

みずほマーケット・トピック(2017 年 8 月 16 日)

17 年上半期の対米証券投資～下半期に向けてのみどころ～

米 6 月対内・対外証券投資を踏まえた上で、17 年上半期合計としての数字を見ると、対内証券投資が+2256 億ドルの買い越しに対し、対外証券投資は+480 億ドルの売り越しであり、両者を差し引きすると+2736 億ドルの純流入に。これは上半期としては 2012 年以来、5 年ぶりの大きさ。今後の注目点を 3 点挙げるとすれば①FRB の B/S 縮小下でも旺盛な米国債および政府機関債への投資は続くのか、②ECB の正常化が進んだ際、他欧州からの資金引き揚げがどの程度の規模に及ぶのか、③①や②の結果として米国への資本流入が細った場合、ドル相場への影響がどうなるのかといったところ。ドラギ ECB 総裁によるシントラススピーチが 6 月末であったことを踏まえれば、やはり次回 7 月分以降のユーロ圏を巡る資本フロー動向は特に注目である。

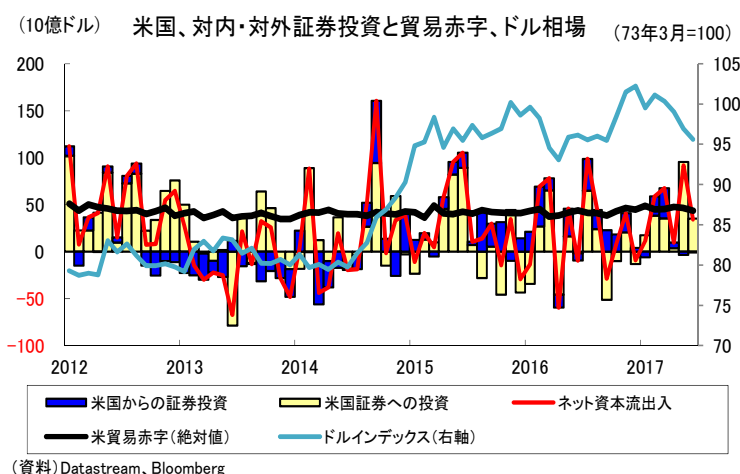
～17年上半期は5年ぶりの巨額の純流入～

昨日の為替相場は米 7 月小売売上高や米 8 月ニューヨーク連銀製造業景気指数が市場予想を上回ったことを受けてドルが買い戻されており、ドル/円相場も一時 110.85 円まで上昇している。北朝鮮情勢の緊迫化を受けた円の買い戻しは一旦止まった格好であるが、米朝関係に改善の兆しが見られているわけでもなく予断を許さない状態と考えるべきだろう。

ところで昨日は米 6 月対内・対外証券投資 (TIC レポート) が公表されている。海外から米国への対内証券投資に関し、海外投資家の投資意欲の目安と考えられる中長期債・株式などへの投資は国債や政府機関債への投資にけん引される格好で+353 億ドルと 6 か月連続で買い越しとなった。一方、米国から海外への対外証券投資は▲8 億ドルと 2 か月連続で売り越しとなったものの、その額は小さいものに止まっている。

結果、両者を差し引きした 6 月の対内・対外証券投資は+344 億ドルと 6 か月連続の純流入となっている。なお、2017 年上半期(1～6 月期)合計としての数字を見ると、対内証券投資が+2256 億ドルの買い越しに対し、対外証券投資は+480 億ドルの売り越しであり、両者を差し引きすると+2736 億ドルの純流入となる。これは上半期としては 2012 年以来、5 年ぶりの大きさである。

