

「ニューエコノミー」期の米国国際収支

伊 豆 久

要 旨

2000年、米国の経常収支赤字は対GDP比で4%を越え、史上最高を記録した。しかしながらこれに対しては、米国経済の脆弱性を示すものとする見方と、逆に、その強さを表すものとする見方が並立している。本稿は、その両者の見解を整理検討するところから、「ニューエコノミー」期の米国経済とその対外的資金フローの特徴を明らかにしようとしたものである。

経常収支（≡貿易収支）に対しては、三つの視点からアプローチすることができる。輸出入の大きさそのものに着目する第一の視点からは、現在の貿易赤字は、米国と海外諸国との景気循環のズレ、各国の「不公正な」取引慣行などに原因があるとされるが、こうした見方は、現時点では少数派である。

米国の貿易赤字は、国内投資と国内貯蓄のギャップに原因があるとする第二の見方は、さらに、IT関連を中心とする国内設備投資を重視する見解と、企業・家計の貯蓄率の低下に原因を求める見解に分かれる。設備投資の役割を重視すれば、IT革命による期待収益率の上昇が設備投資を押し上げ、それが海外からも情報機器などの生産財を輸入し（貿易赤字）、またそのための資金を呼び込んだ（資本収支黒字）ということになる。したがって、現在の貿易赤字は、米国経済の弱さではなく強さの反映だということになる。他方、貯蓄率の低下に着目すれば、個人消費と株価のバブル的スパイラルが浮かび上がる。また、活発な設備投資や自社株買いの一方で、企業はそのため資金を債務の増加によって調達しており、企業財務の脆弱化が進行している。貿易赤字は、こうした問題と表裏一体の関係にあるのである。

第三の、現在の貿易収支を巨額の対米投資の反映だとする見方からは、90年代末の対外資本フローにおける、90年代半ばまでとは異なった特徴が明らかとなる。米国への資本流入では、リスク・キャピタルのウエイトが増加し、反対に米国からの資本輸出では、かつてのような積極的なリスク・テーク機能が低下している。米国の＜世界の銀行＞として機能に変化が生じている可能性がある。

目 次

はじめに

I. 経常収支赤字の拡大

1. 経常収支赤字の推移
2. 80年代との違い
3. 経常収支赤字の見方

II. 輸出・輸入論

III. 貯蓄・投資バランス論

1. IT投資の拡大

2. 貯蓄の過小化

IV. 資本収支論

1. 民間ベースの資本流入の増加
2. 90年代半ばの資本収支
3. 90年代末のドル本位制
4. <資金仲介者としての米国>と<投資対象としての米国>

おわりに

はじめに

1980年代末から90年代初めにかけての米国経済は、不動産不況、SL危機、クレジット・クラッシュに苦しみ、91年の経済成長率はマイナスを記録した(-0.9%)。しかしながらそれを底に、10年に及ぶ、米国経済史上最も長い成長期に入ったのである。ところが、2000年半ば頃から、インターネット関連企業の業績予想が相次いで下方修正されるようになり、ハイテク企業の多いナスダック市場は2000年3月の高値5048ポイントから三分の一に暴落、ダウ平均も不安定な動きを示すようになった。そして、2001年に入る頃には実体経済の減速傾向も明らかとなったのである。

過去10年、とりわけ90年代末の米国経済をどう解釈するかについては、いわゆる「ニューエコノミー」論の妥当性をめぐって、すでに多くの議論がなされている。そこで本稿では、やや視点を変え、対外収支の観点から、内外の資本市場に重点を置きつつ、90年代末の米国経済の特徴を検討することとしたい。90年代末の米国国際収支の特徴は、一言で言えば、貿易赤字の拡大と資本流入の激増である。その性格、背景

にある要因をめぐるといくつかの代表的な見解を整理検討しつつ今後を展望すること、それが本稿の課題である。

I. 経常収支赤字の拡大

1. 経常収支赤字の推移

90年代末の米国の国際収支における第一の特徴は、経常収支赤字の大幅な拡大である。

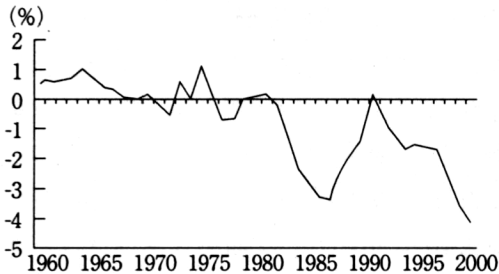
米国の対外収支赤字と言えば、80年代前半、レーガノミクス下での貿易赤字の拡大が思い出される。それは、85年9月のプラザ合意という形で為替レート的大幅な調整をもたらし、その後90年前後には米国の景気後退にともなって縮小していた。ところが、90年代後半に再び拡大し始めたのである。

80年代の赤字は、最大となった87年でGDP比3.5%であったが、現在のそれは99年には3.6%とそれを上回り、2000年にはさらに大きくなって4.4%に達している。

ところが、これをどう見るか、と言う点で、議論は大きく分かれているのである。一方には、対外収支の悪化は、家計部門の赤字、あるいは企業部門の債務の増加とともに新しい<双子の(三つ子の)赤字>となっており、好調を続け

てきた米国経済の隠れたアキレス腱であるとの見方があるが、少なくとも米国国内においては少数派である。主流となっていたのは、全く反対に、現在の経常収支赤字は米国経済の強さを表すものであって、心配する必要はない、というものである。なぜ、こうした相反する見方が現れるのか、そこから検討を始めよう。

図1 米国の経常収支（対GDP比）



出所：U.S. Trade Deficit Review Commission, *The U.S. Trade Deficit*.

