

2013. 7 No.15

三井住友信託銀行

調査月報



時論

国際的な金融規制強化とその底流……………1

経済の動き

米国金融政策変更の地ならしに揺れる国際金融市場

(月例グローバル経済金融レビュー)……………3

ASEAN各国の海外資金流出への耐性……………12

アベノミクスで動き出した個人マネー ……………18

時 論

国際的な金融規制強化とその底流

リーマン・ショックを機に、国際的な金融規制は強化・拡大方向へと大きく転換し、その流れは一段と強まっている。

すなわち、①金融危機発生時のバッファーとなる自己資本の質・量・比率の拡充、②自己資本比率規制の景気連動（プロシクリカル）効果抑制のための措置の検討、③金融機関の過度なリスクテイクを抑えるためのレバレッジ比率規制の導入、トレーディング勘定のリスクウェイトの引き上げ、金融セクターにおけるインセンティブ報酬体系の見直し、④短期金融市場における流動性枯渇リスクに対応するための流動性カバレッジ規制及び安定調達比率規制の導入、⑤金融システム動揺時の公的資金への依存や「Too Big to Fail」のモラルハザード回避のための「システム上重要な金融機関」への所要自己資本上乗せ、⑥格付対象会社との利益相反関係が潜在する格付会社への規制、⑦ヘッジファンド等シャドーバンキングへの規制の網かけと強化、⑧商業銀行の規模や業務範囲の縮減を企図したボルカー・ルールをベースとした米国ドット・フランク法の制定、⑨EUにおける金融取引税導入議論、⑩グローバル規模で金融システムの健全性を監視するマクロプルーデンス体制構築の議論—など多種多様にわたる。

少し長い目で振り返ると、銀行と証券の業務分離等を定めた米国のグラス・スティーガル法（1933年）に象徴されるように、1930年代の大恐慌を教訓に世界各国で規制・監督色の強い金融制度が確立し、第二次大戦後の世界経済の成長と金融システムの安定を支えた。ところが1970年代後半以降、米国をフロントランナーとしてグローバル規模で金融自由化が進行し、各国は政策的にもこれを推進し、自由化は「帰らざる河」と言われるようになった（グラス・スティーガル法は1999年に実質的に廃止された）。

金融機関の投融资行動や金融取引、金融商品開発には極力制約を与えなければ、金融市場は適正な価格・金利をいち早く発見できるようになり、効率的な資金配分が実現する。これは経済成長を加速させ、金融システムの安定性も高まる。仮に株式市場で発生したバブルが崩壊しても、大胆な金融緩和を行って資産価格を支えれば経済全体に壊滅的な打撃を与えることはない（後始末戦略）。従って、金融政策は一般物価の安定を目標に遂行すればよい。

こうした市場機能に大きな信頼を置いた政策思想が世界の主流となった。米国で2003年～2007年に高成長・低インフレ・低金利という理想的な経済状況が続いたこともこれを後押しし、グリーンスパンはこれを「偉大なる緩和（Great Moderation）」の成果と自賛した。この期間中導入されたバーゼル規制も、「Ⅱ」の段階では金融機関がリスクテイクする際の備えの透明性・十分性を求めることが基軸であり、自由化・グローバル化の流れを押し止めることを企図したものではなかった。

しかし表面上好調な経済パフォーマンスは、実は信用量の異常な膨張、金融機関の過度なリスクテイクに支えられたところが大きく、金融システムの不安定性のマグニチュードを溜め込み、ついには信用バブルが崩壊して世界的な経済・金融危機を引き起こした。

このように振り返ると、今日の国際的な金融規制強化の潮流は、リーマン・ショックで露呈した規制・監督の不備に対応した単なる PDCA ではなく、新たな「帰らざる河」と見るべきであろう。

と言うのも、その底流には、①リーマン・ショック以前まで先進国の金融政策・金融行政のバックボーンとなっていた金融市場の効率性への信頼喪失、②金融政策は物価安定のみならず、資産価格の急騰落にも目配りすべきではないかとの論の台頭、③金融市場の不安定性は今や資本主義経済において内在的なものとなってしまったのではないかとの恐怖、④大恐慌後の規制型金融制度の精神への回帰—といった、多分に「そもそも論」的要素が濃厚に存在していると見られるためである。

しかし、これによって金融市場のボラティリティは制御され、金融危機発生の頻度も低下するとは限らないだろう。世界的な超金融緩和策の持続により、グローバルマネーの総量が実体経済との比較において著しく肥大化している状況下では、規制強化によって市場流動性が低下するとかえって金利・価格の変動幅が大きくなる可能性がある。また、IT 技術や金融工学を駆使した金融の技術革新は、リーマン・ショック前がそうであったように、規制・監督を空洞化させる金融商品あるいは影の金融システムを生み、規制裁定を促し、これらが新たな金融市場のかく乱要因となることも十分ありうる。

金融機関としては、規制強化に対応した人員・事務量・システム投資の増大を迫られると同時に、金融市場の動向に収益が左右される度合いが一向に下がらないという、まことに厄介な時代に突入しつつあるのかもしれない。

(調査部長 金木 利公 : Kaneki_Toshikimi@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

米国金融政策変更の地ならしに揺れる 国際金融市場

(月例グローバル経済金融レビュー)

<要旨>

米国における債券購入措置(QE3)の規模縮小への期待が世界の金融市場に波及し、長期金利を中心に市況の振れ幅が拡大している。欧州長期金利の全体的な上昇は米国10年債レート上昇が波及したもので財政状況悪化に起因するものではないが、实体经济が悪化の一途を辿っているだけに、金利上昇が更なる景気下振れを招く要因となり得る。多くのアジア新興国では通貨レートに対する下落圧力が強まり、インドネシアでは通貨下落からくるインフレ圧力緩和のために利上げを余儀なくされている。

国内でも長期金利に加えて為替・株価の振れ幅は拡大し、期待に大きく依存した金融政策の脆さが現れた1ヶ月であった。この先も、夏場のエネルギー価格上昇による国内消費者物価の一時的な上昇、ハードルが極めて高い物価目標を掲げた故に日銀の追加緩和策に対する期待が振れやすくなることなど、金融市場の不安定化要因は複数存在する。このように、内外金融市場は過去の経験が直ちに通用しない、きわめて不安定な局面に入った可能性が高い。

1. 海外経済・金融情勢

(1) 米国 ～ 金融緩和措置の縮小観測で長期金利は2.5%超

住宅市場の回復と企業収益に支えられた株高を背景に、他経済圏と比べて堅調な状態を維持してきた米国では、連邦準備理事会(FRB)が2012年9月より導入した月850億ドルに上る追加債券購入措置(QE3)の規模が縮小するとの見方が強まった。これによって、2011年夏の債務上限問題以降2%を下回ることが多かった米国10年債利回りは5月下旬から2%を超え、ドイツや日本の長期金利も米国と時を同じくして大きな上昇に転じることとなった(図表1)。



(資料) Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

こうしたなか、6月の連邦公開市場委員会(FOMC)では、FRBは失業率をはじめとする経済見通しを上方修正したうえで(図表2)、金融緩和政策を解除していく筋道を示した。具体的には、この先の米国経済がFRBの見通しに沿い回復が続くとの前提のもとで、①債券購入措置の規模縮小は今年後半より開始し、②失業率が7%を下回るとみられる2014年半ばに購入措置を終了する一との見方を示した。これにより米10年債レートは2011年8月以来の2.5%超まで上昇した。

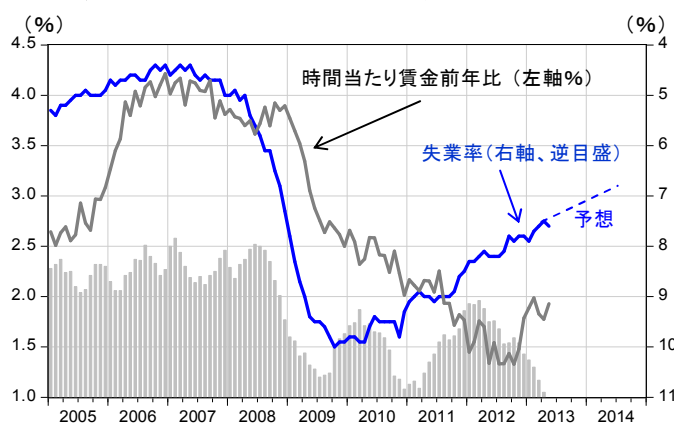
図表2 FOMCメンバーの経済見通し(2013年6月)

	2013		2014	
成長率	2.3	2.6	3.0	3.5
前回3月	2.3	2.8	2.9	3.4
失業率	7.2	7.3	6.5	6.8
前回3月	7.3	7.5	6.7	7.0
コアインフレ率	1.2	1.3	1.5	1.8
前回3月	1.5	1.6	1.7	2.0

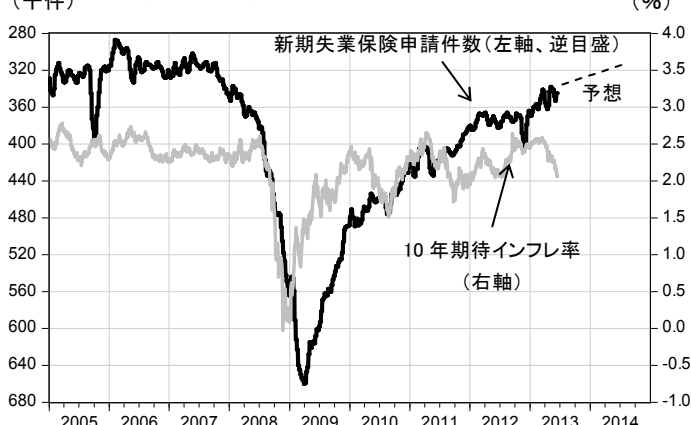
(資料)米国連邦準備理事会 連邦公開市場委員会資料(2013年6月)

FRBが目標とするインフレ率の安定と雇用拡大について足元の状況を確認すれば、コアインフレ率(個人消費デフレーター)については、輸入物価の下落もあって4月の前年同月比上昇率は前年比+1.0%と鈍化が続いている。もっとも、賃金上昇率は失業率の改善もあって前年比の伸びが底打ちし実質ベースでプラスに反転した結果、今のところ家計購買力の点から見てディスインフレを懸念する状況ではない(図表3)。最近の新規失業保険申請件数が改善基調にあることを踏まえると、失業率は2014年前半に7%を下回る可能性が高い(図表4)。これらはいずれも、FRBの見通しを支持した状況となっている。

