



### グローバル危機を受けた米国をめぐる資本フローの変化

#### ～米国の国際投資ポジションは維持可能か～

(財) 国際通貨研究所

経済調査部 上席研究員 山口綾子

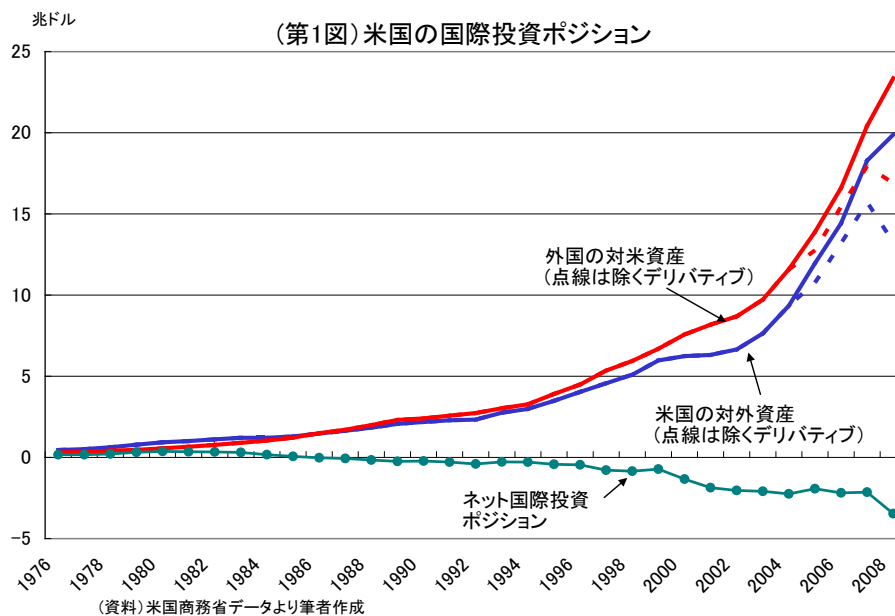
[yamaguchi@iima.or.jp](mailto:yamaguchi@iima.or.jp)

#### 要旨

1. 米国のネット国際投資ポジションの赤字は3.4兆ドルと世界最大である。特に2008年はドル高や、海外のリスク資産価格下落の影響もあり、赤字が大きく拡大した。
2. グローバル金融危機を受けて、内外の民間投資家は投資資金の自国回帰を強め、結果として、2008年には米国をめぐる資本フローは対内・対外とも減少した。他方で、米国をめぐる資本フローにおいて内外ともに公的部門の存在感が高まった。
3. ネットポジションの赤字をめぐることは、さまざまな議論がある。投資収益収支が黒字を維持していることや、米国が世界中から投資資金をひきつけている点などが、赤字を維持していける前提となっている。今回の危機でその持続可能性を懸念する声が高まっている。
4. 米国の経常収支赤字は2006年から縮小傾向にあるが、国内ISバランスからみて引き続き赤字は残るとみられる。こうしたなか即座にドル危機が起こるとは考えがたいが、リスクは多い。米国経済の安定的回復の鍵をにぎる出口戦略、および金融規制・市場改革の行方には十分な注意が必要であろう。

## 本文

米国は世界最大の債務国である。米国商務省の発表によれば、2008 年末現在米国の対外資産は 19.9 兆ドル(GDP比 139%)、外国の対米資産は 23.4 兆ドル(同 164%)で、前者から後者を引いたネット国際投資ポジション(以下ではネットポジション)は 3.4 兆ドルの赤字(同 24%)となった(第 1 図)<sup>1</sup>。ネットポジションの赤字幅は前年の 2.1 兆ドルから 1.3 兆ドルも拡大している。この拡大の内訳は、(1)2008 年中の資本収支黒字 0.5 兆ドル、(2)為替相場変動の影響(ドル高により米国の対外資産のドル建て価値が目減り) 0.6 兆ドル、(3)保有証券価格の変動の影響(米国が保有する外国証券の価値下落分から、外国が保有する米国証券の価値下落分を差し引いた額) 0.7 兆ドル、その他— 0.5 兆ドルであった。



