

世界資金フローに何が起ころうとしているのか 発表日：6月8日(木) ～米国と海外との相互連結が逆回転する前に～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (外線：5221-5223)

世界的に株価下落が進んでいるが、各国のファンダメンタルズはしっかりしている。近年、米国ではホームバイアスが解消されていただけに、かえって米国経済運営の懸念が各国に波及しやすかったと考えられる。今のところ、米国投資家が自国に資金還流させる動きはあるが、その逆はまだ本格的には進んでいないと考えられる。仮に、米国と海外との相互持合いが崩れると、全面的なドル安に波及し、良好なファンダメンタルズという前提も崩れる。これが予防されるか否かは、米国のバーナンキ議長が景気拡大期待を後押しする姿勢に転じるかどうかにかかっている。

「質への逃避」は起こりにくい

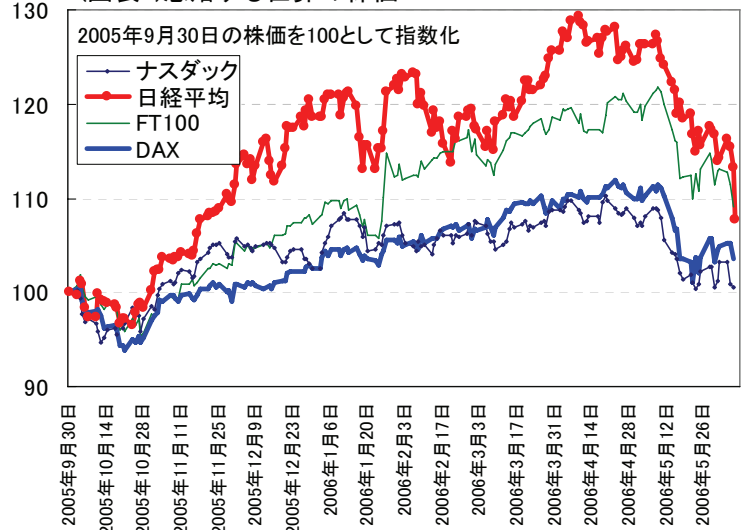
世界的に株価が急落している(図表1)。その中で、長期金利は低下しにくい。株価急落という意味で同じような様相を呈した2000年の時期を思い出すと、当時は「質への逃避(Flight to quality)」＝安全資産選好、が進む形で長期金利は低下した。しかし、現在は米国長期金利を中心に金利が高止まりしていて、安全資産への選好が強まらない。ちょうど1年前頃にグリーンズパン前議長は、長期金利が上がりにくい状況を「謎(Conundrum)」と評したが、今度は逆に長期金利が下がりにくい状況になっている。

そこで、なぜ、今回は「質への逃避」が起こらないのかを考えてみた。有力なのは、世界的なインフレ期待の存在だ。原油など商品相場に投機的資金が流れ込み、市況が高止まりするのは、インフレ期待がある分、債券投資に資金が向かいにくく、インフレに強い商品の方が有利だという思惑があるからだろう(図表2)。BRICSなど新興国の経済発展が素材需給の中長期的な逼迫を感じさせることも世界的インフレ期待の一因だ。

これに対し2000年の頃は、ニューエコノミー論などが根強く残っていて、インフレ期待が沈静化していたことが債券を買いやすい雰囲気になっていた。今はそうした状況とは違うのである。

一方、バーナンキ議長にしても、今、物価安定と景気配慮のトレードオフに悩んでいるのは、先々、インフレ期待が定着し、真性スタグフレーションに陥ることを懸念しているからだとも言える。

(図表1)急落する世界の株価



(図表2) 株価・長期金利と商品市況



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

景気が良いのに世界株価が崩れる「謎」

世界株価の急落を目前にして、日本の当局者はファンダメンタルズがしっかりしていることを強調する。小泉総理は6月8日の株価が15,000円割れしたことを尋ねられて「日本経済は回復軌道に乗っている」と答えている。同日、谷垣財務大臣も「経済が悪いということではない」と語り、岩田日銀副総裁も「実体経済は総じて健全で、投資家のポートフォリオ調整が一段落するにつれ、安定性を取り戻す」とコメントした。株価と景気の方向感は短期的には逆方向を向いても、しばらくすれば景気の方に株価も向かうという見方が、当局者の発想にはある。

