2013 年 12 月 20 日

国際マネーフローレポート No.91

米国 QE 終了後の金融マーケット

【目次】

Ⅰ. 今月のトピックス
～米国 QE 終了後の金融マーケット

Ⅱ. 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. 中国とロシアの貿易収支
○中国の貿易収支 ○ロシアの貿易収支

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

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
○対米・対外証券投資 ○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＆コンサルティング株式会社
調査部 主任研究員 塚田 裕昭
〒105-8501 東京都港区虎ノ門 5-11-2
TEL：03-6733-1070

Ⅰ．今月のトピックス～米国 QE 終了後の金融マーケット

FRB(米連邦準備制度理事会)は 12 月 18 日に開催した FOMC で、14 年 1 月からの量的緩和策第 3 弾(QE3)の縮小を決定した。すなわち、2012 年 9 月の FOMC で決定され、現行、毎月 850 億ドルずつ市場から購入している債券購入（モゲージ担保債券 400 億ドル、国債 450 億ドル）を、14 年 1 月から毎月 750 億ドルの購入（モゲージ担保債券 350 億ドル、国債 400 億ドル）に縮小することとした。

9 月に見込まれていた緩和縮小が見送られて以降、緩和縮小の開始は 14 年に入ってからとの見通しがマーケットの大宗を占めていたため、18 日の緩和縮小決定はマーケットにとってサプライズであったかもしれないが、同日のニューヨーク株式市場、ダウ平均の終値は前日比 292.71 ドル高の 16,167.97 ドルで引けるなど、株式マーケットは緩和縮小に好意的に反応した。一方、債券は売られて同日の米長期金利（10 年債利回り）は、前日比+0.058%の 2.900%と上昇したが、こちらも比較的落ち着いた動きであった。

このように緩和縮小決定直後のマーケットは落ち着いた動きとなったが、この後、どう展開していくのかが気になるところである。ここでは、過去 2 回（QE１、QE2）の量的緩和終了後のマーケットの動向について振り返ってみたい。

QE3 に先立つ米国の過去 2 回の量的緩和は、第 1 弾（QE1）が 2008 年 11 月から 2010 年 3 月に、第 2 弾（QE2）が 2010 年 11 月から 2011 年 6 月にわたって実施された。FRB による米国債等の市場性資産の買い入れにより、QE1 では総額 1 兆 7,000 億ドル、QE2 では 6,000 億ドルの資金がマーケットに供給された。

まず、量的緩和実施後のマーケットの動向を見てみると、FRB からマーケットに供給された資金は、新たな投資先を求め内外の資産市場に向かい、例えば米株式市場は、量的緩和実施による景気改善の期待などもあって上昇基調で推移した（図Ⅰ－１）。一方、米国債市場では緩和による景気改善への期待が債券の売り材料となり、一本調子ではないものの長期金利は上昇した。

次に、量的緩和終了後の動向を見ると、株式市場では、緩和終了の前提となる経済状況の改善を受けて、株価はさらに上昇を続けた。そもそも、経済状況が改善していなければ緩和終了という判断には至らないはずなので、これは自然な動きと言える。一方、債券市場では、米国債が買われて金利が低下した。経済が改善してきたことが緩和終了の条件であったとすれば、マネーはリスク資産に流れて債券が売られ、金利が上昇するのが自然な動きかと考えられるが、実際には、米国債が買われて米長期金利は低下した。

では、なぜ米国債は買われたのだろうか。この時期の状況を振り返ってみると、米国経済が改善傾向を示す一方で、欧州経済は、債務危機の深刻化により先行きの懸念が高まっていた時期であった。このため、質への逃避（安全性志向）の観点から、それまで欧州各国の国債に向かっていた資金が米国債に向かい、米長期金利が低下したものと考えられる。

このように、過去 2 回の米量的緩和終了後の資産市場の状況を見ると、「株式は上昇、長期金利は低下」というパターンをたどっていた。では、今回も同じパターンをたどるのであろうか。

今回については、過去のパターンとは少し異なり「株価は上昇、長期金利も緩やかに上昇」となるのではなかろうか。今回の局面では、これまでと異なり、欧州経済の状況も完治からはほど遠いものの、ずいぶん改善してきている。一方で、米債務上限枠問題の再交渉を 14 年 2 月に控え米国債デフォルト問題が依然くすぶっており、これらの点を考慮すると質への逃避の観点からみた米国債の相対的な優位

性は、過去 2 回の QE 解除後の局面と比べれば薄れていると考えられる。

もちろん、米国債には安全資産としての一定量の需要が存在することや、現時点では緩和縮小が決まっただけで当面は緩和基調が続くことになるので、緩和縮小後に米国債が一気に売られるというような事態は考えにくい。とはいえ、米国景気が今後上向いていくとすれば、その下で米国債が過去のパターンのように旺盛に買い続けられるというのも難しいのではなかろうか。

図Ⅰ－1　米国資産市場の動き

（出所）DATASTREAM

（注）シャドウは量的緩和実施時期

Ⅱ．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～FRB が債券買い入れ規模の縮小を決定

○政策金利

◆ユーロ圏

・ECB（欧州中央銀行）は、12 月 5 日の理事会で政策金利（リファイナンス金利）を 0.25%に据え置いた（図Ⅱ-1）。

◆英国

・BOE（イングランド銀行）は、12 月 5 日の MPC 会合で政策金利を 0.5%に据え置いた。また、資産買入プログラムの買入規模を 3,750 億ポンドに据え置いた。

◆米国

・FRB（連邦準備制度理事会）は 12 月 18 日に開催した FOMC で、債券の買い入れ額を現行の 850 億ドル（モゲージ担保債券 400 億ドル、国債 450 億ドル）から、750 億ドル（それぞれ 50 億ドルずつ減額）に減額することを決定した。また、バーナンキ議長は FOMC 後の記者会見で、買い入れ時期の終了について 2014 年終盤になるとの見解を示した。フェデラルファンド金利誘導目標水準を 0～0.25%に据え置いた。