ネットポジションの赤字は為替・資産価格の変化を考慮しなければ、毎年の経常収支赤字(=資本収支黒字)分だけ拡大していく。米国の経常赤字は 2002 年から 2008 年半ばまでのドル安(実質実効相場みて 3 割下落)の効果もあり 2006 年以降縮小傾向にあったが、2008 年後半以降にドル高へ転換したこと、当面財政赤字の拡大が続きそうなこと、米国の景気後退が底打ちしつつあること、などを考慮すると経常赤字は今後

<sup>1</sup>本稿のデータは、特記なき限り直接投資を再調達価格 (Current cost) で評価したもの。また、近年取引規模が大きくなっているデリバティブ取引を除くと、米国の対外資産 13.3 兆ドル、外国の対米資産 16.9 兆ドル、ネットポジションは 3.6 兆ドルの赤字であった(第 1 図中の点線部分)。

も続こう。このため、ネットポジションの赤字も当面拡大が続くとみられる<sup>2</sup>。問題は海外資本が今後も順調に米国に入り続けるかどうかだが、グローバル金融危機を受けて、米国をめぐる資本フローは大きく変化しており、米国の経常赤字のファイナンスを懸念する声は根強い。即時にドル危機が起こるとは考えがたいが、さまざまなリスクを抱えているのは事実である。本稿ではネットポジションをめぐる議論を整理するとともに、今後注意すべきリスクについて考察してみたい。

## 2008 年中の資本フロー：グローバル金融危機を受け、対内外投資ともに逆流

2008 年中の米国をめぐる資本フローは対内対外ともに大きく変化した。これは主として、内外の投資家が金融危機に際してリスクを回避するために、投資を本国へ引き揚げた（ホームバイアスの高まり）ことによる（第2図）。この結果、対内・対外ともに資本フローは大きく縮小した。

米国資本については、2008 年通年では 11 億ドルの流出と、2007 年の 1 兆 4720 億ドルから流出額が激減した。内訳をみると、民間資本が米国への資金引き揚げとなっているのに対し、これまであまり動きのなかった政府部門が大きく出超となっている。政府部門の出超は、連邦準備当局（FRB）が他中銀との為替スワップ取極めに基づき、外貨を受け取りドルを提供したため米国資産が増加（米国からの流出）したことによる<sup>3</sup>。民間資本についてみると、直接投資は出超を続けたものの、証券投資は株・債券とも売り越しとなり、銀行は海外貸出を回収（米国商務省によれば、これは米国にある外国銀行が海外資産を減少させたことによる）、ノンバンクも海外資金を引き揚げ（主として海外銀行からのドル預金の引き出し）、結果として大きく入超（米国への資金引き揚げ）となった。民間資本が通年のデータで入超となったのは、現統計で遡れる 1960 年以来初めてのことである。

四半期データでみると、2008 年第 2 四半期から「民間資金の引き揚げ、FRB による海外への資金供給」という傾向がみられる。リーマンショックのあった第 3 四半期から第 4 四半期にかけてこの傾向はさらに加速し、2009 年第 1 四半期にようやく従来のトレンドに戻った様子がわかる。