図表3 コアインフレ指標の鈍化と賃金上昇率の回復



図表4 新規失業保険申請件数は改善持続



(資料)図表3、4ともFRB、セントルイス連銀、Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

この結果、今後も米長期金利は上昇が続いていくとみられるが、過去の経験則に照らすと、上昇ピッチはここ1ヶ月の動きよりは緩やかなものに留まる可能性が高い。

理由の一つは、過去に大規模資産買購入策が実施された後の長期金利の動きである。過去2回の債券購入措置(QE2とQE3)実施前後の長期金利の動きを見ると、実施前より導入を織り込み金利は低下し、実施後はむしろ一旦上昇に転じていた(前掲図表1)。今回も、金利上昇ピッチが急であることから、実施後さらに金利上昇が加速していくとは想定しづらい。

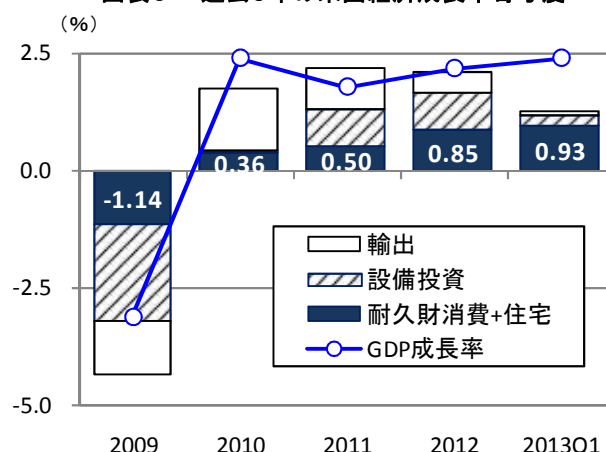
他方、実体経済に目を転じれば、米国経済の回復は他先進国に比べ持続性が高いとはいえ、短期的にみれば、製造業全般に見られる生産減速で雇用増加ピッチが先行き弱まる可能性が高い(図表5)。これまで米国経済の成長を牽引してきたのは、耐久財消費や住宅投資など主に家計部門であり、輸出や設備投資など企業部門の需要はむしろ鈍化している(図表6)。

仮に世界経済の減速に伴い年後半もこうした状況が続けば、FRB が想定する姿に届かない可能性が高まり、上昇した長期金利が期待変化で一旦押し戻される場面が見られるかもしれない。

図表5 生産伸び率と民間部門雇用増減



図表6 過去5年の米国経済成長率寄与度

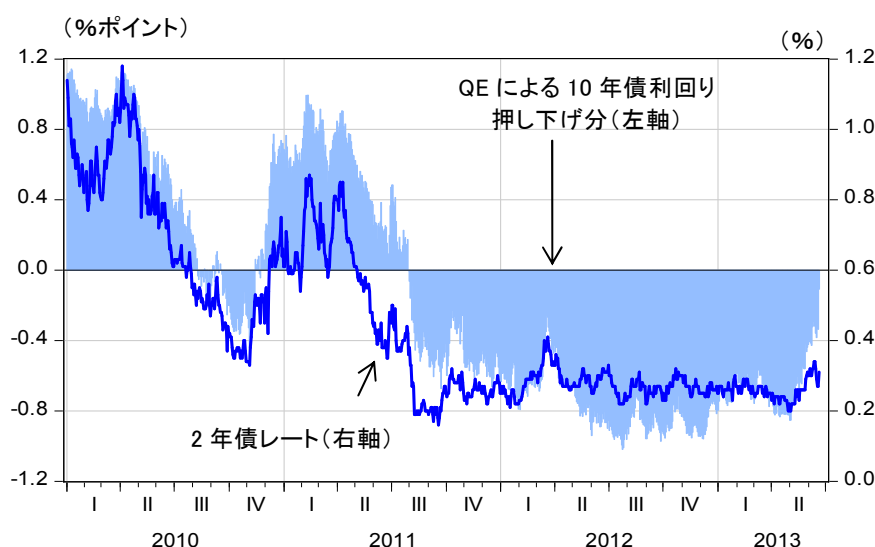


(資料) 図表5, 6とも FRB、セントルイス連銀より三井住友信託銀行調査部作成

ただし、これまで米 10 年債レートを異例に低く抑えてきた要因が FRB による米国債購入であるとすれば、これが徐々に解除されることによる上昇余地は概ね 0.4～0.5%ポイント、年末の水準としては 2.5～3.0%が一つの目安になろう。過去の米 10 年債レート低下のうち、FRB の債券購入による低下分を取り出してみると、QE 3実施後の規模は 0.8～1%ポイントに達していたが、債券購入規模減額期待に伴う金利上昇で、残りは 0.4～0.5%ポイントと試算されるためである(図表7)。

従って今後は、こうした上昇余地を目安として、実体経済の回復ピッチとFRBが示した金融緩和措置解除の条件との距離を測りつつ、振れを伴う形で米国長期金利は上昇していこう。

図表7 債券購入措置(QE)による米 10 年債レート押し下げ幅



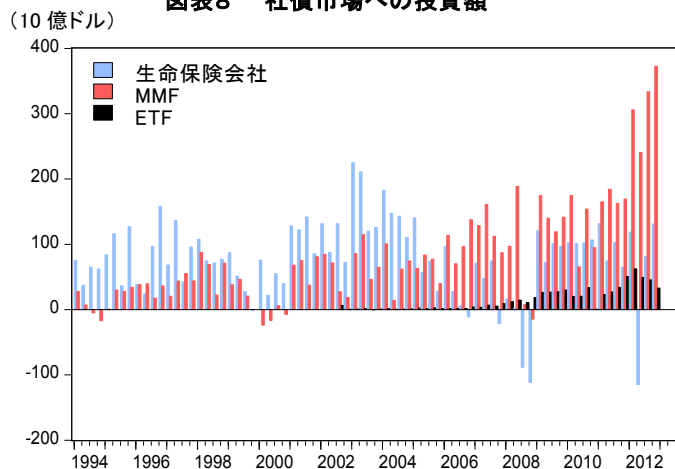
(資料) Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

(注) QEによる金利低下幅は、10 年債の期間リスクプレミアムのマイナス部分と想定

金利上昇を前提にすると、この先注意すべきは、金利上昇の影響を受ける市場、とりわけ社債市場への影響が挙げられる。投機的等級のクレジットスプレッド(ここでは米5年債との利回り差)は2000年半ば水準近くまで縮小していたが、背景には、比較的足の速い資金の流入が続いていることがある。過去のスプレッド縮小局面の買い手は生命保険など長期資金が主役であったが、最近は投信(MMF)やETFなど、短期資金が主役となっている点がこれまでと異なる(図表8)。

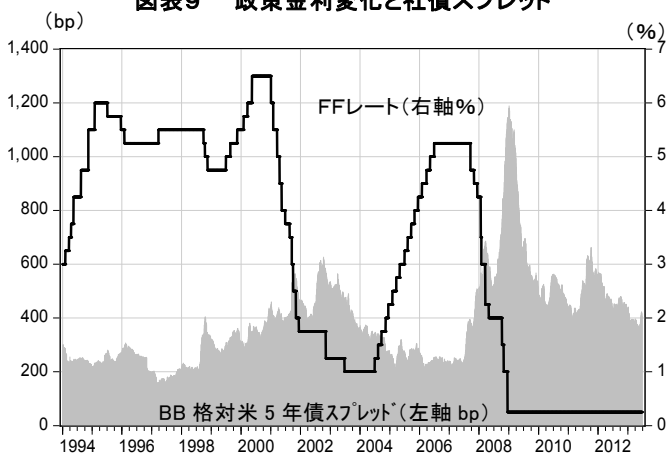
かつて政策金利の利上げが直ちに社債スプレッド拡大につながったわけではないが、異例なほどの低金利政策が数年続き、資金流入の中心が短期資金になったという変化を踏まえれば、過去の経験が通用しない可能性がある。金融緩和解除前の「地ならし」程度のアナウンスで資金の流れが大きく変化し、これまでの構図が逆回転することで、投機的等級の特定ゾーンではスプレッド縮小から拡大へと拍車がかかり、社債価格が下落するリスクには十分留意すべきだろう(図表9)。

図表8 社債市場への投資額



(資料)米国連邦準備制度「Flow of Funds」より
三井住友信託銀行調査部作成

図表9 政策金利変化と社債スプレッド



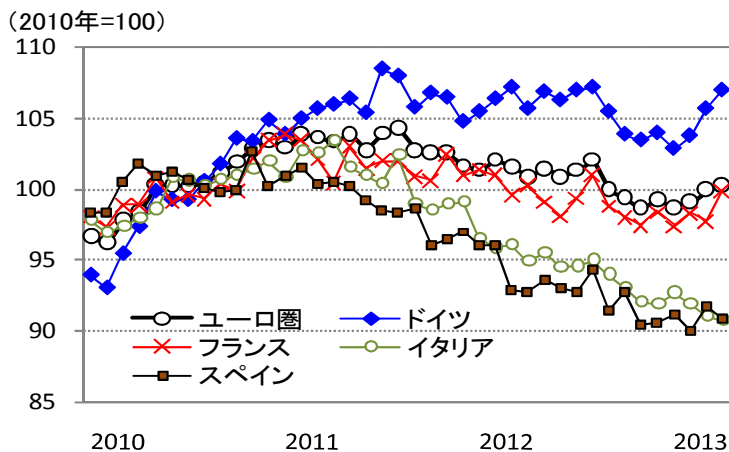
(資料)Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

(2) 欧州 ～ 米国とともに長期金利に上昇

他方、欧州についても米国金利上昇の影響が今後懸念される。

ユーロ圏失業率は12.2%と過去最悪水準を更新した。全体が悪化しているだけでなく、ドイツが5.4%と過去最低水準にある一方でスペインは25%を超えるという国家間格差にも変化はない。鉱工業生産の動きを見ても、独仏が増加しているのに対してイタリア・スペインは減少が続いており、家計部門のみならず企業部門でも格差が鮮明になっている(図表10)。

図表10 ユーロ圏鉱工業生産



(資料)Eurostat

反面、各国で共通しているのが固定資産投資(設備投資以外に公共投資と住宅含む)の弱さである。ユーロ圏 GDP の内訳を見ると、ドイツでさえもここ1年半の投資減少が顕著である(図表 11)。企業部門の先行きに対する慎重な見方を示しており、また周縁国では資金面での制約から設備投資が減少している面も強いと考えられる。

図表 11 ユーロ圏実質 GDP 変化

(2011年7-9月期=100)

