

QE3縮小と新興国向け証券投資の実態

<要旨>

米国における債券購入措置(QE3)の縮小観測が浮上した5月下旬以降、新興国の株価や通貨が大きく下落したことから、米国を中心とした先進国が金融緩和を強化する過程で、新興国市場へ流入したマネーの『巻き戻し』が起こっているとの指摘が多くなされている。しかしながら、米国から直接新興国に向かう証券投資フローには特段目だった変化は見られておらず、マネーの『巻き戻し』といった事態には至っていない。

5月下旬以降の新興国の株価下落には、英国やオフショア市場に拠点を置くヘッジファンド等を経由した証券投資フローの変化が短期的には影響を及ぼした可能性はあるものの、米国から新興国への株式投資は、米国の株式市場が堅調を維持している間は、投資家のリスク許容度も高く、プラスを続ける傾向が見られる。従って、中長期的に見れば、QE3の縮小が米国景気の回復を前提に行われ、米国の株価が上昇基調を維持している間は、新興国の株式市場への資金流入は続く。

他方、逆に米国向けの証券投資フローを見ると、米国債市場における海外投資家の影響が大きく、QE3縮小が実施されるなかで、海外投資家、とりわけ中国の通貨当局からの債券購入規模が鈍化することに伴い、長期金利に上昇圧力が掛かりやすい。仮に、米国の長期金利が急騰し、米国株価下落によって投資家のリスク許容度が低下した場合には、新興国向けの証券投資が細る可能性はあるだろう。かかる点を踏まえると、今後は、米国から新興国に向かう証券投資フローのみならず、海外から米国へ向かう証券投資フローの変化にも十分な注意が必要であろう。

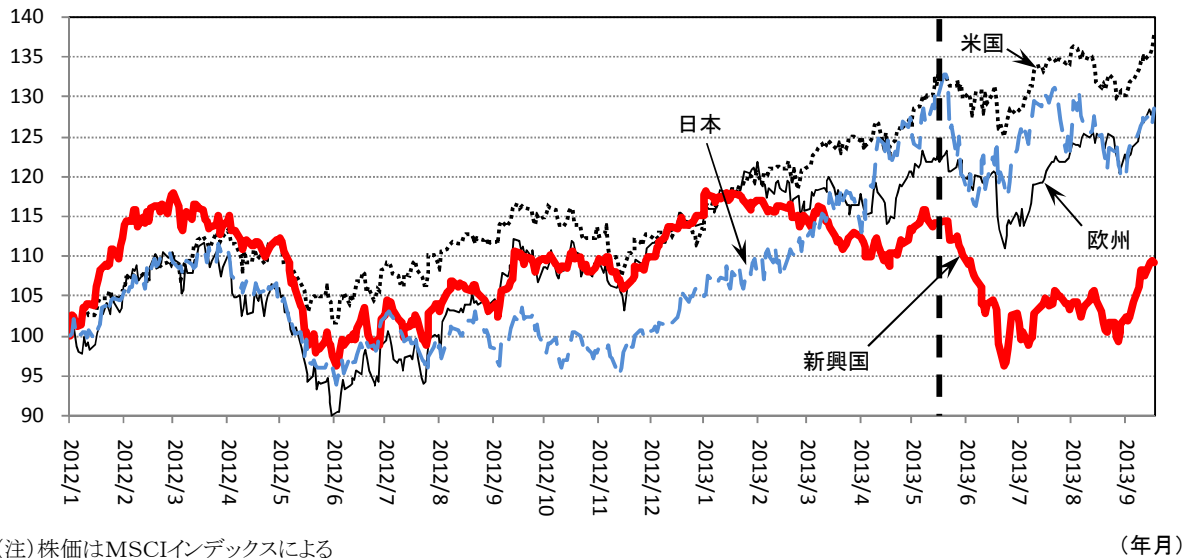
1. QE3の縮小観測と新興国株安

米国の連邦準備制度理事会(FRB)による債券購入措置(QE3)の早期縮小観測以降、東南アジアやBRICsといった新興国においては株価が大幅に下落し通貨安も一気に進んだ。その後、バーナンキFRB議長が当初発言した内容について軌道修正を図ったことや、9月の米国連邦公開市場委員会(FOMC)において緩和縮小が見送られたこともあり、新興国の金融市場はやや落ち着きを取り戻しつつある。

