

# ITバブル後の国際資本移動について

伊豆 久

はじめに

今年春からドルの下落が続いている。相次ぐ粉飾決算が米国経済への信頼を揺るがしているのであるが、その背景にはITバブル崩壊後の国際資本移動の変化があるように思われる。

九〇年代後半、米国は巨額の経常収支赤字にもかかわらず、世界中の資金を集めることでドル高を維持してきた。<sup>(1)</sup> しかしながら、二〇〇〇年春にはITバブルが崩壊して状況は一変、ドルレートの持続性が疑問視されるようになったのである。

では、最近の米国を中心とする国際資本移動にはどのような特徴があるのか、ITバブル期と何が違っているのか、以下、最近の動向を整理してみよう。

## 1 米国への資本流入の減少

まずはじめに、米国の国際収支を確認しておこう(表1)。

ここから米国への資本流入における変化をまとめると、直

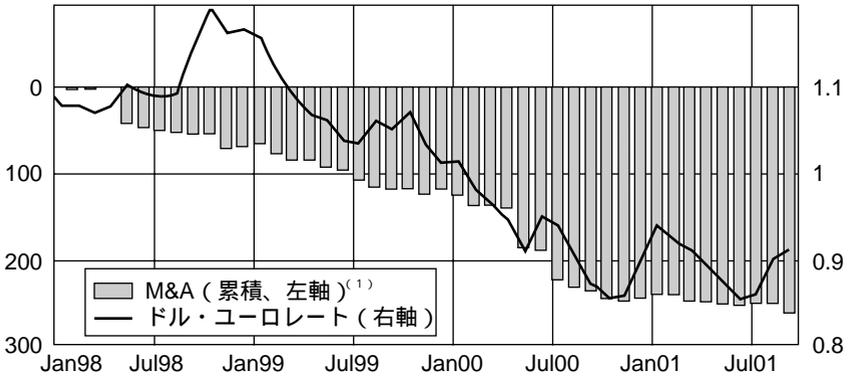
表1 米国の国際収支

(10億ドル)

	1999	2000	2001
直接投資	145.6	135.2	1.9
米国の対外直接投資	- 155.4	- 152.4	- 156.0
非居住者の対米直接投資	301.0	287.7	157.9
証券投資	195.3	307.9	416.6
米国の対外証券投資	- 131.2	- 124.9	- 97.7
株式	- 114.4	- 99.7	- 110.2
うち株式交換	- 123	- 81.1	- 42.9
債券	- 16.8	- 25.2	12.5
非居住者の対米証券投資	323.5	432.9	514.2
株式	113.0	192.7	127.2
財務省証券	- 20.5	- 52.8	15.8
債券(財務省証券を除く)	231.0	292.9	371.2

(出所) Survey of Current Business, April 2002.

図1 M & Aとドル・ユーロレート



(注1) ユーロ圏からアメリカへのM & Aフロー(ネット)の累積(1998年1月から)。公表ベース。  
 (出所) Ingo Fender and Gabriele Galati, "The impact of transatlantic M&A activity on the dollar/euro exchange rate", *BIS Quarterly Review*, Dec. 2001.

接投資の流入額が激減していること、株式投資が減少していること、国債投資が売り越しから買い越しに転じていること、その他債券投資が増加していること、ということになる。

それぞれについて詳しく見てみよう。

## 2 直接投資 M & Aとそのシグナル効果

米国の対外直接投資収支は、九〇年代末、大幅な入超が続いていた。米国経済が「ニューエコノミー」に沸いたこの時期、外国企業による米国企業の買収が相次いだのである。そしてこのことが、米国企業・経済の高い成長可能性を示すものとして、ドル高を支える最大の要因となっていたのである。

しかしながら、直接投資の流入とドル高の関係は、そう単純ではない。というのは、この時期の対米直接投資の多くは、欧州企業による株式交換方式のM & Aだったのであるが、その方式では、被買収企業の株式と交換に、買収企業の株式が被買収企業の株主に交付されるだけで、現金は端数の調節に使われる程度である。<sup>(3)</sup>つまり、欧州から米国への資本輸出といっても、ユーロやポンドがドルに交換されるわけではないのである。したがって、こうしたM & Aは、