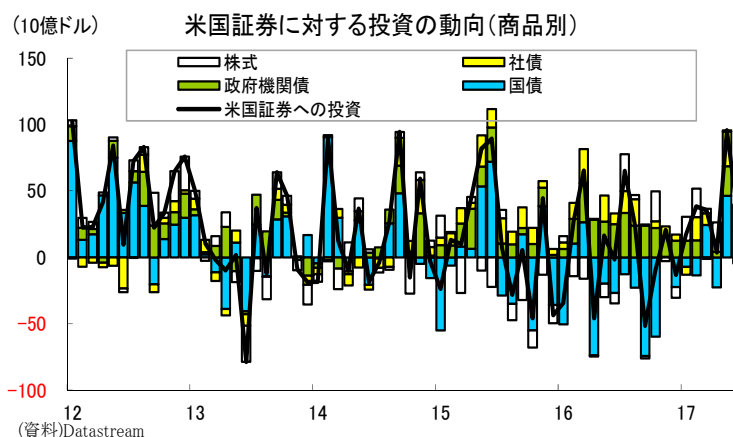
また、図示されるように、証券投資による資本流入と貿易赤字を比較してみると、6 月に関しては貿易赤字が▲436 億ドルであるのに対し、純流入が+344 億ドルであるため、▲90 億ドルほどファイナンスできていない状態(ラフに言えばドル垂れ流しの状態)というイメージになるが、誤差の範囲



であり、概ね均衡していると言って良いだろう。なお、これを今年上半期(1～6 月期)全体のイメージに広げた場合、貿易赤字が▲2766 億ドルであったのに対して純流入が+2736 億ドルとなる。今年に入ってから貿易赤字の分がしっかりと資本流入で穴埋めできていると言える。

～商品別:ゴルディロックス状態を反映～

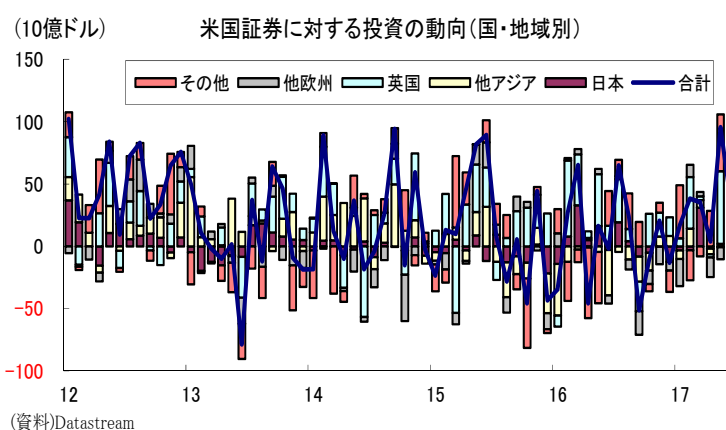
米国への対内証券投資に関し、商品別に見ると、2017 年上半期では、買い越し額が大きい順に政府機関債が+680 億ドル、社債が+570 億ドル、株式が+533 億ドル、米国債が+473 億ドルと満遍なく買われている。正常化路線(利上げと B/S 縮小)が進捗しているにもかかわらず、米国債も社債も大幅に買い越しされていることにはやや違和感を覚える。一方、利上げを続けても株式が買われ続けていることにも



居心地の悪さはあるだろう。年初来の相場は株も債券も高いという状況が続き、誰にとっても居心地の良いゴルディロックス状態と形容されるが、資本フローの面からもこれははっきりと裏付けられていると言えそうである。しかし、米国債については前期(2016 年下半期)に▲990 億ドル、前々期に▲1341 億ドル、さらにその前の期には▲1918 億ドルと一方的に売られてきた経緯があるため、今年上半期の動きは反動の域を出るものではない。9 月に公表される B/S 縮小戦略次第では米国債や政府機関債を巡る動静に大きな修正が入る可能性はあろう。

～国・地域別:下半期以降のユーロ圏のフローに注目～

米国への対内証券投資に関し、地域別に見ると、2017 年上半期では、買い越し額が大きい順に英国が+1180 億ドル、日本が+555 億ドル、日本を除くアジア(他アジア)が+214 億ドルと続く一方、英国以外の欧州(他欧州)は▲410 億ドルと売り越されている。他欧州すなわちユーロ圏に関しては昨年夏頃から売り越し基調が強まっており、今年に入ってからその流れを引き継いでいる。6



月末のドラギ ECB 総裁によるシントラススピーチを境に ECB の正常化プロセスが世界的に注目されるようになってきているが、これに伴ってユーロ圏への資本回帰を指摘する向きも出始めている¹。その動きが実際の資本フローとして確認されてくるとすれば、次回 7 月分以降、基調としては今年下半