では、なぜ株価だけが崩れるのかと言えば、米国株価に連動して海外投資家が日本株をはじめ各国株価を売るからである。日本の株価急落は、特に米国の影響が強いと言える。グローバルにみると、ドルのポートフォリオが大きい海外投資家は、米国株価が崩れると、それに連動させて日本株を売却する。海外投資家は米国株下落に伴って、ドル資産を手元に置こうという流動性選好が生じ、海外株式投資を手仕舞って自国に資金を還流させる。ここにきてのドル高という展開の背景はそのためだ。したがって、日本経済は健康体なのに株価下落だけが進む。

開放経済のパラドックス

世界の株式が、投資家のポートフォリオの中で連結している状況は、開放経済の進展を象徴している。この状況は、米国経済にホームバイアスがなくなったといれる関係と密接に絡んでいる。

ホームバイアスとは、国内投資が国内貯蓄の規模に制約されることを指す。本来は、国内に投資機会が豊富にあるとき、たとえ貯蓄不足の国であっても海外資金流入によってその投資機会が実現できるはずだと考えられるのだが、80年代までは国内運用資金が国内投資機会を重視し、海外投資機会を過小評価するバイアスがあったとされる（フェルドシュタイン＝ホリオカのパズル）。

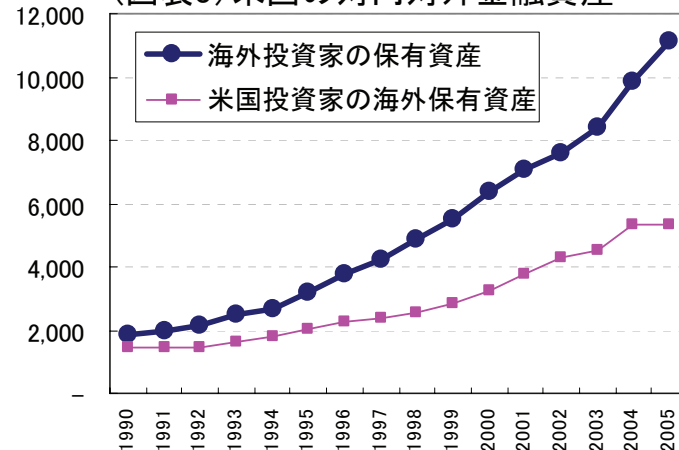
しかし、90年代になってホームバイアスの解消は進んだとされる。グリーンズパン前議長は2004年の講演で、世界のGDPの4/5を占める国々では、90年央まで国内貯蓄と国内投資の相関関係が0.95で推移してきたが、2002年には0.8以下に低下しているという話を披露していた。相関係数が1に近いほどホームバイアスは強く、その値が0に近いほど弱くなる。つまり、グローバルな資金構造が、米国への一極集中に向かい、国内貯蓄不足を海外マネーで穴埋めするかたちに変ったことがホームバイアスの解消は意味しているのである。

このホームバイアスの解消という変化は、米国以外からみれば、国内の豊富な貯蓄が国内投資に回らずに、米国投資に振り向けられるようになったというかたちにも変形できる。また、米国の内外資金フローをみると、米国は海外から活発に資金を吸収する一方で、海外にも資金を放出する相互持合構造が築かれている。ホームバイアスの解消が進んだことは、貯蓄不足であるはずの米国から、海外にも資金流出が起こるという側面を強めたのである。最近の世界的な株価急落も、そうした金融市場の世界的な連結が構造的背景になって、伝播していると考えられる。

ドルのバランスシート調整は起こるか

海外資金と米国金融市場が連結を強めたことは、米国経済のバランスシートが膨張する結果を生んだ。米国に流入した海外金融資産の規模は、2001年から2005年にかけて1.58倍になった一方、米国投資家が海外に保有する金融資産の規模を同期間に1.43倍に膨ませた（図表3）。個別の金融資産の保有主体をみても、海外投資家が保有する割合は漸次高まっている（図表4）。