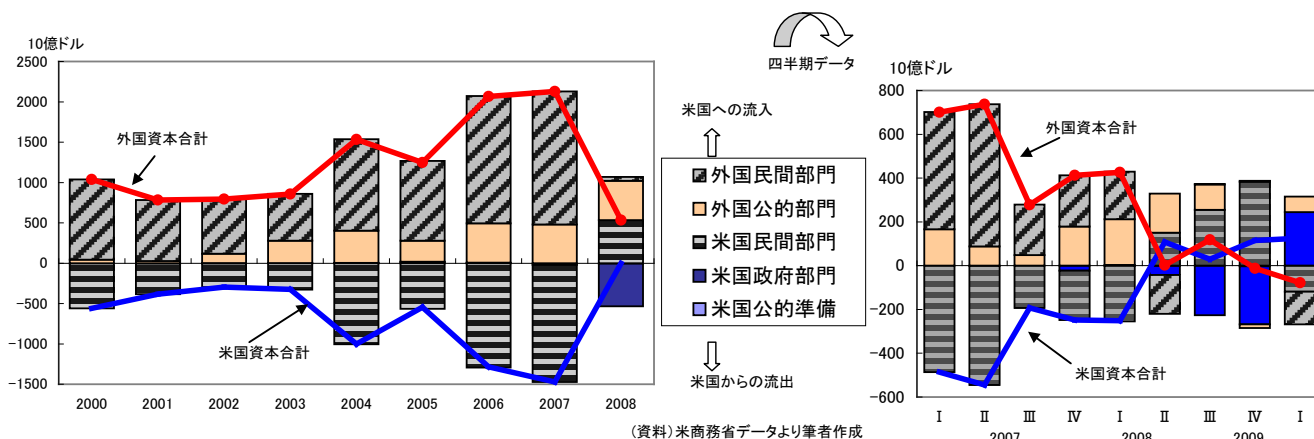
---

<sup>2</sup> なお短期的には、①2009 年は 2008 年より経常収支赤字が縮小、②2009 年末は前年比でドル安になる見込み、③リスクアセットの価格が戻りつつあることを勘案すると、2009 年末のネットポジションは 2008 年のような大幅な赤字拡大とはならない可能性が高い。

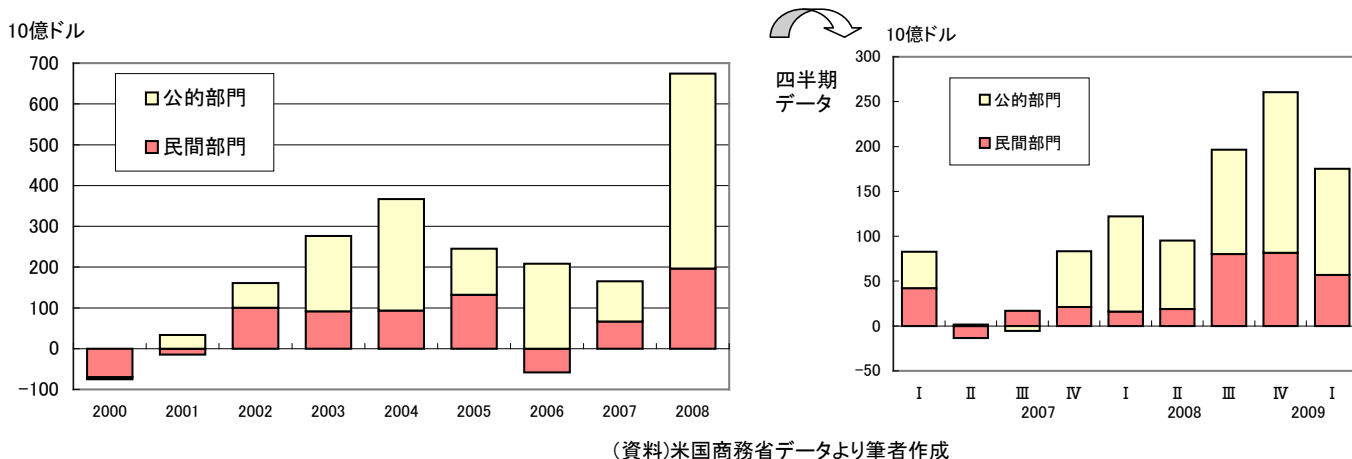
<sup>3</sup> なお、為替スワップ取極めに基づきドルを受け取った外国中銀はそのドルを当該国の企業に融資し、企業はそのドルを国際決済に使用した。このため、国際収支上では、外国資本による米銀の預金増加（もしくは貸出返済）という形で、米国への資本流入に計上され、米国資本の流出と相殺されている。

他方、**外国資本**についてみると、2008年通年での資本流入額は5340億ドルと2007年の2兆1290億ドルから急減した。外国公的部門は通年では前年と同程度の入超(米国への流入)となった。公的部門はエージェンシー債を売り越した一方で、米国債を大幅に買い越し、買い越し額は史上最高となった。なお、四半期データでみると第4四半期には7年半ぶりに出超となっている。米国商務省によれば、これは外国中銀がドル高のなかで自国通貨買い介入を行い、準備資産を売却したことによる。一方で、外国民間部門からの資本流入は急減した。内訳をみると、対米証券投資については、外国人による米国債の買い越しが特に第4四半期に急増し、通年でも1970億ドルと、前年の670億ドルから大幅な増加となった。安全資産としての米国債(特に短期債)のニーズが高まったためとみられる。他方で、エージェンシー債は1300億ドルの大幅売り越しとなった。株式はかろうじて買い越しを維持したが、買い越し幅は前年と比べ大幅に縮小した。社債の買い越しはほぼゼロであった。銀行部門については、世界中