この間、世界の株式市場の動向について見てみると(次頁図表1)、5月下旬のQE3の縮小観測によって株価は世界的に調整したが、その後、米国や欧州、日本等の先進国の株式市場は堅調な回復ぶりを示しており、米国では史上最高値を更新するに至っている。一方、こうした先進国の株式市場とは対照的に、新興国では株価は戻りも鈍く、急落前の水準を回復しきれていない。

図表1 地域別に見た世界の株式市場の動向

(2012年初=100)



(注) 株価はMSCIインデックスによる

(資料) Bloombergより三井住友信託銀行 調査部 作成

(年月)

こうした一連の株価の動きから、リーマンショック後、米国を中心とした先進国の通貨当局による過去に例のない金融緩和によって、新興国市場へと流れ込んだ過剰マネーが、QE3縮小観測を契機に新興国から引き揚げられつつあるといった、所謂、マネーの『巻き戻し』が起こっているとの指摘がなされることが多い。しかしながら、かかるマネーの『巻き戻し』を具体的に示した分析は多くない。

そこで本稿では、QE3の縮小観測前後のマネーフローの変化を、米国を中心とした証券投資に焦点を絞って分析を行うことを試みた。具体的には、米国の財務省から発表される統計数値であるTIC (Treasury international Capital System) を用いて、米国投資家による『対外証券投資』、および海外投資家(米国以外の投資家)による米国への証券投資(以下、『対米証券投資』と呼称)という米国から見たインとアウトの証券投資フローの変化を探り、新興国からのマネーの『巻き戻し』といった現象が実際に起こっているのか、またそれらが新興国や米国の金融市場にどういった影響を及ぼしているのか、という点についてデータに基づきながら整理したい。

2. 株式投資が中心の米国からの対外証券投資

最初に、米国投資家による新興国(ASEAN4:タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピンとBRICs:ブラジル、ロシア、インド、中国の計8カ国)への証券投資の動きを、最初に量的金融緩和(QE1)が始まった2009年以降に遡って見てみたい。これによれば、米国から新興国の株式市場へは過去4年間に1カ月当たり15億ドルの資金が流入する一方で、債券市場からは同▲2億ドルの資金の流出(米国への資金の還流)が生じていた(次頁図表2)。つまり、米国から新興国への証券投資は株式市場が中心であったことが分かる。

米国から新興国向けの株式投資は、QE3の縮小議論が高まった5月以降も、1カ月あたり8億ドルの資金の流入が続いており、この数字を見る限り、新興国から米国へのマネーの『巻き戻し』が起こるといった事態には至っていない。

図表2 米国からの対外証券投資の推移(1カ月あたり)-<対新興国>

(単位:億ドル)

年次	2009年	2010年	2011年	2012年	過去4年の平均	2013年1～4月	2013年5～7月
株式	15	26	16	6	15	14	8
債券	2	▲1	▲9	▲2	▲2	▲11	▲15
合計	17	25	7	4	13	3	▲8

(資料)米国財務省TICより三井住友信託銀行 調査部 作成

もっとも、以上の数字は、米国から新興国へ直接向かったものに限定されている。新興国の株式に投資されるマネーは、かかる直接的な証券投資のみならず、タックスヘイブン(租税回避地)で設立されたヘッジファンドにいったん資金が流れ込み、そのファンドを経由して新興国に間接的に投資されるケースも考えられる。従って、新興国への証券投資を見る場合、直接新興国に向かう投資フローのみならず、ヘッジファンド等の資金の集積地である英国やオフショア市場を経由した間接的な資金の流れをも考慮する必要がある。

そこで、米国からの株式投資が、全体としてどこの国に多く向かっているのか、その推移を見たものが、図表3である。これを見ると、買越し(米国から株式投資マネーが向かっている国・地域)上位国には世界のファンドの集積地である英国をはじめ、カリブ地域、香港といった所謂オフショア市場の代表的な国・地域が多く含まれており、これらのオフショア市場に拠点を置くヘッジファンドを通じて、その一部が新興国市場にも流れ込んだことが推測できる。

