

## REPORT III

# 米国の資本流出入動向と 対外ネットポジション悪化について

経済調査部門 土肥原 晋  
doihara@nli-research.co.jp

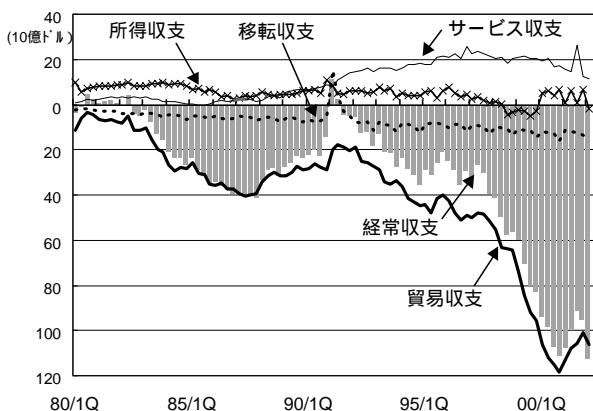
### 1. 米国経常赤字構造の定着と ネットポジションの悪化

(1) 不況下でも拡大を見せる米国の経常赤字

今年1-3月期の米国の経常赤字は再び拡大に転じ、過去最大規模の赤字額となった。米国の経常赤字は、景気後退時に減少する傾向が見られるが、今次のリセッション下では貿易赤字の縮小が小さく、経常赤字は2001年7-9月期をボトムに再び増加に転じている。

貿易収支以外の収支の悪化も今回の経常赤字の拡大をもたらしている。サービス収支は黒字であるが、テロ事件直後を除いて縮小傾向にある。所得収支も四半期ベースでは再びマイナスに転じており、移転収支は趨勢的に赤字拡大の推移を見せている。

図表 - 1 米国の経常収支の推移と内訳



(資料) 米国商務省

経常赤字は80年代以降、米国経済の抱える構造的とも言える課題であったが、90年代後半の経済成長の下で急速に膨らんだ。かつてのように貿易赤字の相手国が、日本、OPEC等に偏っていた時期は、二国間の交渉という手段もあったが、現在では、日本との高水準の赤字が続くなか、対EC・中国分が急増し、近隣のカナダ、メキシコとの貿易赤字も急速に拡大している。

また、貿易赤字拡大には米国企業の海外生産移転によるところも大きく、生産国のみならず、米国の消費者・生産者等の利益を考慮すれば輸入抑制が解決策とはならない。今後、米国の経常赤字が大幅に縮小するとの見方は少ない。

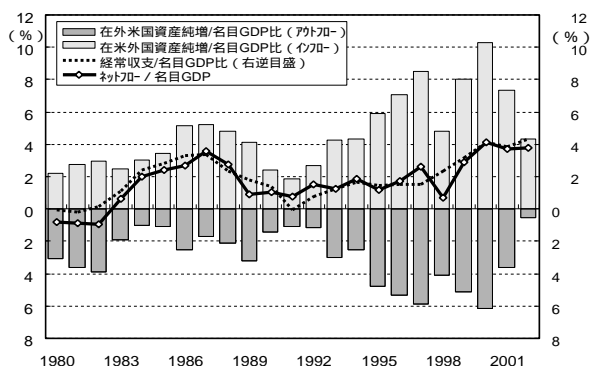
(2) 資本流出入の動向

～潤沢な米国への資金の流入

経常赤字は資本収支の黒字によってバランスされる。この資本収支は、米国の場合、外国人の米国資産の純増（以下インフローと呼ぶ）と米国人の海外資産の純増（以下アウトフローと呼ぶ）との差額で算出される。この差額が資本収支の黒字で経常赤字とバランスする。インフロー・アウトフローの動きを見ると、共に91年をボトムに、2000年にピークを付けた後、急低下するなど、経常赤字の分だけアウトフローはインフローより少ないが、両者の動きはよく似ている。

一般的に、資本の流入額が不足すれば、国内の資金逼迫により金利が上昇して資本流入を促すが、米国の場合は、米国経済とドルへの信認を前提に資本流入が潤沢であり、流入不足による金融市場への摩擦は少なかった。80年代半ばに双子の赤字が問題にされたのは、必要な資本流入があったものの流入資金を財政赤字が吸収したためである。90年代には、財政赤字が縮小する一方、経常赤字を大幅に上回る外国資本の流入が続いたため、経常赤字の一方、海外への巨額の投資も可能だった。過去の流出入状況を見ると、四半期ベースでの一時的な過不足はあっても、年間ベースでは経常赤字を十分ファイナンスしてきたと言える。

