

## 米国への資本流入は持続的か

伊豆 久

はじめに

本誌前月号拙稿（「米国の貿易赤字について」）では、米国の貿易赤字増大をめぐる議論を整理した。本稿では、続いて国際資本フローを取り上げる。

史上最長の好景気を持続させてきた米国経済も、今年に入って、その変調が明らかとなってきた。連銀は矢継ぎ早に金融緩和策を打ち出しているものの、株価は不安定な動きを続けている。米国経済は転換期に入ったと言えるだろう。

だとすれば、米国経済の国際面での最大の課題は、史上空前の規模に達した貿易赤字をどうするか、である。言い換えれば、ドル高政策を支えてきた資本の流入は今後も持続するのか、あるいはドル高政策からの転換はあるのか、という問題である。前月号でも述べたように、貿易赤字（経常収支赤字）は資本収支の黒字と同義であり、これまで米国景気を支えてきた資本流入が縮小すれば、ドル安政策への転換という選択も現実味を帯びてくる。本稿では、こうした関心から九〇年代末の米国への資本流入の特徴を検討する。

### 1 民間ベースの資本流入の増加

表1は、九〇年代の資本収支の推移をまとめたものであるが、まず、ここから九〇年代末の特徴を拾い出して

表1 米国の資本収支

	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年
経常収支	6,616	-47,724	-82,681	-118,605	-109,457
米国保有	合計	-64,388	-74,410	-176,056	-352,376
海外資産	公的資本	8,687	2,234	-1,730	4,956
の増加 <sup>1)</sup>	民間資本	-73,075	-76,644	-198,822	-181,012
(資本輸出)	直接投資	-37,889	-48,266	-83,950	-80,167
	証券投資	-45,673	-49,166	-146,253	-60,309
	非銀行部門	11,097	-387	766	-36,336
	銀行部門	-610	21,175	30,615	-4,200
外国保有	合計	110,808	170,663	282,040	305,989
在米資産	公的資本	17,389	40,477	71,753	39,583
の増加 <sup>2)</sup>	民間資本	93,420	130,186	210,287	266,406
(資本輸入)	直接投資	23,171	19,823	51,362	46,121
	米国国債投資	18,826	37,131	24,381	34,274
	証券投資 (国債を除く)	35,144	30,043	80,092	56,971
	米国通貨	15,400	13,400	18,900	23,400
	非銀行部門	-3,115	13,573	10,489	1,302
	銀行部門	3,994	16,216	25,063	104,338
その他資本収支 <sup>3)</sup>		-4,479	612	-88	-469
誤差脱漏		-48,557	-49,141	1,281	-10,859

	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年
経常収支	-123,318	-140,540	-217,138	-331,479	-435,377
米国保有	合計	-413,923	-488,940	-430,187	-553,349
海外資産	公的資本	5,679	-942	-7,205	11,498
の増加 <sup>1)</sup>	民間資本	-419,602	-487,998	-328,231	-441,685
(資本輸出)	直接投資	-91,885	-105,016	-146,052	-150,901
	証券投資	-149,829	-118,976	-135,995	-128,594
	非銀行部門	-86,333	-122,888	-10,612	-92,328
	銀行部門	-91,555	-141,118	-35,572	-69,862
外国保有	合計	571,706	756,962	482,235	753,564
在米資産	公的資本	126,724	18,876	-20,127	42,864
の増加 <sup>2)</sup>	民間資本	444,982	738,086	502,362	710,700
(資本輸入)	直接投資	86,502	106,032	186,316	275,533
	米国国債投資	154,996	146,433	48,581	-20,464
	証券投資 (国債を除く)	130,240	197,892	218,075	331,523
	米国通貨	17,362	24,782	16,622	22,407
	非銀行部門	39,404	113,921	-7,001	34,298
	銀行部門	16,478	149,026	39,769	67,403
その他資本収支 <sup>3)</sup>		693	350	637	-3,500
誤差脱漏		-35,158	-127,832	69,702	11,602

1) 増加：- (マイナス) 表示

2) 増加：+ (プラス) 表示

3) 移民の持込財産など。

(出所) 米国内務省経済分析局 (www.bea.doc.gov/bea/dil.htm)