また、売越し(米国に株式投資マネーが還流している国・地域)上位国にもカリブ地域や香港の他、シンガポール、チャネル諸島、アイルランドといったヘッジファンドの拠点が多く名を連ねていることが確認できる。

図表3 米国からの対外株式投資における売越し及び買越し上位(1カ月あたり)

<売越し上位5カ国> (単位:億ドル)

	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年1～4月	2013年5月	2013年6月	2013年7月
1	フランス ▲6	スイス ▲5	日本 ▲3	カリブ地域 ▲5	ノルウェー ▲4	カリブ地域 ▲52	ドイツ ▲17	シンガポール ▲20
2	ノルウェー ▲2	英国 ▲3	スイス ▲3	シンガポール ▲4	オランダ ▲3	シンガポール ▲12	オランダ ▲13	ノルウェー ▲7
3	中国 ▲2	フランス ▲3	メキシコ ▲3	アイルランド ▲2	シンガポール ▲3	ノルウェー ▲5	台湾 ▲6	カナダ ▲5
4	アイルランド ▲2	ドイツ ▲3	ノルウェー ▲1	イスラエル ▲1	中国 ▲3	チャネル諸島 ▲4	香港 ▲5	インド ▲2
5	ドイツ ▲2	アイルランド ▲2	イスラエル ▲1	ノルウェー ▲1	韓国 ▲2	アイルランド ▲2	オーストラリア ▲5	オーストラリア ▲2

<買越し上位5カ国> (単位:億ドル)

	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年1～4月	2013年5月	2013年6月	2013年7月
1	英国 20	香港 22	カリブ地域 29	香港 13	英国 94	英国 108	カリブ地域 32	日本 46
2	ブラジル 15	ブラジル 16	韓国 7	英国 10	日本 43	香港 34	日本 21	カリブ地域 40
3	香港 8	日本 11	ブラジル 7	日本 8	ルクセンブルク 15	フランス 28	フランス 17	英国 25
4	カナダ 6	韓国 7	中国 5	台湾 3	フランス 13	日本 22	カナダ 14	フランス 20
5	カリブ地域 6	インド 5	フランス 4	韓国 2	香港 9	台湾 10	イタリア 3	韓国 10

(注) 網掛けは、ヘッジファンドと関連が深いと見られる国または地域

(資料)米国財務省TICより三井住友信託銀行 調査部 作成

実際に米国からどれだけの資金がヘッジファンドに向かい、更にその中のどれだけの資金が新興国市場に流入したかを正確に把握することはできないが、新興国の市場規模を考えた場合、これらの国・地域を経由した資金の一部が新興国へ向かう、あるいは新興国から流出するだけでも市場に動揺を与えるには十分な規模であった可能性がある。

但し、ヘッジファンドへ向かう資金の特徴のひとつは、買越しから売越し、または売越しから買越しへの切り替えが非常に早いという点にある。例えば、5月に売越し先の1位にあったカリブ地域への証券投資フローは、月を隔てた6月に一気に買越しの上位へと入れ替わっている。つまり仮に5月後半以降の新興国の株価の下落にヘッジファンドの投資行動が大きな影響を及ぼしているとするれば、それは新興国市場から短期的に資金を流出させ、市場の振幅を一時的に高めたとしても、それが中長期的にトレンドとして持続すると見るのは早計であろう。

実際、過去2回のQEが終了を迎える前には、今回と同様、新興国市場からのマネーの『巻き戻し』が懸念されたが、実際には事前に懸念されたような本格的なマネーの『巻き戻し』は起こらなかった。図表4は、2009年のQE1開始後、3回に及ぶQEが行われていた期間とそれ以外の期間について米国から海外への証券投資フローを比較したもののだが、双方の期間で米国から新興国への株式投資額に大きな差は見られない。