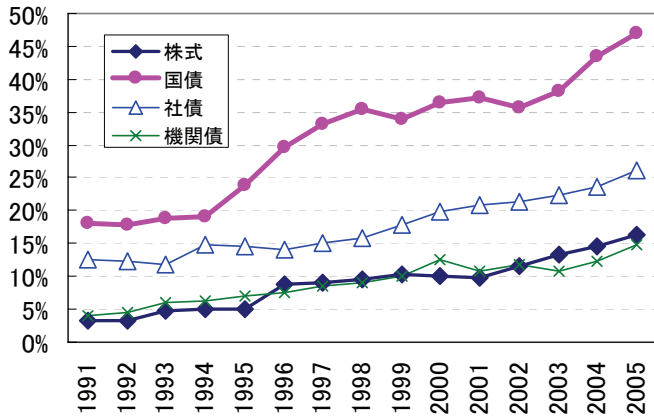
（図表3）米国の対内対外金融資産



出所：米国連邦準備制度理事会

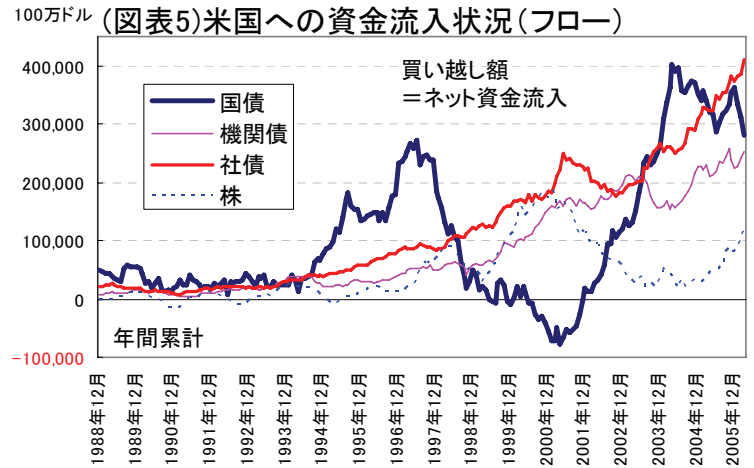
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

(図表4) 米国金融資産の海外投資家の保有割合



出所: 米国連邦準備制度理事会

(図表5) 米国への資金流入状況(フロー)



出所: 米国財務省

こうした中、今のところ、米国投資家が海外資産を手仕舞う動きはあるものの、米国に投資する海外投資家がドル資産を大きく売り込むような変化は大規模に起こってはいないとみられる。トレンドとして、対米資金流入の方はまだ基盤が堅いと考えられる(図表5)。

ただし、今後、各国株価が大きく下落したときに、米国で運用する海外投資家は、米国投資家と同じように自国での流動性確保のために投資資産を換金する可能性は否定できない。もしも、そうした変化が生じたときには、米国と各国との金利差がたとえ開いていたとしてもドルが売り込まれて、本格的なドル安局面に移行する危険がある。その場合、各国経済のファンダメンタルズがたとえ良好だったとしても、為替のルートを通じて実体経済に悪影響が及ぶことになる。

筆者は、そうした最悪のシナリオを回避するには方法としては次の2つしかないと考え。ひとつは、米国が高金利政策を維持しながらも高成長を維持できることを説明する方法である。もうひとつは速やかに政策金利を引き下げて、景気配慮の期待をアピールすることである。いずれにしても米国経済の成長期待を支えに、ドル資金の還流を維持することが肝要になる。

その点、今のバーナンキ議長は、景気を犠牲にしてもインフレリスクに配慮する姿勢であり、いずれにしても景気支援に軸足が置かれていない印象がある。ひいき目にみれば2つのシナリオのうち、前者のスタンスに近いとも理解できる。しかし、このままではインフレリスクを警戒し、景気懸念を放置していると受け取られかねない。その場合、米国への資金還流を促すメッセージは弱まる(もちろん、インフレリスクが顕在化すれば、それも債券投資にはマイナスであるが、景気失速のリスクに比べれば相対的に小さい)。

考えてみると従来のバーナンキ議長の評判はハト派であったので、ここに来てタカ派的に転向することは議長が宗旨替えした印象を与え、かえって景気配慮の期待をがっかりされるのが実情だ。バーナンキ議長は、自分の対する評判を優位性に変えてそれを使いこなしていない。ここは、あまり手際よいとは言えない。

今後、米国金融市場と海外投資資金との連結が逆回転をはじめないうちに、米国金融政策が立て直せるかどうかの見極めが重要である。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。