(第2-1図) 米国をめぐる資本フロー



(第2-2図) 外国部門による米国債買い

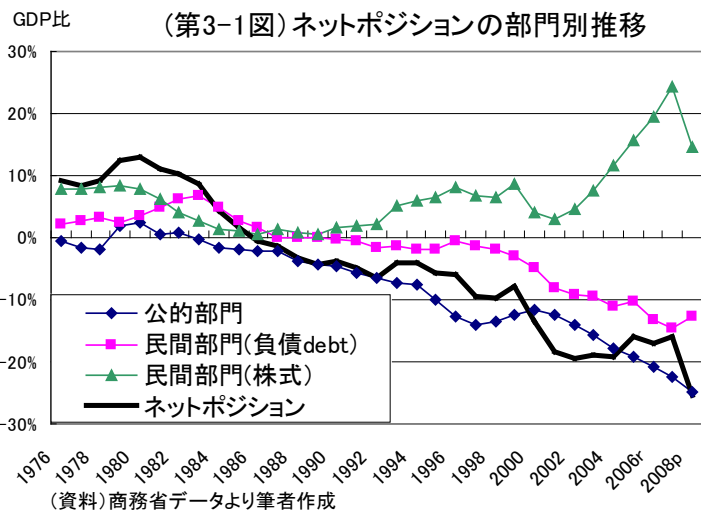


の短期金融市場が逼迫し、バランスシートのデレバレッジが進むなかで、米国銀行からのドル預金の引き出しが起こった。

以上のような、金融危機に際しての世界的な投資資金の本国回帰は、米国への資金流入減につながり、経常赤字国である米国のファイナンスをおびやかすと懸念する声は根強い。しかし他方で、危機が深刻化するなかでのドル高への転換、その背景にある「質への逃避」としての米国国債投資の増加などを、基軸通貨国である米国が特別な国であることの証左とみることもできるかもしれない。

### ネットポジション赤字拡大の過程

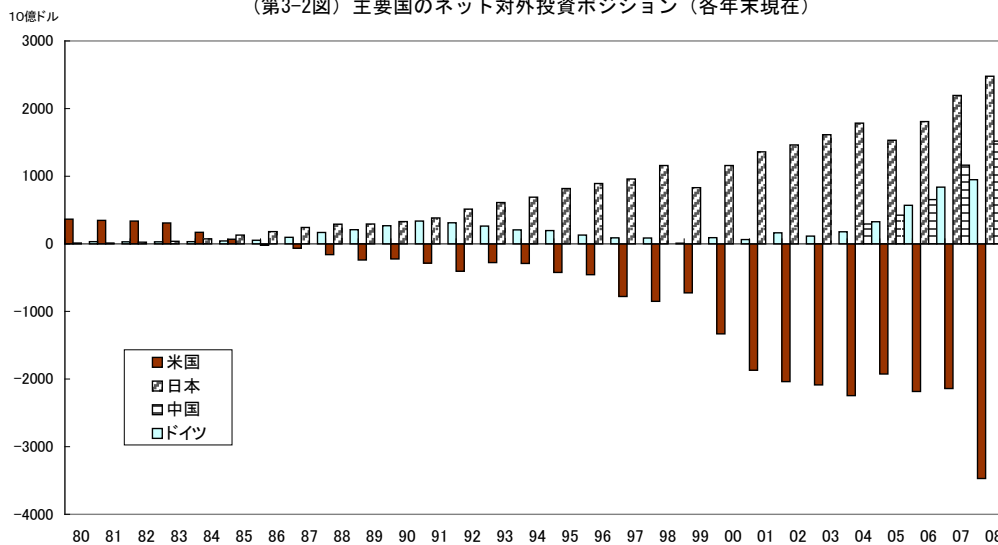
米国のネットポジションの赤字が拡大した過程を振り返ってみる。1980年代初め以降、米国の経常収支赤字が定着したことに伴い、米国への外国資本流入が増加した。この結果、1986年にネットポジションは赤字となり、その後毎年赤字幅は拡大してきた(第3-1、2図)。この間のネットポジションの部門別推移をみると、グラフか