2. 80年代との違い

現在の経常収支赤字をめぐって意見が分かれる最大の理由は、80年代と現在の間に、巨額の財政赤字の有無という大きな違いが存在するからである。

80年代の米国経済が抱える最大の問題は、財政赤字と経常収支赤字の＜双子の赤字＞にあり、そこからの脱却が大きな課題とされていた。すなわち、貿易赤字の主たる原因が、①財政からの景気刺激策→輸入超過、②財政赤字をファイナンスするための高金利→外国からの国債投資拡大→ドル高、にある以上、その解消には財政政策の転換が不可欠であったものの、それが容易でないことは明らかであった。また、将来の生産性上昇（による輸出競争力の増大）を期待することも難しく、結局、対外赤字の調整コ

ストは為替レートに押し付けられ、プラザ合意という形で解決が図られたのである。

ところが、今回の赤字拡大は、確かに規模こそ80年代を上回っているものの、財政赤字が存在しない（97年以降黒字化）。そこから、現在の経常収支赤字は、財政という人為的要素に原因があった80年代の赤字とは性格の異なる、民間経済主体の合理的な選択の結果であって、いわば＜市場＞の中で完結した現象である、したがって、そこに大きな問題はない、との主張がいわば通説となったのである。

3. 経常収支赤字の見方

とはいえ、今日の経常収支赤字の原因・性格をめぐっては、様々な議論がある。それを検討する前に、貿易収支と国内マクロ経済、資本収支との関係を確認しておこう。

まず、貿易収支を国内マクロ経済との関係でみれば、

貿易収支

$$= (\text{輸出} - \text{輸入})$$

$$= (\text{貯蓄} - \text{投資}) + (\text{税収} - \text{政府支出})$$

という恒等式が成り立つ。したがって、米国の貿易収支赤字は、①直接的に、米国の輸出が伸びず、輸入が拡大しているため、と見ることができるだけでなく、②米国国内の貯蓄が少なく、投資が多いため、と言うこともできる。（80年代前半であれば、右辺最後の項目である財政収支が重要であったが、現在の財政収支はほぼゼロであるため、ここでは省略する）。

また、国際収支との関係で見れば、経常収支は、

$$\text{経常収支} = (\text{資本輸出} - \text{資本輸入})$$

という関係にある。つまり、経常収支赤字は、③米国の資本輸出が少なく、反対に米国に流入

する資本の額が大きいため、ということもできるのである。

実際、現在の経常収支赤字をめぐる議論も、大きく、上記①の（仮に名前を付ければ）輸出・輸入論、②の貯蓄・投資バランス論、③の資本収支論、の3つに分けることができる。以下、この順に検討していこう。

Ⅱ. 輸出・輸入論

経常収支赤字を、直接的に、米国の輸出の伸び悩みと輸入の増大から説明する主張は、第1に、世界経済が低迷する中で米国が史上空前の好景気にあることを強調する。米国の景気拡大にともなって輸入が増えるのは当然であり、それに対して、日本の景気低迷は未だ出口が見えず、欧州経済も米国と並んで世界経済を牽引するまでには至っていない。発展途上国も、97年のアジア危機以降、通貨の下落もあいまって、輸入の減少、輸出の増大が顕著である。つまり、米国とその他各国との景気循環のズレによって、米国が「世界の買い手」として機能しているというわけである。こうした見方を裏付けるように、実際、米国の景気が低迷していた90年前後には貿易赤字は縮小していたのであり、今後、景気が落ち着き、他国の景気が回復していけば、国際収支の歪みは自然と修正に向かっていくと考えられる。

しかしながら、輸出・輸入そのものの大きさに着目する議論は、これにとどまらない。今回の貿易赤字急増を受けて、米国議会は、貿易赤字検討委員会を設け、2000年11月に大部の報告書を発表した。そこでは、共和党・民主党それぞれの意見が併記されているが、その中で民主党は、企業の多国籍化による国内空洞化への懸

念のほか、貿易相手国との「不平等な関係」、いわゆる不公正貿易論を強く主張している¹⁾。すなわち、短期的要因は措くとしても、貿易赤字の長期的構造的な原因は、海外諸国のダンピング的輸出攻勢と非関税輸入障壁にあり、その背景には、労働者の権利や環境への配慮を軽視した生産コストの引き下げ、政府による過剰な補助金、ケイレツなどの閉鎖的取引関係などがある、そしてその結果、米国の雇用が失われているとの主張である。本稿執筆時点では、こうした主張は大きな支持を集めるには至っていない²⁾が、それは、2000年までの米国では、依然、企業業績がよく失業率も低いからであろう。米国の通商政策の歴史が示しているように、企業業績や失業率が悪化しはじめれば（さらにそれに選挙が重なれば）、貿易赤字という経済問題が政治問題に転化され、外交交渉に解決が求められるようになる可能性も小さくないであろう。

