4 人が利上げを主張していたことが判明。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、7 月に利上げが実施される可能性が十分にある。

・米国

- ・ FRB (連邦準備制度理事会) は 6 月 13 日、地区連銀景況報告 (ベージュブック) を発表した。米景気に再加速の兆候が出ていることが指摘された。
- ・ ベージュブックは 6 月 27、28 日の FOMC (連邦公開市場委員会) の判断材料とされる。FOMC では FF 金利は 5.25% に据え置かれることが確実視されるが、原油価格の高騰などを背景にインフレ加速リスクへの警戒を強める可能性もある。

・日本

- ・ 日銀は 6 月 15 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。
- ・ 円安の進行などを背景に 8 月の利上げを予想する見方が増えている。

長期金利 (国債 10 年物利回り)

- ・ 長期金利は米国景気に対する悲観的な見方が修正され、上昇した (図 5)。

図 4 政策金利

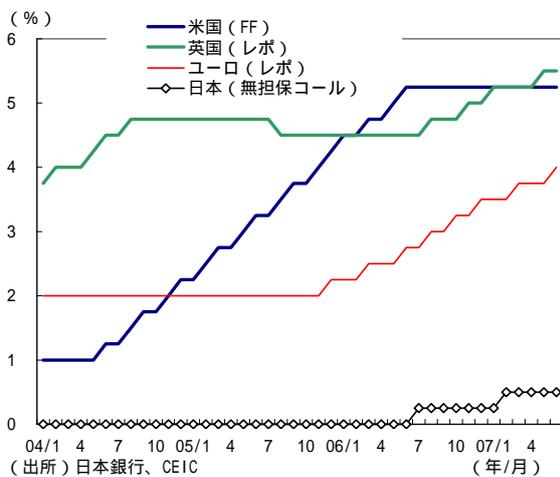
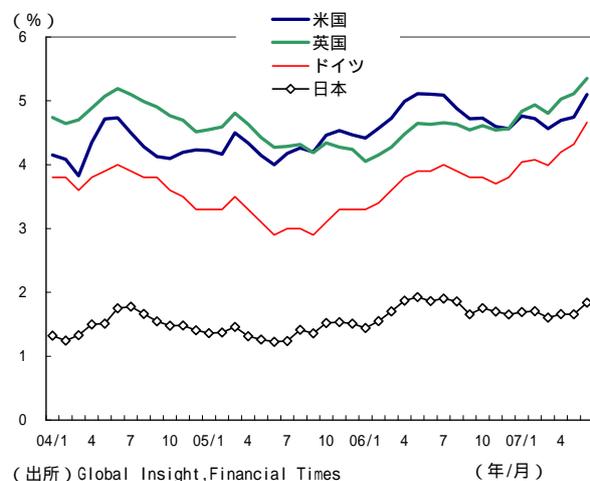


図 5 長期金利 (国債 10 年物)



金利差と為替相場

・日本と米国

- ・金利差は日本の利上げ、米国の政策金利の据え置き観測を背景に縮小。
- ・しかし、ドル円相場は、足元 123 円台の円安ドル高傾向で推移（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・円安が一段と進行（図 7）。