また、英国やオフショア系市場への投資フローは、QEの期間(46億ドル/月)に比べて、それ以外の期間(11億ドル/月)が縮小している傾向が見られるが、マネーの『巻き戻し』までには至っていない。

図表4 米国の量的緩和(QE)期間とそれ以外の期間における地域別対外証券投資の比較(1カ月当たり)

(単位:億ドル)

期 間	新興 国計	新興国								英国 + オフ ショア 系市場								
		A S E A N 4				B R I C S				英国	カリブ 地域	ルク セン ブルク	香港	シン ガ ポ ール	その他			
		マ レー シ ア	イ ン ド ネ シ ア	フ ィ リ ピ ン	タイ	ブラ ジ ル	ロ シ ア	イ ン ド	中 国									
QE1～QE3 (注1)	16	3	1	1	0	0	13	10	0	4	▲1	46	28	5	2	14	▲1	▲1
QE以外の期間	16	4	1	1	0	2	12	9	▲0	2	1	11	3	4	1	8	▲1	▲4

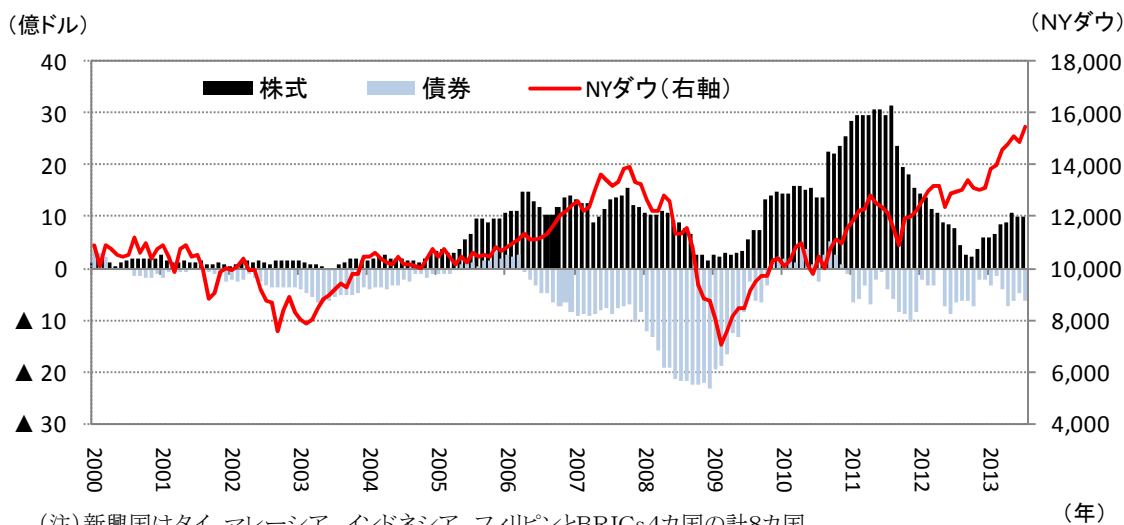
(注1) QE1は2009年3月～2010年3月、QE2は2010年11月～2011年6月、QE3は2012年9月～2013年4月迄で計算。

(注2) その他はスイス、アイルランド、チャネル諸島。(注3) ▲は売り越しを示す。

(資料) 米国財務省TICより三井住友信託銀行 調査部 作成

米国からの新興国向け証券投資をやや長いトレンドで見ると、米国の株価が上昇トレンドで推移しているときには、総じて新興国への株式投資を積極的に行う傾向が見て取れる(次頁図表5)。こうした背景には、ペンションファンド(年金基金)やミューチュアルファンド(投信)などのファンド運用が盛んな米国において、米国株価の上昇が、かかる機関投資家のリスク許容度を高めると同時に、米国株価の上昇の結果生じる海外株式との時価構成のアンバランスを、海外株式への投資の拡大によって解消させるといった、運用執行上のリバランス効果が働いているものと考えられる。

図表5 米国投資家による対外証券投資の推移(対新興国、12カ月移動平均)