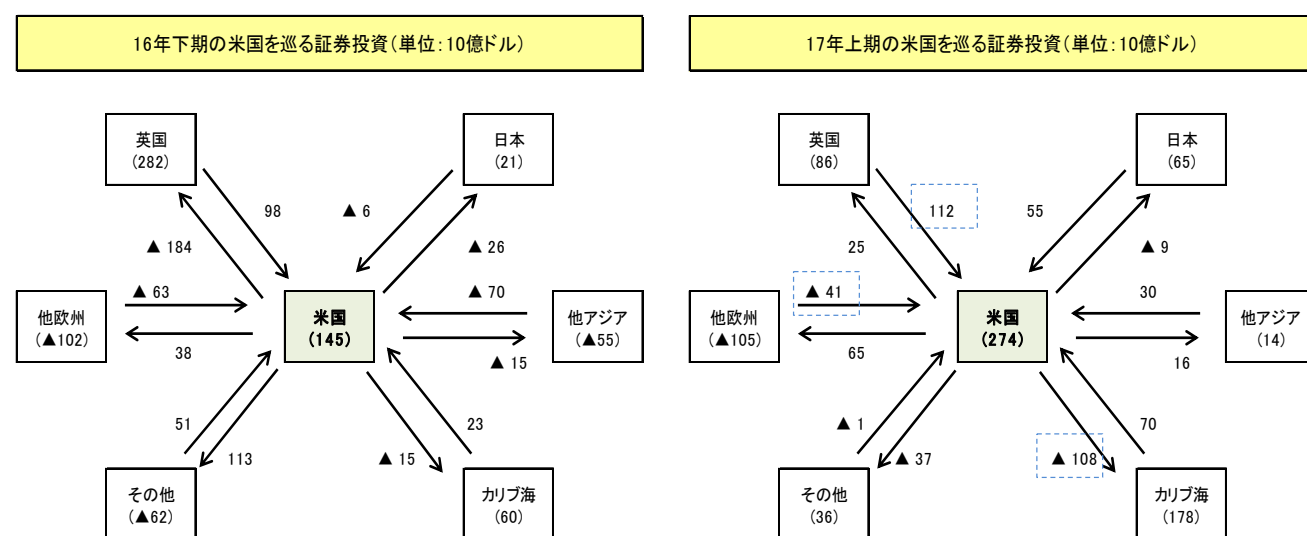
¹ 例えば『ユーロ圏周辺国のリスク資産に資金回帰の兆し＝ECB エコノミスト』2017 年 7 月 25 日、ロイター

期となるため、注目すべきポイントとなる。なお、各種投機マネーが経由すると思われる英国から米国への資本フローは常時、大幅な買い越しが記録されているが、足許では EU 離脱に絡む不透明感を嫌気して英国外へ投資先を求めるフローも相応に入っている可能性もある。

～2017年上半期の対米資本フローの総括～

2017年上半期の対米資本フローを国・地域別に俯瞰すると下図のようなイメージになる。全体像としては、海外から米国への資本流入は前期比で概ね倍増(約+1450億ドルから約+2740億ドル)している。冒頭見たように、これは対内証券投資が+2256億ドルの買い越しに対し、対外証券投資は+480億ドルの売り越しであったことの結果であり、基本的には海外から米国への旺盛な投資に加え、米国が海外の資産を処分する動きも重なったことで米国内に資本フローが流れる構図となっている。6月末のドラギ総裁によるシントラスピーチまでは世界の中央銀行における正常化ムードを囃し立てる向きはなく、FRBが正常化を模索できる唯一無二の中銀であったことを思えば、このような資本フローはごく自然なものと言える。国・地域別に見ると、最も大きな資本流入源となったのがカリブ海(+1780億ドル)であった。これはカリブ海から米国への対内証券投資の買い越し(+700億ドル)もさることながら、米国からカリブ海への対外証券投資の売り越し(+1080億ドル)が大きく、すなわちレパトリが寄与した格好である。タックスヘイブン(租税回避地)として知られる同地域に投じられていた米国居住者の投資が何らかの理由で巻き戻されているわけだが、統計を見ると、この中身は殆どが債券である(残念ながらその詳しい背景は分からない)。それ以外では英国(+860億ドル)や日本(+650億ドル)からの資本流入が大きいものとなっている。なお、他欧州(≡ユーロ圏)に関しては米国から投資を引き揚げる動きが前期から続いているが、下半期から来年にかけてECBの目論見通りに正常化が進むのであれば、その部分の資本フローはさらに膨らむことになる。