みよう。最も大きな変化は、民間資本を中心とした資本流入の増大である。民間資本の比率は、九五年の七六・四％から昨年には九六・二％にまで上昇している（逆に、外貨準備等からなる公的資本は二三・六％から三・八％に低下）。そして、民間資本の内訳を見ると、第一に直接投資の急増が目立つ。九一年では二三二億ドル、九五年でも五七八億ドルに過ぎなかった海外からの対米直接投資は、九七年には一、〇〇〇億ドルを超え、昨年には三、一六五億ドルに達している。この結果、米国からの対外直接投資を差し引きした直接投資収支を見ると、米国は九七年から入超に転じ、二〇〇〇年は一、五四九億ドルの受入れ超過となっているのである。第二の特徴は、海外からの米国国債投資がマイナス（買付けを上回る売却）に転じる一方で、株式や社債など「国債以外の証券投資」が大幅に伸びていることである。財政収支の黒字化を反映して、海外からの米国国債購入額は大幅に減少、九九年から二年続けて売却額が購入額を上回るマイナス投資となっている。その一方で、国債以外の証券（主として株式と社債）への投資が増加し、その額（二〇〇〇年で四六五九億ドル）は、九一年の一三億、九五年と比較しても五倍になっているのである。

このように、九〇年代末の資本収支黒字の特徴は、海外民間資本による米国民間部門への投資となっている点にあるが、このことが、へ九〇年代末の米国内閣収支に問題はないとする見解の有力な根拠ともなっていた。すなわち、へ貿易赤字は資本収支黒字の反映であり、その流入資本が民間主体であるのは、米国企業の期待収益率の高まりが外国民間資本を呼び寄せたということである。その結果としてのドル高・貿易赤字は、市場メカニズムに沿った世界的な資本の最適配分の結果にはかならず、米国経済の弱さではなく強さを反映したものであるとの見方である。しかしながら、こうした主張も、企業業績の下方修正が続く現在の状況からすれば、その前提が揺らいできたと言えるかもしれない。

## 2 九〇年代半ばの資本収支

九〇年代末の特徴をさらに明らかにするために、九〇年代半ばと比較してみよう。というのは、九〇年代前半は米銀危機の影響が強く、現在との違いが大きすぎるが、九〇年代半ばは、すでに米国内においては長期好景気が本格化しており、かつ対外的にはアジアや中南米が新興市場ブームに沸き、米国を軸とした国際的な資金循環が注目された時期だからである。<sup>(1)</sup>

具体的に、まず、九〇年代半ば当時の銀行ルートでの資本輸出の動きを見てみよう。銀行からの資本輸出は、九二年、九三年と連続して回収超過（国際収支表ではプラス表示）となっていたが（米銀危機）、九〇年代半ばになると様相は一変、九五年には七五一億ドル、九六年九一六億ドル、九七年一、四一一億ドルと海外向け融資が急速に拡大している。<sup>(2)</sup>

また、直接投資も、米国からの対外投資が海外からの対米投資を上回っており、その出超額は、九四年には三四〇億ドル、九五年には四一〇億ドルに達している。米国からの積極的な資本輸出が見られるのである。

次に、こうした米国の対外投資をファイナンスしていた海外から米国への資本の流れを見てみよう。ここで大きなウエイトを占めていたのは、公的資本と米国債投資である。九五年時点で流入資本の二三・六%、九六年で二二・二%を公的資本が占めている（すでに述べたように、その後、公的資本の流入額は減少し、流入資本に占める比率は、九九年で五・七%、二〇〇〇年で三・八%に低下している）。これは、当時、ドルが、九五年春の「ドル」八〇円一一・三五マルクという安値を付けた直後の時期にあたり、大量のドル買い市場介入が行われた結果、海外通貨当局の保有ドルが増加したためである。また、民間部門を見ても、九五年、九六年とも国債投資がそれ以外の証券投資を上回っており、九〇年代末と対照的である。

すなわち、九〇年代半ばの米国の対外資本取引は、単純化すれば、海外諸国の通貨当局によるドル準備の積み増しや民間部門による米国債投資の形で資金を集め（それによってドル・レートを引上げ）、それを（自国の経常収支赤字のファイナンスに用いる他）銀行融資や直接投資として海外に還流するものだった、ということになる。

これをIMFの九七年の世界資本市場報告は次のように表現している。「こうした資本フローは、合衆国はグローバルな資金仲介者の役割を果たしているとの見解と一致している。すなわち、合衆国は、合衆国政府債や高格付社債などの相対的に安全で流動性の高い金融資産を、相対的に高い利回りで提供することによって国際的資本を引き寄せ、そうした資本を、国際的市場を通じて、高い利回りの得られる流動性の低い資産に投資しているのである」<sup>(3)</sup>。

つまり、マクロ的に見ると、米国は、外貨準備や国債といったリスクが小さく流動性の高い資産を提供して海外資本を集め、それを直接投資や銀行融資などリターンは高いが、流動性は低く、リスクの大きい資産に投資しており、いわば「世界の銀行」としてリスク転換機能、流動性転換機能を果たしているというわけである。