・日本と英国

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

実質実効為替相場

- ・ユーロは金利の上昇観測を背景に強含んでいる。
- ・円とドルは下落基調が続いている（図 9）。

図 6 日-米金利差とドル円相場

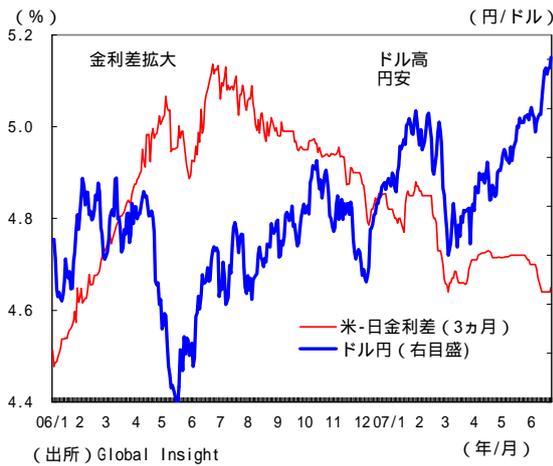


図 7 日-ユーロ圏金利差とユーロ円相場

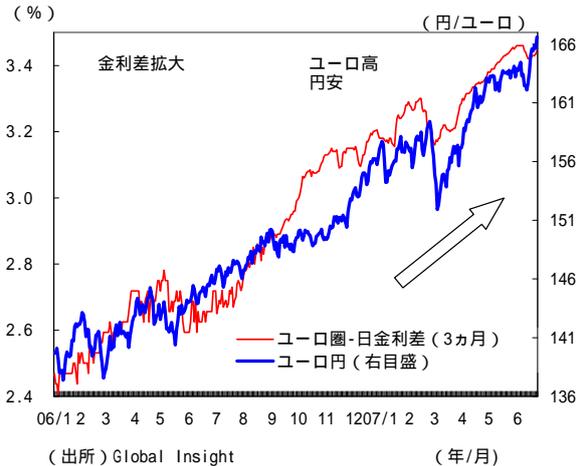
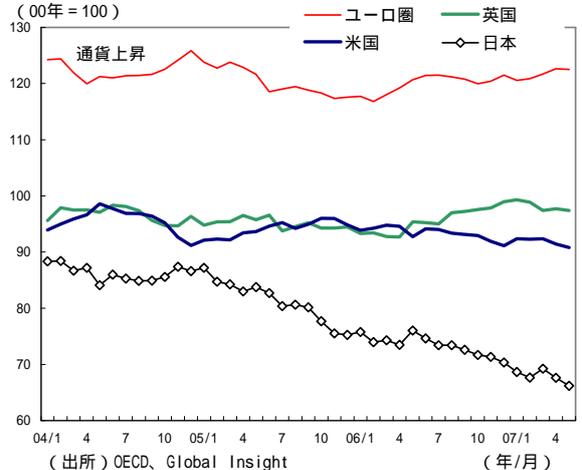


図 8 日-英金利差とポンド円相場



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傾向で推移（図 10）。ただし、6月になって長期金利が上昇したことから、6月22日にはダウが前日比 185.58 ドル下落（今年4番目の下落幅）するなど、株価が弱含む局面もみられた。欧州でも長期金利の上昇に対する懸念から株価が軟調に推移。

【実質 GDP 成長率】

- ・1-3月期の米国は前期比年率 1%を下回る低成長となった（図 11）。しかし、4-6月期は在庫調整の進展などから加速が見込まれている。

【消費者物価上昇率】

- ・米国では5月の消費者物価上昇率が全体で前年比 2.7%（コアは同 2.2%）と前月からやや鈍化した（図 12）。しかし、水準は依然として高いとみられる。
- ・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強い。

