

ユーロ安・金利低下に反応したリスク選好

発表日：2010年5月19日（水）

～新しい資源国への投資分散～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

主要国の長期金利が低下して、安定的な収益を上げることはますます厳しくなっている。海外投資は、インカムゲインの乏しさを補うようにハイイールド債への投資が増えつつある。見方を変えれば、成長を遂げる新しい資源国への投資という解釈もできなくはない。反面、裏側で進む投機的動きに対して警戒しておくことも大切である。

弱くなるユーロ

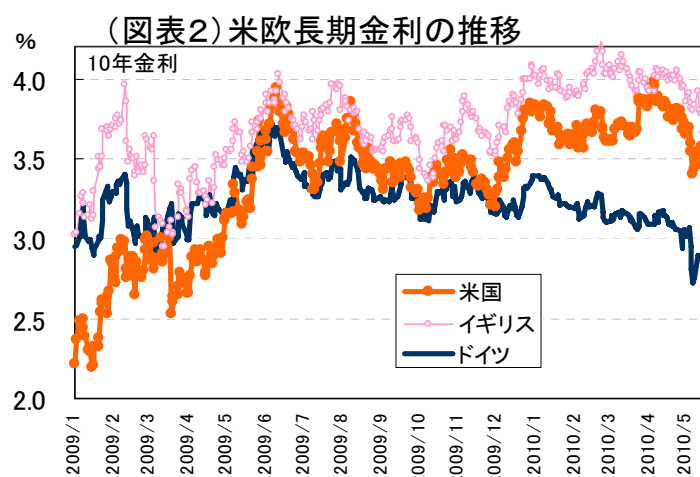
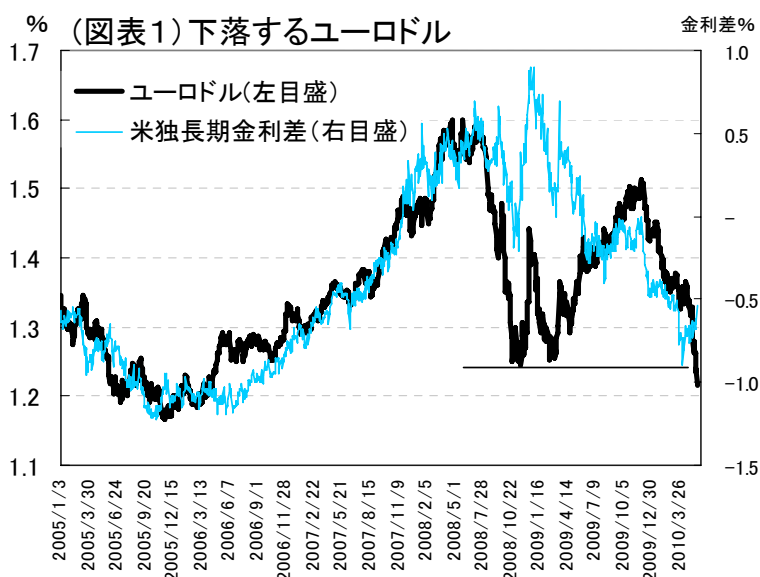
ユーロ安が止まらなくなっている。ユーロドルは、リーマンショック後に急伸したユーロ安の安値水準をさらに割り込んでいる（図表1）。すでに、当初の火種であったギリシャの資金繰り不安は、5月19日に期限を迎える国債償還に向けてEUから資金支援が行われ、乗り切れる目途が立っている。衆目の関心は、ギリシャに止まらず、EUのシステム全体に及ぶようになってきている。

EUシステムの問題とは、ユーロ域内のギリシャの景気でこ入れに、利下げも通貨切り下げも使えないことである。資金支援を提供したEUは、ギリシャの経常赤字と財政赤字の解消のためには緊縮財政を強いることになる。赤字解消に向けて本当に大事なものは、ギリシャの経済成長なのに正反対の行動を促すしかないことがシステム上の弱点である。緊縮財政の痛みは、国民に不満を募らせ、先々の財政再建に対する不確実性を高めるので、これが悪循環構造の矛盾を生んでいる。

