

## REPORT II

# 最近の米国における資本流出入の動向

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

### 1. はじめに

米国の経常赤字は、2006年には名目GDPの6.1%に達した。80年代に財政赤字とともに双子の赤字としてドル安を招いた時の約2倍となる。米国の経常赤字は、グローバルな不均衡を生んだ起点ともされるが、結局のところ米国に資本流入し、国際収支は均衡する。この巨額の赤字が問題視されて久しいが、懸念されるのは、

いつまで経常赤字の拡大が続くのか、米国への資本流入には問題が生じていないのか、純債務国となって久しいがこの点での問題は生じていないのか、等である。さらに今後の持続性(サステナビリティ)については、この問題における将来的な課題とされている。本稿では、米国の資本流出入の動向にスポットを当てこうした課題の検証を試みた。

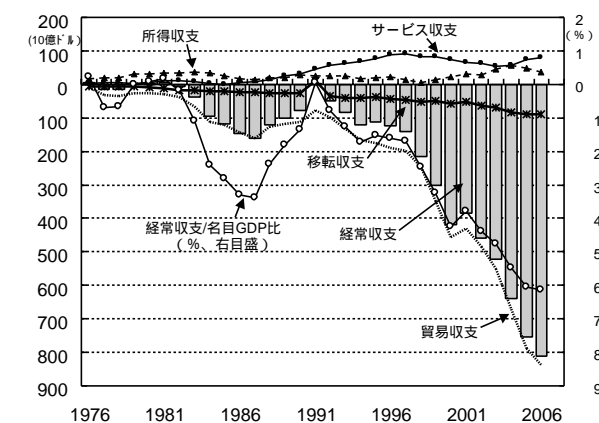
### 2. 経常赤字の拡大要因

#### (1) 拡大続ける経常赤字

2006年の経常収支は8115億ドル、赤字額は前年比7.5%増と過去最高額を更新、名目GDPの6.1%に達した。経常収支の内訳を見ると、貿易収支が8383億ドルと赤字の太宗を占め、移転収支が896億ドルとなったが、サービス収

支は797億ドル、所得収支は366億ドルの黒字となった。

図表 - 1 米国の経常収支の推移と内訳



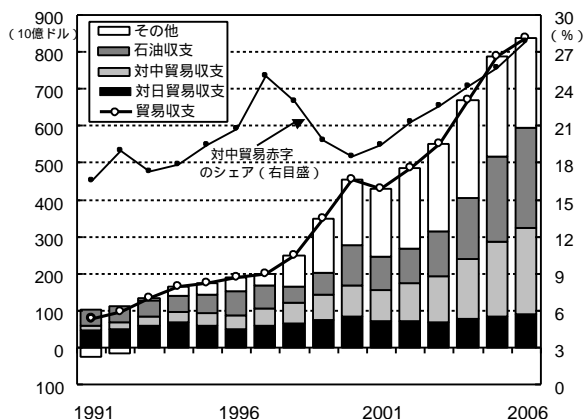
(資料) 米国商務省、年別

(2) グローバリゼーション進展が赤字を拡大  
90年代の米企業には、生産性の向上やコスト削減が強く求められ、海外への工場移転やリストラが推進された。94年の北米自由貿易協定(NAFTA)の施行等も、低コストを求めて生産拠点を海外に移す動きを加速した。国内に販路を持つ米企業が、生産拠点を海外に移転した場合、製品は米国に輸入されるため、貿易赤字は増加を辿った。

近年の貿易赤字急増は、こうした流れに、対中輸入の拡大と価格高騰による原油輸入額の増加が加わったものである。2006年の貿易赤字は

5年前比で倍増したが、その間、対中赤字と石油赤字はそれぞれ3倍になった。なお、その他の赤字は3割増に留まる。この結果、対中・石油赤字合計の赤字全体に占める割合は6割を越えている。