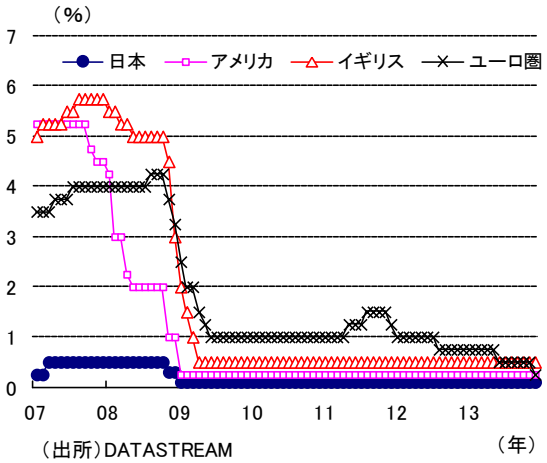
◆日本

・日本銀行は 12 月 20 日の金融政策決定会合で、「マネタリーベースが、年間約 60～70 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」現状の金融政策の維持を決定した。

○長期金利（国債 10 年物利回り）

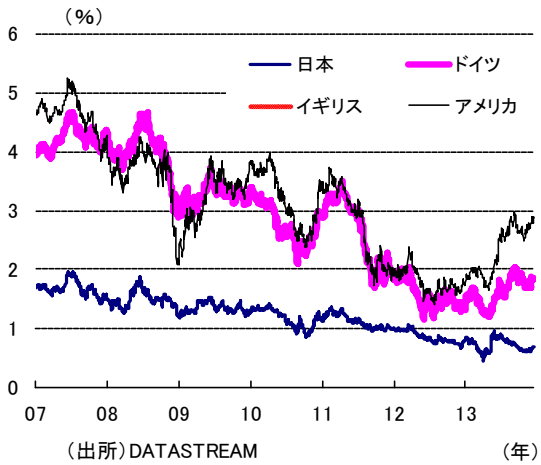
・日、米、独、英など主要国の長期金利は、11 月は概ね横ばい圏で推移したが、12 月に入って以降、景気の改善を示す経済指標の発表などを受けて上昇基調で推移している（図Ⅱ-2）。

図Ⅱ-1　政策金利



（出所）DATASTREAM

図Ⅱ-2　長期金利（国債 10 年物）



（出所）DATASTREAM

○金利（3ヶ月物）差と為替相場

◆日本と米国

・日米の短期金利（3ヶ月物）は、11月は概ね横ばい、12月に入って小幅上昇した。金利差は11月下旬から12月上旬にかけて小幅拡大した（図Ⅱ-3）。

・11月以降のドル円相場は、円安基調の推移となっている。

◆日本とユーロ圏

・日欧の短期金利（3ヶ月物）は、11月は概ね横ばい、12月に入って小幅上昇した。金利差は11月下旬から12月上旬にかけて小幅拡大した（図Ⅱ-4）。

・11月以降のユーロ円相場は、円安基調の推移となっている。

◆日本と英国

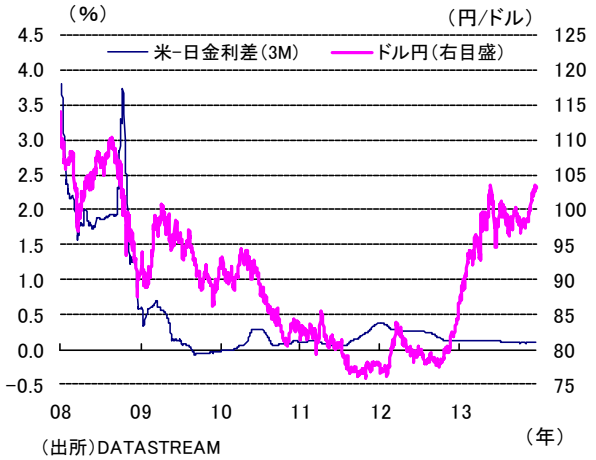
・11月のポンド金利はほぼ横ばい、12月に入っても、米、ユーロほどには上昇していない。日英の金利差は概ね横ばいとなっている（図Ⅱ-5）。