図表 - 2 米国の国際収支バランス (年ベース)



\*2002年は1-3月期の季調済年率。  
(資料) 米国商務省

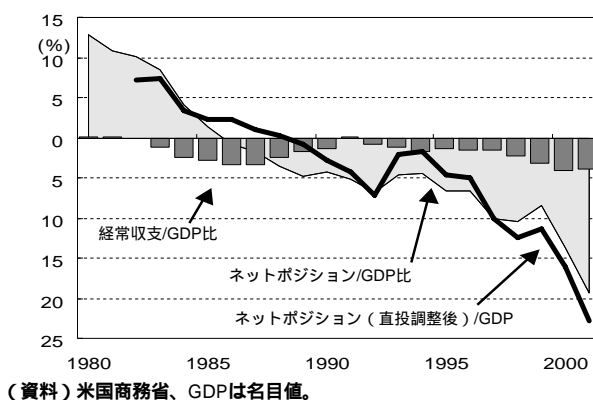
### (3) 対外ネットポジションは年々の悪化

この資本収支黒字の累積がネットポジションとなるが、米国での算出方法は、外国人の米国資産、米国人の海外資産についてそれぞれ前年末の資産ポジションに、翌年の資金フローと、資産の価格・為替等の変化額を加減算して算出される。算出された米国人の海外資産から外国人の米国資産を差引いたのが米国の対外ネットポジションとなる。対外ネットポジションのマイナスは、外国人の米国資産の方が大きいこと、即ち純債務国であることを示す。この統計は、直接投資を時価調整したものと調整前のものと

に分けられ年央に公表される。

米国の対外ネットポジションの推移を見ると、経常赤字が80年代のピークに差し掛かった86年以降マイナスを続けている。なお、この時期はプラザ合意後のドル安進展によりドル資産の減価が進んだ時期でもあり、直接投資の時価調整を加味したベースでのマイナスは89年以降にずれ込んだ。90年代は経常赤字の拡大が進んだことから、ネットポジションのマイナスは毎年増加し、2001年末の米国人の海外資産は6.2兆ドル、外国人の在米資産は8.1兆ドル、ネットポジションは1.9兆ドル(直接投資の時価調整後は2.3兆ドル)、名目GDPの19%へと拡大を見せている。

図表 - 3 米国対外ネットポジションの推移



(資料) 米国商務省、GDPは名目値。

## 2. 米国への資本流出入資金の特徴

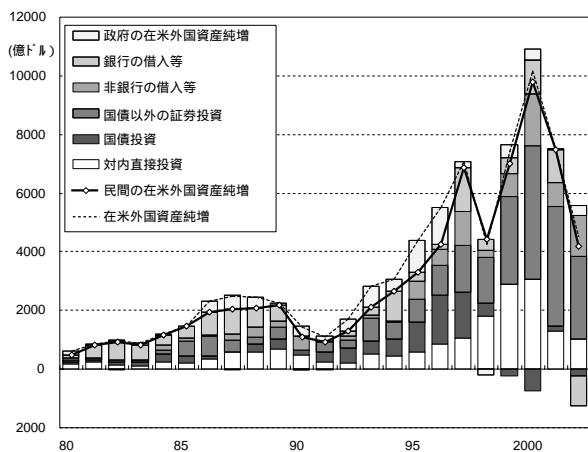
### (1) 米国へのインフローの特徴

インフローは前記のとおり91年をボトムに急速に拡大したが、内訳では、90年代後半の直接投資と証券投資の拡大が目を見張る。但し、2001年には直接投資は半減し、証券投資が過半を占めた。一方、銀行・非銀行等の借入は、一定額を確保しているものの、インフロー全体の拡大によってシェアは縮小している。この点、双子の赤字が問題視された80年代は借入が中心だったこととは対照的である。一般的に、株式等の証券投資は収益率を期待するため自発的要素が