米国の投資先を具体的に見てみよう。表2は、銀行部門を通じた米国からの資本輸出を地域別に見たものである。ここから、九〇年代半ば、経営危機から回復した米国の銀行の対外融資のかなりの部分が、中南米やアジアといった新興市場向けになされていたことがわかる。中南米とアジアを合計すると九六年のシェア（二五・一%）は、英国を除いた欧州地域のシェア（二一・六%）を上回っている。カリブ海や英国のオフショア市場を経由した資金も多くが新興市場に投資されたと推測される。

確かに、この点だけからすれば——それらが、結果的には九七年夏から始まるアジア通貨危機を予測できず、さらにはその一因ともなったことは、ここでは措くとして——、米国が、グローバルな資金仲介機能を担っていると言いうことも可能であろう。しかしながら、米国がそうした機能を果たせたのは、IMFの前掲報告書が言う

ような「合衆国の機関投資家とグローバルな金融機関が、世界の高収益市場への投資に関して先進的な知識、専門性、グローバルな拠点を保有していると広く認識されている」<sup>(4)</sup>からだけではない。というのは、当時の米国への流入資本において大きなウェイトを占めている海外通貨当局によるドル買い市場介入は、その多くが、為替切上げ圧力に直面した新興市場諸国とドル安円高を回避するための日本によるものだからである。つまり、大量の直接投資が流れ込んだタイを初めとする新興市場は、固定相場制を維持するためにドル買い介入を行っており、米国の金融仲介機能は、こうした新興市場諸国による為替リスク負担によって初めて機能しえたのである。そして、よく知られているように、こうした周辺諸国における為替リスクの負担は、これまでのドル本位制において不可欠の要素であ

表2 在米銀行の対外債権の増加

(100万ドル)

	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年 (1-9月)
工業国	-44,402 (59.1%)	-49,030 (53.6%)	-57,876 (41.0%)	-36,776 (103.4%)	-63,433 (90.8%)	-73,451 (151.2%)
西欧	-32,230 (42.9%)	-38,333 (41.9%)	-60,757 (43.1%)	-50,296 (141.4%)	-105,283 (150.7%)	-60,168 (124.8%)
英国	-13,842 (18.4%)	-18,566 (20.3%)	-25,628 (18.2%)	-14,984 (42.1%)	-36,433 (52.1%)	-25,395 (52.3%)
西欧 (英国を除く)	-18,388 (24.5%)	-19,767 (21.6%)	-35,128 (24.9%)	-35,312 (99.8%)	-68,850 (98.6%)	-35,223 (72.5%)
日本	-10,033 (13.4%)	3,396 (-3.7%)	5,656 (-4.0%)	36,548 (-102.7%)	20,917 (-29.9%)	-7,281 (15.0%)
カリブ海 金融センター	-25,311 (33.7%)	-17,358 (19.0%)	-66,891 (47.4%)	-13,944 (39.4%)	-20,423 (29.2%)	25,735 (-53.0%)
その他	-5,395 (7.2%)	-25,166 (27.5%)	-16,351 (11.6%)	15,148 (-42.6%)	13,994 (-20.0%)	-858 (1.8%)
中南米	-2,517 (3.4%)	-11,096 (12.1%)	-16,301 (11.6%)	1,587 (-4.5%)	6,197 (-8.9%)	586 (-1.2%)
アジア	-6,407 (8.5%)	-11,932 (13.0%)	3 (-0.0%)	16,156 (-45.4%)	6,990 (-10.0%)	-1,002 (2.1%)
合計	-75,108 (100%)	-91,555 (100%)	-141,118 (100%)	-35,572 (100%)	-69,862 (100%)	-48,574 (100%)

(出所) Survey of Current Business 各号より作成。

り、その意味で、それが明確に現れている九〇年代半ばは、一つの典型的な時期と言えるのである。

### 3 九〇年代末のドル本位制

しかし、今日の資本フローは、以上のような九〇年代半ばの循環構造と大きく異なる。銀行部門を見ると、アジア通貨危機以降低迷していた対外融資は、九九年、二〇〇〇年と再び増加に転じているが、その融資先は、ヨーロッパに偏っている。というより、米国の銀行は、アジアや中南米、日本からも資金を引き揚げてそれをヨーロッパに集中させているのである(表2参照)。この欧州向け資金供給の急増について、米商務省の資料は次のように説明している。「(銀行の海外資産の)増加の多くは、銀行による海外支店への貸出しによるもので、それは、M&Aおよび米国株式や社債への投資のためのドル資金需要の高まりを反映している。在米外国銀行が最大の貸し手で、カリブ海地域の自行支店への貸出しが大きく、西欧の拠点への貸出しがそれに続く。米銀による貸出しは小さい」<sup>(5)</sup>