・11月以降のポンド円相場は、円安基調の推移となっている。

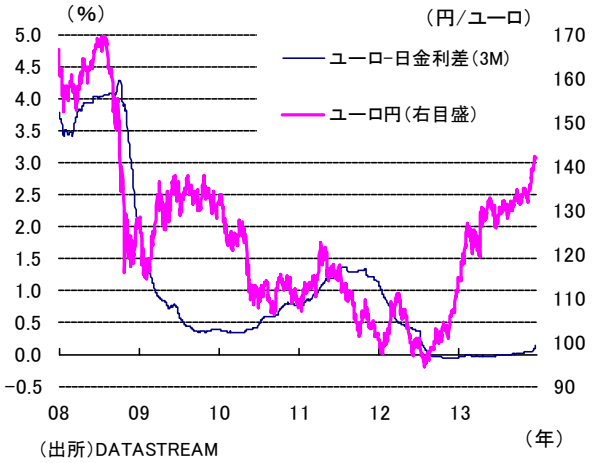
○実質実効為替相場

・11月の実質実効為替相場は、ドル、ポンドが上昇、円、ユーロが低下した（図Ⅱ-6）。

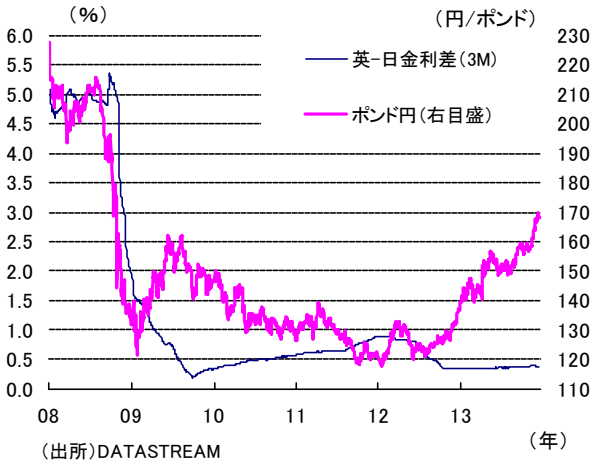
図Ⅱ-3　米-日金利差とドル円相場



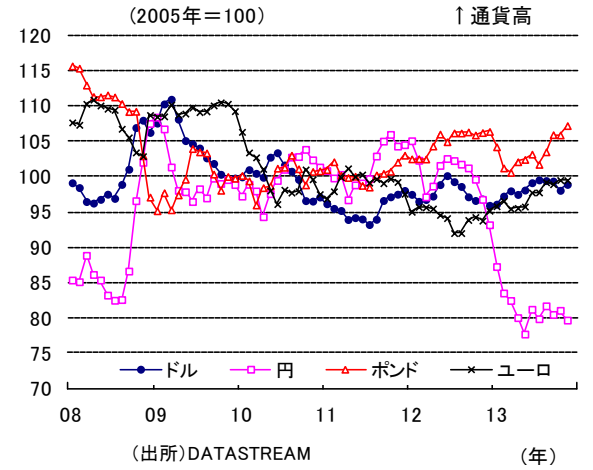
図Ⅱ-4　ユーロ-日金利差とユーロ円相場



図Ⅱ-5　英-日金利差とポンド円相場



図Ⅱ-6　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】

・11 月の日、米、独の株価は、総じて堅調に推移したが、12 月に入り軟調となった。英国株は、11 月以降軟調な推移となっている（図Ⅱ-7）。

【実質 GDP 成長率】

・米、英の 7－9 月期の実質 GDP 成長率（前期比年率）は、前期比でプラス成長となり、伸び率も拡大した（図Ⅱ-8）。日本、ユーロは伸び率が縮小した。

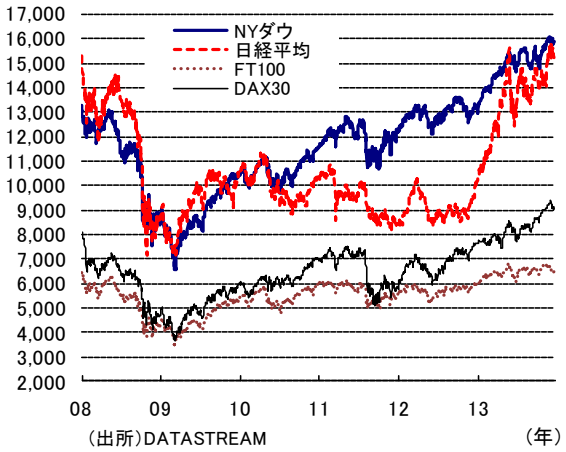
【消費者物価上昇率】

・9 月の消費者物価指数（総合）は、日、米、英、ユーロで前年比プラスとなった。（図Ⅱ-9）。英、ユーロは、11 月も前年比プラスが続いたがやや低めの伸び率となった。

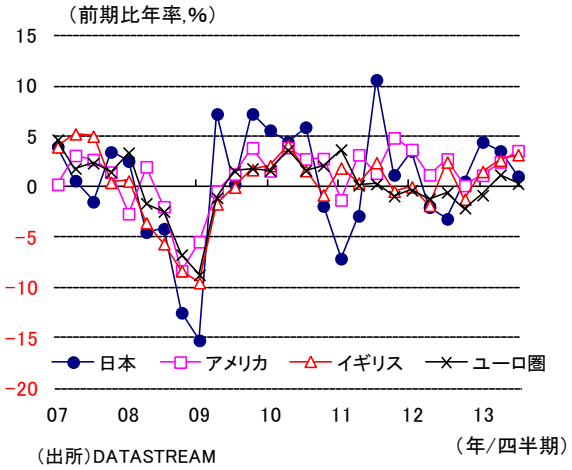
【原油価格】

・11 月の原油相場（ＷＴＩ、期近物）は弱含みで推移したが、12 月に入り経済の改善を示す統計結果や需要拡大への期待などから上昇した（図Ⅱ-10）。

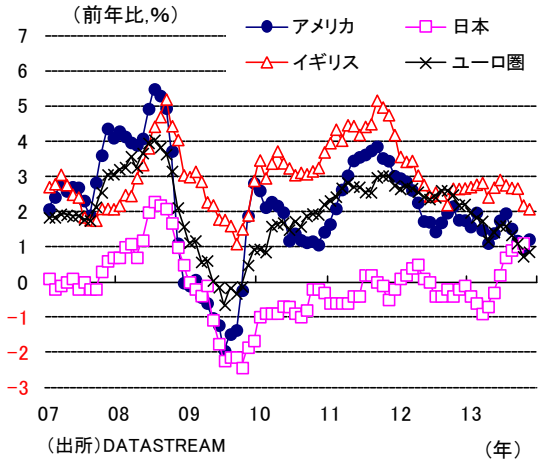
図Ⅱ-7　株価



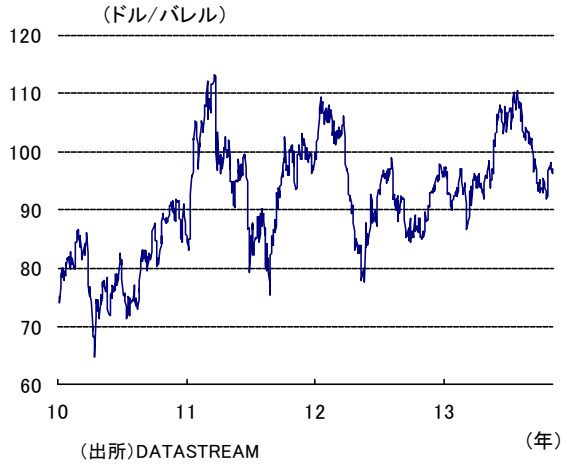
図Ⅱ-8　実質 GDP 成長率



図Ⅱ-9　消費者物価上昇率



図Ⅱ-10　原油価格（WTI）



２．世界の流動性～世界の外貨準備は対前年比で増加

○世界の外貨準備（通貨当局が保有する対外資産）

・世界の外貨準備は前年比で見て増加が続いている。増加幅はこのところ縮小してきていたが、9 月は拡大した（図Ⅱ-11）。アジア諸国の外貨準備は、このところ概ね横ばい圏で推移しているが、中国は 9 月に増加幅が拡大した（図Ⅱ-12）。

