

## グローバルマネーの異変をどうみるか

## ー マネーの逆流に直面する新興国市場

日本リサーチ総合研究所 調査研究部

主任研究員 藤原 裕之 03-5216-7314

hiroyuki.fujiwara@research-soken.or.jp

一本調子で上昇を続けてきた日本株がここに来て大きな調整局面を迎える中、新興国市場の通貨や株価、国際商品市場も厳しい下落圧力に見舞われている。米国のQE3解除観測を機に、米国を中心とする緩和マネーのサイクルに綻びが出始めたことが異変の背後にある。米国に対する海外マネーの流入は今年2月頃から急速に細り始め、4月になると海外マネーは大幅に売り越しに転じた。マネーの出元が細ると出先の新興国市場や商品市場が混乱するのは当然の現象と言える。さらに新興国に対する短期与信の割合が近年高まっていることも資金の逆流リスクを高める要因として懸念される。

今後グローバルマネーの逆流が本格化した場合、日本にとって最も懸念されるのがリーマンショック後にみられたような急激な円高の進行である。もっとも07年のような外銀による円コール市場調達の動きは確認されていないことから、円キャリーの巻き戻しで急激な円高が進行する可能性は低いとみられる。米国のQE3解消観測と日本の異次元緩和の継続は今後も円安・ドル高要因として作用するだろう。

## ■ 新興国市場の動揺

## ー グローバルマネーの変調が影響

昨年10月以降一本調子で上昇を続けてきた日本株がここに来て大きな調整局面を迎える中、新興国市場の通貨や株価、国際商品市場などでも異変が起きている。今月19日の米FOMCでバーナンキ議長が年内の量的緩和縮小の可能性を示唆したのを受け、新興国市場では通貨や株価が大きく下落した。

インドでは5月初め頃から通貨ルピーが対ドルで約10%下落、南アフリカの通貨ランドは約15%下落している。インドネシアではルピア建ての債券が急落したのを受けて中銀は異例の債券買い介入に踏み切っている(図表1)。国際商品市場も異変をみせており、金価格は日本株が下落する前の4月中旬に急落をみせている。

こうした世界的に広がる金融市場の混乱は、日本株の調整の余波という理由だけでは到底説明できない。金融危機以降の量的緩和で生まれた大量のグローバルマネーの流れに異変が生じているとみたほうがよさそうである。

## ■ 米国を巡るマネーフローに異変

## ー 4月は米国債の売り越しが過去最大を記録

金融危機以降、主要中央銀行による量的緩和を背景に拡大したグローバルマネーは投資先を求めて活発化した。特に昨年10月頃から欧州市場が落ち着きを取り戻すにつれて米国マネーの拡散が目立つようになった。米国マネーの行き先は欧州市場から新興国市場、最近では日本の株式市場に大量に流れ込んだ。

一方、米国に対する海外マネーに目を向けると、今年2月頃からやや異常事態ともとれる変化がみられるようになった。2月と3月の資金流入額は1月の3分の1、前年同月と比較しても約半分まで急減している。4月になると海外マネーは大幅に売り越しに転じ、特に米国債に対する売り越し額は544億ドルとなった。これは月次ベースでは過去最大の売り越し額である(図表2)。

## ー 米国への資金流入減の主因は日本勢の売り

米国債に対する海外マネーを国別にみると日本勢による売り越しが目立つ。米国に対する日本の資金は1

月から4か月連続で資金回収（売り越し）となっている。当初は円安進行下で生保など国内投資家による外債シフトが予想されたが、実際には米国債中心に外債を大幅に売り越している。量的緩和第3弾（QE3）の縮小観測を巡って米長期金利は不安定な動きになっており、米国債市場の混乱を警戒した国内投資家が米国債への投資を控えた可能性はある。外債投資の不確実性が高まる中、相対的に日本国債への安心感が広がった可能性もある。特に生保など長期運用を主とする投資家にとって、1.7%前後まで利回りが上昇した20年国債は為替リスクを伴う米国債に比べて魅力的な運用対象と映っても不思議はない。

こうして米国に対する海外マネーが大幅に減少したことにより、資金流入と資金流出を差し引いたネットの数値は2月以降、流出が流入を上回る「流出超」となっている（同図）。ネットで流出超となったのはリーマンショック以来である。米国を巡るマネーフローはここにきてややバランスを欠いた状態になっており、何かのきっかけで外に出た米国マネーが逆流するリスクは高まっている。