もうひとつ、ユーロ安には金利形成の弱みもある。先行きのECBの利上げを展望するとき、ギリシャなど財政悪化国が足枷になり、利上げの遅れが想起されることである。将来、たとえ独仏の景気拡大が進んだとしても、同一通貨圏を組んでいる

ギリシャなど船足の遅い南欧諸国が制約になって、利上げを許容できる状態に戻るのに時間を要するだろう。だから、欧州の長期金利はじりじりと低下する。現状、ECBは政策金利を1.00%と日米に比べて高いレートで据え置いているのに、欧州の長期金利は米金利との間で逆転現象が起きている（図表2）。

ユーロ安が進む原因はこの金利差の要因もある。長期金利差は、これまでユーロドルの趨勢を比較的よく説明し



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。

てきている（前掲図表1）。米長期金利と独長期金利の金利差は、ドイツの金利低下が進んできたことを受けて拡大し、ユーロは売られた。ECBの国債購入は、この流れを後押しする格好になったという解釈もできる。

世界的な低金利化で運用難が広がる

ドルに次ぐ通貨であるユーロが急落し、欧州金利が低下していることは伝統的な投資を行っている投資家の運用環境を一段と厳しく変えている。今回のユーロ下落は、ユーロ建てのポートフォリオを有していた投資家に少なからぬ影響を与えているとみられる。日本のEU向けの証券投資残高*（76.6兆円）は、2008年末で米国向け証券投資残高（69.2兆円）を超えるほどに大きい（図表3）。リーマンショック後に再度ユーロ安が進んだことは、ドル安を警戒してユーロに通貨分散をした投資家にとっては、予期せぬ為替リスクを痛感させることとなっただろう。

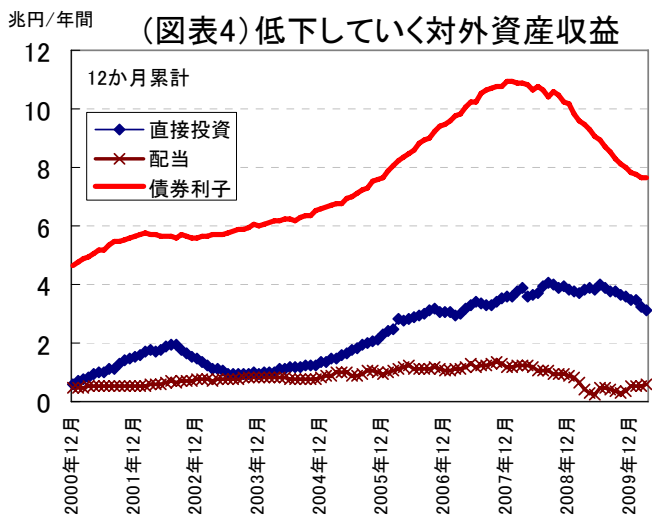
※通貨別にみるとユーロ建ての対外証券投資残高は、2008年末で38.3兆円とEU向け投資残高全体に占める約半数。

また、欧州の長期金利が低下してくれば、債券運用のインカムも見込みづらくなる。財務省「国際収支統計」を参照すると、わが国の海外債券運用の利子収入は世界的な低金利下を受けて、7.7兆円（2009年）にまで低下してきている（図表4）。前年までの債券利子は10.2兆円だったので、対前年比▲23%の縮減である（なお、外為特会の運用分を除くと2008年6.3兆円→2009年4.5兆円）。金融機関の支払利子の源泉でもあった海外投資収益が減少してきていることは、国内の利子所得をさらに下押することになるだろう。