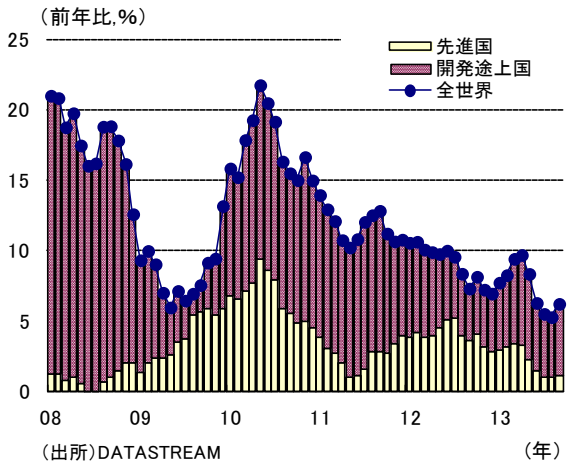
○世界の通貨当局の米国債・政府機関債投資残高

・10 月の世界の通貨当局による米国債保有残高（FRB カストディ残高）は、前年比で 4.9%の増加となった（図Ⅱ-13）。

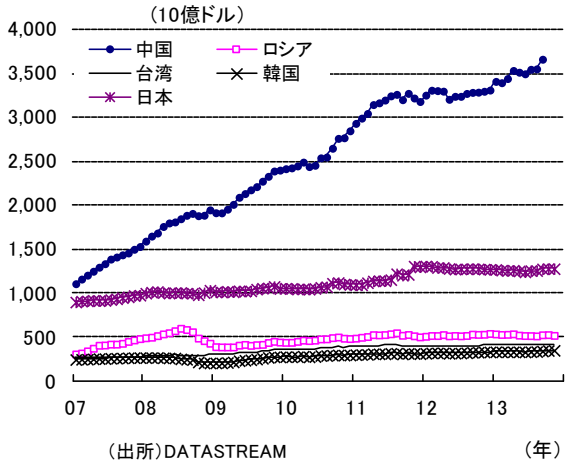
○主要先進国のマネーストック

・10 月の日、米、ユーロ、イギリスのマネーストックは、いずれも前年比で増加した（図Ⅱ-14）。

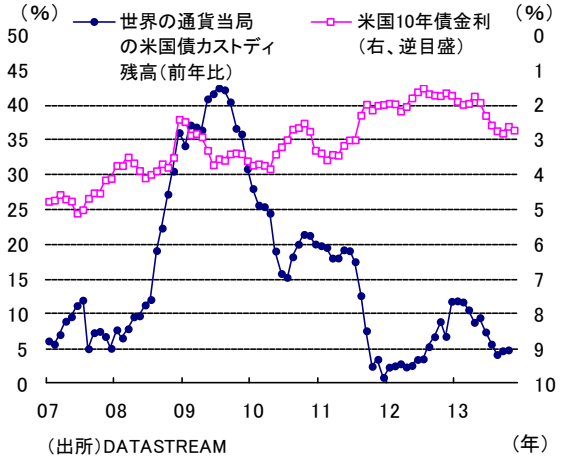
図Ⅱ-11　世界の外貨準備（伸び）



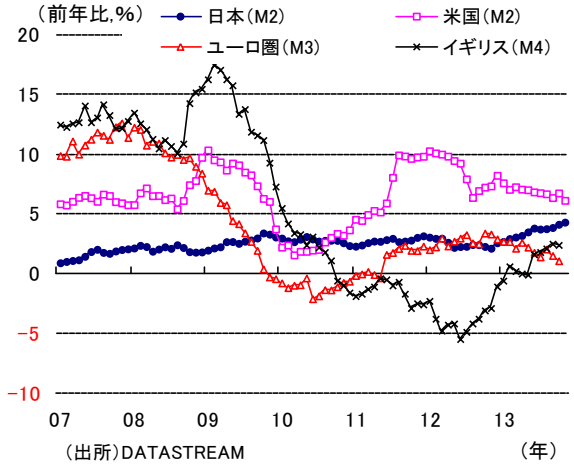
図Ⅱ-12　アジア諸国の外貨準備（水準）



図Ⅱ-13　通貨当局の対米投資と米国金利



図Ⅱ-14　先進国のマネーストックの伸び



３．中国とロシアの貿易収支～11 月の中国の貿易収支は前年比で大幅増

・11 月の中国の貿易黒字は、前年比 73.4%増の 338 億ドルであった（図Ⅱ-15）。

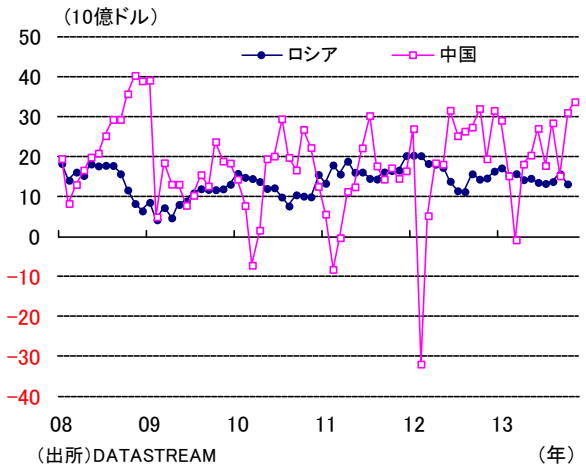
・10 月のロシアの貿易黒字は、前年比 8.3%減の 132 億ドルであった。

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売り超

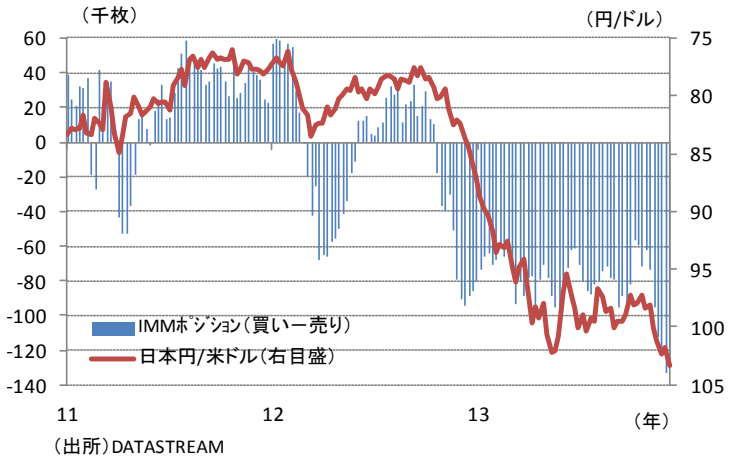
○シカゴ通貨先物市場での投機筋（非商業目的）による円のネットポジション

・シカゴ市場での円のネットポジションは 2012 年 11 月以降、売り超の状態が続いている。足下では売り超幅が拡大してきている（図Ⅱ-16）。

図Ⅱ-15　中国・ロシアの貿易収支



図Ⅱ-16　シカゴ先物市場とドル円相場



5．日本をとりまく資本移動～11 月は、資金流出

○日本の対外証券投資（日本人投資家の海外資産への投資）

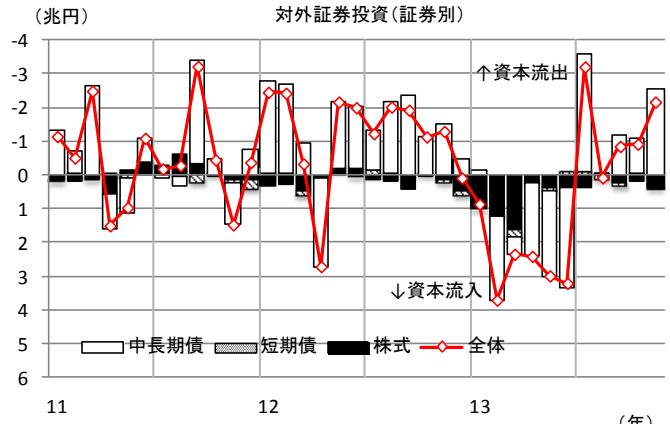
・11 月は 2 兆 1,669 億円の流出超過（買い越し）となった。株式、短期債が売り越されたが、長期債が買い越されてネットで国外に資金が流出した。