### ■ 新興国市場への資金流入と貸し手の変化

新興国を中心に広がる市場の動揺はこうした米国を巡るグローバルマネーの不安定性が背後にある。過去の金融危機を振り返っても、新興国という規模の小さな市場にグローバルな緩和マネーが集中することによるリスクを甘く見てはいけない。

#### － 新興国に流れる緩和マネー ～アジア新興国向け与信が急増

各国の銀行部門を通じた対外与信をみると、トータルではリーマンショック前のピーク（08年3月末）を約2割下回っている。これは欧州債務危機でG I I P S諸国（ギリシャ・アイルランド・イタリア・ポルトガル・スペイン）に対する与信が急減したことが主な原因であり、先進国向けの与信は依然として低迷状態にある。これに対し、リーマンショック後も順調に拡大しているのが新興国向け与信である。08年3月から約2割増加し、各国中銀の緩和マネーの行き先が新興国に集中したことがよくわかる。新興国向け与信の中でもとりわけ増加が著しいのがアジアと中南米向けである。アジア新興国向けの与信は09年12月末には欧州新興国向けを上回り、そこからさらに5割以上も増加した（図表3）。

#### － 米銀と邦銀が増加、欧州銀行は減少

新興国向け与信を出し手側（銀行側）からみると、米銀と邦銀がリーマンショック後も与信残高を増加させている。08年3月末と比較すると、米銀は約6割、邦銀は8割の増加となっており、特に邦銀の与信額急増が目立つ（図表4）。バブル崩壊以降、海外からの撤退を余儀なくされて以来の海外攻勢となる。邦銀の海外攻勢を後押ししたのは、国内の借入需要の低迷に加え、欧州の銀行が欧州債務危機の影響で体力を消耗していることが背景にある。欧州銀行の新興国向け与信額は低迷状態にあり、特にドイツの銀行の与信残高はリーマンショック前に比べて3割低い水準にある。

#### （与信の短期化に注意）

こうした中で留意すべきは与信の短期化である。与信に占める短期資金の割合が高まると外的ショックなどの際に資金が流出しやすくなる。現在のように金融市場がリスク過敏になっている状況では、短期資金への依存度の高さはリスク要因と見なされやすい。新興国に対する短期与信の割合（1年以下の割合）をみると、リーマンショック以降、アジア向けを中心に短期化が進んでいるのがやや気になる（図表5）。もっとも最近の邦銀のアジア向け融資はプロジェクトファイナンスなどの長期融資がメインでさらに短期化が進むような状況ではない。こうした影響から2012年以降は与信の短期化に歯止めがかかる気配もあるが、短期与信割合はなお高水準であることから引き続き注意が必要である。

■ 超円高の可能性は低い

- 06~07年との違い

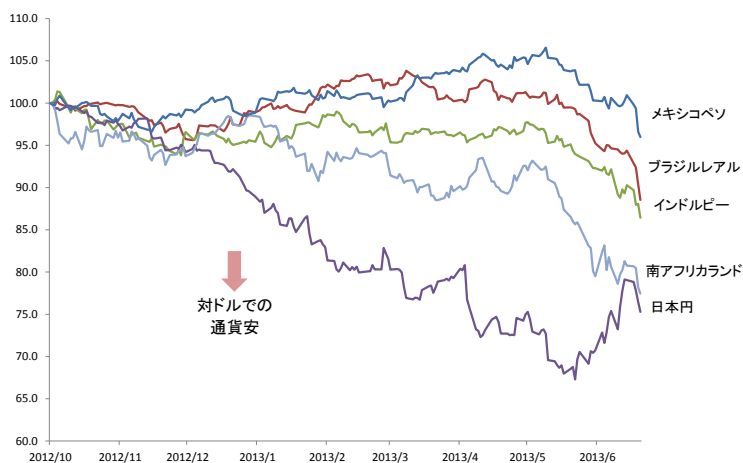
今後仮にグローバルマネーの逆流が本格化すると、日本にとって最も懸念される事態はリーマンショック後にみられたような急激な円高の進行であろう。

リーマンショック後の急激な円高進行の主因は、低金利の円を借り、その円を売って高金利の通貨を買う「円キャリートレード」のアンワインド（巻き戻し）だったとみられる。円キャリートレードの規模を正確に把握するのは容易ではないが、在日外国銀行がコール市場から調達した円資金と本国に対する資産規模をみることで同取引の動きをある程度推測することができる。06年から07年にかけて外銀はコール市場で得た円資金を本国向け貸出に回す動きを強めたが、リーマンショック以降は減少の一途を辿っている（図表6）。円資金の調達でレバレッジを高め、ハイイールド商品に投資する取引スタイルは縮小を迫られ、同時に外銀の円調達意欲も急速に冷え込んだ。

