

みずほマーケット・トピック(2018 年 2 月 20 日)

2017 年の対米証券投資(TIC レポート)について

米財務省が先週 15 日に公表した対内・対外証券投資(TIC レポート)を受けて、2017 年通年で見た米国をとりまく資本フローが概観できるようになっている。米金利や米株の大きな値動きが耳目を集める中、国際資本フローへの理解は相場解釈の一助となろう。海外から米国への対内証券投資は 5 年ぶりの巨額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 4 年連続の売り越しに。結果、両者を差し引きした 2017 年の対内・対外証券投資は+5408 億ドルと 5 年ぶりに大きな純流入となっている。対米証券投資をけん引したのは株式であり、リーマンショック翌年で大幅に買い戻された 2009 年以来の高水準を記録している。このほか社債も買い越し幅を拡げており、株式や社債といったリスク資産への流入が買い越しをけん引している。好景気に特有の資本フローの特徴が出たと言える。為替相場を展望する立場からは、海外勢による米国債の売り越しが相場に影響した可能性などに留意したい。

～2017年の対米資本フロー～

昨日は米国休場の中、取引に乏しく、主だった経済指標の公表もなかったが、このところ下げていたドルへの買戻しが目立った。ドル/円相場も 106 円台後半まで値を戻しており、ようやく円相場の騰勢が止まった格好である。とはいえ、2 月に入ってから水準調整は決して小さいものではなく、市場参加者は 110 円未満での取引にすっかり目が慣れた感が強い。

とりあえず相場の乱高下が落ち着いてきたところで、米国を巡る資本フローの状況に関し、米財務省の計数を元に現状整理をしておきたい。米金利や米株の大きな値動きが耳目を集める中、国際資本フローへの理解は相場解釈の一助となるはずだ。先週 15 日、米財務省は米 12 月対内・対外証券投資(TIC レポート)を公表しており、2017 年通年で見た米国をとりまく資本フローが概観できるようになっている。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

米国への証券投資(10億ドル)

	合計	国債	政府機関債	社債	株式
2010年	908.3	703.7	108.0	-13.2	109.7
2011年	493.4	432.6	80.9	-45.2	25.1
2012年	634.1	416.4	133.0	-24.1	108.8
2013年	79.4	40.9	71.5	10.3	-43.2
2014年	248.1	165.5	74.6	24.0	-16.0
2015年	156.4	-20.3	156.7	135.0	-114.9
2016年	58.0	-325.8	265.9	124.7	-6.9
2017年	413.0	20.0	135.1	131.5	126.5

米国からの証券投資(10億ドル)、※マイナスは売り越し。資金フローは米国にとってプラス(流入)

	合計	債券	株式	ネット資本流入(①-②)
2010年	115.3	54.6	60.6	793.0
2011年	124.3	52.6	71.7	369.0
2012年	21.2	-19.9	41.1	612.9
2013年	220.9	46.8	174.2	-141.5
2014年	-21.3	-129.2	107.9	269.5
2015年	-162.4	-276.5	114.0	318.9
2016年	-203.1	-258.7	55.7	261.0
2017年	-127.7	-233.2	105.5	540.8

(資料) Datastream

考えられる中長期債・株式などへの投資は株式や社債といった米国の成長に賭けるような投資が増加し、+4130 億ドルと 5 年ぶりの巨額買い越しとなった。一方、米国から海外への対外証券投資は▲1277 億ドルと 4 年連続の売り越しとなっている。ここでは主に外国債券を手放す動きがけん引