・11 月の外貨建て投資信託残高は、債券型が増加したが、株式型、その他型が減少し、トータルで前月に比べ 458 億円の減少となった。

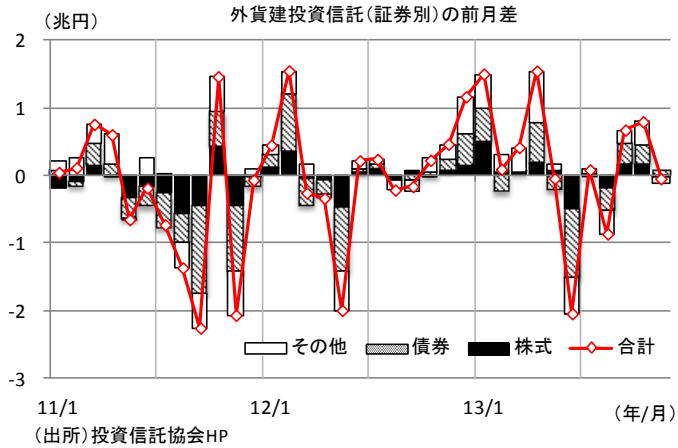
○日本への対内証券投資（外国人投資家による対日証券投資）

・11 月は 3 兆 4,263 億円の流入超過（買い越し）となった。中長期債が売り越されたが、株式、短期債が買い越されて、ネットで資金が国内に流入した。

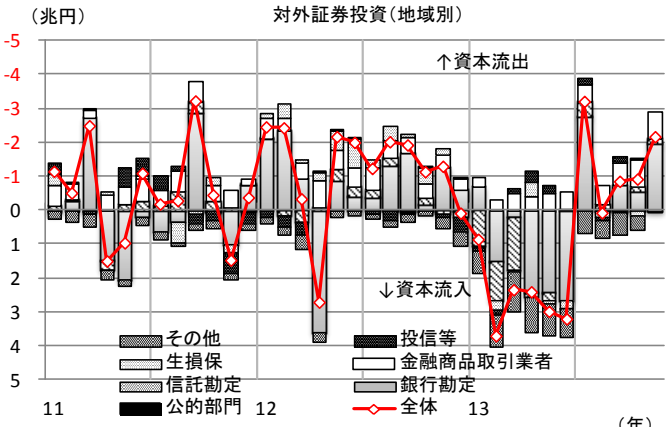
図Ⅱ-19　日本をとりまく証券投資



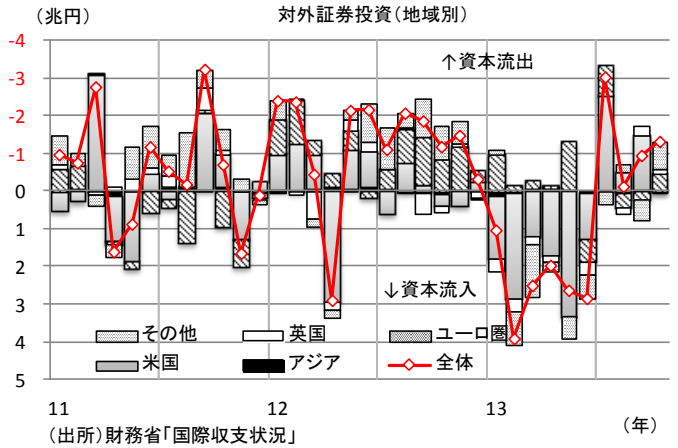
（出所）財務省「対外及び対内証券売買契約等の状況」



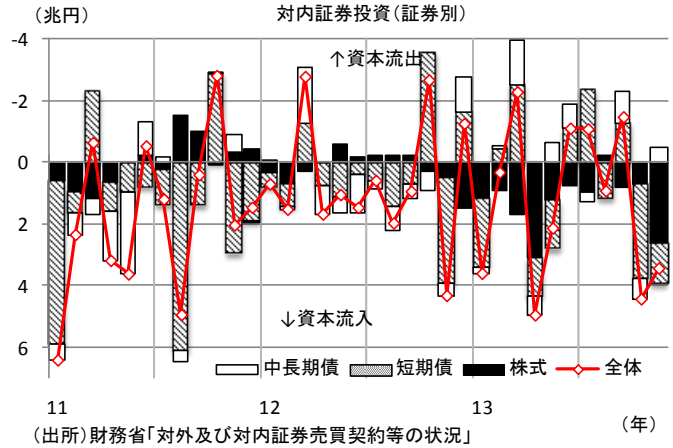
（出所）投資信託協会HP



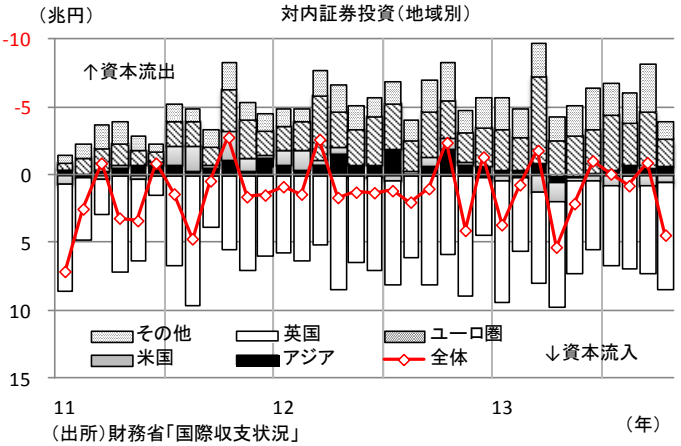
（出所）財務省「対外及び対内証券売買契約等の状況」



（出所）財務省「国際収支状況」



（出所）財務省「対外及び対内証券売買契約等の状況」



（出所）財務省「国際収支状況」

６．米国をとりまく証券投資～10 月は 2 ヶ月連続で資金流入に

○対米・対外証券投資

・10 月の海外資本による対米証券投資は、ネットで 547 億ドルの買い越しと 2 ヶ月連続で資金流入となった。米国債、政府機関債、社債、株式のいずれもが買い越された。