図表 - 2 貿易赤字拡大と内訳



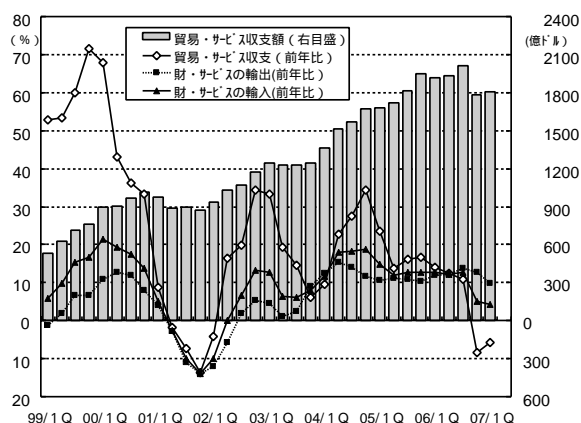
(資料) 米国商務省、国際収支ベース

(3) ピークアウト後も、高水準の赤字は持続か

最近の輸出入の動向を前年同月比ベースで見ると、昨年9月以降輸出の伸びが輸入を上回り、その乖離は拡大方向にある。これは、米国の景気減速で輸入が伸び悩む一方、海外経済が堅調で輸出が伸長していることによる。このため、直近2四半期は、前年比での赤字縮小が続き、2007年の貿易赤字は6年ぶりに前年を下回る可能性が出ている。

しかし、既に輸入は輸出の1.8倍(2006年、財取引)の規模に達しており、赤字減少を持続させるにはその分、輸出の高い伸びを維持する必要がある。また、米経済の赤字構造を考慮すると、今後、成長率が回復に向かえば、輸入も拡大すると見られる。輸出・輸入両面において、必ずしも長期的な赤字縮小への道筋がつけられているとは言い難い状況にある。

図表 - 3 貿易赤字と輸出入の伸び



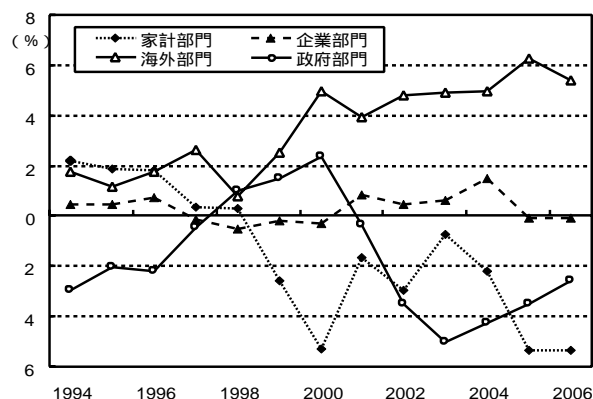
(資料) 米国商務省、国際収支ベース、四半期

(4) 貿易赤字の構造的要因(過剰消費と財政赤字)は持続の見込み

対中赤字や石油収支の拡大等の赤字拡大要因もさることながら、マクロ的なバランスを考慮すれば、経常赤字の拡大は、財政赤字や過剰消費の存在による所が大きい。

こうした関係は部門別の資金過不足(米国の場合、各部門毎の金融バランス(=金融投資と負債の差引き))の推移を見ると分かり易い。家計部門は1999年から、政府部門は2001年から資金不足(=借入れ超)に転じている。

図表 - 4 部門別資金過不足 (対名目GDP比、%)



(資料) FRB、米国商務省、年ベース

また、家計部門は2005年以降、再び最大の資金調達部門となったが、住宅価格の上昇で、住宅ローンのリファイナンスやホームエクイティローン（自宅を担保にした借入れ）を膨らませたことが大きい。

これらの資金不足をカバーしたのが海外部門である。こうした、経常赤字と均衡する海外からの資本流入が、財政赤字と過剰消費を支える構造となっている。

### 3. 米国への資本流入の動向

#### (1) 海外からの投資状況

経常赤字を大きく上回る海外資本の流入

米国への資本流入（以下、金融投資）は経常赤字を大幅に上回るのが常態となっている。2006年は、経常赤字が8,115億ドルであるのに対し、米国への投資は1兆5,371億ドルと2倍弱に及ぶ。経常赤字を上回って流入した部分は、再び海外に還流するため（図表 - 5 の負債）金融収支は経常赤字とほぼ一致し、国際収支上の均衡を保つ。

