

マネーフロー

世界のマネーフローの「逆流」による 日米長期金利の上昇が最大のリスク

欧州ソブリン危機が深刻化した場合、世界のマネーフローが逆流を起し、世界の金融市場は大混乱に陥る。

6

月17日に投票されたギリシヤ国会再選挙では、緊縮財政を支持する新民主主義党（ND）が第1党となり、連立政権が成立する見通しとなった。「ギリシヤのユーロ圏離脱」の可能性が低下したことを受け、国際金融市場では、株高・ユーロ高が一旦進行した。

今回の選挙結果を受け「最悪の事態」こそ回避されたものの、結論として、欧州のソブリン危機が解決したとの見方は時期尚早であり、今後不安定な状態が続く見通しである。

欧州におけるソブリン危機の深刻化は、様々なルートを通じて世界経済に悪影響を及ぼす。グローバルなマネーフローの動向に焦点を当て、2008年9月に発生したリーマン・ショック前後の状況と比較することを通じて、欧州のソブリン危機が再度深刻化した場合のリスクシナリオについて考察したい。

くまがい みつまる
熊谷 亮丸
(大和総研チーフエコノミスト)

ここで強調したいのは、リーマン・ショックや欧州のソブリン危機のような深刻な金融危機が発生すると、グローバルなマネーフローは「逆流」を起す傾向があるという点だ。

最初に、08年9月に発生したリーマン・ショック前後の、グローバルなマネーフローの変化について検証しておこう。

リーマン時と似た傾向

リーマン・ショック発生前（07年当時）のマネーフローには、以下の2つの特徴があった。

第1に、米国への資金流入という面では、英国、アジア、中南米という3地域からの主に米国の債券に対する投資が、米国の経常赤字のファイナンスを支えていた。

第2に、特に06年以降、米国から出入りする資金が両建てで増加していた。また、海外資本による対米投

資が債券投資中心であったのに対して、米国の対外投資は株式投資や直接投資のウエイトが相対的に高いという特徴があった。具体的には、米國資本は、中南米、アジア、オセアニアなどに、株式投資や直接投資という形で大量のリスクマネーを供給していた。

すなわち、当時の国際金融市場では、米国の債券市場が「扇の要」のような役割を果たす形で、グローバルな過剰流動性が両建てで米国に入り込んでいたのである。

しかし、08年秋にリーマン・ショックが発生すると、グローバルなマネーフローは、以下の4つの「逆流」を起こした。

第1に、米国への資金流入という面では、英国、アジアから米国への資金流入ペースは大きく減速し、対中南米では米国から中南米に資金が逆流した。

第2に、米國資本の動きを見ると、

対アジアの株式投資、対英国の債券、株式投資、対オセアニアの株式投資などが売り越しとなった。

第3に、米國とユーロ圏の間のマネーフローも逆流を起こした。07年時点では、米國からユーロ圏に向けてネットベースで1215億ドルの資金が流出していたが、リーマン・ショック直後の08年第4四半期には、ユーロ圏から米國に向けてネットベースで1282億ドルの資金（年率換算）が還流した。

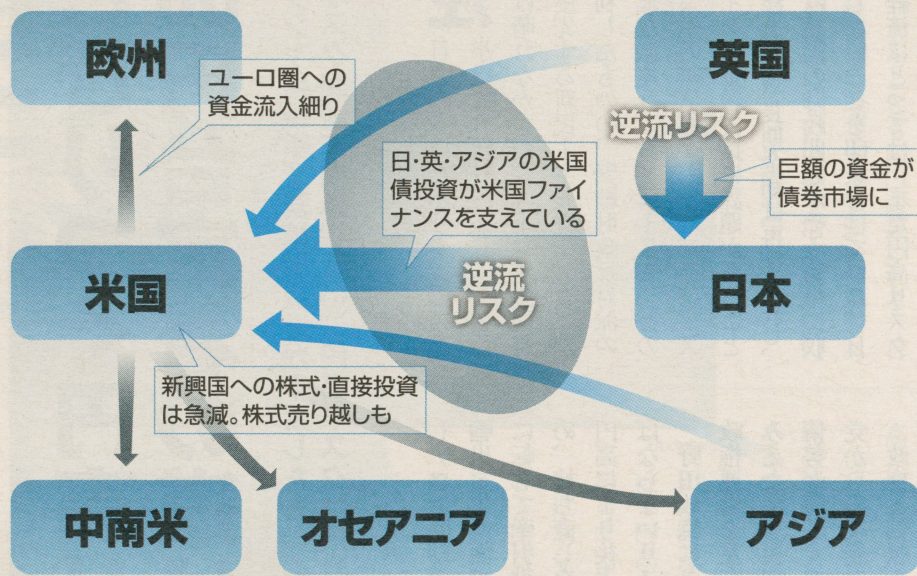
第4に、英国と日本間のマネーフローも逆流した。07年時点では、英国から日本に向けてネットベースで1585億ドルの資金が流出していたが、リーマン・ショック直後の08年第4四半期には、日本から英国に向けてネットベースで1014億ドルの資金（年率換算）が流出した。