Ⅲ. 貯蓄・投資バランス論

現時点でより広く支持されているのは、貿易赤字の原因を米国国内における貯蓄と投資のアンバランスに求める見解である。すでに見たように、財政が均衡していれば、貿易収支は、民間の貯蓄と投資の差額に等しいわけであるから、貿易赤字の原因は、設備投資が多いか、貯蓄が少ないかのどちらか（あるいはその両方）のはずである。仮に前者をIT革命説、後者を過小貯蓄説とすることができようであろう。後者はさらに家計部門の過剰消費を重視する見方と企業の過剰債務を強調する見方に分かれる。

1. IT投資の拡大

ここでいうIT革命説とは、情報通信革命への

期待が、米国の期待収益率を高め、IT投資を中心とする設備投資の増大をもたらし、それが貿易赤字の原因となっているというものである³⁾。その対外収支への影響を、実物タームで考えれば、設備投資額（すなわち資本財への需要額）が国内の資本財生産額を上回っているために、情報通信機器等の資本財を中心に輸入が増えているということになる。また、金融タームで見れば、設備投資資金が国内貯蓄を上回っているために海外からも資金が調達されている、あるいは、米国の期待収益率の上昇が海外からも資金を吸引しそれが設備投資に回っている、ということになる。資金流入の増大によるドル高が、貿易収支赤字をさらに大きくする方向に作用することは言うまでもない。

そして、活発な設備投資は生産性を押し上げ、将来の輸出競争力の上昇、貿易収支の改善につながる。すなわち、今回の貿易赤字は、それ自身の内にそれを解消するメカニズムを含んでいるのであって、この点で、80年代前半の財政赤字による貿易赤字とは大きく異なるのである。

したがって、現在の貿易赤字は、米国経済の弱さを表すものではなく、全く逆に、IT革命に主導されたさらなる成長期待の対外的現れに過ぎず、政策的対応は必要でない、ということになる。投資機会の急速な拡大に対して海外からも財や資本が集まっていることが、貿易赤字（や資本流入の増大）となって現れているのであって、それは期待収益率の上昇に対する市場メカニズムの健全な反応（資源の最適配分の実現）以外の何者でもない。「現在の経常収支赤字の拡大は、強い米国経済の反映」⁴⁾なのである。前出の不公正貿易論が主張するような保護貿易主義的対応は、こうしたメカニズムを阻害するだけで米国にもメリットはない。

こうした主張の根拠とされるのは、①現在の好景気の原因が、財政支出や消費ではなく設備投資にあること、②貿易の中身を見ても、輸入品に占める資本財の比率が上昇していること、である。

確かに、今回の米国景気において特筆されるべきは、表1が示すように、10%を超える伸びを続ける設備投資であろう。米国で設備投資が3年以上連続して二桁の伸びを記録したのは、1964-66年以来である。IT投資を中心とするこうした設備投資主導型の好景気が輸入を増大させているのである。実際、歴史的に見ても、固定投資（設備投資+住宅投資）は、国内景気を媒介に貿易収支と強い相関関係にあるのであって、設備投資が空前の増加を続けている以上、貿易赤字も同様の水準に達したとして不思議はない（図2）。さらに、輸入商品をカテゴリー別に見ると、この5年間で最も伸びが大きかったのは資本財であり（図3）、その中でも、通信設備やコンピュータなどIT関連商品の輸入が突出している（図4）。すなわち、輸入が増大しているといっても、消費財ではなく、設備投資を支える資本財が大きく伸びている以上、浪費とは言えず、むしろ前向きの貯蓄がなされているのと同じだ、と考えられるのである。

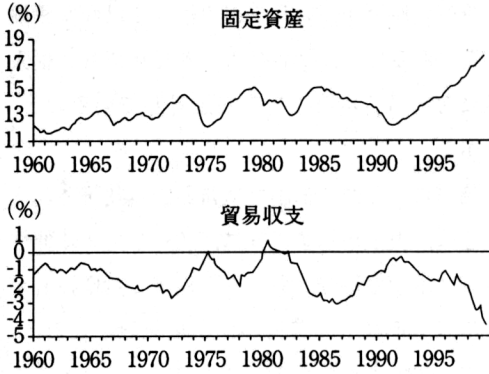
表1 実質GDPと各構成要素の成長率 (%)

	97年	98年	99年	00年
GDP	4.4	4.4	4.2	5.0
個人消費	3.6	4.7	5.3	5.3
民間設備投資	12.2	13.0	10.1	12.5
民間住宅投資	2.0	8.3	6.4	-0.5
政府支出	2.4	2.1	3.3	2.8

出所：米国商務省経済分析局資料

(www.bea.doc.gov/bea/rels.htm) より作成。

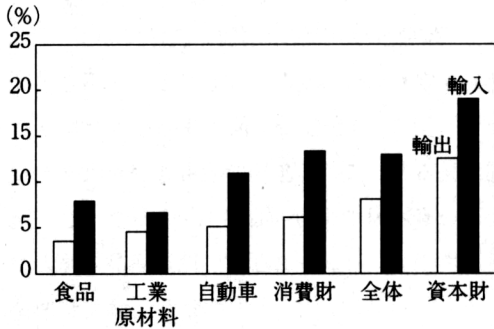
図2 固定投資と貿易収支 (対GDP比)



注: 固定投資=設備投資+住宅投資

出所: Michael R. Pakko, "The U.S. Trade Deficit and the 'New Economy'", Review (FRB of St. Louis), Sep./Oct. 1999.