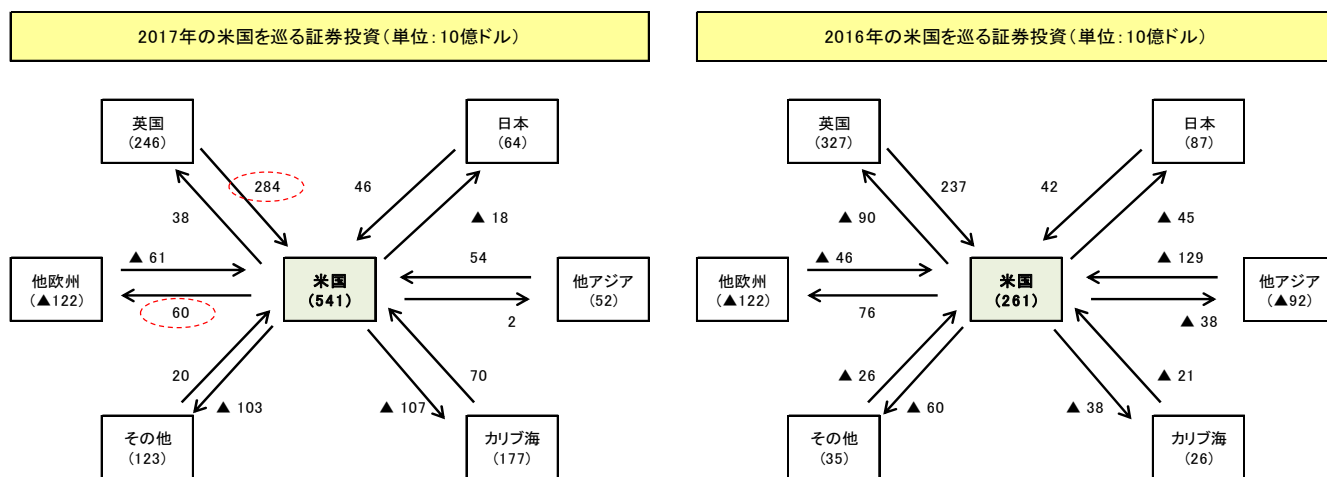
した格好である。結果、両者を差し引きした 2017 年の対内・対外証券投資は+5408 億ドルと 5 年ぶりに大きな純流入を記録している。なお、純流入それ自体は 4 年連続の動きである。

～商品別:景気が良い時に特有の資本フロー～

前頁表を元に対米証券投資を商品別に見ると、利上げに着手した 2015 年そして 2016 年と米国債の売り越しが膨らんだが、その反動もあってか 2017 年は 3 年ぶりの小幅買い越しを回復している(とはいえ、その金額は小幅なものにとどまっている)。また、政府機関債は唯一買い越し額が前年比で減少しているが、米国債と共に FRB の再投資が停止された資産であることを踏まえれば、自然な結果である。やはり目立つのは株式であり 5 年ぶりの買い越しとなった上、金額としても +1265 億ドルとリーマンショック翌年で大幅に買い戻された 2009 年以来の高水準を記録している。このほか社債も+1315 億ドルと前年比で買い越し幅を拡げており、株式や社債といったリスク資産への流入が買い越しをけん引している。好景気に特有の資本フローの特徴が出ていると言える。

片や、米国側からの対外証券投資は売り越しが続いているが、世界で連続的な利上げできる中央銀行が(スタグフレーション対応のイングランド銀行を除けば)FRB しか存在しない中で、「唯一金利の付く通貨」としてドル建て資産が相対的に高い魅力を持つことはある意味で当然である。その状況が変わらない以上、わざわざ米国から海外へ向けて対外的にリスクテイクするという動きも盛り上がらないだろう。商品別に見ても、外国株式の買い越しはむしろ前年から加速しているが、外国債券の売り越しは過去 3 年で高水準が保たれている。対外リスクを取るならば債券のインカムゲインではなく、株式によるキャピタルゲインというのが実情と見受けられる。

～国・地域別:ユーロ建て資産の敬遠続く～



(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(処分超)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。

2017年通年の対米資本フローに関し、国・地域別の動きを交えて俯瞰すると上図のようになる。既に見たように、ネット資本フローに関し純流入額は前年比倍増というイメージであり、その背景には海外投資家による米国の株式および社債の買い越しおよび米国投資家による海外の債券の売り越しが寄与していた。これを国・地域別に見た場合、米国への対内証券投資をけん引したのは英

国である一方、米国からの対外証券投資が最も売り越しされたのが他欧州（≡ユーロ圏）だった。この点は2016年と共通する特徴である。国際金融センターである英国経由の対米投資が主軸であることは不思議ではない。そのほか対米証券投資に関し、昨年は日本以外のアジア（他アジア）やカリブ海などの国・地域は売り越しの動きが続いていたが、今年は買い越しに復帰している。これらの国・地域の詳細を見ても、やはり株や社債を中心とする買い越しが目立っており、それだけ米国経済の成長に賭ける向きが世界的に強まったということなのかもしれない。