	実質GDP				
		個人消費	政府消費	固定資産投資	輸出
ユーロ圏	98.5	97.9	99.4	92.6	101.5
フランス	99.7	99.5	102.2	97.3	102.0
ドイツ	100.2	100.7	101.2	95.2	100.9
イタリア	95.9	93.9	97.4	87.2	100.6
オランダ	98.2	98.1	99.0	87.9	105.1
ポルトガル	94.3	91.2	93.7	79.4	102.4
スペイン	97.1	95.6	94.6	85.8	101.9

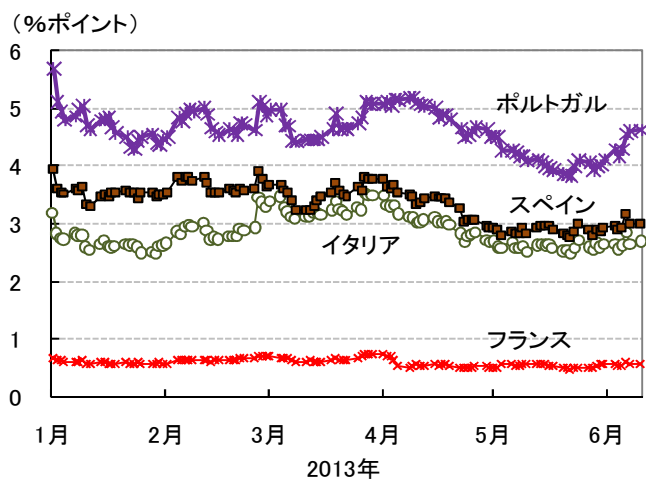
(資料) Eurostat

(注) 固定資産投資は設備投資の他、公共投資と住宅投資も含む

金融市場に目を向けると、米国 10 年債レートが2%を上回った5月下旬から、ユーロ圏国債利回りが中核国・周縁国を問わず上昇に転じた。ドイツとの国債利回り格差はさほど拡大しておらず、3月前後にキプロス救済問題が一時的に金融市場の緊張を高めた際の水準よりもなお低いことから、今のところ財政状況に起因する金利上昇と見る必要はない(図表 12)。しかし、金利上昇は ECB による金融緩和効果を相殺する他、従来から借入金利の高止まりに直面していた周縁国中堅中小企業の経営に打撃となって、景気への追加的な下押し圧力となる可能性がある。更には、経済状態の悪化が著しい周縁国のリスクに再び焦点が当たる恐れも残る。

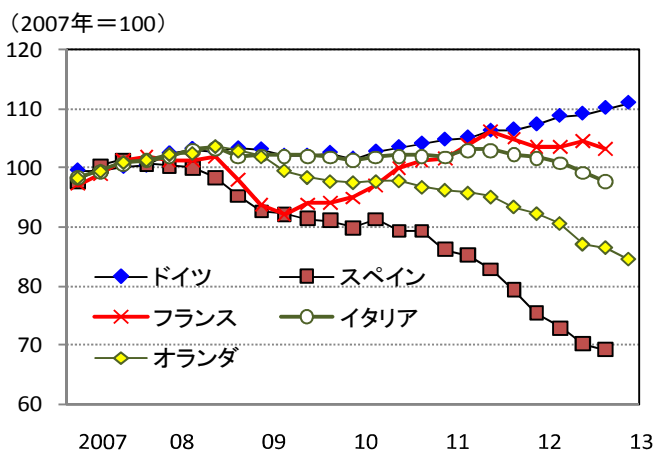
失業率上昇に示される所得環境悪化に加え、中核国の一角をなすオランダ含む多くの国で住宅価格下落が進むなど家計部門の信用状況も悪化しており、民間銀行の経営環境は依然として厳しい(図表 13)。2013 年 EU 政治面でのキーポイントとされた銀行同盟の議論も必ずしも順調に進んでいるわけではない中で、金融部門の状況悪化によって欧州債務問題が再び緊張の度合いを高める可能性が残る点は、常に念頭に置く必要があるだろう。

図表 12 ドイツとの国債利回り格差(10年)



(資料) Bloomberg

図表 13 ユーロ圏主要国の住宅価格指数



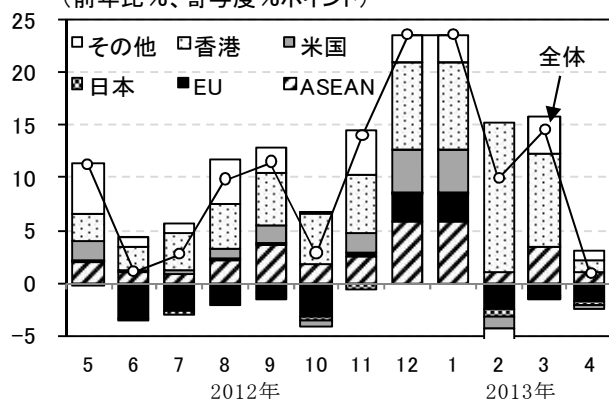
(資料) 欧州中央銀行

(3) アジア新興国 ～ QE3縮小観測の影響が一アジア新興国に波及

欧州経済が振るわない中、中国景気の動きも依然として弱い。製造業 PMI 指数(HSBC)は6月に48.3と景況感の境目となる50を2ヵ月連続で下回った他、4月まで堅調な伸び率を維持していた輸出は、5月になると水増しが問題視された香港向け輸出の寄与度が一気に剥落し、伸び率が前年同月比+1.0%とゼロ近傍まで低下した。輸出の実態は、大幅に減っているわけではないものの弱いと見るべきであろう(図表14)。固定資産投資伸び率も2013年に入ってから低下傾向が続いており、政策当局による景気刺激策が打ち出される気配もない(図表15)。

図表14 中国からの輸出金額伸び率

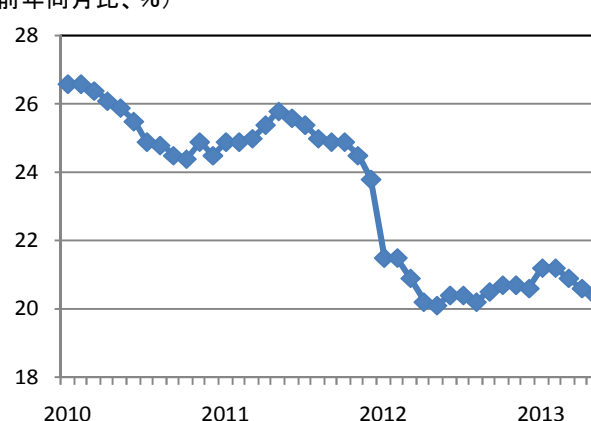
(前年比%、寄与度%ポイント)



(注)1月と2月は両月の合計値を用いて計算。
(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

図表15 中国固定資産投資伸び率

(前年同月比、%)



(資料)CEIC

この状況で、5月下旬以降、中国インターバンク市場における銀行間取引金利が急上昇し、6月下旬に至るまで高止まりしている(図表16)。政策当局による意図した金融引き締めなのかどうか、高水準の金利がいつまで続くのかなど、現時点では明らかでない点が多いものの、この状態が続く場合は、更なる景気の下振れ要因となる。

図表16 中国インターバンク市場金利
(SHIBOR 翌日物)の推移



(資料)Bloomberg

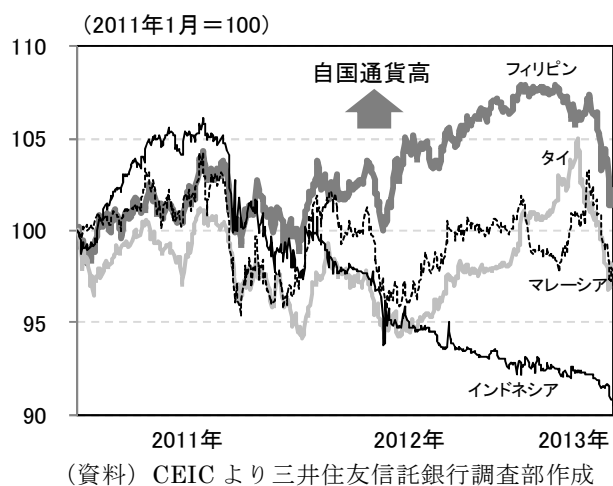
中国以外のアジア新興国でも、米国でQE3規模縮小観測が強まったのとほぼ同時に ASEAN 諸国の通貨が急落するなど、金融市場に大きな変化が出ている。

これまで先進国で金融緩和強化の流れが続く中、少しでも高い利回りを求めて新興国に多くの資金が向かっていたが、米国金利上昇で資金が逆流、すなわち新興国から流出するという見方が

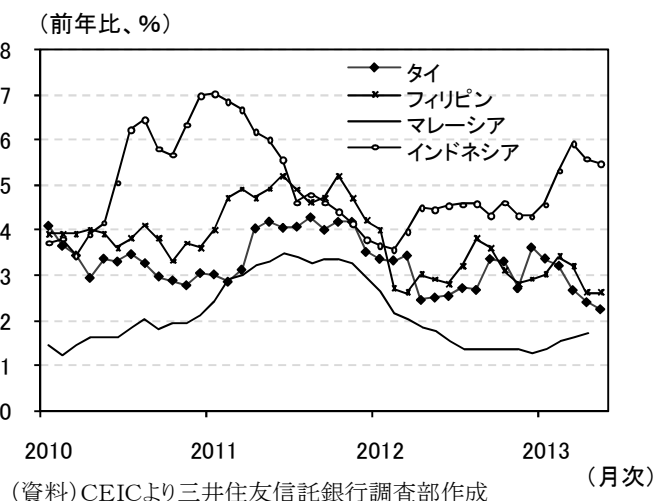
強まったことが背景にあると見られる(図表 17)。米国で社債利回りが上昇したのと同様の反応が、ややリスクが高い新興国向け投資においても起こったものと見る事ができよう。

かかる環境下で、特に景気への悪影響が懸念されるのが、6月半ばに政策金利が 5.75%から 6.0%に引き上げられたインドネシアである。利上げの目的は、同国のインフレ率が直近で前年同月比+5.5%と目標レンジ(3.5~5.5%)の上限で推移する中で、近く予定しているガソリンへの補助金削減によるインフレ圧力を抑えることと、経常赤字のために進む通貨下落からくる輸入インフレを緩和することであるが、当然ながら利上げは景気にブレーキをかける要因となる。中国経済の減速が長引いていることも、資源価格抑制を通じてインドネシアの景気に対するマイナス材料となる。ここに利上げとガソリンへの補助金削減によるエネルギーコスト上昇が加わるため、この先景気悪化のスピードが急激に速まる恐れがある。インドネシアはASEAN加盟国内で最大の経済規模を有することに加えて、ASEAN 諸国は経済活動全体に占める域内貿易のシェアが高いため、一国の経済情勢悪化が貿易ルートを通じて域内での悪循環を引き起こしやすくなっているだけに、周辺国に対する悪影響も懸念される(図表 18)。