ドル買いを伴わず、理屈の上では直接的なドル高要因とはなりえないことになる。

にもかかわらず、図1が示すように、欧州による対米企業買収は、ユーロ・ドルレートと密接な関係にあるように思われる。この点、どう考えればよいのだろうか。

これに関してBIS（国際決済銀行）のレポート<sup>(4)</sup>は、実際の為替取引ではなく、M & Aの発表そのものが、欧州企業の米国経済への確信を意味し、そのアナウンスメント効果、シグナル効果が、ドルを上昇させたのではないかとしている。付け加えれば、株式交換によるM & Aは、いわば米国流の株式資本主義を象徴する取引手法である。その欧州への拡大は、そうした米国流の株式文化がヨーロッパにも浸透していることを意味する。為替市場はそうしたシグナルを読み取り、米国企業の業績だけでなく、むしろ米国経済の価値基準そのものを高く評価してきたということであろう。

バブル期の資本流入をそのように解釈できるとすれば、昨年から米国への直接投資の激減は、これまでとは全く逆の、米国流の株式資本主義そのものの魅力低下というシグナルを発信していることになる。歯車が逆回転し始めたのであって、そのインパクトの大きさは、単なる国際収支上の減少額をはるかに上回るものとならざるをえないであろう。

### 3 証券投資・外貨準備 「欧州の幻滅とアジアの従属」

では、証券投資はどうか。

表1が示すように、株式投資が減少する一方で債券投資は増えている。株価が下落し金利が下がっているから当然のことであるが、投資動向を地域別に見ると興味深い現象が見られる。

表2 ユーロ圏からの対外証券投資

(10億ユーロ)

	合計	株式	債券
1998年	- 363.3	- 116.2	- 247.1
1999年	- 311.4	- 156.3	- 155.1
2000年	- 412.8	- 288.5	- 124.3
2001年	- 266.7	- 95.4	- 171.3
02年(1 - 3月)	- 62.3	- 28.4	- 33.9

(出所) ECB, *Monthly Bulletin*, June 2002.

表3 主要地域別にみた日本の対外株式投資

単位: 億円、は取得(流出)超

	98年中	99	2000	2001
米 国	5,303	14,622	11,339	14,997
欧 州(注1)	8,364	10,205	4,648	2,826
うちドイツ	963	1,545	958	1,746
フランス	2,278	2,468	71	2,287
イギリス	1,377	3,687	3,449	1,318
アジア(注2)	1,987	2,187	1,560	292

(注1) 欧州は、ドイツ、フランス、イギリス、オランダ、ルクセンブルク、スイスの6か国計。

(注2) アジアは、香港、韓国、タイ、マレーシア、シンガポールの5か国・地域計。

(出所) 『日本銀行調査月報』2002年3月号。

表4 主要地域別にみた日本の対外債券投資

単位: 億円、は取得(流出)超

	98年中	99	2000	2001
米 国	33,098	385	12,401	43,953
欧 州(注1)	72,701	54,063	18,255	17,345
うちドイツ	39,676	20,744	13,092	1,227
フランス	14,568	14,241	6,037	13,636
イギリス	8,535	3,365	3,581	1,621
アジア(注2)	699	747	583	628

(注1) 欧州は、ドイツ、フランス、イギリス、オランダ、ルクセンブルク、スイスの6か国計。

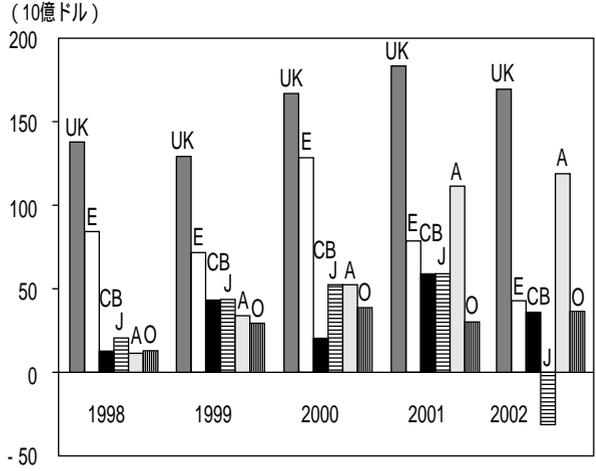
(注2) アジアは、香港、韓国、タイ、マレーシア、シンガポールの5か国・地域計。