片や、米国投資家が他欧州（恐らくユーロ建て）の対外資産を処分する動きが続いているのはECBの採用する深いマイナス金利（現在▲0.40%）が敬遠された結果なのだろう。常々本欄でも述べているように、ユーロ/ドル相場がマイナス金利以前の水準（1.30以上）に復帰するには、ECBによる連続的な利上げが展望されるような環境が必要になるはずだ。

～為替相場への含意～

為替予想をする立場からすると、こうしたTICデータの重要性は認めつつも、どう使うかは難しい。上述したように、2016～2017年は米国への巨額の資本流入が確認されたがドル相場は一方的に下落しており、平仄が合わない。敢えて言えば、商品別に見た場合の米国債の大量売却が為替相場に最も影響したという可能性を考えるべきだろうか。そう考えると「悪い金利上昇」、「悪い物価上昇」といったテーマが支持を得ている今、米国債の売り越しと共にドル安が続くというシナリオはあり得る。昨日の本欄でも述べたように、物価上昇がドルの価値を毀損するような展開について筆者は今のところ懐疑的だが、TICデータと照らし合わせつつ、事後的にそのシナリオが正しいかどうかをチェックする姿勢は持っておきたいところである。本当に米実体経済がそのような未来を迎えるかどうかは別にして、市場参加者がそう信じることで自己実現的にそのようなシナリオになる時間帯も否定はできない。