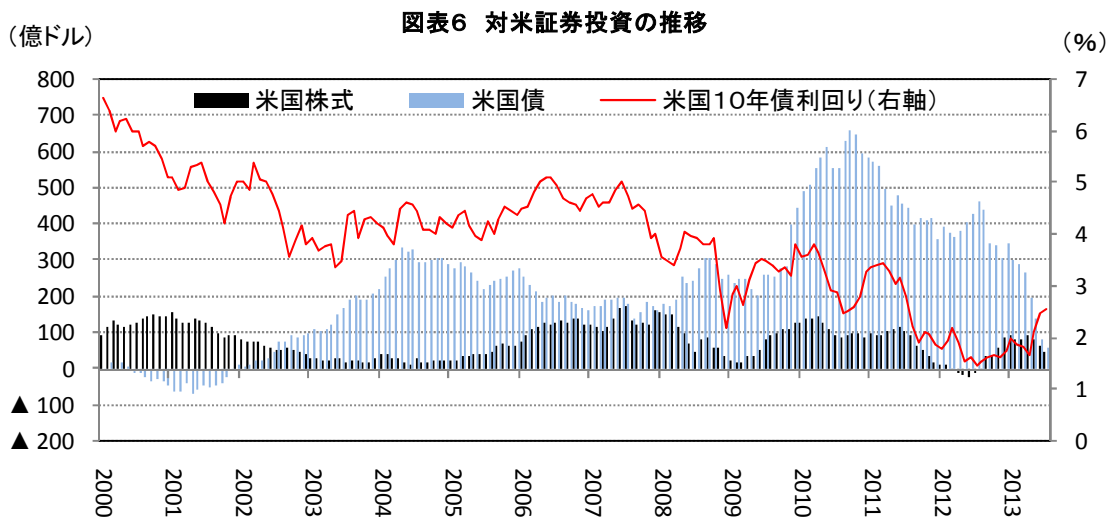


(注) 新興国はタイ、マレーシア、インドネシア、フィリピンとBRICs4カ国の計8カ国
 (資料) 米国財務省TICより三井住友信託銀行 調査部 作成

従って、QE3の縮小観測については、その後新興国の株価が大きく下落したことで、新興国からのマネーの『巻き戻し』といったマイナスの側面だけが強調されるケースが多いが、QE3の縮小議論の背景には、同時に米国経済の復調があり、それは中長期的には、米国の株価上昇を通じて、むしろ新興国へマネーを流入させるといった、プラスの側面をも併せて考える必要がある。つまり、足元のような米国株式市場の好調が続く限り、米国からの株式投資に限って言えば、新興国市場からのマネーの流出は起こりにくいと思われるであろう。

3. 債券投資が中心の海外からの対米証券投資

では逆に、QE3の縮小観測によって海外投資家(米国以外の投資家)からの『対米証券投資』にはどういった変化がおこっているのか、について次に見て行くことにしよう。先ず、海外投資家による対米証券投資の長期的な推移を見てみると、図表6が示す通り、その投資対象の中心は米国債であったことが分かる。

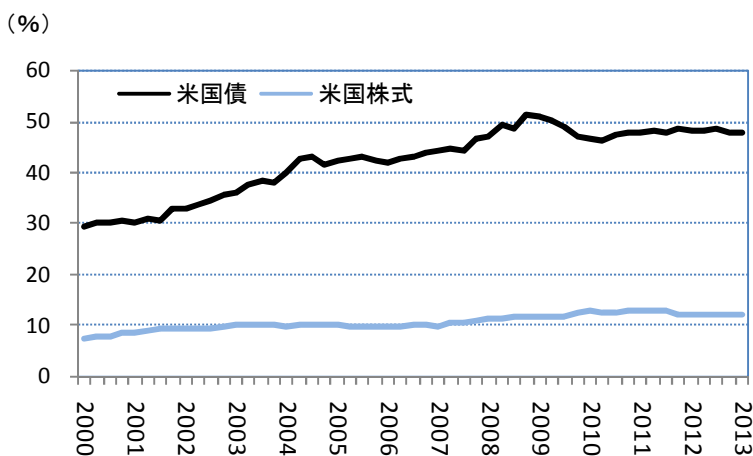


(注) 証券投資の金額は12カ月移動平均
 (資料) 米国財務省 TIC より三井住友信託銀行 調査部 作成

海外からの米国証券投資が米国債中心であった背景には、米国債が流動性と安全性の高さから現金に近い対象として見做され、投資家のリスク許容度が低下する局面では、退避先として米国債へ資金シフトが起こる(所謂、『質への逃避』)傾向が強いためだと考えられる。とりわけ、リーマン危機後の2008年後半より米国債への投資が急拡大している点はその証拠であろう。