以上のような上半期の資本フローを踏まえた上で、今後の注目点を3点挙げるとすれば①FRBのB/S縮小下でも旺盛な米国債および政府機関債への投資は続くのか、②ECBの正常化が進んだ際、他欧州からの資金引き揚げがどの程度の規模に及ぶのか、③①や②の結果として米国への資



(資料) Datastream

(注) 1. 「他欧州」は英国を除く欧州、「他アジア」は日本を除くアジアを表す。

2. ▲印は還流(処分組)を表すので、実際は矢印とは逆の資本フローが発生しているイメージ。(例)米国への対内証券投資が▲印の場合、米国からの資金流出が発生していることを意味する。

3. カッコ内は米国に向かうネット証券投資の規模を表す。「対内証券投資-対外証券投資」で算出される。

4. 僅かに流出・流入金額の和が合わないものがあるのは、公表値を四捨五入して使用しているため。

本流入が細った場合、ドル相場への影響がどうなるのか、といったところだろう。

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2017年8月15日	米インフレ期待の現状について～NY連銀消費者調査～
2017年8月14日	VIX急騰で断たれるキャリー取引の芽と不安な米株調整
2017年8月10日	週末版
2017年8月9日	2017年上半期の円の基礎的需給環境などについて
2017年8月8日	技術的難しさが極まるECBの量的緩和の現状
2017年8月7日	米7月雇用統計～加速しない賃金と伸び悩む「賃」～
2017年8月4日	週末版(ユーロ圏のフィリップス曲線の現状～フラット化して下方シフト～)
2017年8月3日	フォワードルッキングという幻想②～OECD景気先行指数を通じて～
2017年8月2日	フォワードルッキングという幻想～日銀議事要旨が示唆する戒め～
2017年8月1日	実効相場で考えるドル相場の現状～調整は始まったばかり～
2017年7月28日	週末版(メインシナリオへのリスク点検～新しいリスクは「安倍退陣」と「正常化ブーム」～)
2017年7月27日	FOMCを終えて～後任人事を見据えてハト派化も？～
2017年7月26日	ECB政策理事会の読み方～シントラ発言の火は消せず～
2017年7月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年6月分)
2017年7月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を受けて～次の論点は外交的視点～)
2017年7月20日	最近のユーロ相場について～投機筋、PPP、金利差～
2017年7月19日	ECB政策理事会プレビュー～「火に油」を避けるべく・・・～
2017年7月14日	週末版(ドル/円相場の水準感について～現状の「異常さ」を見つめ直す～)
2017年7月13日	イエレン議会証言を受けて～花道の正常化は続く模様～
2017年7月12日	EU回帰でドイツは変わるのか？
2017年7月11日	正常化ブームの中で考えたい各国中銀の立ち位置
2017年7月10日	円相場の基礎的需給環境～円キャリーの兆候はあるか？～
2017年7月7日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ドラギ総裁はしくじった模様～)
2017年7月6日	FOMC議事要旨～正常化は資産バブル対応？～
2017年7月5日	ECB版テーパー・タントラムの現状と展望
2017年7月4日	ドル安・円安の読み方～「正常化」ブームは流れを変えるのか～
2017年7月3日	都議選の影響を考える～新しいリスクの浮上～
2017年6月30日	週末版
2017年6月28日	ドラギ講演を受けて～「一時的」が流行る風潮の危うさ～
2017年6月27日	メインシナリオのリスク点検～引き続き目立つ円高材料～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年5月分)
2017年6月26日	ブラットECB理事発言を考える～影響力は侮れず～
2017年6月23日	週末版
2017年6月22日	対内・対外証券投資の近況～リセットされたトランプトレード～
2017年6月21日	カシュカリ・エッセイから学ぶこと～信仰(faith)とデータ(data)～
2017年6月19日	日銀金融政策決定会合～「座して円高を待つ」状況へ～
2017年6月16日	週末版
2017年6月15日	FOMCを終えて～「笛吹けど踊らず」の状況強まる～
2017年6月14日	ユーロ相場の本格反転に必要なもの
2017年6月13日	盛り上がらない米国のインフレ期待や与信環境について