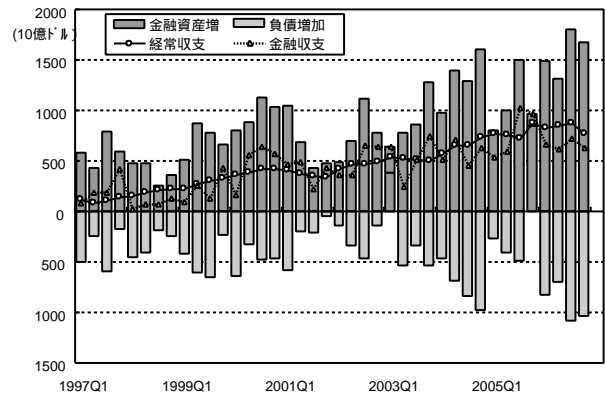
長期的に米国への金融投資の状況を見ると、米国が恒常的な経常赤字国となった80年代前半には、ドルへの信頼が揺らぎ、米国への金融投資は経常赤字を補う程度の額に留まっていた。

現在のように経常赤字を大幅に上回る金融投資が行われるようになったのは、90年代に入ってからのことである。2006年は、経常赤字の拡大の中で米国への金融投資はGDP比12%に接近する一方、米国の海外投資も急速に膨らみ、GDP比で約7%と歴史的な水準に拡大した。

ただし、米国への投資は市場環境の影響を受けるため、四半期の動きで見るとかなりの変動を見せる。特徴的なのは、2001/3Qの同時多発テロ事件や2003/1Qのイラク戦争開始時等では金融投資の急減が見られ、負債も急減した。こ

うした時期を除けば、金融投資は経常赤字を大きく上回り、その分、海外への投資も増加を見せている。

図表 - 5 海外部門の金融収支（四半期、年率）

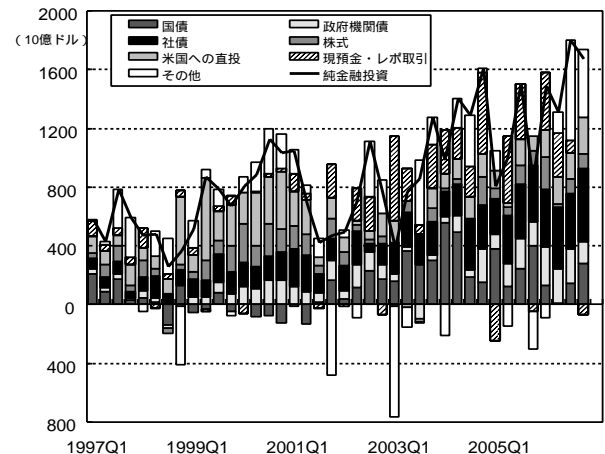


(資料) FRB

海外からの投資対象は市場動向を反映

海外からの米国への投資は、米国の金融市場の動向を映じて多様かつ変化に富んだ動きを見せる。99~2000年にかけては米国の株高、M&Aの興隆を映じて株式・直接投資が増加した一方、財政が黒字に転じたため、国債投資が減少し政府機関債・社債への投資が増加した。

図表 - 6 海外部門の金融投資（四半期、年率）



(資料) FRB

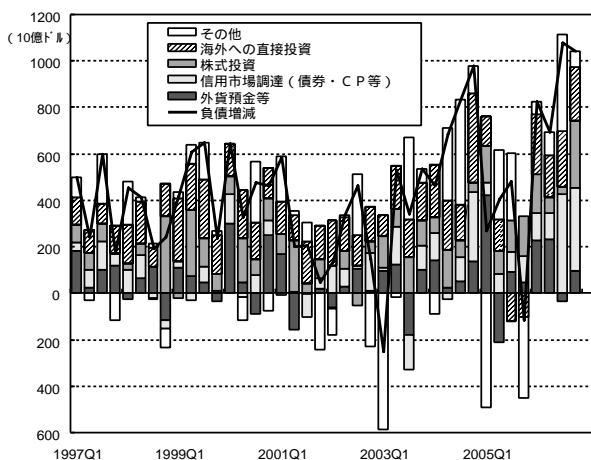
2001年のリセッション後は、株価が調整する一方、財政赤字の急拡大で国債への投資が増加したが、2004年をピークに縮小に向かった。こ