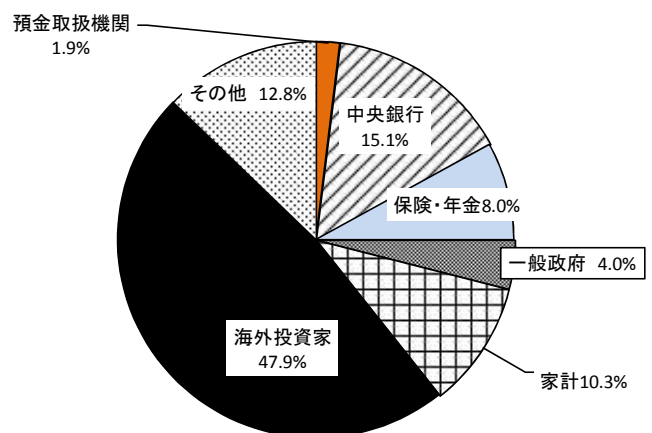
この結果、海外投資家による米国債の保有比率は全体の約5割を占めるに至っている(図表7, 8)。対して、米国株式の海外投資家による保有比率は1割程度であり、両市場において明らかな保有構造の違いがあることが分かる。これは、米国から新興国市場向けの証券投資が、主として株式を中心に行われ、QE3の縮小観測が、新興国においては株式市場に対してより大きな影響を及ぼした点と対照的であると言える。

図表7 米国の株式及び国債の海外投資家保有比率の推移



(注)2013年3月末時点
(資料)米国FRB「Flow of Funds」より三井住友信託銀行調査部作成

図表8 米国債の部門別保有割合



(注)2013年3月末時点
(資料)米国FRB「Flow of Funds」より三井住友信託銀行調査部作成

こうした点を踏まえて、以下では、対米証券投資のうちの米国債のみに焦点を絞って、その変化を見て行くことにする。

次頁、図表9は、海外投資家による米国債のネット買越し額(1カ月当たり平均値)の推移を時系列で見たものだが、これを見ると、QE3の縮小観測が浮上した5月以降に、海外民間部門による米国債の売却額が急拡大したことが分かる。特にQE3の縮小期待が十分織り込まれたと考えられる6月の数字では、海外投資家による米国債の売越し額は、海外民間部門による大量売却によって▲408億ドルと過去最大を記録した。

この間、具体的にどの国が米国債を売却したのかを、次頁、図表10の国・地域別の米国債投資額の推移で見ると、5月、6月とも、売越し上位国は、英国やカリブ地域、といったファンドの集積地によって占められ、その金額も大きいことから、ヘッジファンドによる売却も大きく関わっていたことが推測される。

しかし7月は、英国やカリブ地域からの米国債投資は逆に大量の買越しに転じており、ヘッジファンドを経由したと推察される資金は、売買の切り替えのタイミングが非常に早いといった特徴がここでも確認できる。

こうした海外民間部門の売買行動とは対照的に、海外公的機関による買越し額は単月でこそ大きなばらつきが見られるものの、均してみれば買越し基調は維持されている。この背景には、外貨準備を背景にしたと見られる中国らの継続的な投資が寄与していると見られる。

図表9 海外投資家による米国債のネット買越し額の推移(1カ月当たり)

年次	2009年	2010年	2011年	2012年	過去4年の 平均	2013年	2013年	2013年	2013年	2013年
						1～7月	1～4月	5月	6月	7月
米国債合計	449	586	360	347	436	▲ 17	▲ 40	110	▲ 408	339
公的機関	135	143	120	175	143	42	13	403	▲ 7	▲ 159
民間	314	443	240	172	292	▲ 59	▲ 53	▲ 293	▲ 401	498