図表 17 ASEAN の対ドル通貨レート(日次)



図表 18 ASEAN の消費者物価上昇率



更に、通貨安によるインフレ圧力を抑えるための利上げは、同じく経常赤字であるために通貨レートが下落しているインドなど他の新興国にも広がり、景気に対する下押し圧力がかかる範囲が拡大するリスクが出ている。既に述べたように、米国のファンダメンタルズから見て米国債利回りの急上昇が続く可能性は低いと考えているが、米国社債利回りの上昇などをきっかけに、新興国のリスクに対する警戒心が過度に強まった場合、急激な資金流出や金融市場の混乱、そして実体経済の悪化を引き起こす可能性がある。こういったリスクは、経常赤字体質故の通貨下落がインフレを招きやすい新興国を中心に注視しておく必要があろう。

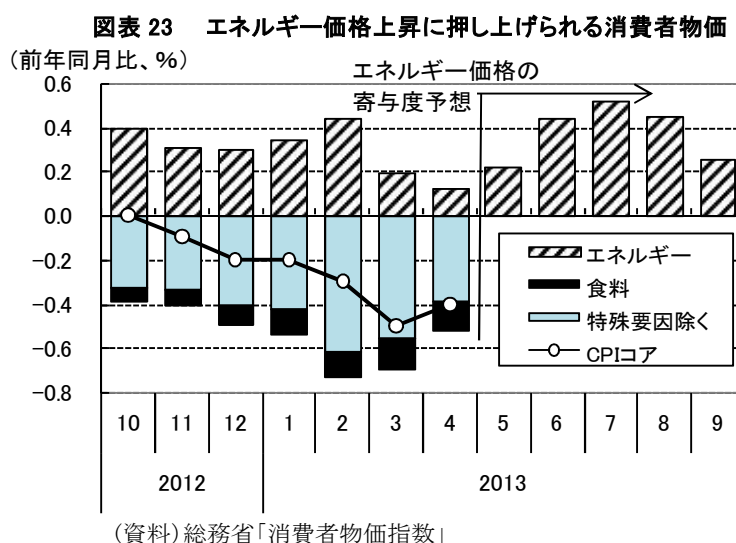
2. 国内金融市場の現状と先行き

国内金融市場に目を転じれば、量的・質的金融緩和の採用後、4月と5月に長期金利が不安定な動きをする局面があったのに続き、5月下旬以降、為替・株価の変動も急激に拡大した。

円ドルレートは5月半ばの1ドル=102~103 円前後の水準から6月半ばに同 90 円台前半まで円高が進み、この期間内に日経平均株価は 15,000 円台から 12,000 円台まで下落した。量的・質

的金融緩和は、経済主体の期待に働きかけることを重視した枠組みであるが、政策当局が市場の期待を完全にコントロール出来ないことを、改めて示す動きであったと言えるだろう。今後についても、国内金利、為替、株価の振れが大きい状態は、当面続くと見る。向こう2～3か月間は、米国のQE3規模縮小のペースに対する期待の変化が米国のみならず日本の長期金利を変動させる要因となる。

かかる海外要因に加えて国内では、エネルギー価格が前年同時期よりも高水準にあるため、目先の消費者物価上昇率が押し上げられて一時的にプラスに転じる可能性が高く、これも政策期待を通じて長期金利の変動要因となり得る(図表 23)。量的・質的金融緩和政策の採用後、国債の流動性が低下して長期金利が振れやすくなっているだけに、平時では小さな材料でも急激な反応が生じる可能性がある。



ある程度の時間が経過し、米国景気が安定した回復基調に乗るとともにQE3解除のプロセスが金融市場で共有されていけば、国内金利、為替、国内株価の振れを落ち着かせる要因となり、円ドルレートはトレンドとして円安が進み、国内長期金利と株価も緩やかに上がっていくと見られる。

その一方で、日銀の金融政策という国内要因は、金融市場を不安定化させる材料として残ることになる。日銀は「2年で消費者物価上昇率+2%」という目標を掲げ、そのための必要な措置として過去に例のない規模での資金供給を始めているが、現時点ではこの目標の達成は難しいと見られる。今回のように、中央銀行が明確な期限と具体的な数値を伴った、しかしそれ故に達成が難しいことが明らかな目標を掲げた例は過去にないと言ってよい。このため「本当にこの目標は達成できるのか」「達成が難しいとすれば日銀はどういう追加策を、いつどの程度の規模で打ち出してくるのか」といった点に関する市場の期待が振れやすい状況は当面続き、これが金融市場の不安定要因として残るために、結果として振れが大きい状態は続くだろう。

以上を総括すると、国内外双方の金融市場は、過去に例のない、それ故に過去の経験則が直ちに通用しない、極めて不安定な局面に入った可能性が高い。実体経済と乖離した「期待変化」に依存した不安定な金融市場の動きが実体経済に悪影響を及ぼし、その結果、さらにファンダメンタルズから乖離した金融指標が再び不安定な動きとなりやすい点に留意する必要がある。

図表 23 日米欧中の経済・金利見通し総括

		単位	2013			見通し総括
			4-6	7-9	10-12	
実質経済 成長率	日本	前期比年率 %	+ 2.2	+ 2.5	+ 2.6	公共投資と駆け込み需要で高い成長率続くが、輸出と設備投資の増加を伴う「安定した回復」は年度後半から
	米国		+ 2.0	+ 2.4	+ 2.7	企業の設備投資回復が明確になる秋以降、成長率は2%台後半に
	欧州		▲ 1.0	▲ 0.5	+ 0.6	景気底打ちのきっかけは外需回復以外になく、マイナス成長脱するまでにお時間要する
	中国	前年同期比 %	+ 7.5	+ 7.7	+ 7.8	2013年の経済政策発動が緩やかなものに留まるため、成長率は7%台のままで推移
金融市場	日本 10年債利回り	%	0.45～0.93	0.70～0.90	0.85～1.15	年後半は米国長期金利とともに若干上昇するが、日銀の施策に対する不確実性から振れの大きい展開
	米国 10年債利回り		1.63～2.40	2.25～2.75	2.50～3.00	しばらく上昇ペース緩慢、製造業部門が減速した状態を脱する秋以降に3%が視野に
	円ドル レート	円/ドル	93.0～ 103.2	95.0～ 100.0	97.0～ 104.0	年後半の米国成長加速を背景に円安トレンドだが、日銀の施策に対する不確実性から振れの大きい展開
	ユーロドル レート	ユーロ/ドル	1.28～1.34	1.26～1.33	1.23～1.30	振れの大きい展開ながら、年後半からの米国成長加速によりトレンドはドル高

(資料) 三井住友信託銀行調査部マクロ経済調査グループ作成

(マクロ経済調査グループ 木村 俊夫: Kimura_Toshio@smtb.jp
 花田 普: Hanada_Hiroshi2@smtb.jp
 黨 貞明: To_Sadaaki@smtb.jp
 鹿庭 雄介: Kaniwa_Yuusuke@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

ASEAN 各国の海外資金流出への耐性

<要旨>

米国における債券購入措置(QE3)の規模縮小観測の高まりを受け、これまで資金流入が進んできた ASEAN 各国では一転して資金流出による国内経済への影響が懸念されている。もっともアジア通貨危機の震源地となったタイや、現在景気下振れリスクが懸念されるインドネシアでは、過去に比べて①海外からの短期与信依存度の低下と、②為替リスクを回避できる現地通貨建て与信比率の上昇が観察されている。これにより、外国銀行から外貨で短期資金を借り入れ、地場企業に現地通貨で長期資金を貸出すという「満期と通貨のダブルミスマッチ」により国内信用収縮に見舞われるリスクへの耐性は以前よりも高まっている。

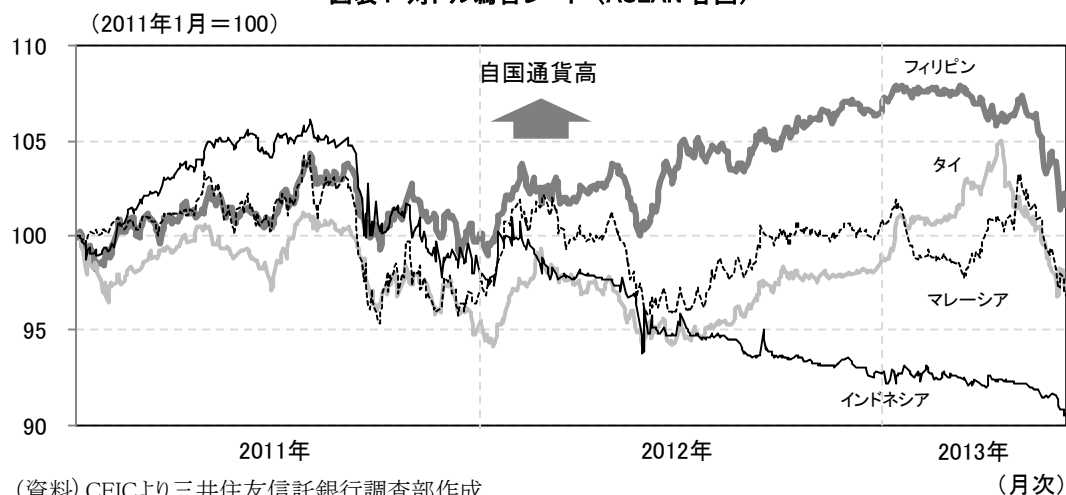
ただし、近年の金融市場の発展により国債の海外投資家保有割合は上昇しており、急激な資金流出による国債価格急落が格下げリスクを高めることや、海外長期金利の上昇が国内に伝播しやすくなるなどグローバル化に伴う金融変動に注意する必要がある。

1. 高まる米国 QE3 縮小による資金流出懸念

ここに来て米国の債券購入措置(QE3)に対する規模縮小観測が高まっている。バーナンキ米連邦準備理事会(FRB)議長は5月22日の議会証言後の議員との質疑応答において「資産購入の縮小検討もありうる」と発言、さらに6月19日には年内開始の可能性にも言及している。

この発言を機に、リーマンショック後の世界的な金融緩和の中で資金流入が進んできた ASEAN 各国では一転して自国通貨安が進んでおり、資金流出による国内経済への影響が懸念され始めている。(図表1)。中でも懸念されるのは、経常赤字国であるインドネシアで、既に2011年半ばから自国通貨安が続いており、6月に輸入物価上昇の緩和を目的に利上げも実施されている。今後ガソリンへの燃料補助金削減で更なるインフレ圧力上昇が見込まれており、この状況下での QE 縮小は資金流出リスクのみならず、自国通貨安圧力を緩和するための利上げを通じて、同国経済への悪影響が大きくなる恐れもある。