（図表3）地域別にみた日本の対外証券投資残高

	証券投資			(参考) 2009年末
	株式	債券	合計	
合計	2,151,931	357,928	1,794,003	2,314,967
アジア	46,852	26,983	19,868	51,404
中華人民共和国	5,449	4,995	454	
香港	9,190	8,089	1,102	
大韓民国	16,364	6,173	10,191	
インド	2,568	1,965	603	
北米	730,756	154,133	576,623	772,061
アメリカ合衆国	691,545	144,432	547,113	
カナダ	39,212	9,701	29,510	
中南米	373,075	51,422	321,653	
ブラジル	8,007	2,452	5,555	
ケイマン諸島	333,420	43,273	290,147	
大洋州	61,920	9,547	52,373	82,126
オーストラリア	58,217	9,341	48,877	
ニュージーランド	3,660	168	3,492	
西欧	829,903	113,572	716,331	808,673
ドイツ	162,975	12,417	150,559	
英国	140,860	32,137	108,723	
フランス	122,369	15,786	106,583	
オランダ	67,921	4,789	63,132	
イタリア	56,314	4,347	51,967	
スペイン	22,472	5,393	17,079	
EU	766,398	96,600	669,798	808,673
東欧・ロシア等	8,565	1,000	7,565	
ロシア	1,494	777	717	
その他・中東	1,900	393	1,507	
サウジアラビア	32	8	23	
アラブ首長国連邦	446	39	408	
南アフリカ共和国	2,473	751	1,722	

出所：財務省「国際収支統計」（2008年末） ※2009年末は買い越し額を加えたもの。



出所：財務省「国際収支統計」

さらなるリスクテイクへ

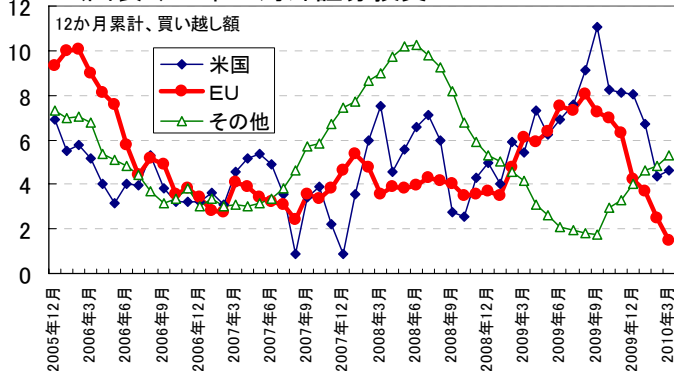
上記のような運用環境の変化は、国内投資家のポートフォリオを微妙に変化させている。国内投資家は、2009年末にギリシャの国債格下げを契機にソブリン・リスクが騒がれたときから、ユーロ建て債券を大きく売り越す方向に動いていたようだ（図表5）。従来からリーマンショック後に増やしてきた米債投資の買い越しを圧縮しようという流れがあったところに、それよりも速いペースで欧州向けの債券投資の削減が進んだようだ。2010年に入ってか

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。

らは、ユーロ向けの債権投資は移動平均で売り越しに転じる手前まできている。

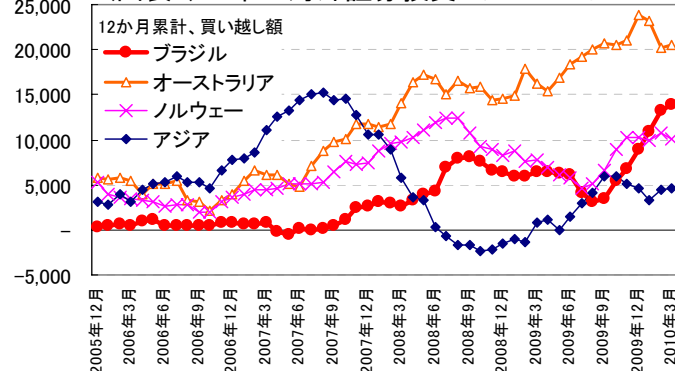
その一方で、日本から海外に対する外貨投資で増えてきたのは、「その他の地域」への投資である。対外証券投資のうち、「その他の地域」の内訳を細かくみると、オーストラリア（豪ドル）、ブラジル（リアル）、ノルウェー（クローネ）が主な構成である（図表6）。特に、ブラジル向けの債券投資は急増している。日本からこうした他の地域に投資を増やしているのは、銀行部門ではなく、投資信託などである。個人マネーの高利回り志向に応えるために、金融機関が新しい金融商品を組成しているのであろう。