(出所) 表3に同じ。

表2は、ユーロ圏からの対外証券投資を見たものであるが、これを見ると、株式投資は、二〇〇〇年から〇一年にかけて二、八八五億ユーロから九五四億ユーロへとおよそ三分の一に減少、九八、九九年の水準をも下回っている。他方、二〇〇〇年にかけて減少していた債券投資は、〇一年に増加するものの、今年に入って再び減少している。ユーロ圏からの対外証券投資は、株式を中心に大幅に減少しているのである。

では、日本の対米証券投資はどうであろうか。日本からの対外証券投資を地域別に表した表3、4を見ると、日本ではITバブルが崩壊してからも対米株式投資が減少しておらず、昨年はむしろ増加していることがわかる(二〇〇〇年の一兆一千億円から一兆四千億円へ)。また、債券投資では、昨年は四兆三千億円と一昨年の四倍近

図2 非居住者の対米証券投資



(注1) UK: 英国、E: 大陸欧州、CB: カリブ海諸島、J: 日本、A: その他アジア、O: その他  
 (注2) 2002年は1 - 3月を年率化。  
 (出所) Treasury Bulletin, June 2002.

くの買い越しとなっている。株式を中心に世界からの対米投資が冷え込むなか、日本の米国買いは際立っていると見えるだろう。

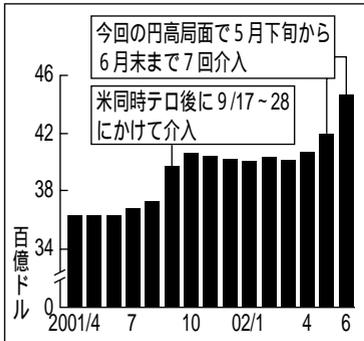
今度は、同じことを米国側の資料(図2)で確認してみよう。これによると、大陸ヨーロッパからの投資が、〇一年、〇二年(第一四半期)と激減しているなかで、日本とアジアは〇一年、〇二年と増加していることがわかる(日本の〇二年第一四半期が減少しているのは、決算年度末の特殊要因による)。

外貨準備についても同様の傾向が現れている。図3は、欧州中央銀行と加盟各国中央銀行の外貨準備であるが、今年一月末には二、四五二億ドルあったドルを中心とする外貨準備が、三ヶ月で七%も減少している。対照的にアジア

圏はここ数年、外貨準備を増大させている(図4)。特に日本政府・日銀は、ドル安が進行した五月下旬からの一ヶ月間で二〇〇億ドルの市場介入を実施、ほぼすべてが米国債の購入にあてられ、債券市場を下支えしたと伝えられている(図5)。

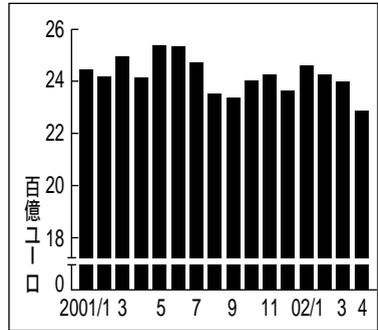
このように、対米投資の動向を見ると、欧州では米国離れが急速に進んでいるのに対して、日本をはじめとするアジア諸国は「米国買い」を持続させている様子がうかがえる。