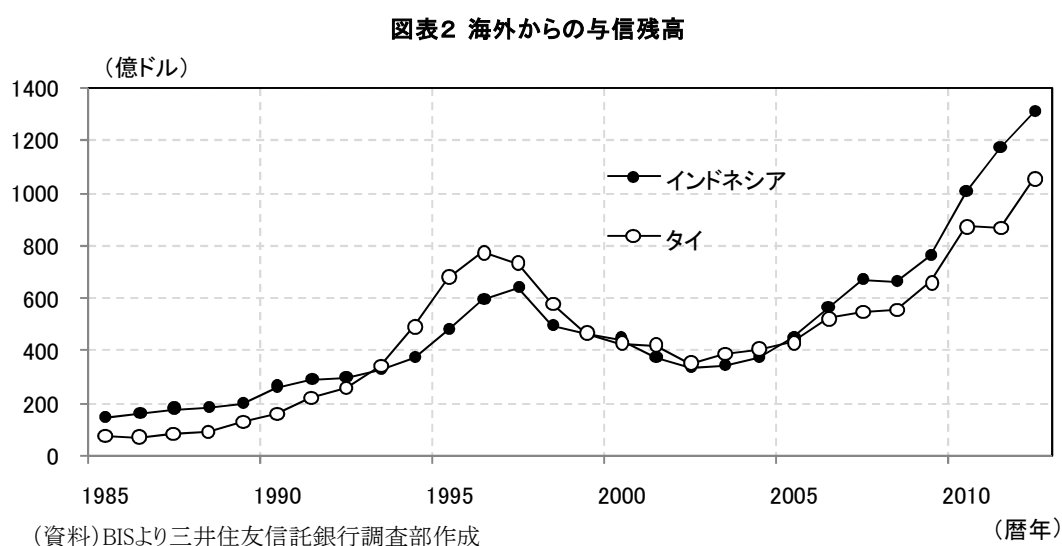
図表1 対ドル為替レート (ASEAN 各国)



本稿では QE 縮小観測が高まった 5 月以降、自国通貨安に転じてきた ASEAN 各国の中でもアジア通貨危機の震源地となり急激な資本流出に見舞われたタイと、景気下振れリスクの高いインドネシアの 2 国に着目し、米国 QE 縮小による資金流出が金融システムを通じて両国に与える影響についてみてみた。

2. 資金流出による影響度合い

BIS 国際与信統計では外国銀行による各国への与信残高の推移が確認できる。これをみるとタイとインドネシア両国では 1990 年代半ばまで高成長への期待から大量の資金が流入していたことがわかる。しかし 1997 年に発生したアジア通貨危機を境に両国は急激な資金流出に見舞われ、海外からの与信残高は大幅に減少した(図表2)。

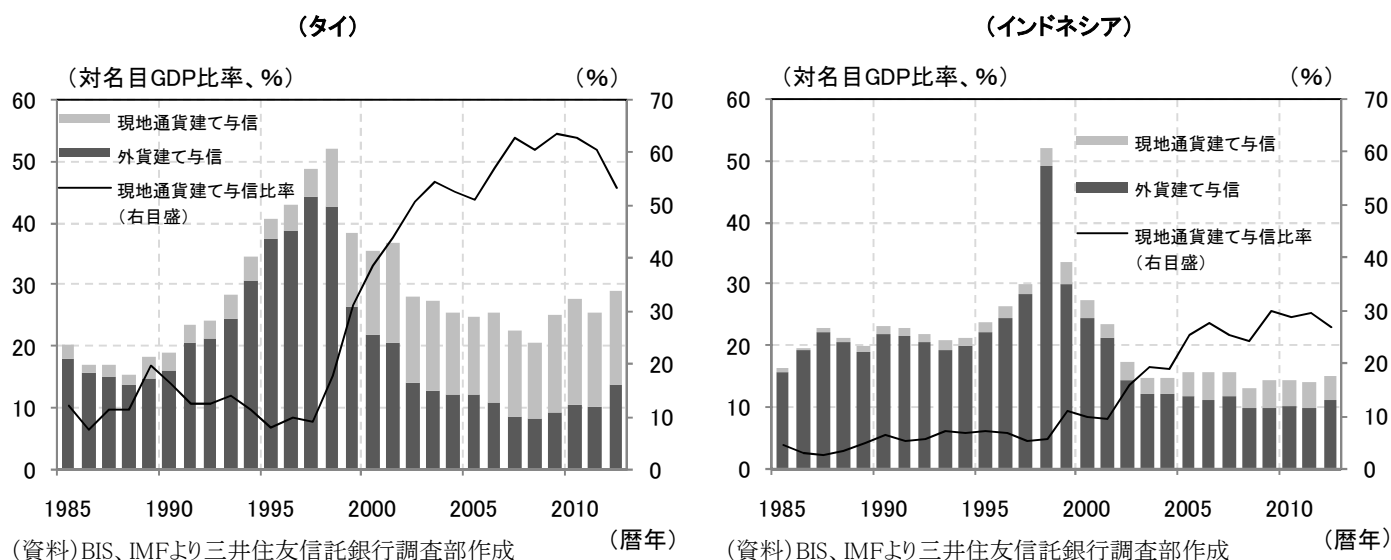


この時に事態悪化に拍車をかけた要因として「満期と通貨のダブルミスマッチ」の存在が挙げられる。アジア通貨危機以前のタイやインドネシアでは、地場銀行が外国銀行から短期資金を借り入れ、地場企業に長期で貸し出す「満期のミスマッチ」が生じていた。この最中、アジア通貨危機により外国銀行が短期資金を一斉に引き上げたため、地場銀行はたちまち流動性不足に陥ることとなった。またこれら外国銀行からの短期資金の大半は外貨建てであった一方、貸出は現地通貨建てという「通貨のミスマッチ」も抱えていた。このため固定相場制の維持が難しくなり自国通貨が暴落したことで、自国通貨建ての借入額が大きく膨らみ事態をさらに悪化させることになった。

アジア通貨危機以降、減少に転じていた海外からの与信残高は 2000 年代半ばからの世界景気の拡大で再び増加基調を取り戻す。2008 年のリーマンショックによる影響も限定的であり、その後の世界的な金融緩和によって資金流入はさらに加速することとなった。結果として海外からの与信残高は足元でアジア通貨危機前のピーク時 1996-97 年頃を上回る規模にまで拡大している。

しかしながら海外からの与信残高自体は増えているものの、経済規模との比較でみれば影響度は低下している。図表 3 はタイとインドネシア両国の海外からの与信残高を対名目 GDP 比で見たものである。これをみるとタイでは棒グラフの高さがアジア通貨危機時の 40-50% 台から、足元の 30% 前後にまで低下している。インドネシアも同様に足元 10% 台にまで下がっており、海外資金の流出が両国経済に与える影響が弱まっていることが確認できる。

図表3 海外からの与信残高の内訳（対名目 GDP 比）

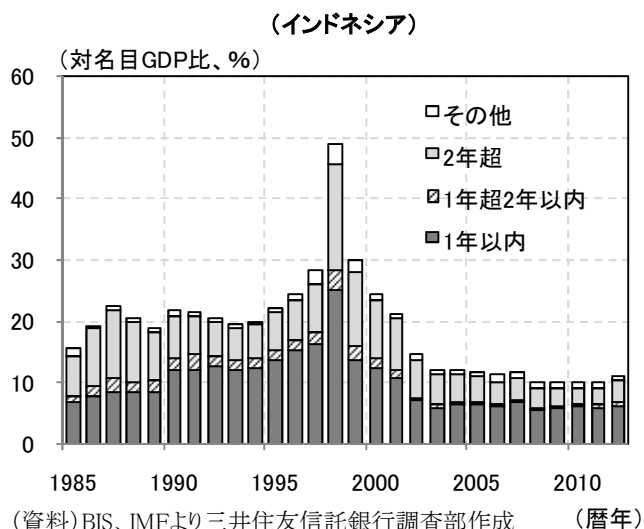
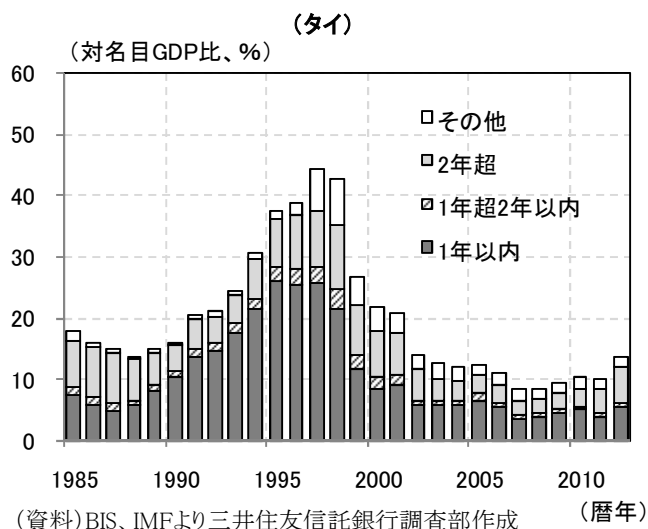


次にアジア通貨危機で事態を悪化させた「満期と通貨のダブルミスマッチ」の問題が足元のタイ、インドネシア両国にどの程度残っているかについて見てみる。

まず通貨のミスマッチについて海外からの与信残高を示す棒グラフの内訳をみると、アジア通貨危機までは外貨建て与信が大半を占め、現地通貨建ての与信は両国とも海外からの与信残高全体の 10% 程度に留まっていた。その後現地通貨建て与信が増加を続け、タイでは現地通貨建て与信比率が 60% 近くまで、インドネシアも 30% 近くまで上昇し、逆に海外からの与信残高に占める外貨建て与信の割合は低下している。その結果、海外からの与信残高の構成自体が通貨のミスマッチによる影響を受けにくく変化してきたといえる。そして海外からの与信残高全体の対 GDP 比率自体も低下してきているため、経済そのものが通貨ミスマッチの影響を受けにくくなっているとみられる(図表 3 の濃い棒線)。

次に図表 3 でみた外貨建て与信のうち、満期のミスマッチが生じやすい短期与信がどの程度含まれているのかをみてみる。図表 4 は外貨建て与信を期間別に分けたものである。期間 1 年未満の短期与信残高の対 GDP 比は、タイとインドネシアの両国ともアジア通貨危機の 20% 台から足元では 10% 未満と「満期のミスマッチ」による影響も小さくなっている。