(資料)米国財務省TICより三井住友信託銀行 調査部 作成

図表10 海外投資家による米国債投資の売越し及び買越し上位(1カ月当たり)

<売越し上位5カ国>												(単位:億ドル)	
	2011年	2012年	2013年1～7月	2013年1～4月	2013年5月	2013年6月	2013年7月						
1	中国 ▲ 39	ロシア ▲ 30	カリブ地域 ▲ 90	カリブ地域 ▲ 74	カリブ地域 ▲ 297	英国 ▲ 298	ルクセンブルク ▲ 71						
2	ロシア ▲ 22	ルクセンブルク ▲ 27	ルクセンブルク ▲ 43	ルクセンブルク ▲ 44	カナダ ▲ 53	カリブ地域 ▲ 157	中国 ▲ 65						
3	アイルランド ▲ 10	アイルランド ▲ 13	シンガポール ▲ 23	日本 ▲ 41	英国 ▲ 44	ブラジル ▲ 35	香港 ▲ 49						
4	ルクセンブルク ▲ 9	カリブ地域 ▲ 10	スイス ▲ 14	シンガポール ▲ 34	チェコ ▲ 37	香港 ▲ 33	メキシコ ▲ 47						
5	台湾 ▲ 5	ベルギー ▲ 6	ベルギー ▲ 14	スイス ▲ 28	ルクセンブルク ▲ 37	ロシア ▲ 26	シンガポール ▲ 30						

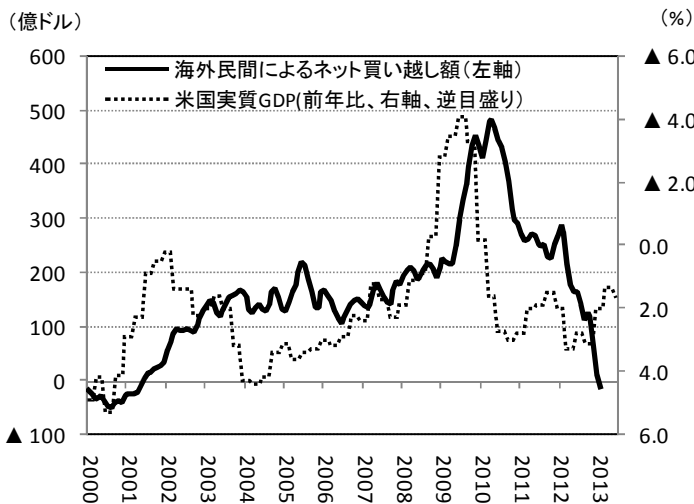
<買越し上位5カ国>												(単位:億ドル)	
	2011年	2012年	2013年1～7月	2013年1～4月	2013年5月	2013年6月	2013年7月						
1	英国 131	英国 82	中国 110	中国 122	中国 225	中国 122	日本 194						
2	日本 124	日本 73	フランス 83	フランス 88	フランス 89	日本 16	フランス 151						
3	フランス 70	フランス 70	アイルランド 14	英国 34	アイルランド 44	パナマ 15	英国 138						
4	ブラジル 40	中国 61	パナマ 11	アイルランド 14	香港 33	アイルランド 14	カリブ地域 119						
5	カナダ 15	カナダ 47	トルコ 10	トルコ 14	台湾 29	ポーランド 14	カナダ 71						

(注)数値は1カ月あたりの平均値。また、網掛けは、ヘッジファンドと関連が深いと見られる国または地域、及び中国
(資料)米国財務省TICより三井住友信託銀行 調査部 作成

ヘッジファンドを含む民間投資家の資金を中長期的に見ると、米国景気と逆方向に動く傾向がある(次頁図表 11)。一方の中国は、これまで外貨準備の増加に沿って米国債を積み増してきたが、その外貨準備の増加ペースは近年、鈍化傾向にある(次頁図表 12)。今後についても、貿易黒字の縮小に伴う為替介入の減少で外貨準備の増加ペースが鈍化していくとすれば、外貨準備の投資先としての米国債購入量も鈍化が続く可能性がある。加えて、QE3の縮小観測によって深刻な通貨安に見舞われているブラジルやインドネシアをはじめとする新興国においては、今後、自国通貨防衛の介入、すなわちドル売り自国通貨買いを行うなかで公的機関(財務省や中央銀行といった通貨当局)が、米国債の売却を加速させる可能性も考えられよう。