らわかるように、90年代までは民間部門はほぼ全体としてプラスを維持していた。90年代までの赤字は公的部門の問題であった。公的部門の赤字拡大は2000年以降も続いたが、これは中国やアジア新興国、中東産油国などの外貨準備の積み上がりによるものである。一方、2000年以降の民間部門は、米国が保有する海外株式の増価でかなり相殺されたが、対外負債(debt)が急増した。これは海外部門による米国社債買いの増加によるものである。2000年代の社債発行額の5割は資産担保証券であり、証券化商品バブルのなかで、海外部門もかなり証券化商品に手を出していたことが推察される。2000年-2007年の社債発行額の4割が海外投資家によって消化された。なお2008年後半には海外部門は米国社債を売り越したが、2009年3月末現在、依然として社債発行残高の3割弱を海外投資家が保有しており、証券化商品などを含む社債市場への影響が無視できなくなっている。

また、世界の中での米国のネットポジションの位置づけをみると、1980年代初頭米国は世界最大の債権国であった。1980年代の米国経常収支赤字の拡大の過程で、経常

(第3-2図) 主要国のネット対外投資ポジション (各年末現在)



(注)アメリカは直接投資残高を再調達価格評価したベース。中国は2004年以降からしか統計なし。  
(資料)米商務省、Survey of Current Business、財務省「本邦対外資産負債残高」、中国国家統計、IMF、International Financial Statisticsより筆者作成

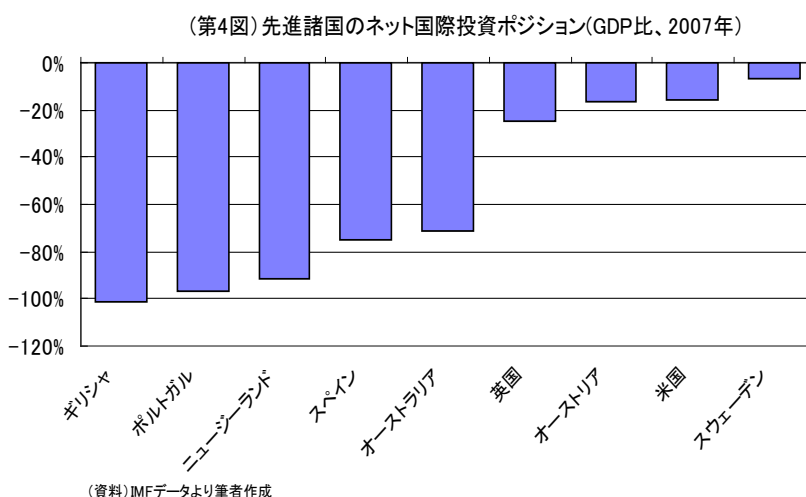
収支赤字の最大の相手国は日本であった。1980年代以降、日本では金融資本取引の自由化が進められ、国際化が進展したことを背景に、対外資産の黒字が積み上がってきた。日本は2008年まで18年連続で世界一の対外純債権国となっている。米国のネットポジションの赤字拡大は、日本のネットポジションの黒字拡大と表裏一体の関係にある。他方、2000年代半ば以降、黒字国としての中国の存在感が際立ってきた。中国は2006年には日本、ドイツを抜いて世界一の経常収支黒字国となったが、ネットポジションも(2004年からしか統計が入手できないが)年々黒字拡大を続け、2008年末には1.5兆ドルとドイツを抜いて、日本の2.5兆ドルに迫る存在となっている。また外貨準備だけでみれば、中国は2006年から日本を抜いて世界一の外貨準備保有国となった。外貨準備の主たる運用先である米国債の保有者としての存在感も高めており、米国債の保有残高でも2008年9月以降、日本を抜いて1位となっている。2009年5月現在、中国は米国債の海外保有分(発行残高の5割)の1/4弱を占め、日中合わせると45%にもなる。こうしたなかで、近年中国が外貨準備運用多様化の議論を活発に展開し、SDR等による運用を提案していることは、米国にとって国債の安定的消化の観点からも脅威となりうるといえよう。

### 米国のネット国際投資ポジションの赤字は大きすぎるのか?

Peterson Institute のCline(2009)の試算によれば、現在GDP比24%のネットポジションの赤字は、財政についてかなり楽観的な標準シナリオ(財政赤字が早期にGDP比2%まで縮小し、その後も同水準で安定)のもとで2030年には70%に拡大する。財政悪