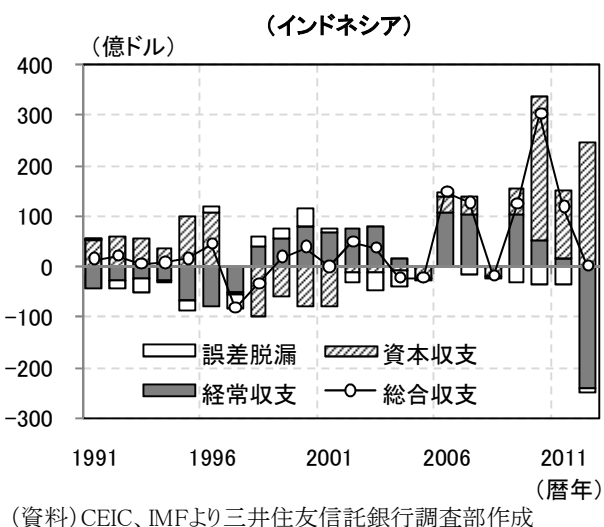
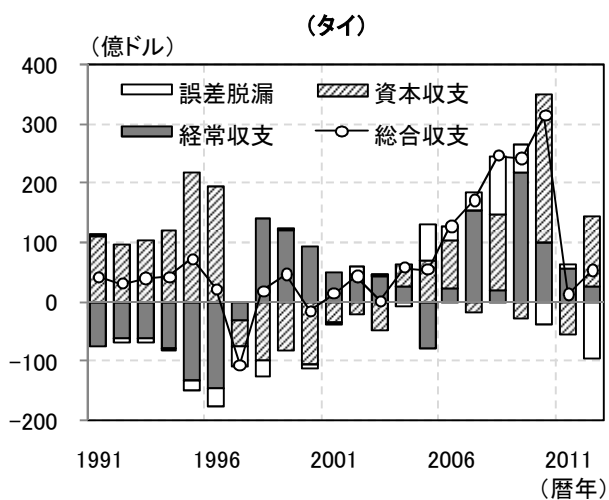
図表4 外貨建て与信残高の内訳（対名目 GDP 比）



3. 外貨準備高からみる通貨暴落の可能性

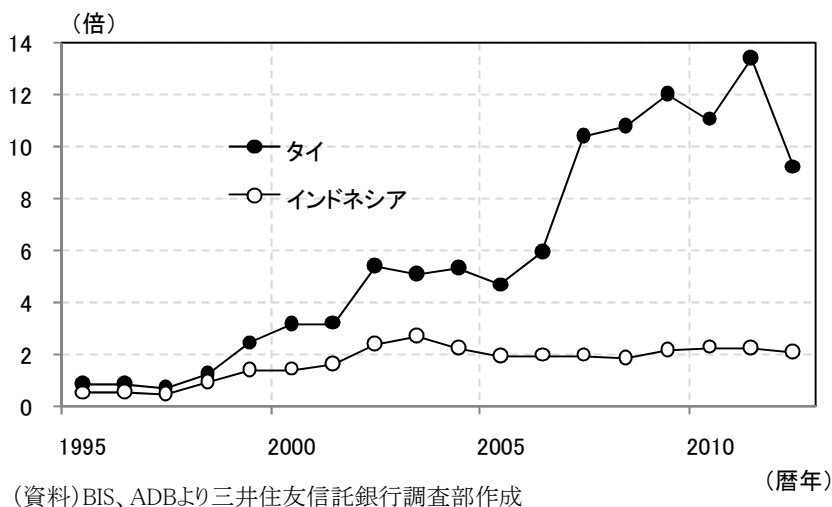
これに加えて通貨暴落を招いた外貨準備の枯渇に対する懸念もかなり小さくなっている。図表5をみるとアジア通貨危機以降、タイとインドネシア両国では経常黒字が続き、資本収支も流入超となっている。このため経常収支と資本収支を合わせた総合収支は黒字となっており、これは同時に外貨準備高が増加してきたことを意味している。

図表5 総合収支の推移



このため短期与信に対する外貨準備高の比率はアジア通貨危機時に1倍を下回り短期与信の流出を外貨準備では補えない状況にあったものが、足元タイで10倍前後、インドネシアでも2倍程度まで高まっている(図表6)。ゆえに急激な資金流出が発生した場合でも、為替暴落への危険性は低下しているといえる。

図表6 外貨準備高／1年以内の短期与信



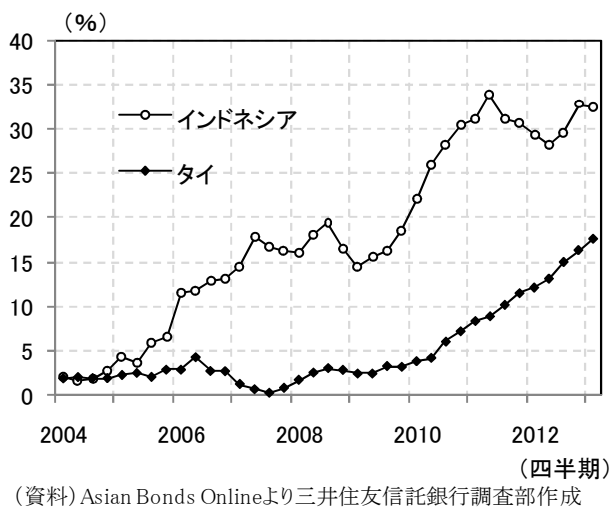
4. 金融面での脆弱性はないか

以上見てきたようにタイやインドネシアでは、①経済規模に対する海外からの短期与信残高の割合低下や、②為替リスクを伴わない現地通貨建て与信比率の上昇によって、外貨建て短期資金流出により国内信用収縮に見舞われる「ダブルミスマッチ」の問題への耐性は以前よりも高まっている。さらに自国通貨の暴落を防ぐ十分な外貨準備の蓄積もあり、アジア通貨危機と同様の事態を引き起こす要素はかなり小さくなったといえる。

しかし、これら以外にも金融面のリスクは存在する。

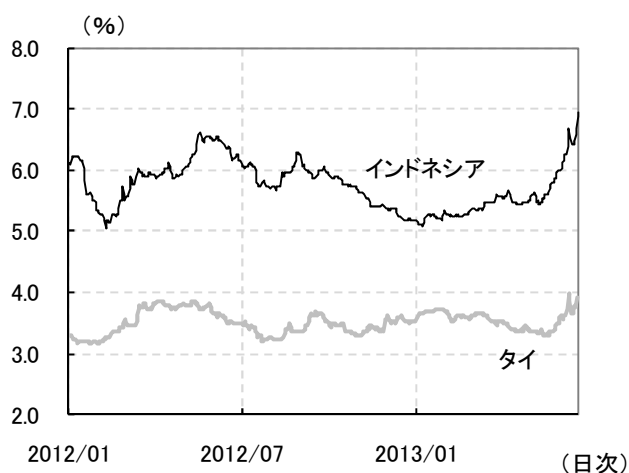
例えば現地通貨建て国債市場では外国人保有比率が急激に上昇していることがある(図表7)。特にインドネシアでは2005年に5%以下であった外国人保有比率が、2013年には30%台にまで

図表7 現地通貨建て国債の外国人保有比率



高まっている。インドネシアはタイとともにソブリン格付けが投資適格級の下位に留まるため、QE 3 縮小による急激な資金流出や、景気の悪化などによって投機的等級へ格下げされれば、他の市場へ連鎖する可能性がある。また、近年の金融市場の発展による国債の海外投資家保有割合上昇は、海外での金利上昇が国内に伝播しやすいことを示しており、実際に両国の国債利回りはここに来て明らかに上昇している(図表8)。

図表 8 10 年物国債金利の推移



先進国の政策金利がほぼゼロの状態が数年間続いた後に、そこからの脱却が近付いているというのはこれまでにない局面にあるだけに、過去の経験則だけではリスクを正確に判断できない可能性がある。したがって過去に問題の原因となった部分以外にも、様々な視点からリスク発生に注意を払っておく必要があろう。

(経済調査チーム 鹿庭 雄介:Kaniwa_Yuusuke@smtb.jp)

アベノミクスで動きだした個人マネー

<要旨>

個人マネー動向の潮目が変わり始めた。長い間続いていた「流動性預金の積み増し一辺倒」から脱し、アベノミクスへの期待感などからおおよそ5年ぶりに株式や投資信託といったリスク資産への投資に向かい始めた。

変化の流れを大きくとらえると、昨年末までの「みんなで様子見期」、年初1、2ヶ月の「セミプロ、富裕層先行期」、その後の「一般層への裾野拡大期」の3段階に分かれる。

富裕層は、いち早くリスク資産投資を開始しながら高水準の普通預金残高を維持しており、まだ充分なリスク資産投資余力を保有しているとみられる。

昨秋以降のアベノミクス効果による個人マネー動向の変化を、データを基に分析した。

1. 第1ステージ—みんなで様子見

昨年11月半ば、衆議院解散が決まると、マーケットは円安・株高へと振れ始めた。しかし当初は個人マネー動向に大きな変化は見られなかった。

日銀「資金循環統計」で家計金融資産の残高変化を確認すると、昨年末までは相変わらず流動性預金を主体とした大幅な預金の積み増しが続いていた。12月末時点の預金残高は、前年比で14.7兆円増加し(うち12.2兆円は流動性預金の増加)、800兆円目前となった(図表1-①)。

図表1 家計金融資産の残高変化(11年12月→12年12月、12年3月→13年3月)

			(単位:兆円)		
			2011年 12月末	2012年 12月末	11/12月末→ 12/12月末 の変化
金融資産残高総額			1,500.0	1,544.1	44.1
現金・預金			837.2	854.0	16.7
現金			54.1	56.2	2.1
預金			783.1	797.8	14.7
流動性預金			312.7	324.9	12.2
定期性預金			464.8	467.0	2.2
その他			5.6	5.9	0.3
株式・投資信託			108.2	123.8	15.6
前年差			取引額	▲ 0.5	▲ 0.9
内訳			時価変動額	▲ 2.5	13.6
株式			54.0	62.3	8.4
前年差			取引額	▲ 0.0	▲ 1.2
内訳			時価変動額	▲ 2.1	8.6
投資信託			54.2	61.5	7.2
前年差			取引額	▲ 0.4	0.3
内訳			時価変動額	▲ 0.4	5.0
債券			35.4	32.1	▲ 3.3
保険・年金準備金			418.5	428.9	10.4
その他			100.6	105.3	4.7