最近になっても外銀の円コール調達が増加する気配はみられない。円キャリートレードが昨年末以降の円安をもたらした可能性は低く、07年のような円キャリートレードのアンワインドで急激な円高が進行する可能性も低いと言える。キャリートレードが関係しているとすれば、今回は資源国通貨や新興国通貨への投資を通じたドルキャリーポジションの積み上がりが金融市場をボラタイルにしている可能性がある。シカゴマーカンタイル取引所の通貨先物ポジションをみると、ドルキャリーの対象となり得る4通貨（オーストラリアドル、ニュージーランドドル、カナダドル、メキシコペソ）のロングポジションは2012年に過去最高の水準に達した（図表7）。最近の新興国通貨に対するドル高傾向の強まりをみても、借りたドルを売って高金利の新興国通貨を買うドルキャリートレードのアンワインドが関係している可能性がある。

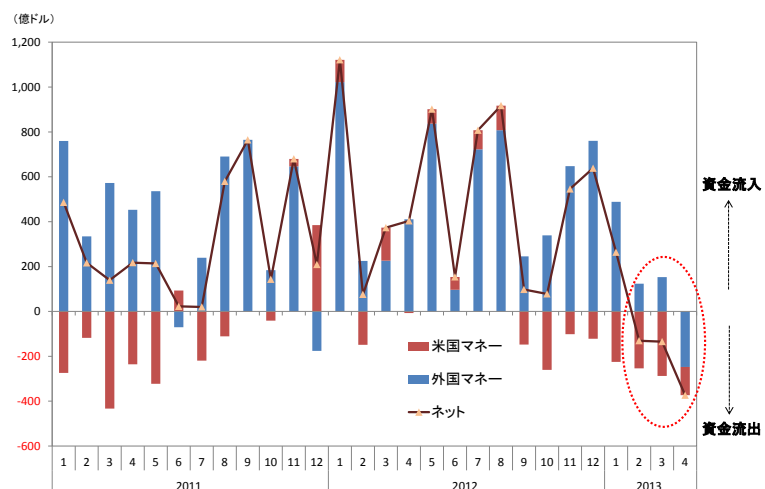
上記のように今月19日のFOMCではバーナンキ議長が年内の量的緩和縮小の可能性を示唆したことで新興国通貨は大幅に下落した。円キャリーのアンワインドが関係しているのであれば円高圧力がかかるはずだが、実際には円安となった。米国のQE3解消観測と日本の異次元緩和の継続（2年間はコミット）は今後も円安ドル高要因として作用する。リーマンショック後のような超円高に陥る可能性は今のところ低いと考えられる。