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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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
2018年2月19日	スタグフレーション懸念という誤解～最近の相場動向について～
2018年2月16日	週末版(本当にプレグジットは大丈夫なのか?～不穏な「第二段階」のスタート～)
2018年2月15日	ドル/円相場の水準感～円高はまだ始まったばかり～
2018年2月14日	2017年の基礎的需給環境～4年ぶりの円買い超過に～
2018年2月13日	黒田総裁続投について～「戦術」よりも「戦略」の修正を～
2018年2月9日	週末版
2018年2月8日	やはり正しかったカーブのフラット化が示した不安な未来
2018年2月5日	浮き彫りになった円安見通しの「決定的に駄目な部分」
2018年2月2日	週末版(遂に到達した「利上げの終点」～米金利は頭打ちか、それとも続伸か～)
2018年2月1日	FOMCを受けて～パウエル新体制を待つ「茨の道」～
2018年1月30日	メインシナリオへのリスク点検～危うい米通貨・通商政策～
2018年1月29日	ECB政策理事会の読み方～通貨高けん制が効かない理由～
2018年1月26日	週末版
2018年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～消化試合の様相～
2018年1月23日	IMF世界経済見通し修正を受けて～米国一本足打法～
2018年1月22日	トランプ誕生1年を振り返る～「カーブフラット化と株値急騰」～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年12月分)
2018年1月19日	週末版
2018年1月18日	ECB政策理事会プレビュー～タカ派傾斜は心配無用～
2018年1月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー～最後の展望レポート～
2018年1月16日	低下する米家計貯蓄率をどう読むべきか?
2018年1月15日	4か月ぶり安値をつけたドル/円相場と需給環境について
2018年1月12日	週末版(ダウンサイドリスクが拡がるユーロ相場～議事要旨の強気を受けて……～)
2018年1月11日	中国の米国債購入減速・停止報道の読み方
2018年1月10日	ステルステーバリングの「お目こぼし」はここまでか?
2018年1月9日	米12月雇用統計～改善が極まりつつある米経済指標～
2018年1月5日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2017年9月末時点)～ユーロ比率は明確に反転～)
2018年1月4日	2018年の勘所～概観、注目イベント、キーワード～
2017年12月27日	ドル調達コストの急騰について
2017年12月26日	ユーロ圏の与信・物価環境に見る域内格差
2017年12月25日	日本人の「現金好き」と円相場の関係について
2017年12月22日	週末版
2017年12月21日	バフェット指標に見る過熱感～株値vs. 経済成長～
2017年12月20日	3度目のカシュカリ・エッセイを受けて
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年11月分)
2017年12月18日	メインシナリオへのリスク点検～米減税はドル買いとならず～
2017年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～早くも問われるAPP再延長問題～)
2017年12月14日	FOMCを受けて～パウエル議長を待つ「レールの終点」～
2017年12月13日	今一度、再確認したい円の割安感
2017年12月11日	米金利の逆イールドはいつ発生しそうか?～遅くとも19年～
2017年12月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境～「ねじれ」構造は健在～)
2017年12月7日	株高の真因を考える～「付加価値の取り分」という視点～
2017年12月6日	6つの要人発言で振り返る2017年
2017年12月5日	テーバリングが改めて示唆するベースマネーの無意味さ
2017年12月4日	米税制改革の為替相場への影響について
2017年12月1日	週末版(「働き方改革」で給料は減るのか～残業代カットの影響について～)
2017年11月27日	メインシナリオへのリスク点検～中立金利の行方～
2017年11月24日	週末版(欧米中銀の会合議事要旨について～FRBは自信喪失、ECBは内部分裂～)
2017年11月22日	リバーサル・レート発言から考える「次の一手」や為替への含意
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年10月分)
2017年11月21日	欧州政局の流動化とユーロ圏経済・金融への影響
2017年11月20日	やはり「選挙の年」だった欧州の2017年
2017年11月17日	週末版
2017年11月15日	本邦7～9月期GDPを受けて～「デフレ脱却宣言」も視野?～
2017年11月14日	一足早い「2017年の為替相場」振り返り
2017年11月13日	利上げでも買えないボンドの苦境～BOE利上げの読み方～
2017年11月10日	週末版(円相場の基礎的需給環境～気がかりな需給と実勢相場の「ねじれ」～)
2017年11月8日	「常識的な論点」から見直したい相場の現状
2017年11月7日	「薄氷の上昇」と懸念すべきドル/円相場の現状
2017年11月6日	パウエル理事の議長指名を受けて～意識すべき論点～
2017年11月2日	週末版(FOMCを終えて～「危ない橋」を渡り続けるFRB～)
2017年11月1日	日銀金融政策決定会合を受けて～最もビュアな片岡委員～
2017年10月31日	メインシナリオへのリスク点検～日米FTAと欧州政治～
2017年10月30日	ECB政策理事会を終えて～「弱気な強気」の正常化～
2017年10月27日	週末版
2017年10月24日	「円安なき日本株上昇」の実態と危うさ
2017年10月23日	衆院解散総選挙を受けて～増税可否、日銀人事、政策への影響～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年9月分)
2017年10月20日	週末版
2017年10月19日	為替政策報告書と日米経済対話～忍び寄る日米FTA～
2017年10月18日	ECB政策理事会プレビュー～「腫れ物」を触るかのような正常化～
2017年10月17日	「優等生の右傾化」が示唆する欧州のリスク
2017年10月16日	G20財務相・中央銀行総裁会議～最後のショイブレ節～
2017年10月13日	週末版(内部留保課税を巡る論点整理～何が正しくて、間違っているのか～)
2017年10月12日	FOMC議事要旨～危うい法廷弁護士のごとき政策運営～
2017年10月11日	円相場の基礎的需給環境～円高地合い続く～
2017年10月10日	米9月雇用統計を受けて～過信は禁物～
2017年10月6日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月7日開催分)～APPIは「小さく減らして長く延長」が有力～)
2017年10月5日	正規雇用の賃金は本当に上がるのか?
2017年10月4日	好調過ぎる日銀短観に見る危うさ
2017年10月3日	「賃金と雇用の断絶」に関するIMF分析について
2017年10月2日	カタルーニャ混乱と反EU機運の関係性について
2017年9月29日	週末版
2017年9月27日	次期ECB総裁人事に関する現状整理
2017年9月26日	メインシナリオへのリスク点検～本邦政局リスクは後退～
2017年9月25日	日銀金融政策決定会合を終えて～「寝た子を起こす」反対票～
2017年9月22日	週末版
2017年9月21日	FOMCを終えて～短期は強気、長期は弱気金利見通し～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年8月分)
2017年9月20日	衆議院解散・総選挙の為替、日銀総裁人事への影響などについて
2017年9月15日	週末版