の間、住宅ブームで政府機関債への投資が増加し、2005年は国債との合計で43%を占め、2006年には国債を上回った。

また、社債への投資は年々拡大して2005年以降は金融投資中で最大の投資対象となるなど、海外投資の中心的な受け皿となっている。

一方、海外部門の負債増（海外への資金の流出）は、米国での資金調達と、居住者の海外投資に分けられ、前者では、米国での債券・株式発行、後者では、海外への直接投資が中心を成す。経常赤字を越えて流入した金融投資の海外への還流として位置付けられるが、通貨危機等での資金退避時には急速な縮小を見せるのも特徴である。2006年の主要な項目は、米国の直接投資2489億ドル、債券投資1492億ドル、株式投資1285億ドルと続く。

図表 - 7 海外部門の負債の推移（四半期、年率）



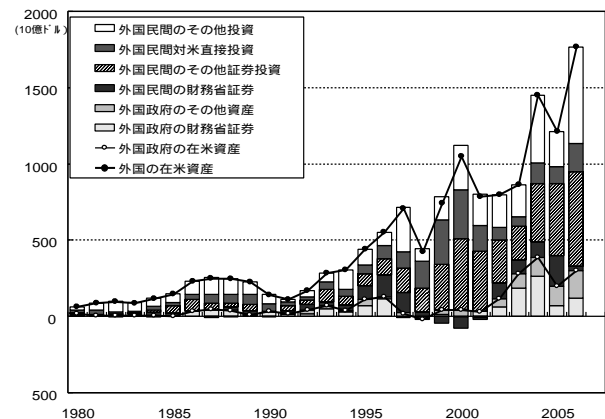
（資料）FRB

#### 民間が主体の海外からの投資

海外からの対米投資については、2006年は前年比1.5倍と急増を見せた。これまでの内訳を官・民別に見ると、2001年以降、為替介入等で得た資金還流を中心に外国政府による投資が急拡大したが、その後、ペースダウンしている。また、外国政府による投資対象は米国債が中心となっている。

一方、民間の対米投資は、大きく証券投資、直接投資、米銀への貸付等に分かれるが、証券投資については、97年以降、国債以外の証券投資が中心を占めている。

図表 - 8 海外の官民別対米投資（年別、純増ベース）



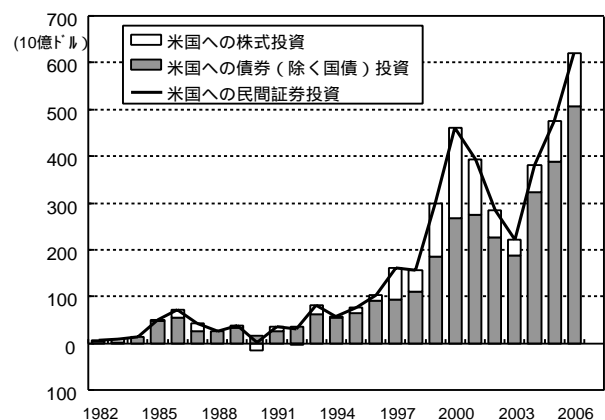
（資料）米国商務省

#### （2）米国における対内・対外証券投資の状況

##### 資本流入の中心は債券投資

資本流入の中心となる民間による証券投資（除く国債）は、株価がブームを迎えた2000年に急増した。その後、2003年には半減したが、ここをボトムに2006年までに約3倍に急増した。債券投資が中心で、株式は2割弱に留まる。

図表 - 9 海外からの民間証券投資



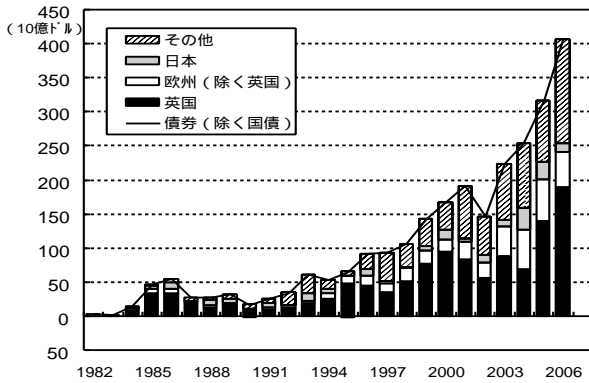
（注）国債及び外国政府を除く純増ベース。

（資料）米国商務省

国別の米国への証券投資では英国が突出

米国への民間債券投資（除く国債）を地域別に見ると、2006年は、欧州からの投資が6割弱を占め、その約8割を英国が占めた。一方、日本と西欧以外の国からの投資も増加を見せており、2006年は4割弱を占めている。なお、米国への株式投資でも、2006年は欧州が7割弱を占め、その7割強を英国が占めるなど債券と同様の状況となっている（背景には、英国経由の産油国の投資資金等の存在が指摘される）。