図表1 各国通貨の対ドルレートの推移（2012/10=100）



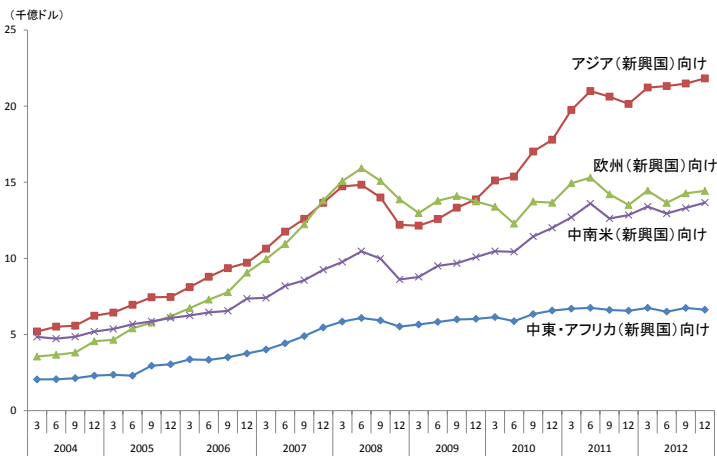
(出所) Bloomberg

図表2 米国を巡る資金流入の推移



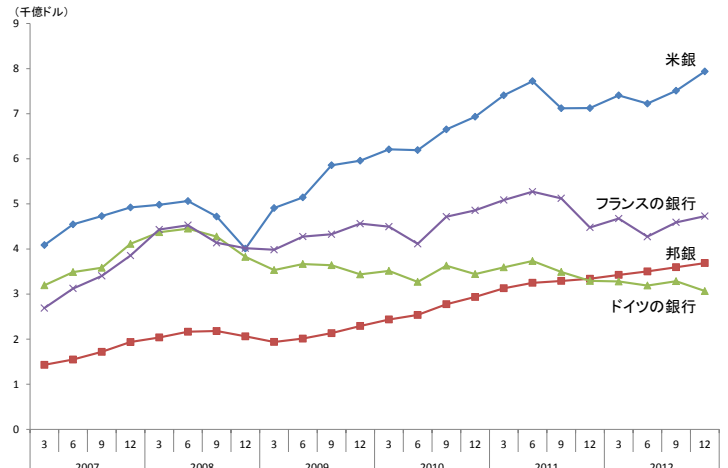
(出所) 米財務省

図表3 新興国向け国際与信残高（地域別）の推移



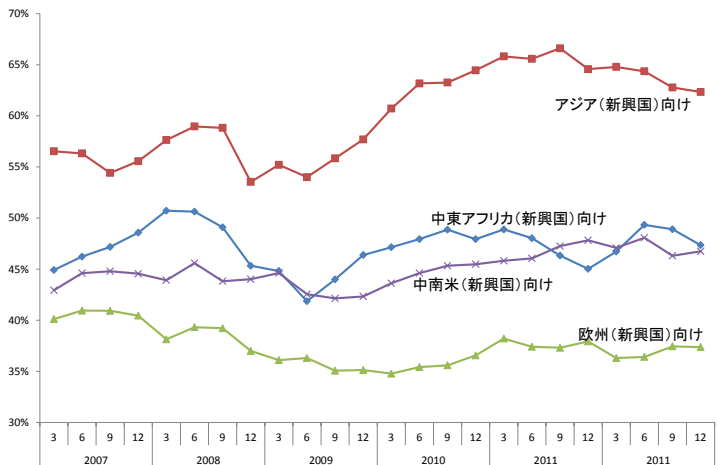
(出所) BIS

図表4 新興国向け国際与信残高（銀行別）の推移



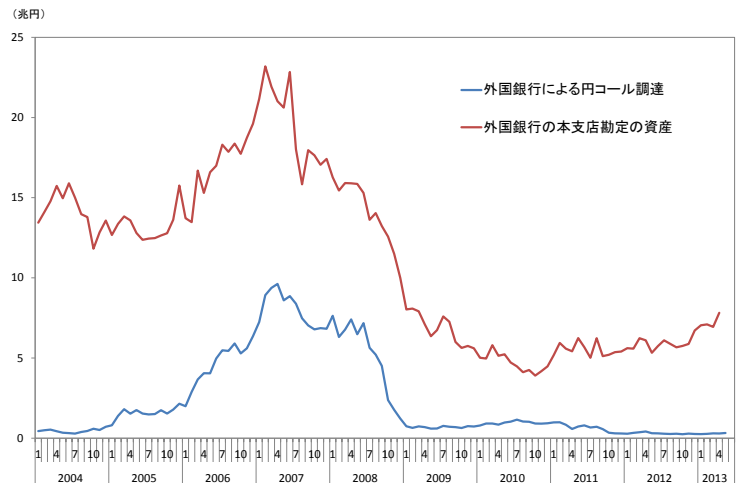
(出所) BIS

図表5 新興国向け短期与信割合（1年以下）の推移



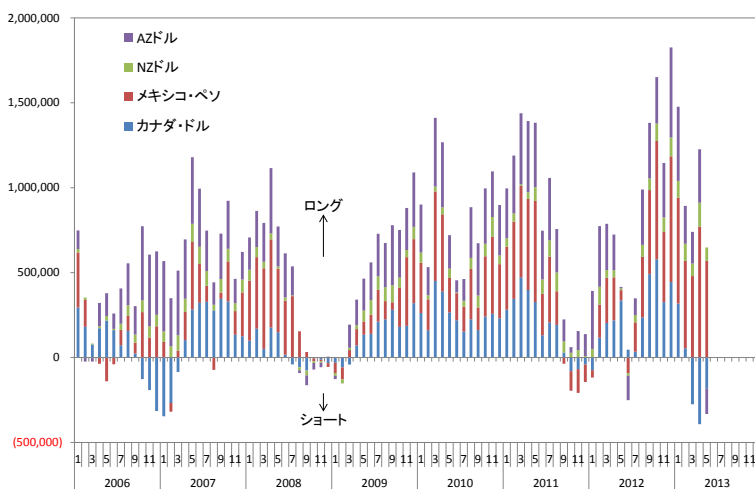
(出所) BIS

図表6 在日外国銀行の円コール調達と本支店勘定資産



(出所) 日本銀行

図表7 シカゴ IMM 通貨先物ポジションの推移



(出所) CFTC