・一方、 米国資本は外国債券、外国株式をいずれも買い越してネットで 192 億ドルの資金を流出させた。

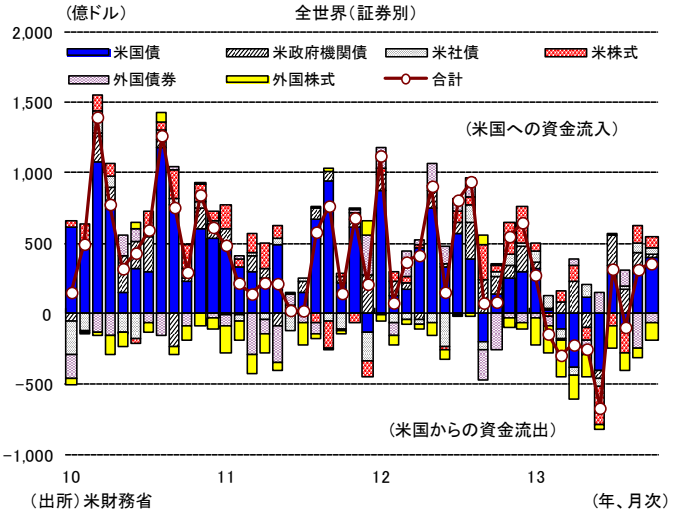
・このため、10 月は差し引き 354 億ドルの米国への流入となった。

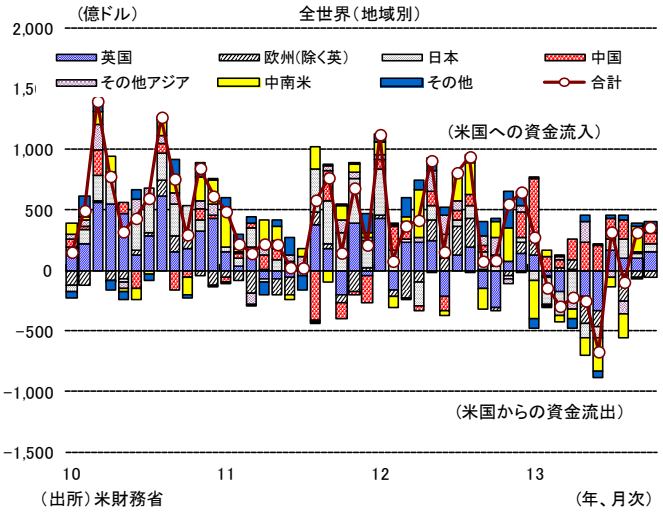
○海外資本の米国債保有残高（ストック）

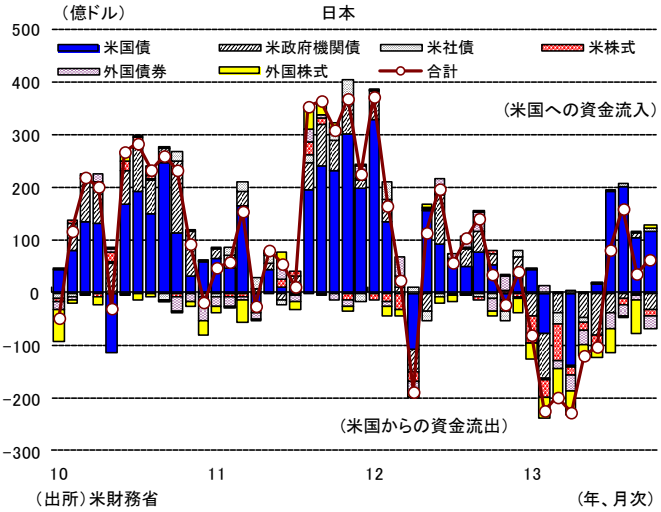
・10 月の海外資本による米国債保有残高は 5 兆 6,535 億ドルと前月比で増加した。

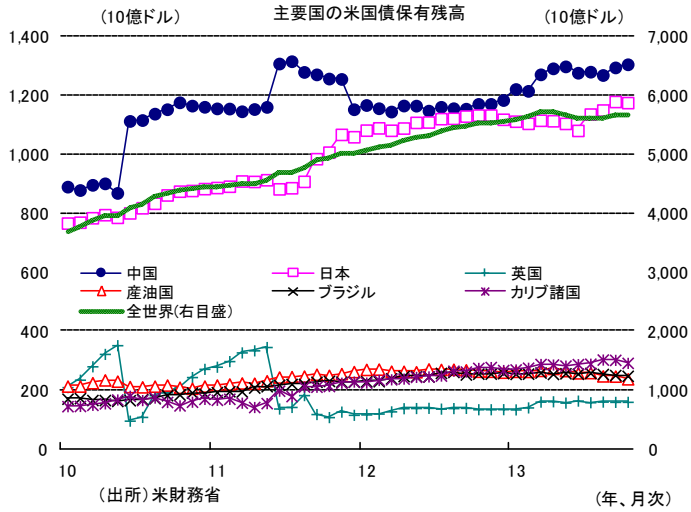
・ストック残高を国・地域別にみると、大きい順に、中国 1 兆 3,045 億ドル、日本 1 兆 1,744 億ドル、カリブ諸国 2,907 億ドル、ブラジル 2,467 億ドル、石油輸出国 2,366 億ドルとなっている。