化を受けた財政悲観シナリオ（2030年でGDP比10%の財政赤字を想定）では、この比率は140%までに拡大することになる。なお、FRBスタッフのBertaut(2008)の試算では2020年に60%程度と試算されている。この数値は大きすぎるのだろうか。

国際比較が可能な直近のデータ（2007年末）をみると、GDP比でみた米国の赤字は先進国のなかで突出して大きいわけではない。現在の米国より赤字が大きい国はいくつかあり、このうち5カ国（ギリシャ、ポルトガル、ニュージーランド、スペイン、オーストラリア）は米国が10-20年後に達すると試算される60-70%を上回っている(第4図)。また、Bertaut(2008)によれば、先進国が経常収支の大幅調整を余儀なくされた過去の事例について、その時点でのネットポジションを比較してみると、40%超の赤字(フィンランド1991年、オーストラリア1989年、カナダ1993年)から10%の黒字(英国1989年)まで分散している。ネットポジションの赤字について、必ずしも万国共通の警戒水準があるわけでもないようだ。



米国のネットポジションの赤字の大きさが問題となるのは、①ドルの為替相場やドル資産価格の下落リスク、②利払いにより所得が海外に流出し、将来の生活水準の低下を招くこと、③米国の政治・安全保障面での国際的リーダーシップや政策の自由度の低下につながること (Posen(2009))、などの点である。なかでも①のリスクは、投資家が一度「赤字が大きすぎる」と判断すれば、米国への資本流入が止まり、ドル資産価格は下落し、国際金融市場は混乱に陥る。赤字が大きすぎるかどうかの論点の中心は、(1)米国の返済能力、(2)外国投資家の米国資産への投資意欲の2点である。

#### (1)米国の返済能力

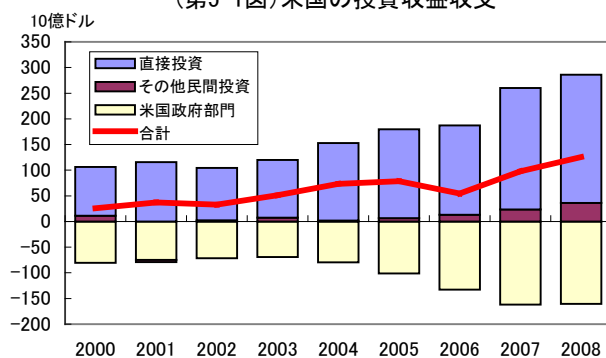
返済能力について考えるときに問題となるのが、投資収益収支である。米国ではネットポジションの赤字拡大がすでに20年にわたっているにもかかわらず、投資収益収支は依然としてプラス(米国の受け取り超)を維持している(第5-1図)。内訳をみると、

直接投資に関する米国の受け取り超幅が大きい。実際に資産残高と国際収支上の投資収益から試算した収益率をみると、その他投資の収益率については外国よりわずかに高いにすぎないが、直接投資については外国の対米投資収益率をはるかに凌駕している(第5-2図)。この高い収益率が、現在まで米国の投資収益収支を黒字に保ってきた。米国の直接投資が外国の対米直接投資より収益力がはるかに高い点については、米国企業のマネジメント力・プロジェクト選別力の高さ、米国企業の投資の歴史の長さ、米国市場の競争の激しさ、税制の違いなどが理由として指摘されている。

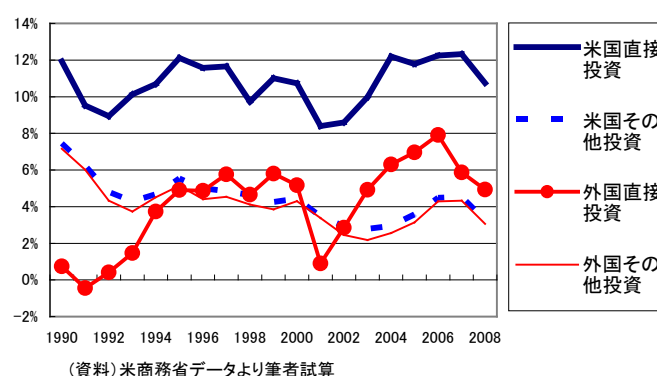
米国の投資収益収支についてのBertaut(2008)、Mann(2009、標準シナリオ)などの試算では、この収益力格差を前提にして、2020年から2030年でも投資収益収支はGDP比1/2~1%弱のマイナスにとどまり、返済能力がドル危機のきっかけになるリスクは小さいとされている<sup>4</sup>。この収益力格差が持続しないとの前提にたてばシナリオは違ってくるが、これまで持続してきた米国の優位性が急に逆転するケースは考えがたい。