強く、海外借入等は資金逼迫時に増加する傾向がある。近年、経常赤字を大幅に上回るインフローには自発的要素が色濃いものと思われる。

なお、90年代前半には証券投資の中心だった米国国債投資は、その後の財政黒字転換により発行額が減少したことから、98年以降急速に縮小し政府機関債等にとって替わられた。

図表 - 4 インフローの内訳 (億ドル)

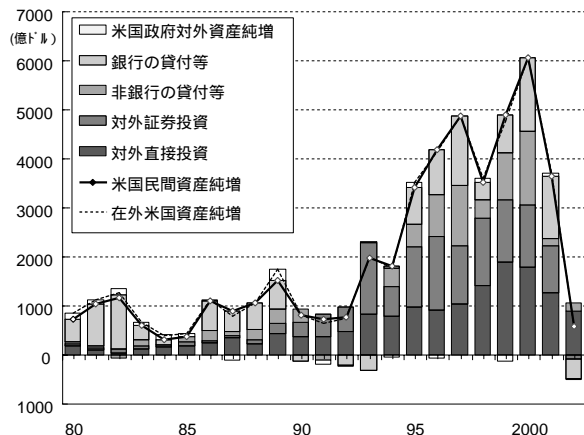


\*純増ベース。上記の内2002年は1 - 3月期の季調済年率。  
\*\*政府以外は全て民間部門の投資。  
(資料) 米国商務省

(2) 米国からのアウトフローの特徴

アウトフローは90年代の急速な拡大後、2000年をピークに縮小した。内訳を見ると、90年代以降は証券投資と直接投資が過半を占めている。また、アウトフローのなかではインフロー

図表 - 5 アウトフローの内訳 (億ドル)



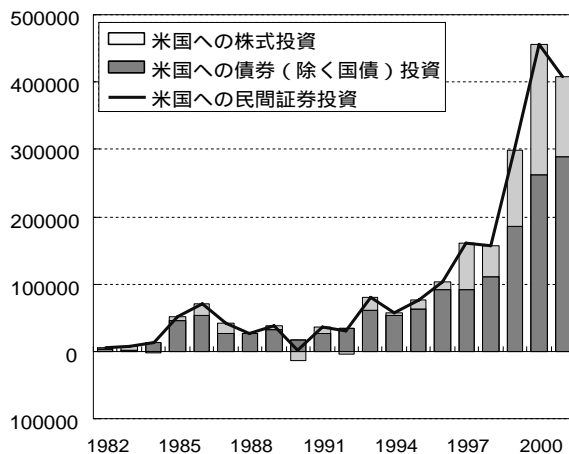
\*純増ベース。上記の内2002年は1 - 3月期の季調済年率。  
\*\*政府以外は全て民間部門の投資。  
(資料) 米国商務省

より金融機関の貸付等のシェアが大きい、ほぼ同様の額を海外から取り入れており、ネットインフローした貸借金で見ると目立つ存在ではない。なお、直近の2002/1-3月期の動きを見ると、対外証券投資がマイナスに落ち込む等、米国ファンドの資金還流の動きが窺える。米国の株式市場の不振からインフローが経常赤字に見合う額まで半減し、海外投資への余力が縮小したと見ることも可能であろう。

(3) 米国における対外・対内証券投資の状況  
インフローでは債券が中心

インフローの中でも最大の証券投資(除く国債、外国政府部門)については、96年に1,000億ドルを超えた後、急速な拡大を見せ、2000年に4,550億ドルとピークを付けた。内訳を見ると債券投資が過半を占めるが、90年代後半の株式の急増が目立つ。

図表 - 6 海外からの民間証券投資 (百万ドル)



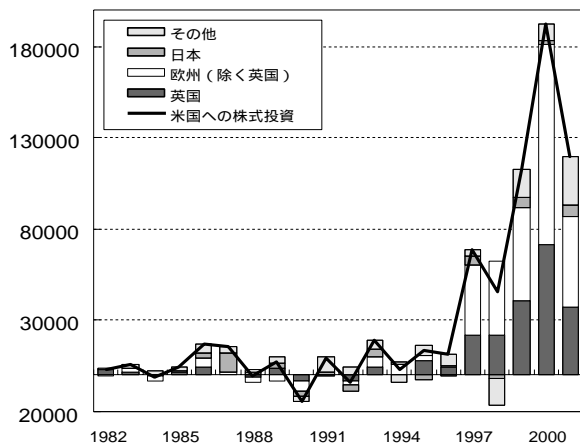
\*国債及び外国政府を除く純増ベース。  
(資料) 米国商務省

この米国への株式投資について地域別に見ると、欧州が大半を占め、特に米国への株式投資がピークを付けた2000年にはその94%を占めた。また、英国が欧州分の4割前後を占めている。