			2012年 3月末	2013年 3月末	12/3月末→ 13/3月末 の変化
金融資産残高総額			1,516.6	1,570.6	54.0
現金・預金			833.1	848.2	15.2
現金			52.4	53.9	1.5
預金			780.7	794.3	13.6
流動性預金			310.7	322.6	12.0
定期性預金			464.2	465.6	1.3
その他			5.8	6.1	0.3
株式・投資信託			122.1	146.9	24.8
前年差			取引額	▲ 0.8	2.4
内訳			時価変動額	14.6	20.6
株式			62.8	75.7	12.8
前年差			取引額	▲ 0.7	▲ 0.0
内訳			時価変動額	9.5	13.3
投資信託			59.3	71.2	11.9
前年差			取引額	▲ 0.0	2.5
内訳			時価変動額	5.1	7.3
債券			35.0	32.2	▲ 2.8
保険・年金準備金			422.6	432.9	10.4
その他			103.9	110.3	6.5

(注)株式・投信の「取引額」「時価変動額」の1年間の変化は、2時点の差引額ではなく四半期ごとの変化の合計。

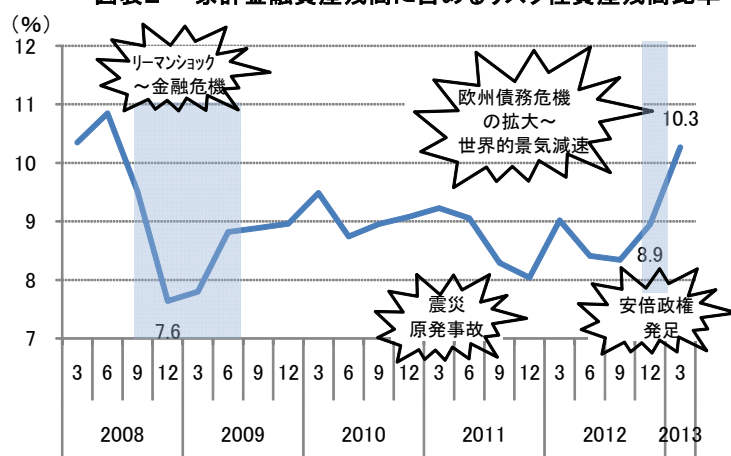
(資料)日本銀行「資金循環統計」より三井住友信託銀行調査部作成。

一方、株式・投資信託の残高も合計 15.6 兆円増加したが、11 月以降の株価上昇による評価益の膨らみが大半を占め、購入から売却や解約・償還を差し引いた取引ベースでのプラスは 0.1 兆円に留まる(前ページ図表1-②)。

12 年末時点の金融資産総額に占めるリスク性資産(株式+投信+外貨預金+対外証券投資)のシェアは 8.9%で、リーマンショック直後の水準よりは高いが、09 年以降の振幅レンジ内に収まっており(図表2)、家計が 12 年末時点までに「貯蓄から投資へ」と舵を切ったとみることはできない。

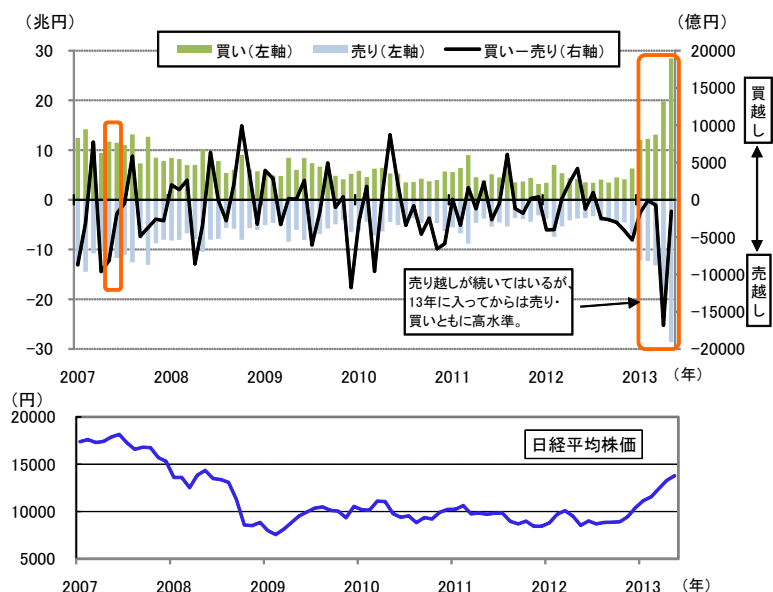
また、月次ベースの個人の株式、投資信託売買状況をみても、年内いっぱい、ここ数年続いている水準・パターン—株式は、売買高 10 兆円以下で2ヶ月続きの買い越しはほとんどなし(図表3)、投信は純資産残高 60 兆円前後、純資金流入額は1兆円以下(図表4)—から脱していなか

図表2 家計金融資産残高に占めるリスク性資産残高比率



(注) リスク性資産＝株式＋投信＋外貨預金＋対外証券投資
(資料) 日銀「資金循環統計」より調査部作成

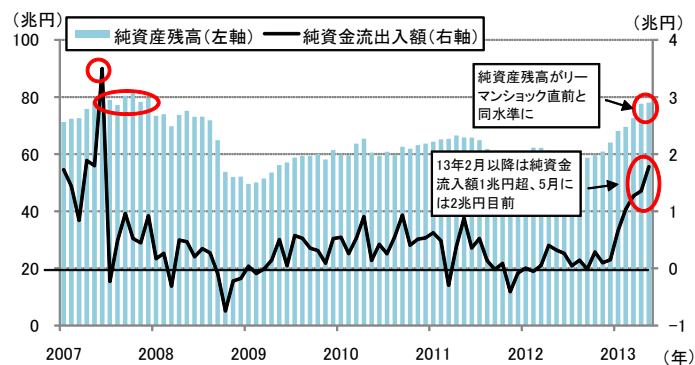
図表3 個人の株式売買高と株価



(注) 株式売買金額は東京、大阪、名古屋三市場一・二部等合計。
株価は日経平均月末値。

(資料) 東京証券取引所「投資部門別売買状況」、YAHOO!ファイナンスより調査部作成。

図表4 投資信託の純資産残高と純資金流入



(注1) 契約型公募投資信託(株式投信、公社債投信、MMF)の合計。
(注2) 純資金流入額＝設定額－解約・償還額。
(注3) 個人分のみのデータではない(保有・取引主体別のデータはなし)。
(資料) 投資信託協会「投資部門別売買状況」より調査部作成。

ったことがわかる。

外国人投資家の活発な取引が相場を盛り上げる中、国内個人投資家は、文字通り「様子見」を続けていたといえる。

2. 第2ステージセミプロ、富裕層が先行始動

(1) 株式・投信残高が増加、売買パターンにも変化

2013 年に入ると、個人マネーの動きに変化が見え始めた。流動性預金を中心に預金残高が増加するという基調は変わっていないが、前月比の増加額が流動性預金で 12 兆円、預金全体では 13.6 兆円と、ペースは若干鈍っている(前掲図表1-③)

一方で、株式・投資信託残高は、前年比では 24.8 兆円、うち足下の 1～3 月だけで 23 兆円の増加となり、146.9 兆円に達した(同図表1-④)。

特に投資信託については、株価上昇分に加え、取引ベースでも前年比で 4 兆円、足下 3 ヶ月間で 2.5 兆円の大幅なプラスとなっており、昨年までとは明らかに状況が変わっている(同図表1-⑤)。

この結果、金融資産総額に占めるリスク性資産のシェアも 13 年 3 月末時点では 10.3%とリーマンショック前の水準を回復した(前掲図表2)。

月次データをみても、個人マネーが株式や投信といったリスク性資産に向かい始めたことが確認できる。

個人の株式取引は、年明け後も売り越しが続いてはいるが、「売りも買いも大きく、前者が後者をわずかに上回ったための売り越し」であり、リーマンショック～昨年末までの「売りも買いも少ない中での売り越し」とは異なる。1～2 月の「売買金額 12 兆円前後での売り越し」は、いざなぎ景気終盤の 07 年半ばと似た状況である(前掲図表3)。

投資信託の取引も上向きで、1～2 月の純資産残高は 70 兆円弱とピーク時レベル目前、純資金流入額(設定額－解約・償還額)は 2 月におよそ 5 年半ぶりに 1 兆円を超え、その後も増加が続いている。(前掲図表4)。

(2) セミプロの信用取引が倍増

リスク性資産へのマネーシフトの口火を切ったのは、デイトレーダーなどのいわば「セミプロ」個人投資家や富裕層であったと考えられる。

個人株式取引を現金取引と信用取引に分けてみると、年初 1～2 ヶ月は信用取引に牽引される部分が大きかったといえよう。信用売買額は、12 月から 1 月にかけて 2 倍以上に増加して 8 兆円規模となり、差し引きでも 3500 億～5000 億円の買い越しを記録した(次ページ図表6)。1 月の信用取引に関する規制緩和で同じ保証金を同じ日の複数取引に使い回しできるようになったことがちょうど株価上昇と重なり、デイトレーダーなどの売買が加速したとみられる。

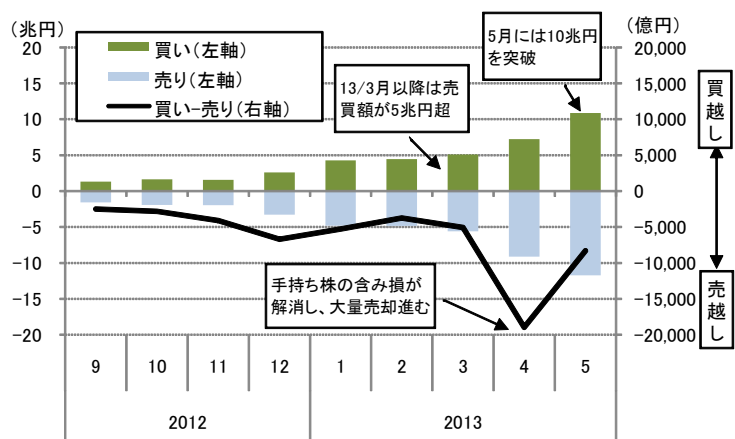
(3) 満を持して動き出した富裕層の「待機資金」

セミプロ投資家と並び、いち早くリスク資産投資に動いたのは、株価や為替など金融環境変化に対する感応度が相対的に高く、かつ、いつでもリスク資産にシフトできる資金を貯めこんでいた富裕層である。