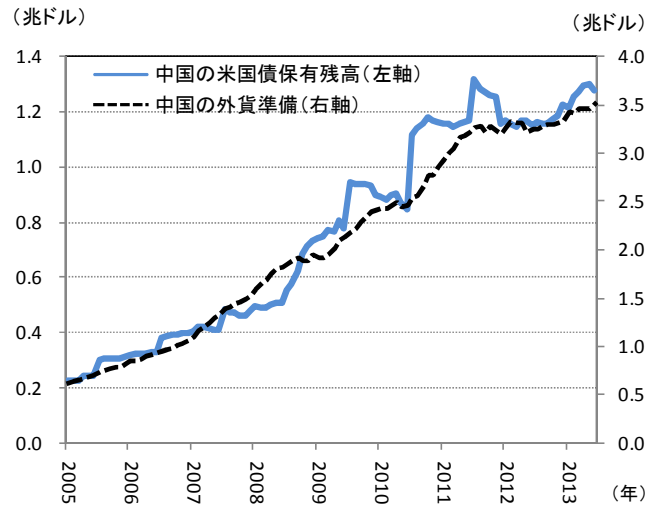
こうした点を踏まえると、米国債市場では、米国景気回復のみならず、海外投資家の動向によっても、長期金利に上昇圧力が掛かりやすい状況が続くと見るべきであろう。

図表 11 海外民間投資家の米国債買越し額と米国景気



(注) 買い越し額は当該月を中心とした12カ月移動平均 (年)
 (資料) 米国財務省TICより三井住友信託銀行 調査部 作成

図表 12 中国の外貨準備と米国債保有残高の推移



(資料) 米国財務省 TIC、Bloombergより三井住友信託銀行 調査部 作成

4. まとめ—新興国への証券投資フロー見る上では米国への動きの把握も不可欠

以上見てきたように、QE3の縮小観測は、巷では新興国市場からのマネーの『巻き戻し』を起こしたとの見方があるが、少なくともこれまでのところ、米国から直接新興国に向かう証券投資フローには、特段目だった変化は見られていない。英国やオフショア市場に拠点を置くヘッジファンド等を経由した短期的なマネーフローの変化はあった可能性はあるが、それは昨今、巷で多く指摘されている新興国からのマネーの『巻き戻し』とは一線を画するものだと考えられる。本来、QE3自体は金融政策としては異例の措置であり、QE3の縮小が米国景気の回復を前提に行われ、米国の株式市場が引き続き堅調に推移する限りにおいては、米国から新興国の株式市場への資金流入も続くとの見通しがメインシナリオとなろう。

一方、米国債市場においては、QE3の縮小自体が国債需給の悪化要因となるほか、景気回復そのものも米国長期金利の上昇要因となる。景気回復によって企業業績が回復し、株価の上昇と金利上昇が同時進行する局面は、業績相場の典型的なパターンではあるが、米国債の5割弱は海外投資家によって保有されており、また、QE3の縮小に伴い、海外投資家の売買動向が今まで以上に需給に影響を及ぼすことも考えられ、状況によっては長期金利に必要以上の上昇圧力が掛かる局面も想定されよう。仮に、米国債市場における大幅な金利上昇が米国株式市場の大幅な調整圧力をもたらした場合には、米国株価の下落に伴って投資家のリスク許容度が低下し、米国から新興国向けの証券投資が細るリスクも高まることになる。

従って、QE3の縮小が新興国の金融市場に与える影響を探るうえで、今後は米国から新興国へ流入する証券投資フローの変化はもとより、米国の金融市場、とりわけ米国債市場を左右する米国への投資フローの変化を探ることは、これまで以上に重要性を増してこよう。

(経済調査チーム 佐藤 秀彦 : Sato_Hidehiko@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。