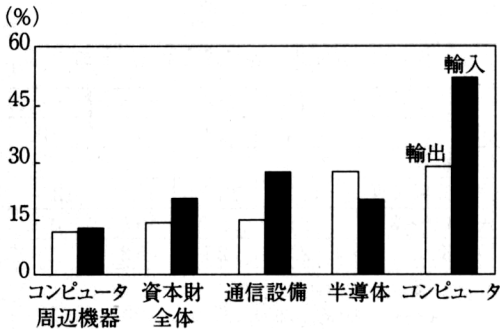
図3 商品別輸出入の変化



- 1) 1996-2000年の輸出入額の変化 (年率)。
- 2) 2000年は1-9月ベース。

出所: Economic Report of the President, Jan. 2001.

図4 IT関連貿易の変化



- 1) 1996-2000年の輸出入額の変化 (年率)。
- 2) 2000年は1-9月ベース。

出所: 図3に同じ。

2. 貯蓄の過小化

その一方で、貿易赤字、すなわち投資が貯蓄を上回っているのは、IT革命説のいう設備投資の増大ではなく、貯蓄の低下に主な原因がある、という主張も一つの有力説となっている⁵⁾。貯蓄は、政府部門を除けば、家計の貯蓄と企業の貯蓄から成る。したがって、貯蓄が少ないということは、家計の貯蓄が少ないか（すなわち、個人消費の増大）、企業の貯蓄が少ないか（すなわちマイナスの貯蓄である債務の増大）ということである。

個人消費の増大を重視する見方は、今日の米国景気をITバブルに踊る個人消費主導型と特徴づけ、その脆弱性に警告を発している。また、企業金融に着目すれば、米国ではROEや株価が上昇する一方で自己資本比率が低下しており、市場でも株価の上昇とクレジット・スプレッドの拡大が同時に生じている。対外赤字の増大は、こうした米国経済の歪みの反映ではないか、との見方である。

(1) 家計の過剰消費

家計部門の貯蓄率（可処分所得に占める貯蓄の比率）を見ると、98年の4.2%から99年には2.2%に低下、そして2000年はマイナス0.1%に転落している。家計部門が最終的な資金の出し手であるという資金循環の「常識」が覆り、米国の家計部門は、所得を上回る消費を続けているのであって、それを可能にしているのが株価の上昇による資産効果である。家計は、保有株式の含み益の増大を拠り所に消費を拡大させているのである。

これが経常収支赤字の主たる原因であるとするれば、消費の伸びは将来の生産性の伸びをもた

表2 実質GDP成長率への寄与度 (%)

	98年	99年	00年
GDP成長率	4.4	4.2	5.0
個人消費	3.12	3.52	3.57
民間設備投資	1.54	1.26	1.60
民間住宅投資	0.33	0.27	-0.02
在庫投資	0.20	-0.37	0.24
貿易収支	-1.20	-1.03	-0.87
政府支出	0.38	0.59	0.50

出所：表1に同じ。

表3 GDPの構成 (10億ドル)

	2000年	
GDP	9,966	(100%)
個人消費	6,759	(67.8%)
民間設備投資	1,361	(13.7%)
民間住宅投資	416	(4.2%)
在庫投資	57	(0.6%)
貿易・サービス収支	-370	(-3.7%)
政府支出	1,743	(17.5%)

出所：表1に同じ。

らさないため、IT革命説と異なって、今回の貿易赤字にも将来の黒字転換の論理は内包されていない。となれば、現在の貿易赤字は、景気の引締めによってしか解消しようのない、「悪い貿易赤字」となる。その時、ソフト・ランディングは可能なのであろうか。景気の悪化は、株価の急落を招き、逆資産効果が働いて消費が急減する可能性も否定できない⁶⁾。その時には経常収支は改善することになるであろうが、それは米国経済のハード・ランディングを意味する。それが、過剰消費説が懸念する展開である。

これは、先ほどのIT革命説と全く逆のストーリーである。なぜ、客観的なマクロ・データに基づきながら異なった結論が導かれるのだろうか。表1を見れば、90年代後半の米国の景気が設備投資に牽引されたことは疑いの余地もないようであるが、しかし、成長率への貢献度という観点から見ると(表2)、個人消費のほうがはるかに大きい。消費は、GDPに占める消費のシェアが極めて大きいため(表3)、わずかな伸びで景気全体を左右してしまうのである。他方、設備投資には供給能力を高める機能があるとはいえ、総需要におけるシェアは小さい。設備投資が駆動因となり、それに消費が応えて、好景気が実現するわけであるが、結局は、設備投資の将来の供給要因をどこまで評価するか、あるいは消費による現在の需要要因をどこまで重視するかによって、結論は異なってしまうのである。