（図表5）日本の対外証券投資



出所：財務省「国際収支統計」

（図表6）日本の対外証券投資（その他の内訳）



出所：財務省「国際収支統計」

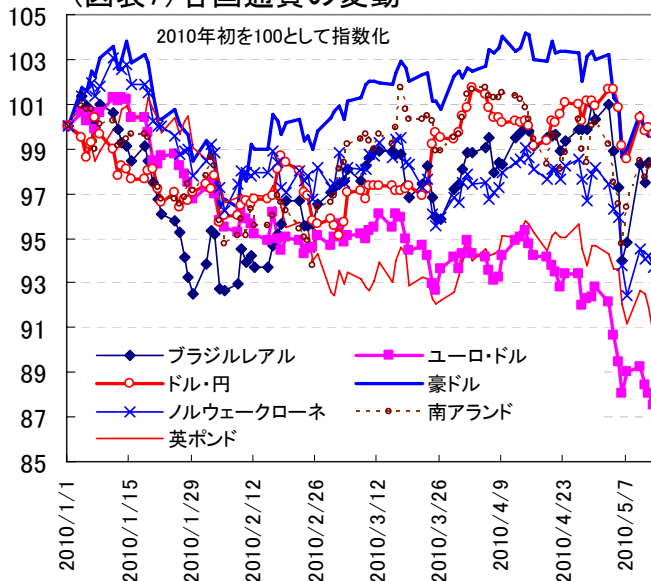
この動きをどう解釈すればよいのだろうか。筆者は、リスクテイクの強まりとみる。これらの債券投資は、金利水準の高いハイイールド債への投資である。日本の債券投資利子は全体として減少していることに反応して、低金利に嫌気した投資家が、リスクテイクを行って高利回りを追求しているのだろう。

反面、こうした資金の流れは、投資相手国にすれば、日本からの活発な資金流入は過剰流動性の原因になっている面がある。それらの国々はインフレを懸念して、漸次利上げを進めているという事情がある。とりわけ、ブラジルは金融取引税を課すなど、引き締めのために苦心している。金融引き締めの目的で金利水準が引き上がると、かえって高利回り志向のマネーが集まることは皮肉である。今後、投資相手国での金融引き締めが成果を上げるところまで継続されてくると、その場合は通貨が下落すると予想される。現状、高金利の国々の通貨には割高感はあるが、引き締めのリスクがある点は要注意であろう（図表7）。

一方、日本からみてハイイールド債への投資は、視点を変えれば、「新しい資源国」に注目した投資という見方もできる。オーストラリア・ブラジル・ノルウェーは、共通して資源国として知られている。中国・インドなどの新興国が高成長すれば、各種資源にボトルネックが生じやすく、それが原油や金などの資源価格の高騰につながりやすい（今般は、原油価格は軟調で、金の方が高値という動き）。成長とともに価格が上昇する資源に投資することで、成長の果実が得やすいという訳である。