図Ⅱ-20　対米・対外証券投資の動向









7．世界的不均衡～米国の経常赤字（7-9 月期）は前期比で縮小

○米国の経常収支赤字（グローバルインバランス）

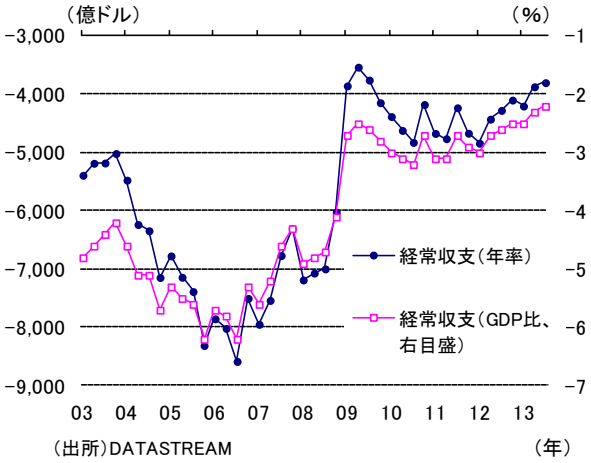
・2013 年 7-9 月期の経常赤字は 948 億ドル（年率 3,793 億ドル、GDP 比 2.2%）と前期比で縮小した（図Ⅱ-21）。

○米国の貿易赤字（国際収支・財サービスベース）

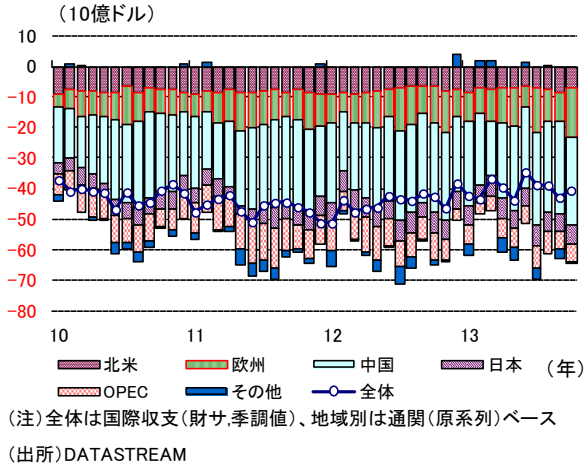
・2013 年 10 月の貿易赤字は、406 億ドル（季調値）と前月比で縮小した（図Ⅱ-22）。