図5 外貨準備高と最近の市場介入



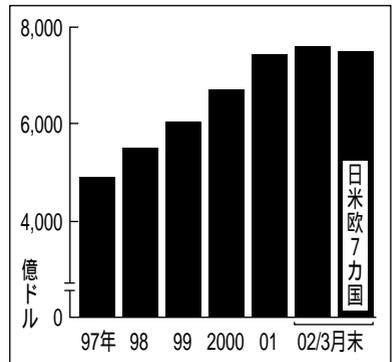
(出所) 『日本経済新聞』2002年7月5日夕刊。

図3 ユーロ圏の外貨準備



(注) 月末ベース、金などを除く  
(出所) 『日本経済新聞』2002年6月19日朝刊。

図4 アジア(9カ国・地域)の外貨準備高



(注) 国際通貨基金 (IMF) 調べ、年末ベース  
(出所) 『日本経済新聞』2002年6月19日夕刊。

こうした対照的な動きとなっているのは、一つには、欧州の資本市場では九〇年代末に「アメリカ化」が急速に進み、バブル崩壊後、その反動が現れているためであろう。EU市場統合やグローバル化の下で進む企業再編に対して、有力欧州企業は、米系投資銀行から敵対的なM&Aや株式交換、レバレッジド・ローンといったアメリカ的な取引手法を学び、同時に、米国市場に乗り出す(米国企業の買収)ことに対応してきた。それが、九〇年代末の欧米間の資本取引を規定していたのである。しかしながら、株価が下落すると、そうした取引は直接的な影響を受けることになる。

しかし、日本を含めたアジア諸国では、確かに株式市場ではIT関

連銘柄のバブルが生じたわけであるが、NYSEに上場して株式交換でアメリカ企業を買収する、といった事例は極めて少ない。EIBのインフラとなった資本市場や企業文化のアメリカ化といった現象が、アジアでは欧州ほど進まなかったのである。そのため、バブル崩壊後の変動も小さく、対米投資が比較的持続しているのではないだろうか。

もう一つの外貨準備の動向に関しては、欧州では、ユーロ高の与える影響についての判断の他、長期的なスパンで外貨準備保有の効率化が進められていることが指摘できるであろう。ユーロの導入・中央銀行の統合によって、各国中央銀行が独自に外貨を持つ必要がなくなったからである。それに対してアジアは、特に貿易において米国への依存度が強く、ドル買いによる外貨準備の積み増しを続けざるをえない状況にある。特に日本では、ここで外需が低迷することは何としても避けたいところであろう。しかしながらその効果については懐疑的とならざるをえない。単独での市場介入には限界がある上、米国内では保護貿易圧力が高まっている。世界全体の景気が冷え込むなかで日本だけが通貨安を望むことは、日本経済の抱える問題の根本的な解決を図らずにそのツケを外国に回すことであり、「日本問題の世界への輸出」にすぎない、との批判<sup>8)</sup>が浴びせられることになるだろう。

#### 4 政府機関債へのリスクの集中 債券投資について見てみよう。

米国への資本流入では、直接投資や株式投資が減少している一方で、債券投資は増加している。国債は、二〇〇〇年には五二八億ドルの売り越しであったものが、昨年は二五八億ドルとわずかながらも買い越しに転じている（表1参照）。財政収支の黒字化から国債発行額が減少し、それが外国からの売り越しとなっていたが、バブ

ル崩壊後、「質への逃避」が生じ、再び、米国国債への買いが増えたものと思われる。

国債以外の債券投資についても同じことが言える。一昨年（二〇〇一）年、九二九億ドルの買い越しから昨年はさらに増加して三、七二二億ドルの買い越しとなっている（表1参照）。この「国債以外の債券」の中身であるが、ここでは、国債が買われたのと同じ理由から、昨年は政府機関債への投資が増えたものと推測される。例えば、表5は、米国の国際債発行額を主体別に示したものであるが、これを見ると政府機関債の発行額が、九九年の二四〇億ドル（全体の三六％）から昨年は四九〇億ドル（四四％）へと約二倍となり、最大の発行主体となっている。