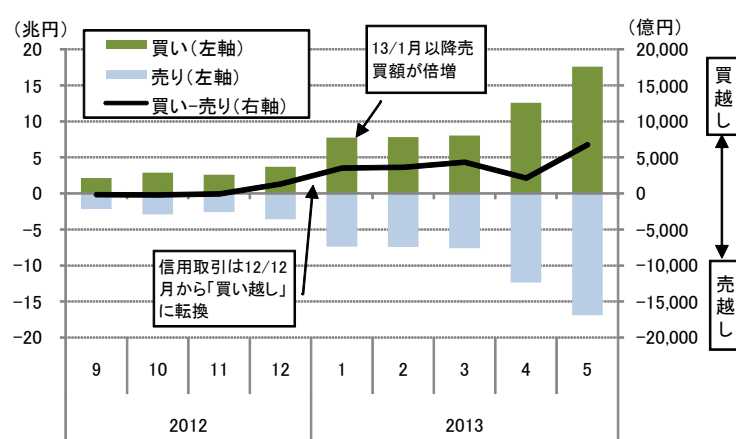
個人の預金残高推移を預入金額階層別にみると、3億円未満の各階層ではこの3年間横ばいないしは一貫して増加しているのに対し、3億円以上の層の預金だけはこの1年で2200万円も減少した(図表7)。3月以降、百貨店の「美術・宝飾・貴金属」売上が2桁増となるなど高額品販売が伸びており、一部こうした商品の購入に充てられている可能性はあるものの、預金口座から流出した2200万円の資金のかかなりの部分は株式や投信などに向かったと推測される。

納得のいく運用先がみつからず普通預金口座への積み増しを余儀なくされていた富裕層の「待機資金」が、アベノミクス相場への期待感などからようやく動き出した。

図表5 個人の株式現金取引



図表6 個人の株式信用取引



(注)金額は東京、大阪、名古屋三市場一・二部等合計。

(資料)図表5、図表6とも 東京証券取引所「投資部門別売買状況」より調査部作成。

図表7 預入金額階層別にみた1口座あたり平均預金残高の推移

(単位:万円)

	2010年 3月末	2011年 3月末	2012年 3月末	2013年 3月末	変化概要
300万円未満	22	22	22	22	横ばい
300万円～1000万円	468	470	473	475	一貫して増加
1000万円～1億円	1,456	1,471	1,489	1,514	一貫して増加
1億円～3億円	13,942	13,988	14,018	14,032	一貫して増加
3億円以上	66,376	69,298	70,535	68,307	12年まで急増、13年に2200万円強の急減

(資料)図表7、図表9、図表10すべて 日銀「預金者別預金(金額階層別調査)」より調査部作成。

3. 第3ステージ—リスク資産投資の裾野拡大

3 月頃からは、リスク資産投資が広く一般層の間にも広がり始め、4 月には日銀の「異次元緩和」による株価急騰がこれに拍車をかけた。取引の裾野が拡大したことで、株式・投信ともに1～2 月時点から一段と売買額や残高が積み上がっている。

(1) 株式売買額は 20 兆円を突破、現金取引シェアも4割超に

個人の株式売買額は、13 年 3 月に 13 兆円を超え、4 月には 20 兆円の大打に乗り、5 月には 28 兆円と、例を見ないスピードで増加している(前掲図表3の右端部分)。4 月に 1.7 兆円の大規模売り越しとなったのは、リーマンショック後長らく塩漬けになっていた銘柄の含み損が解消し始め、大量売却が進んだためである。

また、年初には信用取引に水をあけられていた現金取引額が、3 月以降は 5 兆円を超え、かつ個人の売買総額の 4 割以上を占めるようになってきている(1～2 月は 36～37%)。5 月には現金取引額が 10 兆円も突破し、「セミプロ投資家の信用取引」が主導する市場からの脱却がうかがえる(前ページ図表5)。

(2) ブーム時の水準を回復した投資信託

投資信託の取引も加速している。3～5 月の純資産残高は 73 兆～78 兆円と、07～08 年の投信ブーム時の水準を回復した。2 月に 1 兆円を超えた純資金流入額も、3 月、4 月には 1.3 兆円～1.4 兆円、5 月には 1.8 兆円と伸びが顕著で、過去最高とまではいかないが、07 年後半時点の水準は既に上回った(前掲図表4の右端部分)。

時価評価上昇により資産残高が膨らんでいるだけでなく、投資信託への個人マネーの流入が着実に進んでいることが明確になっている。

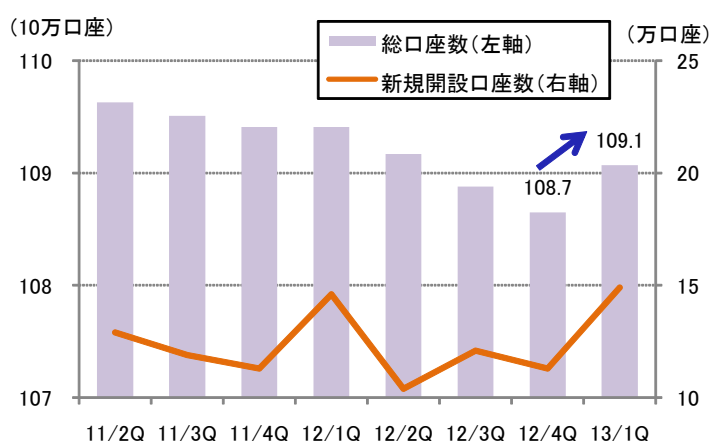
家計の資産運用商品として株式よりも一般的な存在である投資信託への資金流入が急増していることも、リスク資産投資が富裕層やセミプロといった特定の投資家以外にまで広がってきたことのひとつの表れといえよう。

(3) 未経験者や比較的若い層の参入も

証券会社の新規口座開設も増加している。

大手 3 社(野村、大和、SMBC 日興)の 13 年 1～3 月の新規開設口座数は 15 万口座で、ここ 2 年間では最も多かった。減少の一途をたどっていた総口座数も、12 年末から 13 年 3 月末の 3 ヶ月間でおおよそ 4 万口座増加した(次ページ図表8)。40 代以下や投資未経験者の開設が少なくないという。

図表8 証券会社の個人顧客総口座数、新規開設口座数



(注) 野村証券、大和証券、SMBC 日興証券の 3 社合計。

(資料) 各社IR情報より調査部作成。

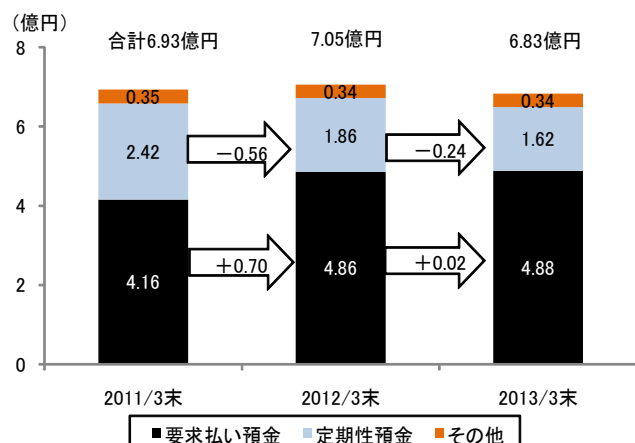
4. まだ余力ある個人のリスク資産投資

これまでのところ一とりわけ第 3 ステージの裾野拡大期において一は、活発なリスク資産投資は、「手持ちの株・投信の利益確定ないしは含み損解消売り(解約)→その資金を新たに投資」という循環と、アベノミクスへの期待ムードに乗って新規参入した個人投資家の売買に支えられているといえよう。

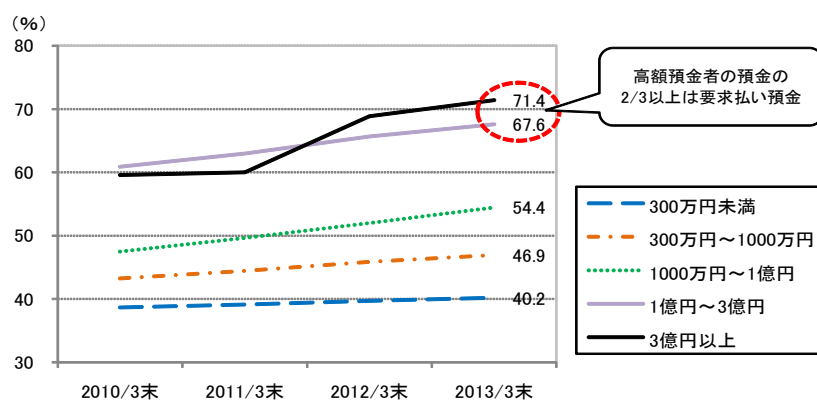
しかし、こうしたパターンが一巡したのちに、リスク資産市場に更なるニューマネーを供給するのは、やはり豊富な「待機資金」を有する富裕層であろう。

前掲図表7で見たとおり、預入 3 億円以上の層の預金残高はこの1年で 2200 万円以上減少したが、この層の預金変動をもう少し詳しくみると、11 年から 12 年にかけては、定期預金が 5600 万円の減少、普通預金が 7000 万円の増加で、満期が到来した定期預金から普通預金へのシフトがみられた(図表9)。これに対し、12 年から 13 年にかけては、定期預金が 2400 万円減少したが、普通預金は 200 万円の増加にとどまっている。

図表9 預入金額 3 億円以上階層の 1 口座あたり預金種類別残高



図表10 預け入れ金額階層別にみた 預金総額に占める要求払い預金の比率



高額預金者の預金の 2/3以上は要求払い預金

満期を迎えた定期預金がそのままリスク資産に投入されているのか、元々貯えられていた普通預金がリスク資産投資に向けられ、定期預金の満期金はその穴埋めをしているのかは不明だが、事後的には、「リスク資産投資を進めつつ、普通預金の残高水準は維持する」という形になっている。

結果として、高額預金者の預金総額に占める流動性預金のシェアはなお上昇を続けており、3月末時点では、預入金額 3 億円以上の層で 7 割強、1 億～3 億円の層では 2/3 に達している(前ページ図表 10)。

彼らが温存している「待機資金」は、預入 3 億円以上の層の平均で約 4 億 9000 万円、1 億～3 億円の層では同 9500 万円弱、両者を合計すると 7.8 兆円と依然潤沢であり、富裕層にはまだ十分なリスク資産投資余力があると言えよう。

足下の株式市場は乱高下しており、家計が手放しでリスク資産投資を積極化できる状況ではない。「貯蓄から投資へ」は、今後も行きつ戻りつしながら少しずつ進んでいくことになるのではないのか。

ただ、この推進役の一端を、リスク資産への投資意欲と豊富な待機資金をあわせ持ち、買い時・売り時をにらみながらスタンバイしている富裕層が担うことは間違いないであろう。

(経済調査チーム 青木 美香 : Aoki_Mika@smtb.jp)