しかし一方で、ネットポジションの赤字と投資収益収支の黒字の並存は英国も同様であり、Buiter(2008)は、これは米英両国(ウォールストリートおよびシティ)が世界の銀行のような役割(安く調達した資金で高いリターンを獲得)を果たしてきたためであるが、今回の金融危機は米英の優位性を損ない、今後はこれまでのような収益率格差は望めないだろうとしている。こうした見方をとると、米国は返済能力を維持するために、経済を大幅に減速させ、経常収支赤字を大幅に縮小する必要がある。

(第5-1図)米国の投資収益収支



(第5-2図)内外投資の収益率



<sup>4</sup>前述の Bertaut による先進国の経常収支調整の研究では、22 事例中 9 事例で、経常収支調整が開始された年の投資収益収支は GDP 比 3% 超のマイナスであった。



## (2)外国人の米国資産への投資意欲

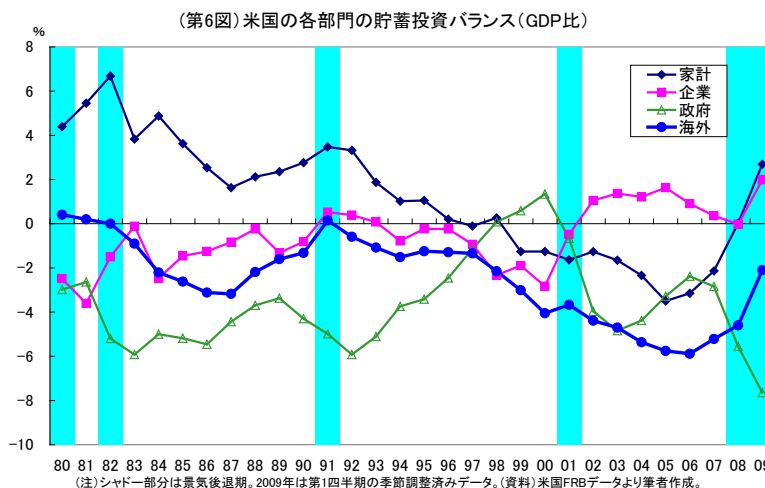
どれだけ米国が赤字を出しても、これまでのように外国人が米国へ積極的な投資を行えば、経常赤字のファイナンスを心配する必要はない。しかし、米国が赤字を出し続ければ、外国人投資家はドル資産への偏重がポートフォリオのリスクを高めることを懸念し、追加的なドル資産の購入に消極的となるかもしれない。この点について、Bertaut(2008)は、米国が毎年経常赤字を拡大してきたにもかかわらず、「外国人のポートフォリオのなかで米国資産の割合は目だって上昇はしていない。外国人投資家は米国資産をアンダーウェイトしてきており、米国資産への投資を増やす余地は十分ある」としている。もっとも Mann(2009)は標準シナリオでは特に問題にならないが、財政悲観シナリオの試算では、外国人投資家が追加的な投資のすべてを米国資産への投資に向けなければ、米国の経常収支赤字を吸収できず、数年のうちにドル資産は大幅な調整を余儀なくされる可能性があるとしている。

Forbes(2008)は、米国が外国人投資家を引きつける要因として、米国の高度に発展した金融市場、充実した投資家保護などがもっとも重要と結論づけている。このことは、今後新興国が金融市場の育成を進めていくなかで、ゆっくりしたペースではあろうが、米国への資金の流れが変化する可能性があることを意味する。また、米国市場の優位性を傷つけるようなことがあれば、資本流入が止まるリスクは十分ある。サブプライム危機はすでに世界の金融のスタンダードであった米国への信頼を低下させており、今後の規制・市場改革が十分に議論を尽くされ評価できるものでないと、資本流入が細るリスクは否定できない。