(2) 企業債務の増加

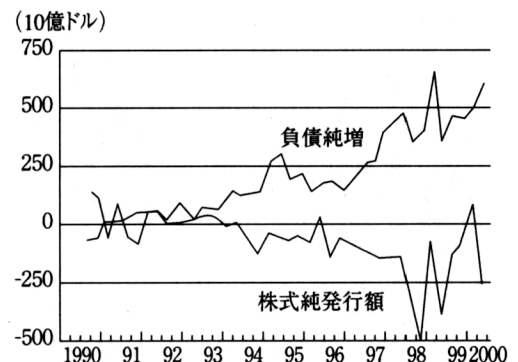
米国経済におけるもう一つの貯蓄不足、すなわち企業債務の増加も軽視することはできない。

図5は、企業金融の動向を示したものであるが、これを見ると、90年代の株式市場は資金調

達の間として機能していないことがわかる。個別にはベンチャー企業のIPO(や追加公募)が盛んに行われてはいるものの、市場全体では、自社株買いやM&Aによって、企業から株主に資金が「逆流」している⁷⁾。その一方で、社債の発行など債務の調達が増加しているのである⁸⁾。

つまり、米国企業の旺盛な設備投資と自社株

図5 米国企業の資金調達

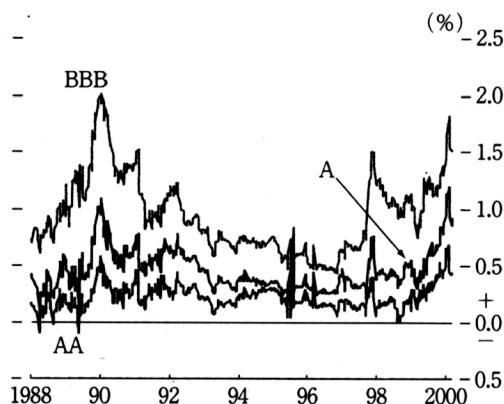


出所：Economist, Jan. 27, 2001.

買いは、内部資金だけではまかなえておらず、外部資金に大きく依存しているのである。その結果、自己資本比率の低下が生じ、財務の不安定化が進行している⁹⁾。図6は、米国社債のスワップ・レートに対するスプレッドの推移を見たものであるが、現在、すでに98年のヘッジ・ファンド危機の水準を越え、金融危機が指摘された90年頃の数値に達していることがわかる。

90年代末のこうした現象—株価の上昇と信用リスクの上昇—が同時に生じたことは、株価の上昇を裏付けるROEの上昇が、利潤率の上昇のみではなく、外部資金の積極的な取り入れによる総資本の拡大、つまりはテコの原理に大きく依存していたことを示している。その結果生じる自己資本比率の低下が信用リスクを高めたのである。そして、相反する両者をつなぐ役割を果たしていたのがIT革命という「神話」だということになろう。財務の脆弱化は「神話」の実現によって克服されると信じる者は株価の上昇を確信し、「神話」に疑問を感じる者は信用リスクの上昇という現実を重視したということであろう。

図6 米国社債の利回り格差 (対スワップ・レート)



出所: Neil Cooper et. al., "Interpreting movements in high-yield corporate bond market spreads," *Bank of England Quarterly Bulletin*, Spring 2001.

現在までの成長が、たとえ設備投資主導型であったとしても、それが、急激な信用リスクの上昇を伴うものであり、しかも、そのギャップを埋める「神話」があくまで「神話」にすぎないとするれば、現在の貿易赤字は、企業の赤字との＜双子の赤字＞として残ってしまうことになるのではないか。企業債務の増大に着目する議論は、こうした懸念を指摘しているのである。

IV. 資本収支論

はじめに確認したように、経常収支赤字は、資本収支の黒字と同義であり、今日の巨額の経常収支赤字は、米国への資本流入の増加を反映したものだと考えることもできる。米国は、80年代後半から資本輸入国となっているが、しかし、90年代末の資本収支にはかつてとは異なる特徴が見られる。この節では、90年代半ばと比較しながら、資本収支を検討してみよう。

1. 民間ベースの資本流入の増加

まず、表4から90年代末の資本収支の特徴を拾い出してみよう。最も大きな特徴は、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、95年の76.4%から昨年には96.2%まで上昇している（逆に、外貨準備等からなる公的資本は23.6%から3.8%に低下）。そして、民間資本の内訳を見ると、第1に直接投資の急増が目立つ。91年では232億ドル、95年でも578億ドルに過ぎなかった海外からの対米直接投資は、97年には1,000億ドルを超え、2000年には3,165億ドルに達している。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、97年から入超に転じ、2000年は1,549億ドルの受入れ超過となっているのである。第2