図表 - 10 米国への国別債券投資

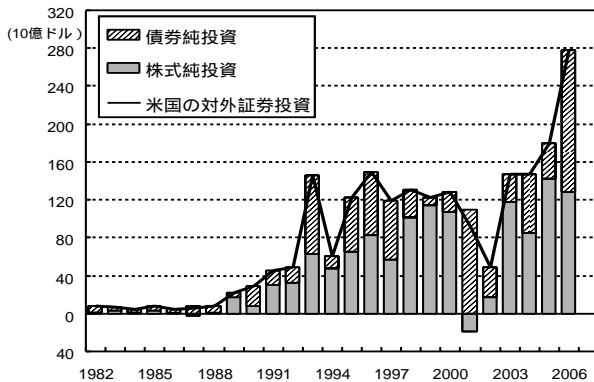


(注) 国債及び外国政府部門除きの純増ベース。  
(資料) 米国商務省

海外への投資の中心は株式

米国の対外証券投資を見ると、96年をピークに弱含みの推移を辿っていたが、2002年をボトムに再び急拡大している。従来は株式が中心だったが、2006年は債券投資が急増して全体の54%と過半を占めた。

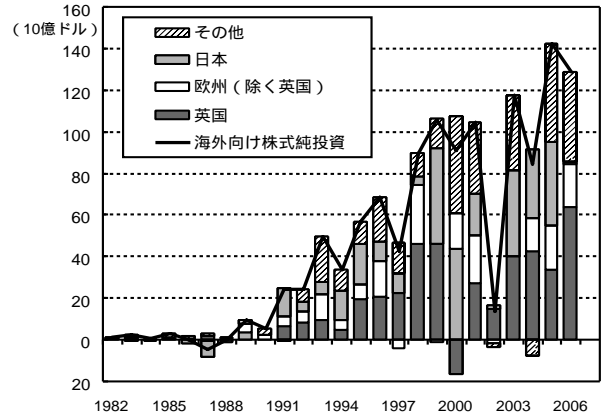
図表 - 11 米国の対外証券投資の内訳



(注) 純増ベース。  
(資料) 米国商務省

米国による海外株式の投資先を見ると、2006年は英国が約5割を占めた。日本向けの投資は、2004年には約4割を占めたが、2006年は1%に満たないなど変動が大きい。

図表 - 12 米国の海外株式投資の国別内訳



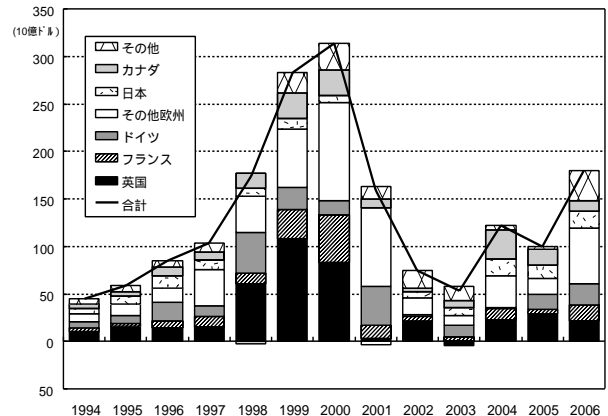
(注) 純増ベース。  
(資料) 米国商務省

### (3) 米国の直接投資は欧州が中心

米国への直接投資額は、ITバブル崩壊、株式市場のピークアウト、米国景気の後退、等により、2000年をピークに急減した。その後、2003年をボトムに回復に向かったが、2006年でもなおピーク時の半分程度の額に留まる。