つまり、九〇年代末の銀行部門による海外貸出しの増加は、自らの積極的なリスク・テイクというより、企業買収を中心とした対米直接投資や株式・社債投資に付随する、いわば従属的な資金供給にすぎない。リスクを負担しているのは欧州企業であり、案件をまとめるのは投資銀行であり、ただそれに必要な資金を米国に所在する欧州系銀行が提供しているだけなのである。<sup>(6)</sup>九〇年代半ばの対外貸出しとは性格が大きく異なっている。

そして、直接投資や証券投資に関しては、すでに確認したように、米国は受入れ超過となっているのであるから、その点では、資金仲介機能の担い手は米国から欧州に移ったとも見なせる。米国は、へ資金仲介機能の担い手」というよりへ仲介された資金の投資先」としての性格を強めたのである。この変化は、今後の国際的資本フ

ローヤドルの安全性にどのような影響を与えるのだろうか。

#### 4 〈資金仲介者としての米国〉と〈投資対象としての米国〉

もちろん、こうした変化は一時的なものに過ぎないと考えることもできる。

九〇年代末は、①新興市場向け投資は、アジア・ロシア・ブラジルと広がった経済危機の影響が深刻で、本格的に再開させることができず、②国内的にも、ヘッジ・ファンド危機によってリスク・テーク機能の低下が否めない。③それに何より、米国株価の高騰によって、米国自身が世界最大の投資先となったために、それまで対外投資に回っていた資金も国内回帰し、④さらに欧州からの投資資金を引き寄せたにすぎない、と見ることも可能である。米国は資金仲介機能を低下させたのではなく、従来の仲介機能の上に、投資対象としての役割が一時的に積み上げられたのであって、そのために仲介機能の役割が相対的に低下して見えるだけなのかもしれない。

しかしながら、投資対象としての魅力が高まった時期に、同時に資金仲介のあり方そのものにも不可逆的な変化が生じたのではないだろうか。九〇年代半ばまでの米国は、厚みのある国債市場を世界に提供し、集めた資金を直接投資・証券投資・銀行融資の形で世界に還流させてきた。ところが九〇年代末になると、国債残高は減少しはじめ、米国企業が世界の投資対象となったのである。そのことは、第一に、対米資本フローの規定要因において、米国の金利政策のウエイトが低下し、代わって企業の期待収益率の比重が高まったことを意味する。<sup>(7)</sup>へ永続的な景気拡大<sup>(8)</sup>がうたわれた米国経済も景気循環が避けられなるとすれば、それに応じて、流入資本も変動することになるであろう。直接投資は、ストックとしては長期的な資金であるが、フローの持続性という点では、米  
国経済、特に株価の動向次第によっては大きな変動を避けることはできない。株式交換方式では、その傾向はさ

らに強まる。貿易収支も景気循環とあわせて変動するが、資本移動は、期待にもとづくため、一般的にその振幅は貿易収支よりも大きくかつ急激である。そのような時にも、資金流入チャネルが金利商品から株式へと移行しているために、金融政策によって資金を引き寄せることは難しくなっているのである。その時、ファイナンスされない貿易赤字を調整する役割は、為替レートが担うほかないであろう。