なお、日本の米国向け株式投資は87年に110億ドルの投資があり、その年の米国への株式投

資の71%を占めるなど突出した年があったが、その後は金額的にもこれを上回ることなく、直近の2001年のシェアは6%に留まる。

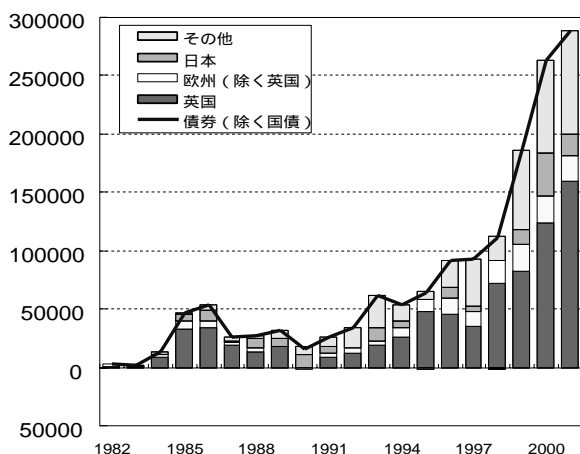
図表 - 7 米国への国別株式投資の内訳 (百万ドル)



\*外国政府部門を除いた純増ベース。  
(資料) 米国商務省

次に米国への債券投資 (除く国債、外国政府部門) について地域別に見ると、2001年は、欧州からの投資が63%を占め、中でも、英国はその88%を占める。近年、その他の国からの投資が伸張している。

図表 - 8 米国への国別債券投資 (百万ドル)

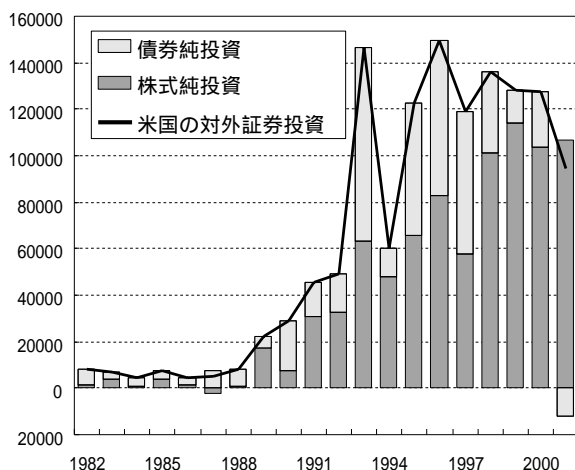


\*国債及び外国政府部門除きの純増ベース。  
(資料) 米国商務省

アウトフローの中心は株式  
米国の対外証券投資を見ると、93年に急速な

拡大を見せた後、96年にピークをつけ、その後、弱含みの推移を辿っている。債券・株式別に見ると、主に債券投資が90年半ばに急増した後、急速に縮小したため、この間、株式は99年まではほぼ右上がりの増加を見せている。

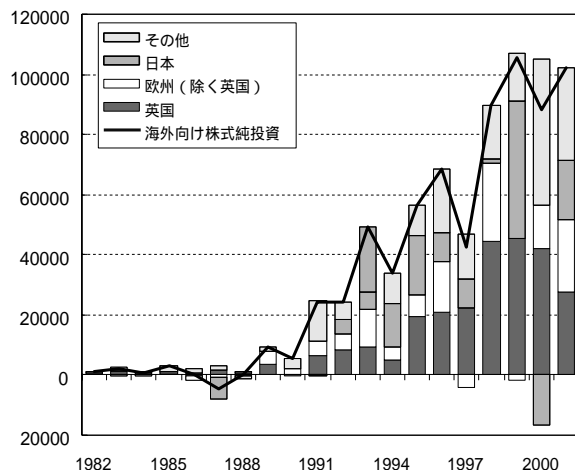
図表 - 9 米国の対外証券投資の内訳 (百万ドル)