表4 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 海外資産 の増加 ¹⁾ (資本輸出)	合計	-64,388	-74,410	-200,552	-176,056	-352,376
	公的資本	8,687	2,234	-1,730	4,956	-10,726
	民間資本	-73,075	-76,644	-198,822	-181,012	-341,650
	直接投資	-37,889	-48,266	-83,950	-80,167	-98,750
	証券投資	-45,673	-49,166	-146,253	-60,309	-122,506
	非銀行部門	11,097	-387	766	-36,336	-45,286
	銀行部門	-610	21,175	30,615	-4,200	-75,108
外国保有 在米資産 の増加 ²⁾ (資本輸入)	合計	110,808	170,663	282,040	305,989	465,684
	公的資本	17,389	40,477	71,753	39,583	109,880
	民間資本	93,420	130,186	210,287	266,406	355,804
	直接投資	23,171	19,823	51,362	46,121	57,776
	米国国債投資	18,826	37,131	24,381	34,274	99,548
	証券投資(国債を除く)	35,144	30,043	80,092	56,971	96,367
	米国通貨	15,400	13,400	18,900	23,400	12,300
	非銀行部門	-3,115	13,573	10,489	1,302	59,637
	銀行部門	3,994	16,216	25,063	104,338	30,176
その他資本収支 ³⁾		-4,479	612	-88	-469	372
誤差脱漏		-48,557	-49,141	1,281	-10,859	-4,223

		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 海外資産 の増加 ¹⁾ (資本輸出)	合計	-413,923	-488,940	-335,436	-430,187	-553,349
	公的資本	5,679	-942	-7,205	11,498	-425
	民間資本	-419,602	-487,998	-328,231	-441,685	-552,344
	直接投資	-91,885	-105,016	-146,052	-150,901	-161,577
	証券投資	-149,829	-118,976	-135,995	-128,594	-123,606
	非銀行部門	-86,333	-122,888	-10,612	-92,328	-156,988
	銀行部門	-91,555	-141,118	-35,572	-69,862	-110,173
外国保有 在米資産 の増加 ²⁾ (資本輸入)	合計	571,706	756,962	482,235	753,564	952,430
	公的資本	126,724	18,876	-20,127	42,864	35,909
	民間資本	444,982	738,086	502,362	710,700	916,521
	直接投資	86,502	106,032	186,316	275,533	316,527
	米国国債投資	154,996	146,433	48,581	-20,464	-52,206
	証券投資(国債を除く)	130,240	197,892	218,075	331,523	465,858
	米国通貨	17,362	24,782	16,622	22,407	1,129
	非銀行部門	39,404	113,921	-7,001	34,298	105,728
	銀行部門	16,478	149,026	39,769	67,403	79,485
その他資本収支 ³⁾		693	350	637	-3,500	680
誤差脱漏		-35,158	-127,832	69,702	11,602	35,616

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：米国商務省経済分析局（www.bea.doc.gov/bea/dil.htm）

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し）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、海外からの米国債購入額は大幅に減少、99年から2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。対照的に、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（2000年で4,659億ドル）は、95年の5倍、91年の13倍になっているのである。

このように、90年代末の米国への資本流入は、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最大の特徴があるが、このことが、＜90年代末の米国国際収支に問題はない＞とする見解の有力な根拠ともなっていた。＜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ほかならず、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、つまり前述IT革命説の資本収支版である。

2. 90年代半ばの資本収支

しかしながら、90年代末の特徴はそれ以外にも存在する。さらなる検討のために90年代半ばと比較してみよう。90年代半ばは、すでに米国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¹⁰⁾。

まず、90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、92年、93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）、90年代半ばになると様相は一変、95年には751億ドル、96年916億ドル、97年1,411億ドルと海外向け融資が急速に拡大している¹¹⁾。

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、94年には340億ドル、95年には410億ドルに達している。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。95年時点で流入資本の23.6%、96年で22.2%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、99年で5.7%、2000年で3.8%に低下している）。これは、当時、ドルが、95年春の1ドル＝80円＝1.35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、95年、96年とも国債投資がそれ以外の証券投資を上回っており、90年代末と対照的である。

すなわち、90年代半ばの米国の対外資本取引は、単純化すれば、＜海外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国債投資の形で資金を集め、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した＞、ということになる。

これに関して、IMFの97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」¹²⁾。1965年にキンドルバーガーらによって発表されて以

来、ドル本位制の（米国側からの）理論的根拠とされてきた＜米国＝世界の銀行＞論³⁾の再現である。

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、流動性転換機能を提供しているというわけである。

当時の米国からの投資先を具体的に見てみよう。表5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、90年代半ば、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96年のシェア（25.1%）は、英国を除いた

欧州地域のシェア（21.6%）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97年夏から始まるアジア通貨危機を予見できず、それどころか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たと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したのは、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」¹⁰⁾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エ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、

表5 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。

為替切上げ圧力に直面した新興市場諸国（と円高ドル安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、それが、国内的には資産価格の急騰を招く異常な金融緩和というコストをともしつつも、対外的には為替リスクの軽減という機能を果たしていたのである。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る資金還流によって初めて機能しえたと言うべきであろう。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こそが、これまでのドル本位制を支える不可欠の要素だったのであり、だからこそ、それが明瞭に現れている90年代半ばは、一つの典型だと言えるのである。