2017年6月12日	ECB政策理事会～「露払い」としてのFG文言修正～
2017年6月9日	週末版(英総選挙を受けて～「不要なギャンブル」の成れの果て～)
2017年6月8日	英下院総選挙について～直前の論点整理～
2017年6月7日	110円割れで思うこと～変わり始めた欧米の論調～
2017年6月5日	日銀総資産500兆円突破を受けて～杞憂の出口議論～
2017年6月2日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～出口戦略の順序に変更なし～)
2017年6月1日	2016年末対外資産・負債残高統計～リスク回避の源泉～
2017年5月29日	メインシナリオのリスク点検～目立つ円高リスク～
2017年5月26日	週末版(本邦4月消費者物価指数(CPI)を受けて～依然、埋まらない日米物価格差～)
2017年5月25日	FOMC議事要旨を受けて～株価は耐えられるのか？～
2017年5月24日	相次いで弱気化するFRB高官～動揺する唯一の支え～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年4月分)
2017年5月23日	メルケル首相発言を受けて～異形のドイツがすべきこと～
2017年5月22日	ドル相場の現状認識～4月分REERの公表を受けて～
2017年5月19日	週末版
2017年5月17日	ドルインデックスの急落を受けて
2017年5月16日	ユーロ相場の現状について～投機買い持ちでも上がらず～
2017年5月15日	イタリアG7を終えて～「量」か「価格」か「説得」か～
2017年5月12日	週末版(欧州委員会春季経済予測を受けて～今後心配な「スラックの格差」～)
2017年5月11日	円相場の基礎的需給環境～様変わりする景色～
2017年5月10日	米インフレ期待低迷が映す米経済への過信
2017年5月9日	米商務省声明が予感させる「理不尽な円高」
2017年5月8日	フランス大統領選挙を受けて～おさらいすべきフランスの現状～
2017年4月28日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は引き締めが濃厚～)
2017年4月27日	ECB理事会プレビュー②～フォワードガイダンス撤廃報道について～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年3月分)
2017年4月25日	メインシナリオのリスク点検～揺る「第二次ブラザ合意」疑惑～
2017年4月24日	フランス大統領選挙第1回投票～終わらない政治リスク～
2017年4月21日	週末版(ECB理事会プレビュー～争点はフォワードガイダンスの取り扱い～)
2017年4月20日	米金利低下と円高相場～投資家は「外」から「内」へ～
2017年4月19日	英総選挙の前倒し実施～「絶対に負けられない戦い」へ～
2017年4月17日	米為替政策報告書の読み方
2017年4月14日	週末版(依然として懸念されるユーロ圏の域内格差～顕著になる「地力の差」～)
2017年4月13日	改めて考えるポリシーミックスの在り方
2017年4月12日	試される「リスク回避の円買い」の妥当性
2017年4月11日	円相場の基礎的需給環境～ベシススワップと対外証券投資～
2017年4月7日	週末版(ECB理事会議事要旨～鍵を握るAPPの延長可否～)
2017年4月6日	FOMC議事要旨を受けて～「B/S縮小≠ドル高」とは限らず～
2017年4月5日	真つ当な米利上げ反対論～ブレインードからカシュカリへ～
2017年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(2016年12月末時点)
2017年4月3日	2つの大統領令を受けて～内政の苛立ちを外交で発散へ～
2017年3月31日	週末版
2017年3月30日	ユーロ圏の物価に関する現状と展望～ECBへの影響～
2017年3月28日	メインシナリオのリスク点検～要警戒の4月中旬～
2017年3月24日	週末版(英EU離脱の正式通告について～当面の展望や為替見通し～)
2017年3月22日	ドル/円相場の水準感について～112円割れを受けて～
2017年3月21日	バーデンバーデンG20を受けて～前哨戦は米国に軍配～
2017年3月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～再確認したい現行枠組みの脆弱性～)
2017年3月16日	FOMCを受けて～さほどハト派にあらず？～
2017年3月15日	米インフレ期待低迷から何を読むか～FOMCを前に～
2017年3月14日	円相場の基礎的需給環境～窮屈になる対外証券投資の環境～