【原油価格】

- ・WTI（原油先物）は1バレル = 70 ドル近辺まで上昇。ガソリン需要の高まりやナイジェリアの供給懸念などが押し上げ要因となっている（図 13）。

図 10 株価

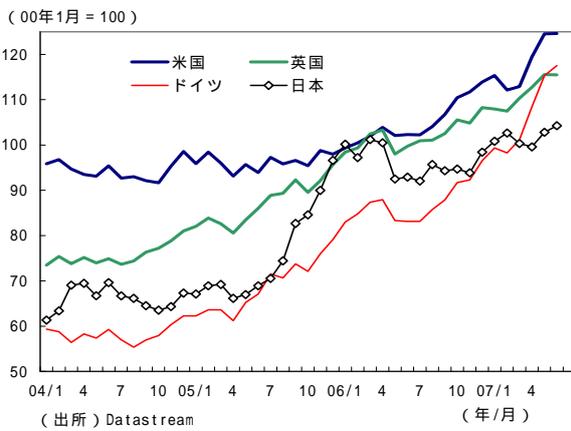


図 11 実質 GDP 成長率

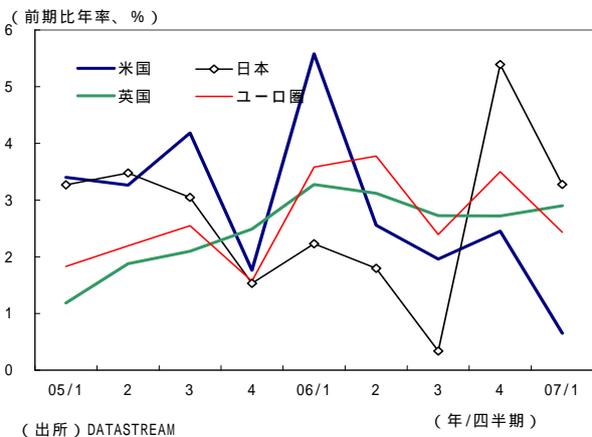


図 12 消費者物価上昇率

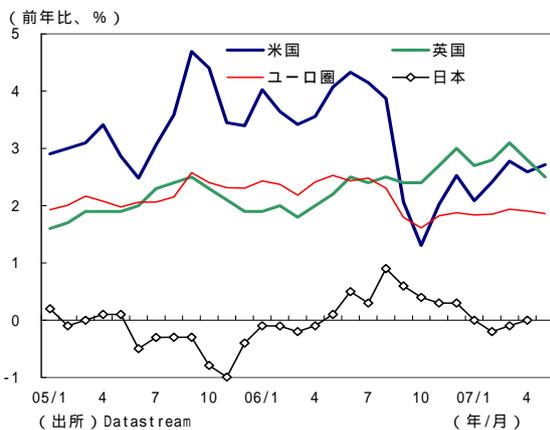
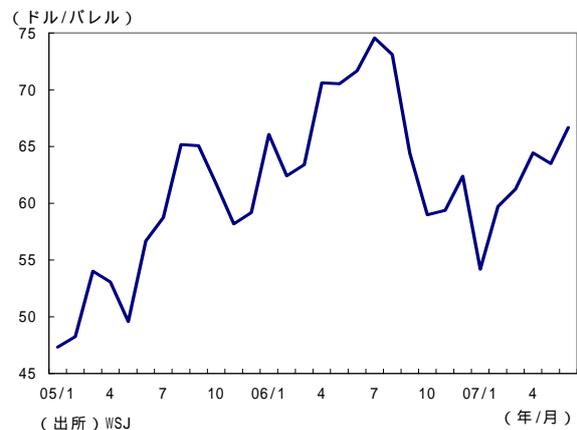


図 13 原油価格 (WTI)



## 2. 世界の流動性～海外通貨当局の米債投資の伸びが6月は鈍化

世界の外貨準備（通貨当局が保有する対外資産）

- ・ 2007年3月時点で前年比20.5%増加、引き続き高い伸びを持続（図14、15）。
- ・ 地域別にみると、中国やロシアの寄与が一段と高まっている。
- ・ 中国の外貨準備は3月に1.2兆ドルを記録。
- ・ 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いる。