\*純増ベース。  
(資料) 米国商務省

この米国の対外株式投資の投資先を見ると、やはり欧州が過半を占め、さらにその過半を英国が占めている。日本向けの投資額も大きい、99年に急増した後、2000年は一転マイナスとなるなど変動が大きいのが近年の特徴となっている。

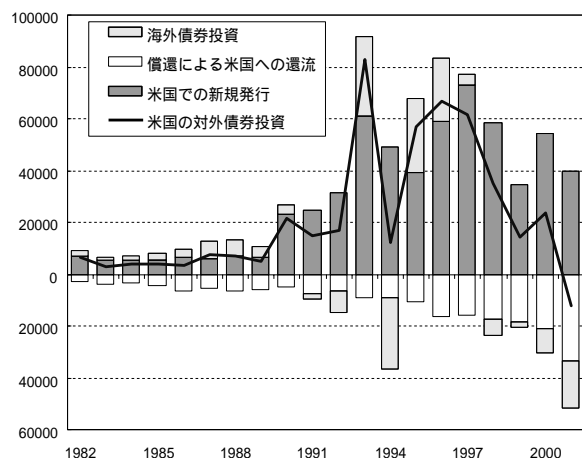
図表 - 10 米国の海外株式投資の国別内訳 (百万ドル)



\*純増ベース。  
(資料) 米国商務省

米国の対外債券投資の内容を見ると、米国市場で発行された非居住者債券の購入が中心となっており、ネットの対外債券投資額は96年以降減少を見せている。米国での非居住者債券は中心がドル建てであるため、米国の投資家にとっては対外証券投資として意識する必要が小さいものと思われる。半面、海外市場への債券投資の動きは93・95・96年等に限定的に見られる程度に過ぎない。このように米国の対外証券投資は、金額、実体的にも株式が中心と言えよう。

図表 - 11 米国の対外債券投資の内訳 (百万ドル)



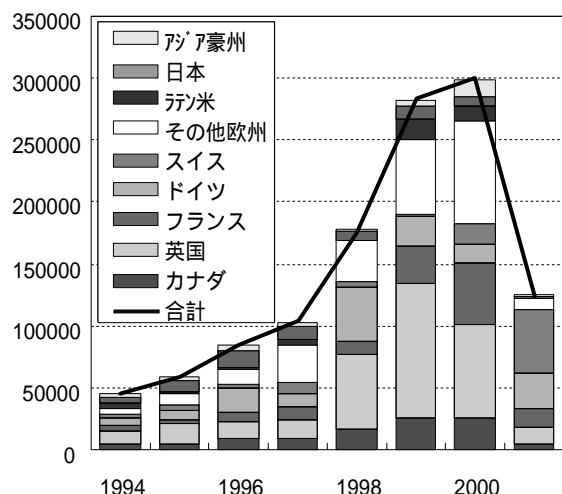
\*純増ベース。  
(資料) 米国商務省

(4) 米国の直接投資は欧州を中心に展開

直接投資額は、対外分は99年に、対内分は2000年にピークをつけ、2001年は共に急減少した。ITバブル崩壊、株式市場のピークアウト、米国景気の鈍化等によるものと思われる。

米国への直接投資を地域別に見ると、欧州が主体となっており、2001年には95%を占めている。欧州の中では98~2000年の3年間は英国が中心であったが、98年のドイツ、2000年のフランス、2001年のスイスのように、買収に伴って突出した金額となるのが直接投資の特徴と言える。

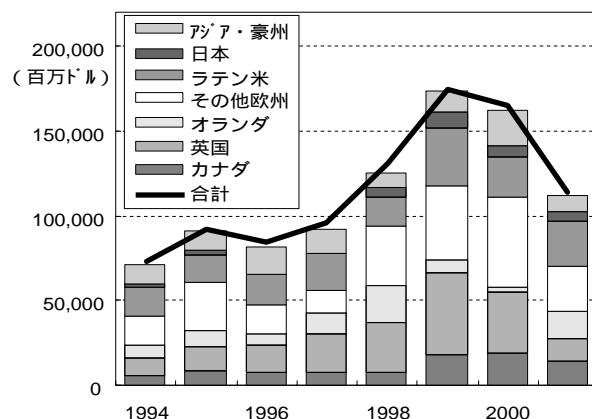
図表 - 12 米国への直接投資内訳 (百万ドル)