・最大の赤字を計上している中国向けの貿易赤字は 289 億ドルと前年に比べて赤字幅が縮小した。

図Ⅱ-21　米国の経常収支



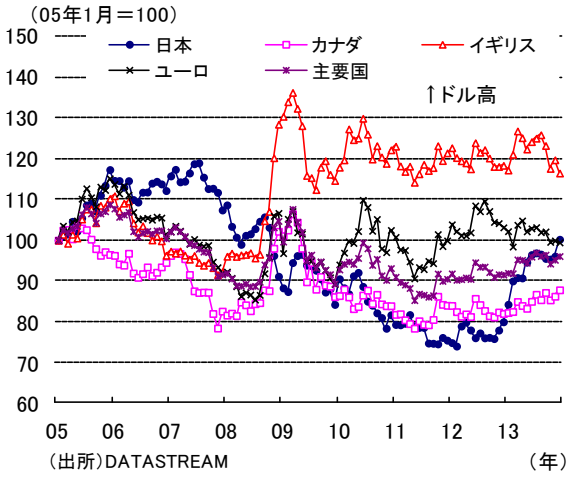
図Ⅱ-22　米国の貿易収支



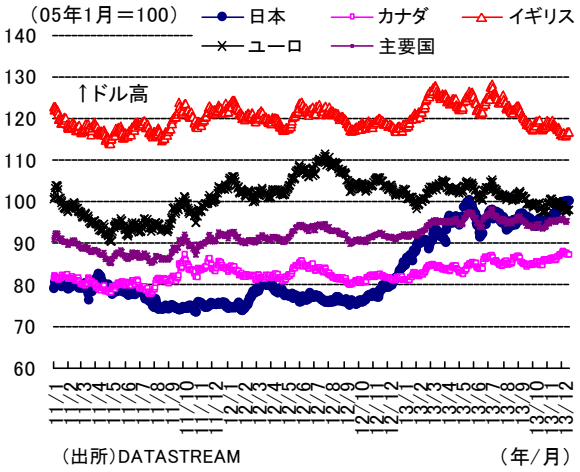
○ドル相場

・11 月のドル相場は、対主要国でドル高が進んだが、12 月に入りドル安方向に転じている（図Ⅱ-24）。

図Ⅱ-23　ドル相場（名目、月次）



図Ⅱ-24　ドル相場（名目、日次）

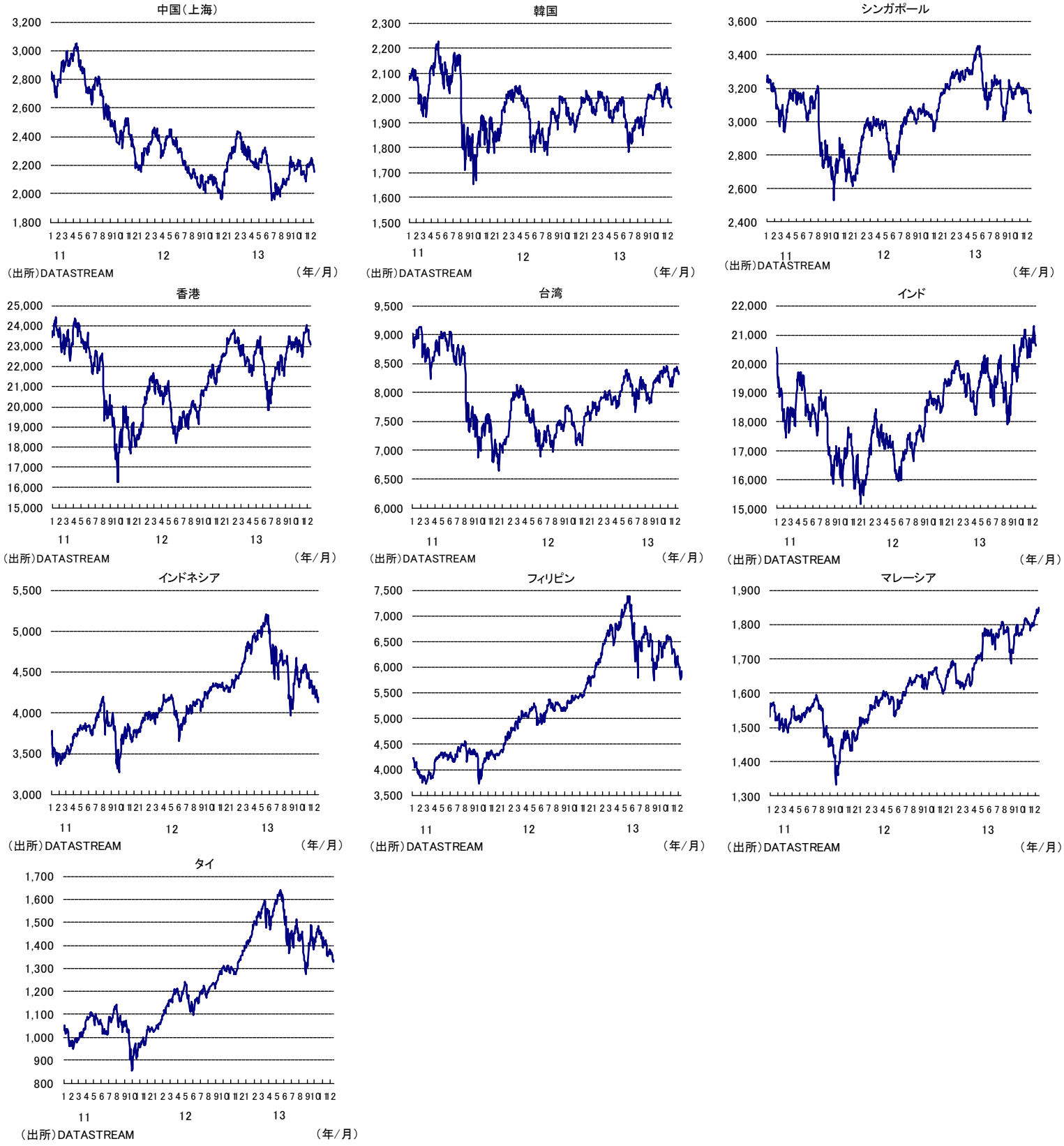


８．アジアの株価・為替相場～アジア株は 12 月に入り下落基調に

○アジア主要国の株価

・11 月のアジア株は、一進一退で推移する国、下落基調となる国など、まちまちの展開であったが、12 月に入って以降は総じて弱含みで推移している（図Ⅱ-25）。

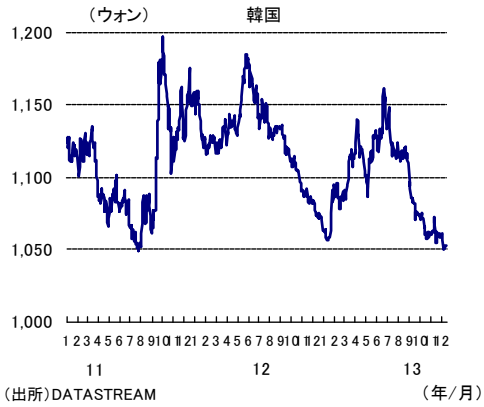
図Ⅱ-25　アジアの株価

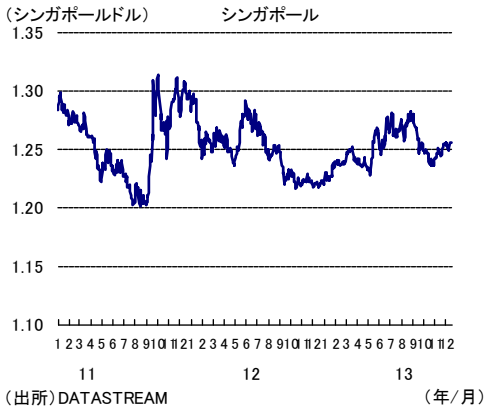


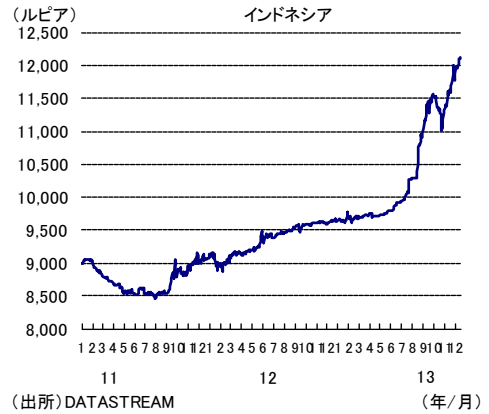
○アジア主要国の為替相場

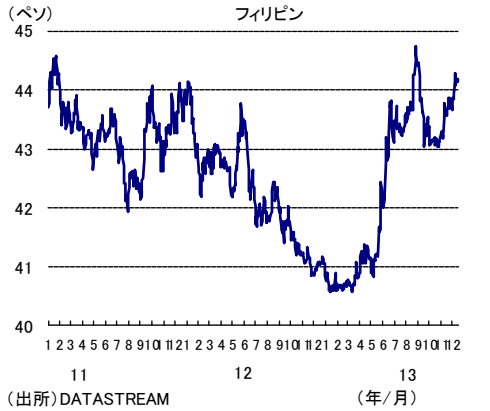
・11 月以降のアジア通貨は、対ドルで総じて横ばい、もしくはアジア通貨安基調での推移となっている（図Ⅱ-26）。

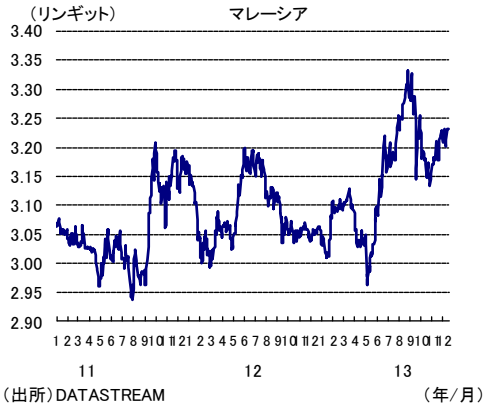
図Ⅱ-26　アジアの為替（対ドルレート）

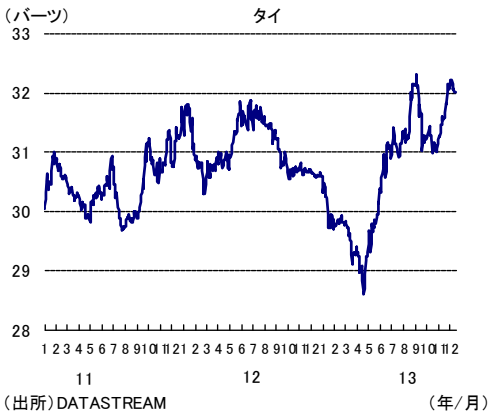












ー ご利用に際して ー

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ＆コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。

（お問い合わせ） 調査部 TEL：03-6733-1070 chosa-report@murc.jp