世界の通貨当局の米国債・政府機関債投資残高

- ・ 6月は7ヵ月ぶりに前年比伸び率が鈍化したが、依然として高い伸びを持続（図16）。
- ・ 米国の国債、政府機関債市場の金利に影響を与えているとみられる。

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）

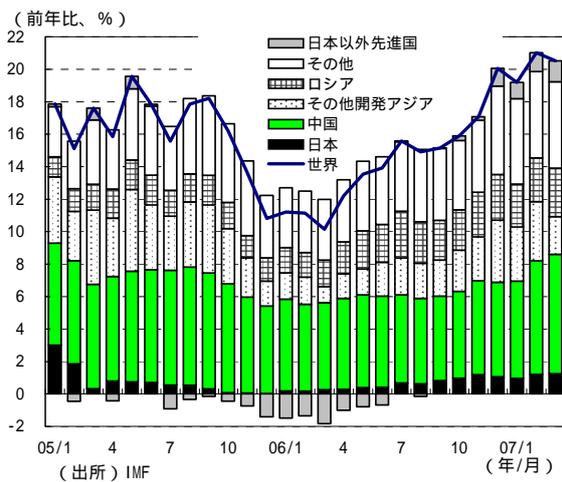


図15 主な国の外貨準備（水準）

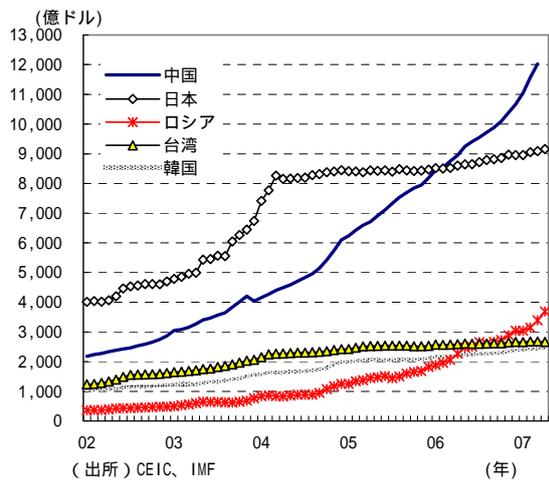


図16 海外通貨当局の対米投資と米国金利

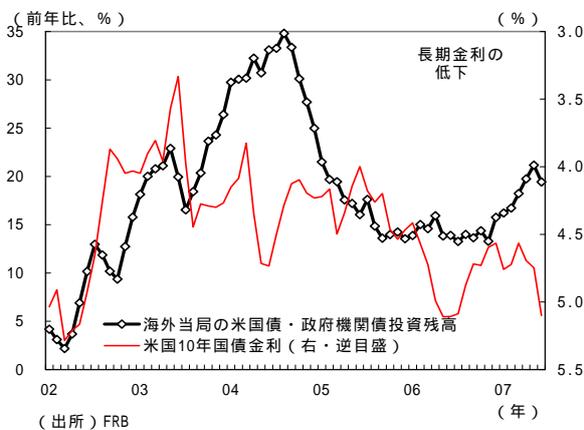
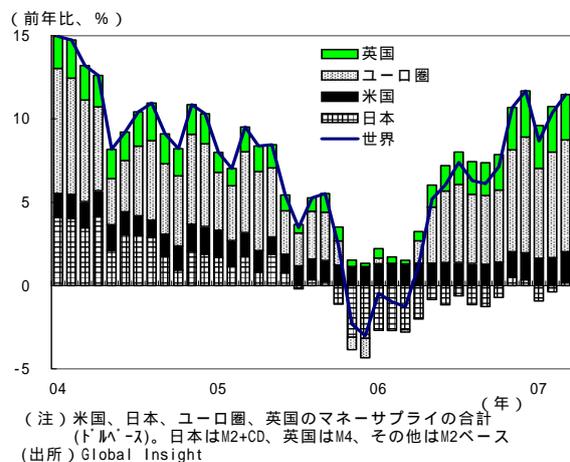


図17 先進国のマネーサプライの伸び



### 3. 世界に資金を供給する中国とロシア～貿易黒字が拡大

- ・ 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。
- ・ 中国の貿易黒字は 2007 年 5 月に前月より増加（図 18）。
- ・ ロシアの貿易黒字も直近 4 月は拡大。

### 4. オフバランス取引における円安圧力（円キャリー取引は活発化）

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株価上昇などを背景に、足元は高水準で、2 月中旬以来の水準まで拡大。円売り圧力は強い（図 19）。

外国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 20）。

図 18 中国・ロシアの貿易収支

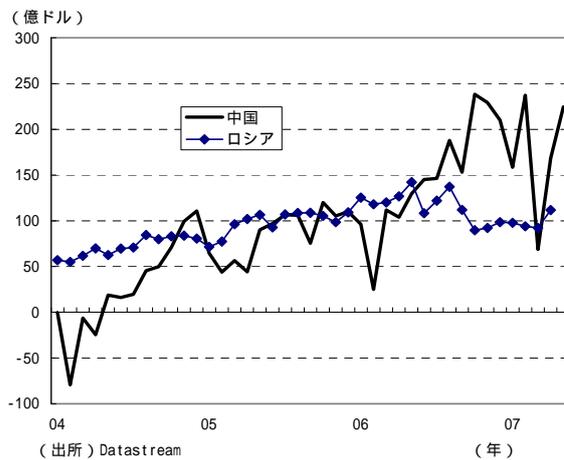


図 19 シカゴ先物市場とドル円相場

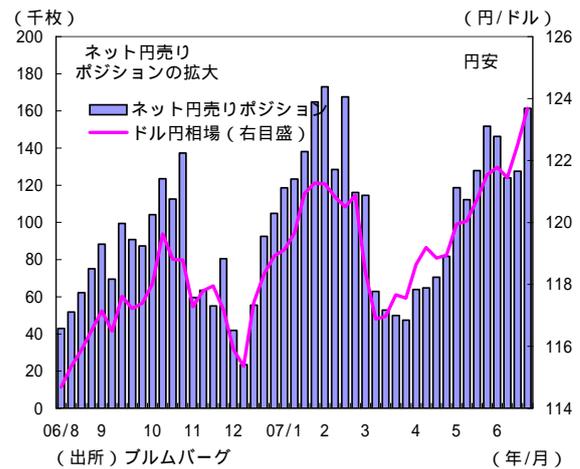


図 20 先物の円売りポジションとドル円相場

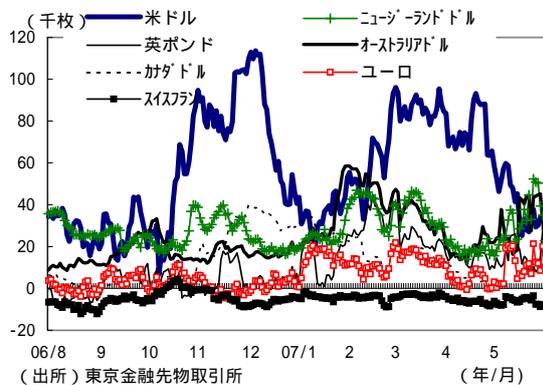
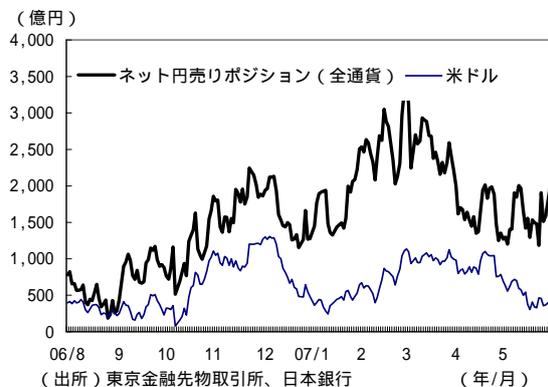