高利回りの国々へと投資は、仮需と実需の両面を備えているところが投資リスクの見極めの難点と言えるだろう。

（図表7）各国通貨の変動



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。

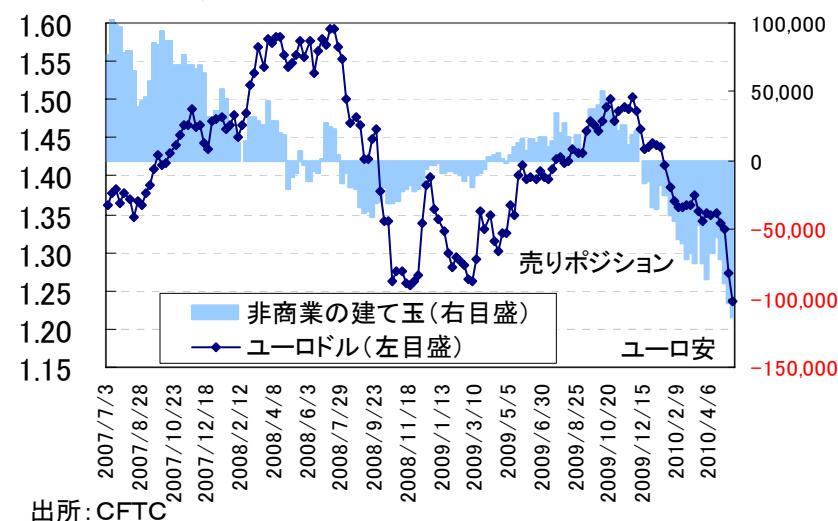
(参考) 日本からオーストラリア、ブラジルなどへの投資拡大の動きは、必ずしも日本独自の動きではない。米国発のマネーの動きを米財務省資料により調べると、足元では米国に資金流入する資金が急増しており、同時に米国発のマネーも増加している。米国から他国に流れる資金のうち、オーストラリア・ブラジル向けは過去に比べて目立って大きくなっていった（ノルウェー向けはそれほど増えていなかった）。すなわち、オーストラリア向けは米国の対外証券投資の26.2%（2009年4月～2010年3月までの買い越し額に占める割合）で、ブラジル向けは13.4%と大きくなっている。日本の個人マネーがシフトしていく投資相手国は、米国からも同時にマネーを集めているとみられる。

キャリー取引復活？

日本からの高金利志向の投資は、魅力的にみえる投資先がどのくらい持続的に通貨高であり続けるかをよく見極めねばならないだろう。警戒すべきは、投機的な動きの巻き戻しである。投機の巻き戻しは、それ以前に投機的取引が進めば進むほどに逆回転のマグマを溜めることになる。本来、市場の価格形成が効率的に行われていれば、高金利にみえる通貨に追加的に投資する妙味は解消されていることになる。それでも、通貨価値の上昇が進むとすれば、為替レートが自己実現的な上昇過程に入っているという理解ができる。

このところのマネーフローには投機マネーが再び活発化するような動きが散見される。冒頭のユーロドルの下落についても、投機マネーに絡んだ動きを確認することができる。それは、シカゴ通貨先物市場で、ユーロ取引が投機筋によって過去になかったくらいに大きく売り込まれている現象である（図表8）。この動きは、単に金利差だけではなく、ユーロ圏の仕組みに内在する弱さを材料視して、ユーロが投機的に売り込まれている姿を示すものだ。ここでユーロを売りに回った資金が、同時に別の通貨を買いに回っている可能性がある。その対象が、金など商品や高金利通貨であるのかもしれない。

ドル/ユーロ (図表8)シカゴ通貨先物市場における建て玉



もともと国・地域毎、通貨毎に格差が現れることは、投機マネーにとってはキャリー取引を仕掛けやすい環境である。低金利通貨を売って高金利通貨を買い、下落しそうな通貨を売って上昇しそうな通貨を買う、という取引である。

そう考えると、ユーロドルが売り込まれる流れをみて、その反対側に別の投資対象が買われすぎている現象があることを警戒しておくが必要になる。結局、キャリー取引が手仕舞われると、ユーロが買い戻されて、買われすぎた商品や通貨が反落の憂き目にあう。日本から海外投資についても、そうした流れに対する注意が必要である。

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。