こうした政府機関の中心がファニーメイ（F N M A : 連邦抵当金庫）、フレディマック（F H L M C : 連邦住宅貸付抵当公社）と呼ばれる二つの住宅関連機関なのであるが、これらについて、最近さまざまな議論がなされている。

この二つの機関は、民間金融機関の住宅ローン債権を買い取る一方、それに債務保証をつけたM B Sや単独の債券を発行して資金を調達しているのであるが、二機関は、財務省に一定の与信枠を持っており、その債務は事実上政府によって保証されているとされる。しかし、法律上、政府にはその債務を無制限に保証する義務はない。日本を含むアジアの金融危機でさかんに批判された金融機関に対する暗黙の政府保証とそれによるモラルハザードが、米国の政府系金融機関でも問題となっているのである。さらに、二つの機関は、その設立に議会の認可が必要であるなど準政府機関として扱われているが（日本の特殊法人に近い）、法律上は純然たる株式会社で

表5 米国の新規国際債発行額

(10億ドル)

	1999年	2000年	2001年
事業会社	7,124	17,999	19,485
銀行	5,338	6,153	4,255
その他金融機関	26,432	33,961	37,011
政府機関	24,004	44,236	49,008
その他	2,949	6,851	2,362
合計	65,847	109,201	112,121

(出所) Survey of Current Business, April 2002.

あつてその株式はNYSEに上場されている。つまり、政府機関であると同時に営利会社であることから、ガバナンス上の矛盾が生じるのであつて、具体的には、暗黙の政府保証を背景に不当な低金利で資金調達をし、過度のリスクをとっているのではないか、との批判がなされている。この二つの機関の抱える信用リスク（保有債権額 + MBSへの債務保証額）は〇一年末時点で二兆七千億ドルに達し、九六年時の三倍、米国における住宅ローンの信用リスク全体の四九・八%に達しているのである。<sup>(9)</sup>

現在、株価下落にもかかわらず米国の消費が堅調なのは、個人保有の不動産価格が上昇を続けているためであると言われる。<sup>(10)</sup> しかしながら、もし不動産価格に変調が生じることになれば、すでに米国金融市場における最大のリスクテーカーとなつているフアニーメイ、フレディマックにもその影響は及びかねない。その時には、その発行債券を米国債と同一視してきた海外投資家も安閑とはしていられないであらう。

おわりに

現在のドル安はどこまで続くのだろうか。背景となつている株安、その直近の原因である粉飾決算問題に対しては、大統領、議会、SECそれぞれが危機感をもつて対応しているため、問題は短期日のうちに解決するだろうとの見方も有力である。

しかしながら、問題はもう少し長期的なのではないだろうか。粉飾決算疑惑が解消しても、次には会計基準そのものの問題が乗り越えられねばならない。ITブームのなかで、新興企業は報酬のかんりの部分をストックオプションで賄い、現金支出を抑えることができた。権利行使価格をオプション付与時の時価と同一に設定すれば、その公正価値額を費用として計上しなくてもよかつたからである。しかしIASB（国際会計基準理事会）は二

〇〇四年一月からの費用化を決定し、またコカコーラなど米企業にも費用計上を始めるところが現れている。

またM & Aについても、九〇年代末には、のれん代（実際の買収価格から帳簿上の純資産額を差引いたもの）を認識しなくてよいプリーング法を使った買収が多かったが、プリーング法は昨年七月に廃止され、のれんを資産計上するパーチェス法に一本化されている。<sup>(1)</sup>

こうした会計基準の変更は、九〇年代後半の繁栄を演出した「株式の貨幣化」を不可能にする。つまり、米国が直面しているのは、循環的な景気の後退や一時的な会計スキャンダルではなく、経済の枠組みそのものの重大な変更なのである。

そうしたハードルを乗り越えつつ、さらに、通信会社を中心に積み上げられた過剰債務という実態面での問題に取り組み必要がある。

こうした課題には、欧州にも共通する点が大きいため、相対的な指標である為替レートがどう動くか予測することは容易ではないが、少なくとも米国への資本流入を支える環境がここ一、二年で大きく変わってしまったことは間違いないのではないだろうか。