現在のグローバルなマネーフローは、リーマン・ショック前後と非常に似通った特徴を有している。

統計で確認できる最新のマネーフローは、12年第1四半期時点のものだ。この時点までのマネーフローの特徴は、以下の4点に集約できる。

第1に、米国への資金流入という面では、日本、アジア、英国という3地域からの主に米國の債券に対する投資が、米國の経常赤字のファイナンスを支えている。07年時点との比較では、今回は、11年第3四半期

リーマン・ショック当時と似たマネーフローの動き



以降、日本国内での資金運用難などを背景に、日本から米国への資金流入のパイプが太くなっている点が特徴的である。

第2に、英国を中心とするマネーフローを見ると、英国から日本に対する巨額の資金流入（12年第1四半期のネットベースでは年率換算で8365億ドル）が確認できる。英国資本による対日投資の内訳を見ると、

そのほとんどがわが国の債券市場（同7857億ドル）に流入している。

第3に、07年当時と同様に、米国から出入りする資金は両建てで高水準に達している。07年当時同様、海外資本による対米投資が債券投資中心であるのに対して、米国の対外投資は株式投資や直接投資のウエートが相対的に高い。ただし、11年前半まで、米国資本は、中南米、アジア、オセアニアなどに、株式投資や直接投資という形で大量のリスクマネーを供給してきたが、足元では「リスクオフ」の動きが顕在化し、海外の株式を売り越している。

第4に、米国とユーロ圏の間では、11年前半までは、07年当時を上回る規模で米国からユーロ圏への資金流入が起きていた。ただし、足元では、米国からユーロ圏への資金流入はやや細まっている。国際金融市場で巨大な地殻変動が

起きた場合、マネーフローが逆流を起す傾向があることを勘案すると、欧州の「ソブリン危機」深刻化に伴い警戒すべきは、①米債券安、②日債券安、③新興国株の下落、④ユーロ安、の4点であろう。

第1に、日本、アジア、英国などからの米国への資金流入が細れば、「米債券安」のリスクが生じる。

第2に、英国から日本への巨額のマネーフローが逆流を起すと、「円債相場」の下落（＝長期金利の上昇）が懸念される。

第3に、米国資本がリスクオフの動きを強めると、中南米、アジア、オセアニアなどに向けたリスクマネーが収縮し「新興国株の下落」が懸念される。

第4に、米国とユーロ圏のマネーフローが逆流すると「ユーロ安」が進行する可能性がある。

日本はGDP4%減も

すなわち、信用不安が極限に達すると、これまで「安全資産」と思われてきた、米国や日本の国債までもが売り浴びせられる可能性が生じ

前の4つのリスクのなかで、第3、第4の動きは既に一部で顕在化している。従って、今後の最大のリスク要因は、日米両国における長期金利の上昇（＝債券相場下落）である。

この場合、逃避資金は、現金として保有されるか、金を中心とする貴金属の市場に流入し、世界的な金融市場の混乱が過ぎ去るのをじっと身を潜めて待つことになるだろう。

今後、日米両国で長期金利が急上昇（＝債券相場が暴落）し、グローバルな金融市場が大混乱に陥るか否かは、欧州ソブリン危機の動向次第であると言っても過言ではない。

大和総研で行った欧州ソブリン危機が日本経済に与える影響に関する、シミュレーションによれば、最悪のケースでは、日本の実質GDPは4%以上押し下げられるリスクがある。試算結果については、相当程度の幅を持つて見る必要があるものの、今後欧州ソブリン危機が深刻化した場合、日本経済がリーマン・ショック並みの打撃を受ける可能性があり要注意である。

最終的にリーマン・ショック並みの混乱が起きるか否かであるが、政策当局の対応次第である。具体的には、①金融システム危機を防止する「安全網（セーフティネット）」の整備、②各国の「財政主権」に切り込む形で構造改革、③将来的な「財政統合」まで視野に入れた、「欧州共同債」の発行やドイツからの財政移転、などを実現できるか否かが、欧州における「ソブリン危機」沈静化の鍵を握っている。

この場合、逃避資金は、現金として保有されるか、金を中心とする貴金属の市場に流入し、世界的な金融市場の混乱が過ぎ去るのをじっと身を潜めて待つことになるだろう。

今後、日米両国で長期金利が急上昇（＝債券相場が暴落）し、グローバルな金融市場が大混乱に陥るか否かは、欧州ソブリン危機の動向次第であると言っても過言ではない。

大和総研で行った欧州ソブリン危機が日本経済に与える影響に関する、シミュレーションによれば、最悪のケースでは、日本の実質GDPは4%以上押し下げられるリスクがある。試算結果については、相当程度の幅を持つて見る必要があるものの、今後欧州ソブリン危機が深刻化した場合、日本経済がリーマン・ショック並みの打撃を受ける可能性があり要注意である。