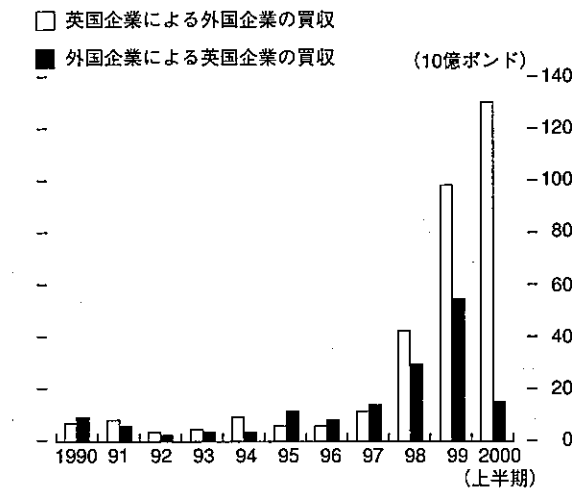
第二に、仲介機能の中心的手が銀行から投資銀行に移っていることもこの間の大きな変化である。米国全体としてのマクロ的な仲介機能が以前に比べて低下したとはいえ、仲介業者をミクロ的に見ると、米国系金融機関のプレゼンスは、低下するどころか、ますます高まっている。欧州から米国への直接投資、その大きな部分を占めるM&Aにおいて仲介業務(アドバイザー)を担っているのは、圧倒的に米系投資銀行である。欧州における最近のM&Aブームの主な理由が、単一通貨導入を契機とする欧州企業の再編の加速という内在的要因にあることは間違いないが、他方、そうした動きが米国の投資銀行によってサポートされ、さらにはリードされていることも無視できない。<sup>(9)</sup>しかし、証券会社は、文字通りの仲介者・アドバイザーであって、(引受けリスク等、一時的なリスク負担はあるとはいえ)銀行と違ってリスク・テーカーではない。また、銀行自身も、信用リスクのオフバランス化、自身の投資銀行化を進めている。八〇年代までとは、ドル資金の循環を仲介するメカニズムが変化しているのである。この変化は、ミクロ的には米系金融機関の優位のもとで進行しつつあるが、米国のマクロ的な資金仲介機能に対しては、それを不安定化させる方向に作用するのではないだろうか。

注

(1) 九〇年代半ばに「アメリカによるドル信用連鎖形成の『復活』」「ドル体制の『回復』」が見られたとの指摘もある。奥

- (2) 田宏司「一九九〇年代のアメリカ国際収支構造とマネーフロー」『立命館国際研究』二二巻二号一九九九年。表1、表2における銀行部門の対外取引は、正確には「銀行により報告された対外債権・対外債務」で、銀行自身の債権・債務のほか、銀行顧客の取引等を含む。例えば九九年の対外債権増加分六九九億ドルの内、銀行自身の取引は四五八億ドル（六五・五％）である。便宜上、本稿では、すべてを含めて銀行の債権・債務としている。
- (3) IMF, *International Capital Markets*, Nov.1997, p.3.
- (4) *ibid.*, p.3.
- (5) *Survey of Current Business*, Jan.2001, p.53. この引用は九九年第3四半期に関するものであるが、九八年からの三年間を通じてあてはまる指摘である。
- (6) ただし、九〇年代末の欧州からの対米直接投資においては、M&Aの比率が高く、かつそこでは株式交換方式が多く用いられている。資金ニーズはその分、差し引かれることになる。また、株式交換の結果、欧州側からすると、米国居住者による株式保有（ポートフォリオ投資）が増えることになる。例えば、英国の場合、英国企業による外国企業買収は九〇年代末に急増し（図1）、それを主たる背景として、英国株式市場の非居住者保有比率が、九四年の一五％未満から九九年末には三〇％超（価格ベース）へと上昇し

図1 英国企業による外国企業買収



(出所) Bank of England Quarterly Bulletin, Nov.2000, p.357.

- ついで。Stephen Senior and Robert Westwood, "The external balance sheet of the United Kingdom: implications for financial stability?", *Bank of England Quarterly Bulletin*, Nov.2000, p.359. つまり、欧州は、米国からのポートフォリオ投資と米国への直接投資を交換しているのである。かつては米国が果たしていた機能である。
- (7) 「対米投資が財務省証券からコーポレート物にシフトしたことにより、米国の社債市場と株式市場が活性化し、為替市場（特にユーロとドル）では、金利差の為替への影響力が低下し、株価の為替への影響力が強まる方向にある」澤田真理子「米国のマネーフロー構造と金融引締め・株価調整の影響について」『経済・産業の動き』（日本興業銀行調査部）二〇〇〇年七月、二二頁。
- (8) 米国よりもむしろ日本に近いとさえ言われてきた欧州大陸の企業風土も、市場統合、単一通貨の導入、グローバル競争の激化によって大きく変化し、これまで例外的であった敵対的買収をも含む、米国流の企業再編が進められている。その過程でM&A市場および、それに関連するレバレッジド・ローン市場、ハイ・イールド債市場も誕生・拡大している。そしてここでは、米系投資銀行が圧倒的な強みを発揮しているのであるが、それは、単純に米系が強いというより、米系投資銀行が、米国でのノウハウをそのまま欧州に持ち込み、市場を作りあげているのである。進行しているのは「欧州資本市場のアメリカ化」である。対米直接投資の急増は、むしろその一環である。Danielle Robinson, "The Americanization of Europe", *Investment Dealers' Digest*, Jan.24 2000; Judy Radler Cohen, "M&A Goes Continental", *Investment Dealers' Digest*, July 19, 1999.

(ごさ) ひさし・主任研究員)