(資料) 米国商務省

一方、米国からの対外直接投資の内訳を地域別に見ると、ここでも過半を欧州が占めている。欧州の中の筆頭は英国であるが、オランダ、ドイツ等のウェイトも高い。また、ラテンアメリカ向けが2割前後と一定の占率をキープしているのも目を引くところである。アジア、カナダもそれに続いており、米国への直接投資が先進国に偏っているのに比し、米国からの投資先には幅広く分散が見られる点が特徴と言えよう。

図表 - 13 米国からの直接投資内訳 (百万ドル)



(資料) 米国商務省

### 3. 拡大する米国証券市場への影響

(1) 内外投資資産ポジションは、証券投資が中心

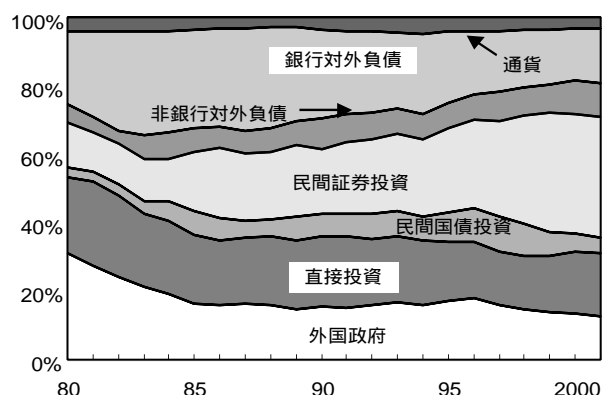
前述した投資フローの状況を踏まえて、内外の資産ポジションの構成状況を見ると、幾つかの特徴的な傾向が窺える。

第一に、外国人の対米投資資産（以下、在米資産と呼ぶ）・米国人の海外投資資産（以下、在外資産と呼ぶ）とも、最大の投資対象が証券投資となったことである。外国人の在米資産では、民間の証券投資資産（国債除き）が35%を占め、第2位の直接投資（構成比18%）の倍近い比率である。在外資産でも長期的には民間部門の証券投資シェアが上昇したが、99年をピークに低下を見せている。一方、銀行等の貸借は構成比が低下している。銀行等の貸借は80年前半には一時、内外資産とも最大構成比率を見せていたが、90年前半には証券投資にとって替わられた。

第二の特徴としては、在米・在外資産とも政府部門のウェイトが小さくなっていることである。在米資産のうち外国政府部門のウェイトは趨勢的に低下しており、在外資産も同様である。また、投資先としての米国国債も98年以降、資産残高を減少させ、政府機関債等の有価証券投資へのシフトが急である。

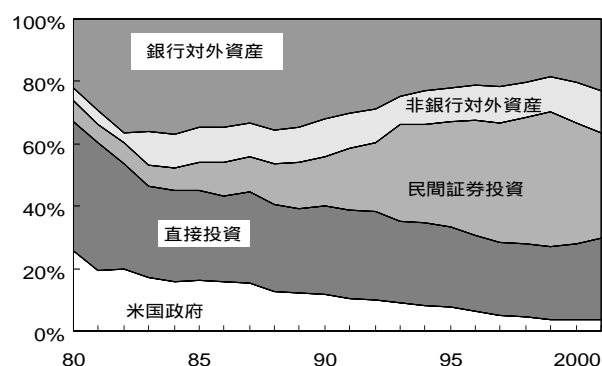
第三は、直接投資の構成比が長期的に見ると安定的な推移を見せていることで、概ね、在外資産では3割前後、在米資産では2割前後の構成比を維持し証券投資に次ぐ地位にある。但し、フローベースで見たとおり、99・2000年をピークに欧米間を中心に活発化した企業買収・再編の流れが、ITバブルの崩壊、株価の下落等の評価損の拡大から急速な縮小を見せており、今後の動向が注目されるところである。