図 21 為替証拠金取引の円売りポジション



## 5. 日本をとりまく資本移動～5月も外貨建て投資信託は拡大

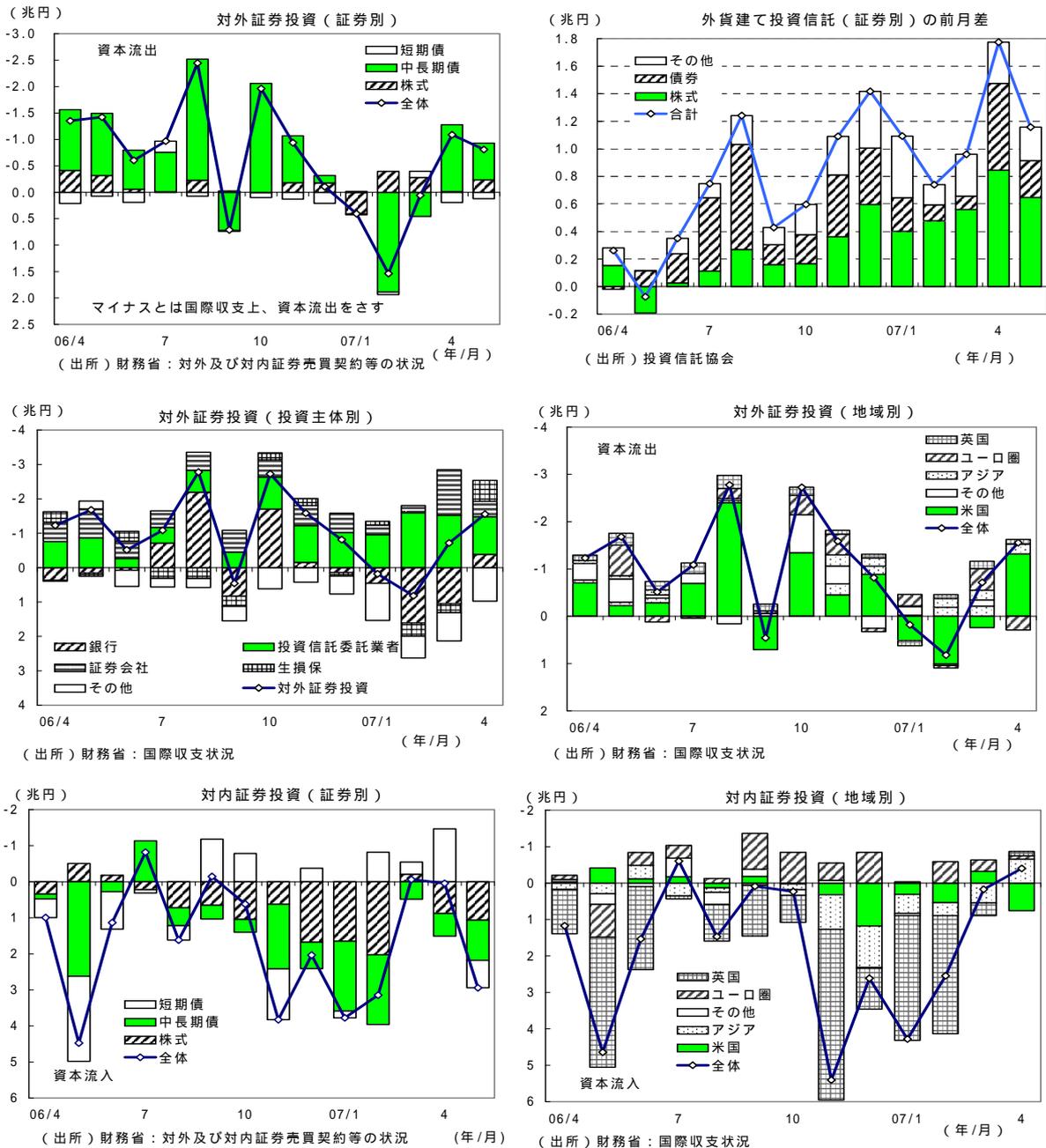
日本の対外証券投資（日本人投資家の海外資産への投資）

- ・2007年5月は8,089億円の流出超過（買い越し）。買い越しは2ヵ月連続。内訳では、株式、中長期債が出超（買い越し）。5月の外貨建て投資信託は増加ペースが前月の反動でやや縮小したが、拡大が続いている。