## 貯蓄投資バランスからみた今後の米国の経常収支赤字

米国の赤字をアジアの黒字でファイナンスするというグローバルインバランスがサブプライム危機の背景にあったことは、衆目の一致するところである。米国の経常収支赤字の背景にある貯蓄投資バランスをみると、経常収支の赤字体質が定着した 80年代には、政府と企業が赤字の主役であった(第6図)。90年代には長期に亘る好景気のなかで、財政赤字が大きく縮小する一方、家計の貯蓄率の低下と企業の投資率の上昇(IT投資ブーム)により、国全体の投資超過が拡大した。ITバブル崩壊後の景気後退は企業の投資意欲を冷え込ませ、企業は一転して貯蓄超過となった。一方で、財政赤字は再び拡大し、また景気後退に伴う低金利の中で住宅投資ブームが過熱して家計の投資超過幅が拡大することで、経常収支赤字の対GDP比率が史上最高の6%を超えるに至った。サブプライム危機をきっかけに、家計の貯蓄率が急上昇する一方で住宅

投資は急減、企業の投資も急減したことで貯蓄超過幅が増加する一方で、政府部門の赤字は急増している。この結果、国全体としての貯蓄投資バランス（＝海外）では赤字が縮小し、ピーク時の6%超から2009年第1四半期には3%を下回るに至っている。



住宅バブル崩壊を受け、今後当面米国の家計は、消費を抑制し、貯蓄率を上げ、過剰な負債を返済していかざるをえないだろう。消費の伸びが見込めないなかでは企業部門が設備投資に積極的になるとは考え難く、キャッシュフローの範囲内での慎重な姿勢を維持しよう。一方で景気後退に伴う税込減と景気対策に伴う支出増加から急速に悪化した財政収支は、2009年度には1.6兆ドル(GDP比11%)の赤字、その後も1兆ドルを超える赤字が2011年度まで続くと見込まれている(議会予算局)。このため、国全体の貯蓄投資バランスの合計としての経常収支については、足元の急速な縮小ペースを維持することは困難であろう。

## 終わりに

米国のネットポジションの赤字が大きく、また経常収支が赤字であっても、海外投資家が米国資産を積極的に買い続ける限り、赤字を維持することはできる。実際、サブプライム危機前には、アジアを中心とした新興国を始めとする世界中から米国に流入した資金が長期金利の水準を押し下げ、それがさらに米国での投資を活発化させ、好景気の持続をもたらしていた。こうしたなかで、1980年代にはGDP比3%半ばの経常収支赤字の大きさが問題視されたのに対し、危機前の景気拡大局面では赤字は6%超まで拡大した。

基軸通貨国である米国は債務の多くがドル建てであるため、ドルが下落しても債務が急増することはない。一方で外貨建て資産の価値は増加するため、ネットポジションの赤字は縮小する。このため他国と比較し、より大きな赤字の持続が可能だとする

見方もある。しかし、これは米国の経常赤字の調整の必要がないことを意味するものではない。

問題は、今後も必要な不均衡の調整が、為替相場や、株・債券などのドル資産価格の急激かつ大幅な変動をもたらすかどうかにある。その意味で、今後注意が必要なのは、①米国の出口戦略——タイミングおよびスピードが早すぎても遅すぎても米国の安定成長を脅かす——、②新しい金融秩序構築に向けての米国内外の議論の行方——米国市場が引き続き魅力的な投資対象であり続けるか——であろう。

特に前述の Cline(2009)、Mann(2009)の試算にみられるように、財政悪化シナリオのもとでは、経常収支赤字のサステナビリティが懸念され、ドルの急落リスクが高まる。中期的な財政の安定が何よりも重要な課題であろう。

(参考文献)

Bergsten,C.Fred,editor, WilliamCline, CatherineMann, Adam Posen, “The Long-Term International Economic Position of the United States” Peterson Institute for International Economics, May 2009

Bertaut Carol, S.Kamin,C.Thomas, “How Long Can the Unsustainable U.S. Current Account Deficit Be Sustained?” FRB-IFDP, July 2008

Forbes, Kristin “Why do foreigners invest in the United States?”, NBER-WP, April 2008

Buiter, Willem H., "Central Banks and Financial Crises" A Symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, August 2008

米国商務省プレスリリース、Survey of Current Business 各号

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。

Copyright 2009 Institute for International Monetary Affairs (財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3245-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <http://www.iima.or.jp>