3. 90年代末のドル本位制

しかし、90年代末の資本フローは、以上のような90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、99年、2000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、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5参照）。この欧州向け資金供給の急増について、米国商務省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」¹⁵⁾。

つまり、90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・テッキングというより、欧州からの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、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¹⁶⁾。90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¹⁷⁾のであるから、その点では、資金仲介機能の、少なくとも一部は、米国から欧州に移ったとも言える。米国は、＜資金仲介機能の担い手＞というより＜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。

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。

90年代末は、①アジア・ロシア・ブラジルと広がった通貨危機の影響が深刻で、新興市場向け投資を本格的に再開することができず、②国内的にも、ヘッジ・ファンド危機によってリスク・テーク機能は低下している。③それに何より、米国自身が世界最大の成長地域、最も魅力的な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さらに欧州からも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、一時的に投資対象としての役割が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てはいないだろうか。90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90年代末になると、国債残高は減少し始め、入れ替わりに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1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、替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¹⁸⁾。＜半永久的な景気拡大＞がうたわれた米国経済も景気循環が避けられないとすれば、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ができない。株式交換方式では、株価の影響はさらに大きい。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、その振幅は貿易収支よりもはるかに大きくかつ急激である。そのような時にも、資金流入チャン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さらに難しくなるであろう。そうなれば、ファインズされない貿易赤字を調整する役割は、為替レートに委ねられる可能性が高い。

第2に、仲介機能の中心的な担い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しても、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、さらには主導されていることも無視できない¹⁹⁾。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ことは改めて指摘するまでもない。80年代までとは、ドル資金の循環を仲介する金融機関の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とっては、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。

おわりに

クリントン政権からブッシュ政権への移行にともなって、経済政策の担い手が人脈的にウォール・ストリート派から産業・通商派へと変化したことを根拠に、ドル高政策からの修正があるのではないかとする意見もある²⁰⁾。しかし、ドル安政策への転換は、資本流入を急激に縮小させ、ハード・ランディングの可能性を高める。

また、85年のプラザ合意後のドル急落時には、日本他によるドル買い支えがなされたが、今日の日本にはこれ以上の金融緩和は無理であろう。80年代後半のドル支持政策が株価のバブルを生

んだのと同様に、現在の金融緩和はすでに債券バブルを生み出しつつあるからである。

他方、アジア危機は、アジア諸国によるドル・ペッグ制の問題を明らかにし、新たな為替制度の模索が始まっている。

米国の対外ファイナンスを支えてきた従来の構造に変化が生じているのではないだろうか。

その上に、貿易赤字楽観派の根拠であった「ニューエコノミー」にかげりが見え始めたのである。米国の貿易赤字が、世界経済にとっての大きな課題となりつつあるように思われる。

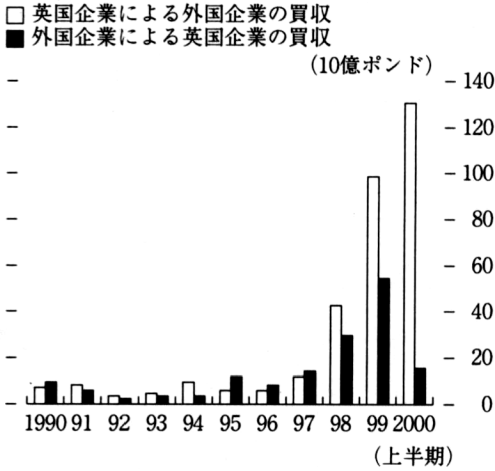
注

- 1) U.S. Trade Deficit Review Commission, *The U.S. Trade Deficit*, Nov. 2000, pp. 41-83 (www.ustdrc.gov/index.html).
- 2) この点について現在有力なのは、反対に、貿易赤字は(後述するように、直接投資を中心とする)資本輸入の増大の反映であるから、直接投資の受入れによる雇用創出効果を無視すべきでないとの主張である。例えば、Matthew Higgins and Thomas Klitgaard, "Viewing the Current Account Deficit as a Capital Inflow", *Current Issues* (FRB of New York), Dec. 1998.
- 3) IT革命による設備投資増大に貿易赤字の原因を求める見解については、以下の文献を参照。Michael R. Pakko, "The U.S. Trade Deficit and the 'New Economy'", *Review* (FRB of St. Louis), Sept./Oct. 1999; Jack L. Hervey and Loula S. Merkel, "A Record Current Deficit: Causes and Implications", *Economic Perspectives* (FRB of Chicago), Fourth Quarterly 2000; Paul Bergin, "Should We Worry about the Large U.S. Current Account Deficit?", *Economic Letter* (FRB of San Francisco), Dec. 22, 2000.
- 4) Pakko, *op.cit.*, p. 19.
- 5) 貯蓄不足説については、例えば、"Debt in Japan and America", *Economist*, Jan. 22, 2000.
- 6) 米国の景気は今年後半には回復に向かうとの見方も多いが、米国が日本型(バブル破裂型)の景気後退に陥る可能性も指摘されている("What a peculiar cycle?", *Economist*, March 10, 2001.)。戦後の景気循環は、<景気過熱→物価上昇→金融引締め→景気後退→物価安定→金融緩和→景気回復>というプロセスをたどってきた。しかし今回の好景気ではインフレは生じていない。米国で進行したのは、<景気過熱→株価上昇→景気過熱→株価上昇→>という(いつかは破綻する)好景気・株高スパイラルであった。だからこそ、それを断ち切るための金融引締めがとられたが、今度は<景気後退→株価