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）

- ・5月は2兆9,417億円の流入超過（買い越し）。流入超過は2ヵ月連続。内訳では、株式投資、中長期債投資、短期債投資がいずれも入超。

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4月は841億ドルと前月を上回った（図23）。
- ・地域別にみると、中南米（カリブ）やその他地域からの資金流入が拡大。

海外資本による対米証券投資

- ・4月は974億ドルの流入超過となり、流入超過幅は前月とほぼ同じ。
- ・証券別にみると、ネット流入超過額は政府機関債と株式で拡大。中国からの政府機関債や社債への投資は高水準。

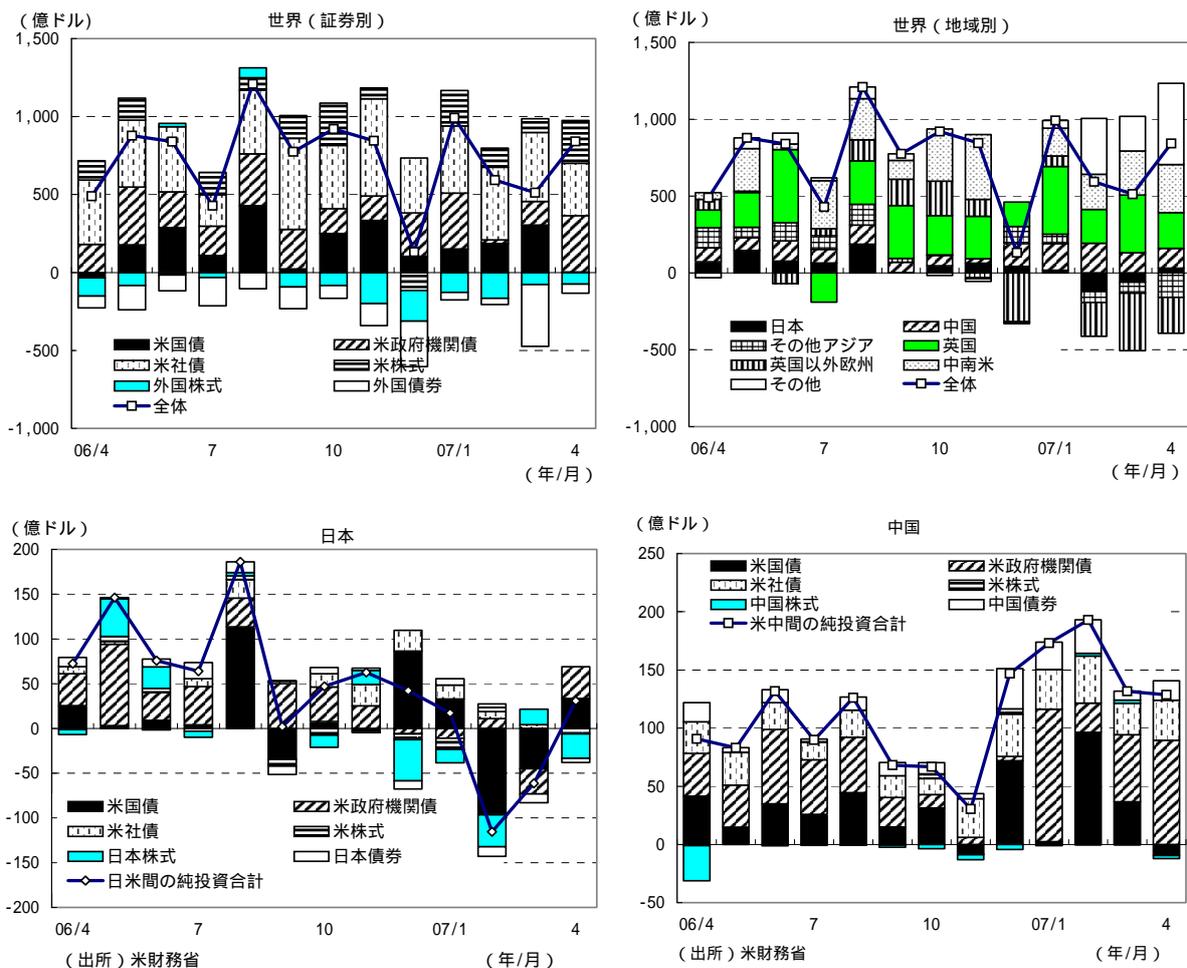
米国資本による対外証券投資

- ・4月は133億ドルの流出超過（純投資）となり、前月に比べて縮小。

海外部門の米国債保有残高（ストック）

- ・4月は2兆1,655億ドルと前月比で縮小。
- ・ストック残高を国別にみると、大きい順に、日本6,148億ドル、中国4,140億ドル、英国1,342億ドル、石油輸出国1,122億ドルとなっている。

図23 対米証券投資の動向