図表 - 14 外国人の在米投資資産構成比



(資料) 米国商務省

図表 - 15 米国人の海外投資資産構成比



(資料) 米国商務省

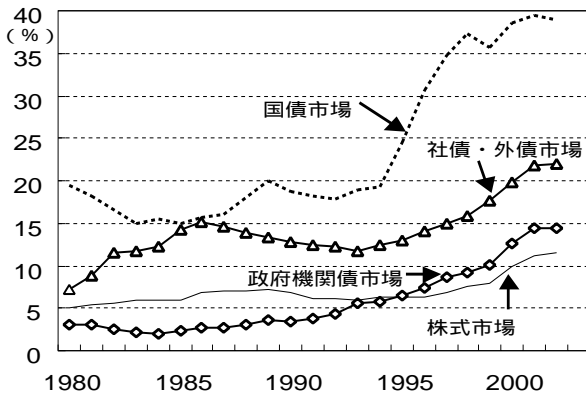
(2) 米国証券市場の海外部門保有シェアは急拡大

90年代の海外からのインフローの増加により、主要な証券市場における海外部門の保有シェアは拡大しており、海外投資家のプレゼンスが高まっている。

特に海外部門の保有シェアが高いのが国債市場であるが、市場規模が大きく、流動性が高く、信用リスクの小さい国債市場を、海外投資家が選好してきた結果と言える。しかし、財政黒字転換により国債市場の残高は97年にはピークを迎えた。替わって政府機関債市場の拡大が進み、現在の残高は約5兆ドルと国債市場の3兆ドルを上回り、国債に準じる市場として海外資金の受け皿となっている。社債・外債市場も90年代

後半に市場規模を倍増させ、現在6兆ドル弱と債券市場では最大規模であり、海外部門のシェアも22%と国債に次いで高い。

図表 - 16 米証券市場の海外部門保有シェア

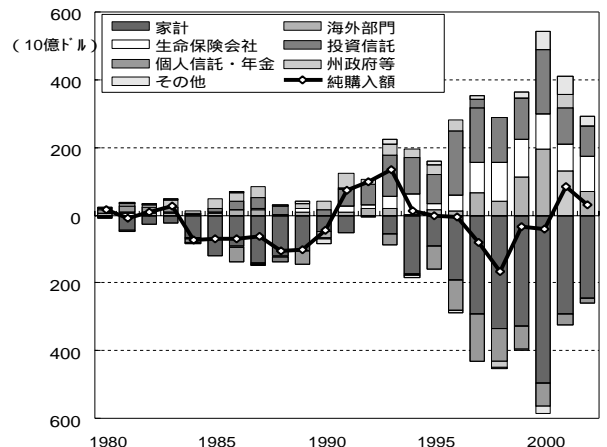


(資料) 米国FRB

株式市場における海外部門保有シェアは12%と主要証券市場の中では最も低いですが、米国の株式市場は規模が大きく、15兆ドルの資産規模に達するため、海外部門の証券資産中の株式のシェアは2000年は51%、2001年は45%にのぼる。

(3) 海外部門は株式市場の最大級の買い手に  
株式は債券と異なり償還期限がなく、近年の米国のように発行量が少ない状況下では、売り手と買い手の需給が株価変動に繋がりがやすい。米国株式市場の部門別ネット購入状況を見ると、ほぼ90年代を通じて拡大しており、2000年にピークを迎える。また、部門別の状況を見ると家計部門が一貫して最大の売り手となっているのが特徴である。更に、家計からの資金受入部門である信託・年金等も売り越しが続いている。一方、買い手としては、90年代前半は投資信託が中心的な位置にあったが、90年代後半になると生命保険と海外部門が加わった。海外部門の買いは、特に97年以降目立っており、2000年にかけて急増を見せ最大の買い手となってい

図表 - 17 米国株式の部門別購入内訳

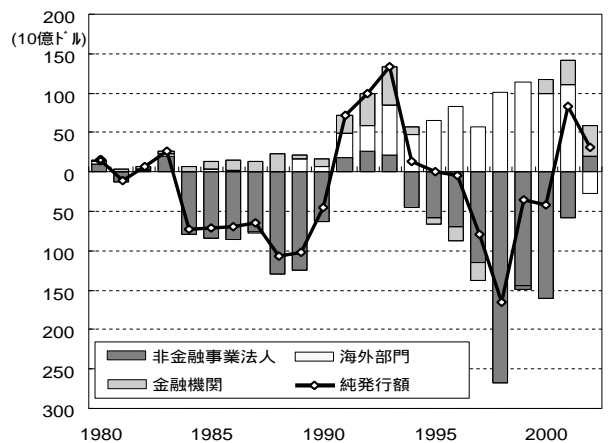


\* 純増ベース。2002年は1 - 3月期季調済年率値。  
(資料) FRB

る。

また、株式の発行状況を見ると、93年をピークに減少し、90年代後半は海外企業の株式発行が増加したが、これを加えてもネットではマイナスの年が続いた。M&Aの隆盛により企業買収が進められたのに加え、米国企業が自己株償却等を進めたことによる。