下落→景気後退→>という逆スパイラルへの転換が生じているのかもしれない。景気循環の軸が<在庫調整>から<株価>へと変化しており、かつ金利の株価への影響はより間接的であるため、景気後退局面で金利下げが景気の下支え・反転効果を発揮できるか疑問だからである。

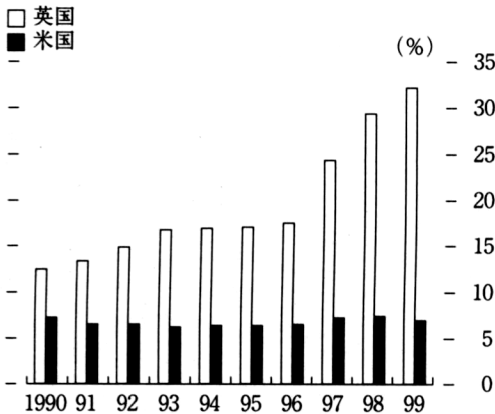
- 7) 96年からの5年間の自社株買いは、約2兆7千億ドルに達する。"Survey: Corporate Finance", *Economist*, Jan. 27, 2000, p. 6.
- 8) 90年代の米国の企業金融については、"Survey: Corporate Finance"; 高田創「米国企業金融の逆資産効果」『金融ビジネス』2001年4月号。
- 9) ムーディーズは、2000年(1月から11月まで)に、自社株買いを行った36社の格付けを引き下げた。36社の引き下げという数字は、過去3年間の引き下げ合計に匹敵する。"Survey", p. 6.
- 10) 90年代半ばに「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。奥田宏司「1990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』12巻2号, 1999年。
- 11) 表4、表5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99年の対外債権増加分699億ドルの内、銀行自身の取引は458億ドル(65・5%)である。やや正確性に欠けるが、便宜上、本稿ではすべてを含めて銀行の取引としている。
- 12) David Folkerts-Landau, et al., *International Capital Markets*, IMF, Nov. 1997, p. 3.
- 13) キンドルバーガー他「ドルと国際流動性—少数意見—」(益戸欣也訳『インターナショナル・マネー』産業能率大学出版部, 1983年所収)。
- 14) *International Capital Markets*, p. 3.
- 15) *Survey of Current Business*, Jan. 2001, p. 53. この引用は99年第3四半期を説明したものであるが、98年からの3年間全体に当てはまるものである。
- 16) ただし、90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ため、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。99年には、米国は株式交換によって1,140億ドルの外国株式を取得している(*Federal Reserve Bulletin*, May 2000, p. 314)。例えば、英国の場合、英国企業による外国企業買収は90年代末に急増し(図7)、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、94年の15%未満から99年末には30%超(価格ベース)へと上昇している(図8)。欧州は、いわば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。以前と比べると米国と欧州の役割が逆転していることになる。
- 17) 米国の直接投資収支は、80年代にも受入れ超過となっている。しかし、今日の対米投資の中心が欧州企業によるM&Aであり、米国からの対外直接投資も増加しつつあ

図7 英国企業による外国企業買収



出所：Stephen Senior and Robert Westwood, "The external balance sheet of the United Kingdom: Implications for Financial Stability?", *Bank of England Quarterly Bulletin*, Nov.2000.

図8 英米企業の非居住者持株比率



出所：図7に同じ。

るのに対して、80年代の対米直接投資の主な担い手は日本企業で、その背景にあるのは、貿易摩擦対策としての米国現地生産への移行、バブルを背景とした不動産投資などであった。また当時は、米系多国籍企業の海外からの撤退・縮小も見られた。

- 18) 「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）2000年7月、21頁。
- 19) 米国よりもむしろ日本に近いとさえ言われてきた大陸欧州の企業風土も、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型やLBO型の買収を含む、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、そこでは、ゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーを先頭とする米系投資銀行が圧倒的なシェアを獲得している。しかしそれは、既存の市場に米系が参入し成果を上げているというのとは若干異なる。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、欧州にはそれまで存在しなかったに等しい市場を新しく作りあげているのであり、そこで米系が圧倒的なプレゼンスを誇るのとは当然である。進行しているのは「欧州資本市場のアメリカ化」なのである。M&A中心の対米直接投資の急増は、そうした欧州企業再編の一部と見ることもできる。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.
- 20) 宿輪純一「アメリカは円高ドル安政策へ転換する」『金融ビジネス』2001年4月号。

(当所大阪研究所 主任研究員)