## 7. 世界的不均衡～米国の貿易赤字は横ばい、ドルは対円で上昇

### 米国の経常収支赤字（グローバルインバランス）

- ・2007年1-3月期は1,926億ドル（年率7,703億ドル、GDP比5.7%）と前期から拡大（図24）。
- ・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4月は585億ドルと、前月より縮小（図25）。
- ・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拡大。

図24 米国の経常収支

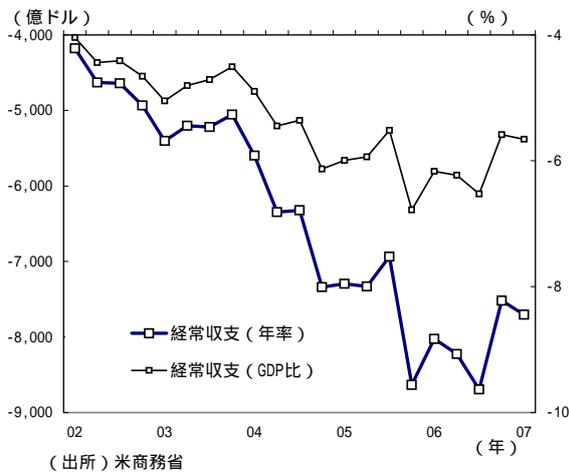
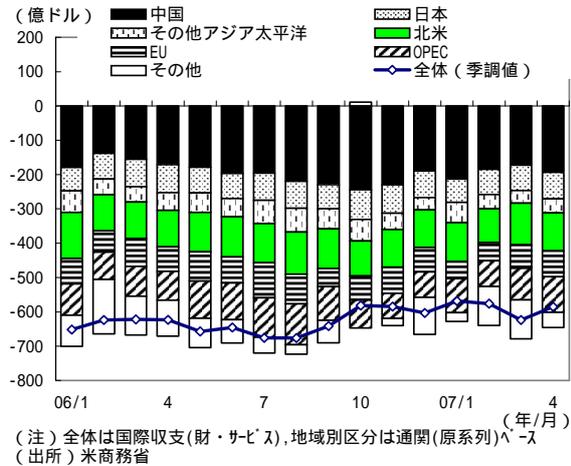


図25 米国の貿易収支



### ドル相場

- ・ドル相場は対欧州通貨や対カナダで下落。対カナダではカナダの利上げ観測などを背景に約30年ぶりの低水準。一方、対円では4年半ぶりの水準まで上昇（図26、図27）。

図26 ドル相場（名目、月次）

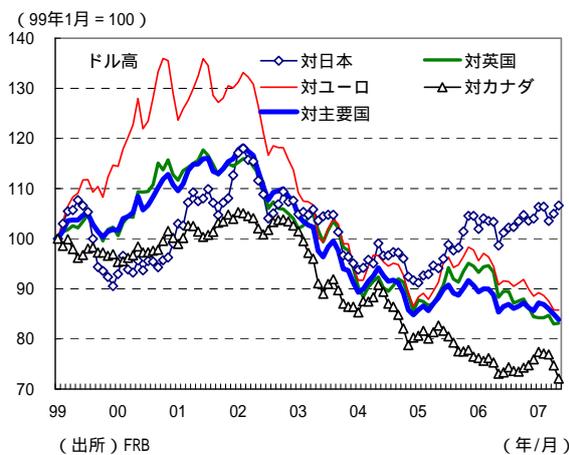
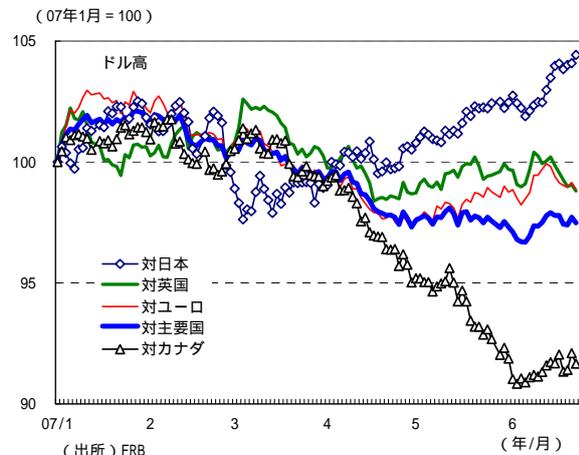