図表 - 18 株式の部門別発行状況



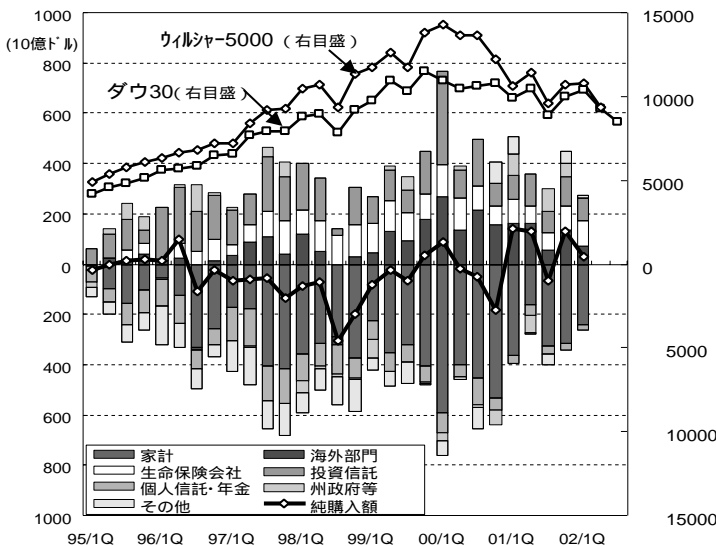
\* 純増ベース。2002年は1 - 3月期季調済年率値。  
(資料) FRB

## (4) 海外部門の買いは株価上昇の一因か

90年代後半から2000年にかけての米国株式の上昇は、ニューエコノミーと呼ばれた景気拡大を背景に、上記のような需給要因もあって、株価をかつてないレベルに押し上げた。この間の株式購入状況をさらに四半期ベースで見ると、株価のピークである2000/1-3月期にかけて海外部門と投信からの買いが急増しているのが窺える。

結局、ここをピークに株式市場は下げに転じるが、下げの過程においても海外部門と投信の買いが中心となっている。特に、投信の買いが半減しているのに対し、海外部門からの買い入れ水準は高く、その後も主要な買い手となっている。2000年以降、下げ過程ながら株価急落を回避できたのは、海外部門からの資本流入も一因と言えよう。

図表 - 19 95年以降の部門別株式購入状況



\*純増ベース。季調済年率値。  
(資料) FRB他

これまでの推移を見ると、米国の経常赤字は資本流入で概ね補完されてきた。近年のインフローは経常赤字の2倍にのぼり、米国は経常赤字国でありながら余裕をもって海外投資が行えた。

しかし、現在の経常赤字が持続すれば、毎年GDPの4%のネットインフローを必要とする。加えて、これまでに入ってきた海外資産をキープするためにも、米国のドルと証券市場は、総合的に一定の期待収益を保持する必要がある。

このようなインフローと現在の投資傾向が続けば、海外資本の米国証券市場における影響力も年々増加していこう。そして、影響力を増した海外資本の反転・逆流があれば、そのインパクトは大きく、経済を予想以上に冷え込ませる恐れがある。したがって、一国が抱える海外資本のスケールには、そのリスク面を考慮すれば、一定の限界があると言えよう。

しかしながら、政府がそうした限度を設けるわけではないので、この点は市場が自ずから判断することとなる。例えば、対外ネットポジションマイナスの拡大自体がドルや米国経済の信認にはマイナスに作用するため、限界線を越えたインフローがあれば、自動的に為替の調整が行われるかも知れない。調整が後手に回れば、第2のプラザ合意もあり得ようが、米国内の外国資産はプラザ合意前の8倍の規模となっており、前回のような調整が可能とは限らない。

現状では、こうしたリスクが年々積み重ねられている途上にあることだけは確かなことだと思われる。