注

(1) 九〇年代末の米国の対外資本取引については、拙稿『ニューエコノミー』期米国の国際収支、『証券経済研究』第二号二〇〇一年五月、参照。

(2) 代表的な案件として、独タイムラーベンツによるクライスラー買収（九八年、三〇〇億ドル）、英ボーダフォンによるエアタッチ買収（九九年、六〇〇億ドル）、ドイツテレコムによるボイスストリーム買収（二〇〇〇年、五〇七億ドル）

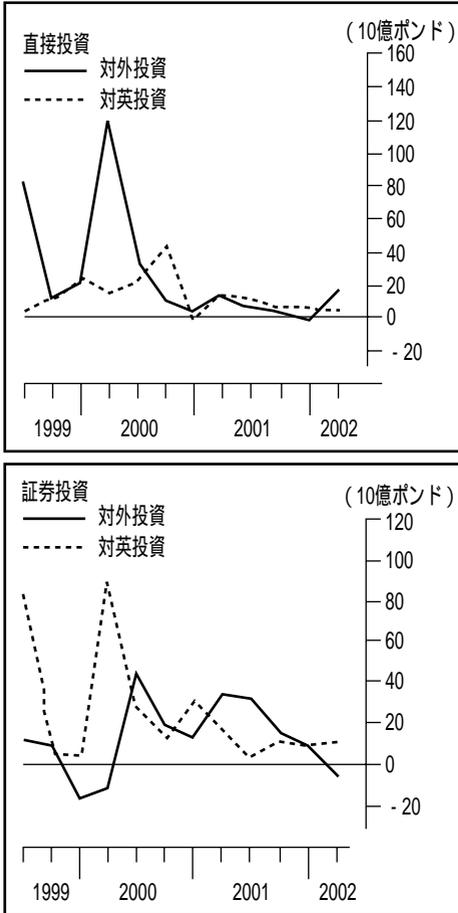
なす。

(3) その結果、九〇年代末の米国の外国株式投資（ネット）のほとんどは、株式交換による取得が占めることとなった。〇一年には、M & Aが減少したため、株式交換による株式取得も半減している（表1参照）。

欧州ではその正反対のことが生じている。図6は、イギリスの直接投資と証券投資を示したものであるが、これを見ると、上段の対外直接投資と下段の対英証券投資の動きがほぼ完全に一致していることがわかる。つまり、直接投資が株式交換で行われると、被買収企業の旧株主は、買収企業である英国企業の株式を取得することになる。イギリスからの対外直接投資が増えると対英株式投資が増えるのである。

(4) Ingo Fender and Gabriele Galati, "The impact of transatlantic M&A activity on the dollar/euro exchange rate", BIS

図6 英国の直接投資・証券投資



(出所) National Statistics (www.statistics.gov.uk.),  
Balance of Payments (27 March 2002).

- (5) 『日本経済新聞』二〇〇二年六月十六日朝刊。
- (6) モルガンスタンレーのストラテジストは、この現象を「欧州の幻滅とアジアの従属」と表現した。"US Portfolio Inflow-Dissillusion vs. Dependence" (Morgan Stanley: Global Economic Forum, June 5, 2002.)
- (7) Danielle Robinson, "The Americanization of Europe", *Investment Dealers' Digest*, Jan. 24, 2000.
- (8) Fred Bergsten, "The Dollar and the US Economy", May 2002. ([www.iie.com](http://www.iie.com))
- (9) "Unexploded bombs; Beware of Fannie and Freddie", *Economist*, May 19, 2002; Jules Evans, "The Trouble with Fannie and Freddie", *Euro money*, June 2002.
- (10) 清水啓典「住宅資産増 株下落を補う」『日本経済新聞』二〇〇二年七月四日朝刊。
- (11) ストックオプションについては、拙稿「米国新興企業とストック・オプション」本誌二〇〇一年五月号、M & A会計については、拙稿「M & A会計とイーバブル」本誌二〇〇二年七月号、参照。

(いず ひやう・客員研究員)