図27 ドル相場（名目、日次）



## 8. アジアの株価・為替相場～株価は総じて上昇傾向

### アジア主要国の株価

- ・総じて上昇傾向で推移（図 28）。
- ・中国では 5 月 30 日の印紙税引き上げを受けて急落したが、その後は再び上昇。市場では、株式配当課税の強化や、銀行預金の利子課税の撤廃など、追加的な株価抑制策が発表されるのではないかと警戒している。

### アジア主要国の為替相場

- ・人民元は上昇基調で推移（図 29）。アジアでは円の下落傾向が顕著。

図 28 株価

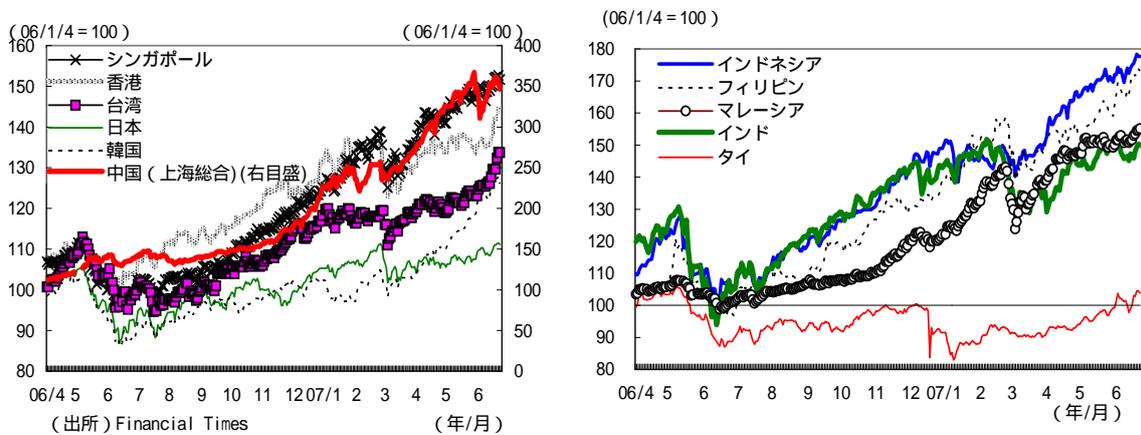
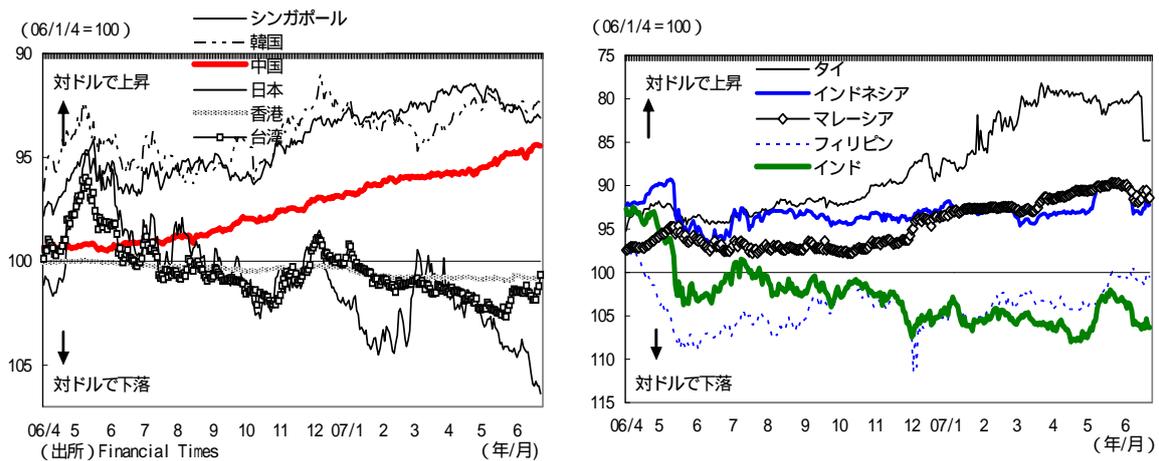


図 29 為替



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。