地域別では欧州が主体で、2006年は7割弱を占めた。欧州の中では98~2000年の3年間は英国が中心であったが、その後は比較的分散されているのが特徴である。

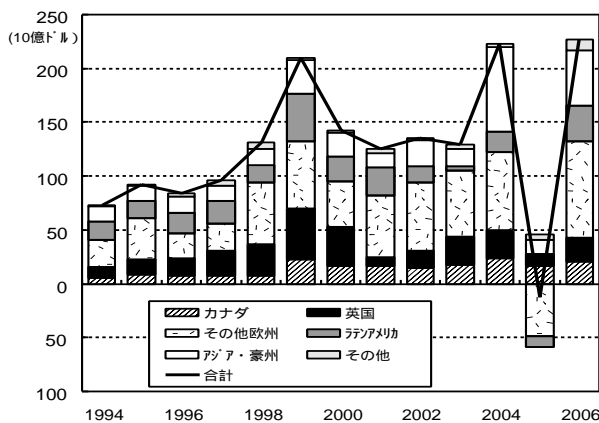
図表 - 13 米国への国別直接投資内訳



(資料) 米国商務省

一方、米国からの対外直接投資の地域別内訳でも過半を欧州が占める。英国、オランダ、ドイツ等のウェイトが高く、また、ラテンアメリカ向けも2割前後と一定の占率をキープしている。アジア、カナダもそれに続いており、米国からの投資先には欧州以外にも幅広い分散が見られる。(注：2005年については「雇用創出法」の制定により、海外子会社等からの利益・配当金の米国への送金について法人税の時限的な軽減措置が取られたことにより、一時的に資金還流が膨らんだ。)

図表 - 14 米国からの直接投資内訳



(資料) 米国商務省

#### 4. 拡大する米国証券市場への外国の影響

##### (1) 内外保有資産は、証券投資が中心

前述した資本流出入の状況を踏まえ、内外の保有資産残高の構成を見ると以下の通りとなる。

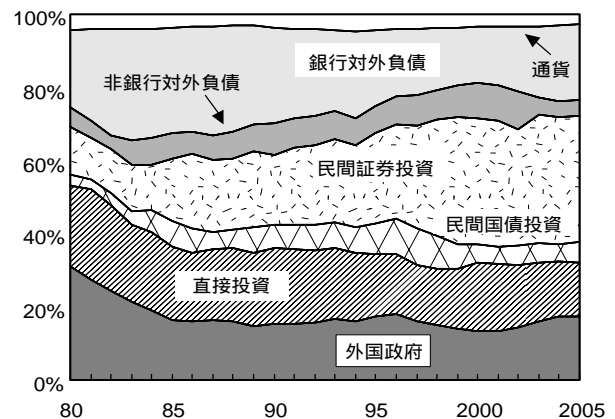
外国人の対米投資資産(以下、在米資産と呼ぶ)、米国人の海外投資資産(以下、在外資産と呼ぶ)とも、最大の投資対象は証券投資で、長期的にそのシェアは拡大傾向にある。2006年の外国人の在米資産は、民間の証券投資資産(国債除き)が4割弱を占め、在外資産でも民間証券投資が約4割を占める。

半面、インターバンク取引の拡大で、80年代

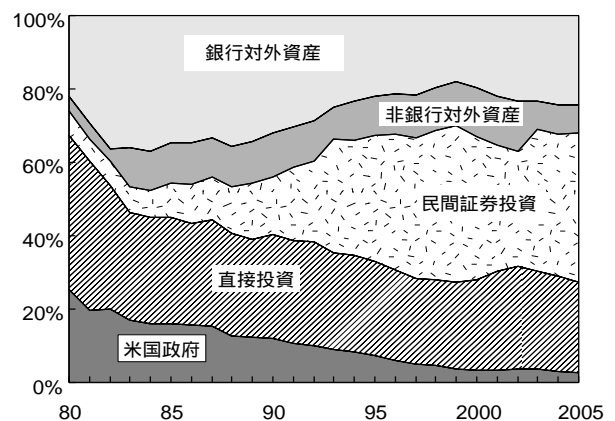
前半には最大構成比率を見せていた銀行取引は、90年前半には証券投資に替わられた。しかし、2000年以降そのシェアを増加しつつある。

また、直接投資は長期に渡って一定比率を保ち、2006年は、在米資産では15%、在外資産では25%を占める。その他、中国等の外貨準備の増加に伴い、在米資産中の外国政府の比率が拡大している。

図表 - 15 外国人の在米資産残高構成比



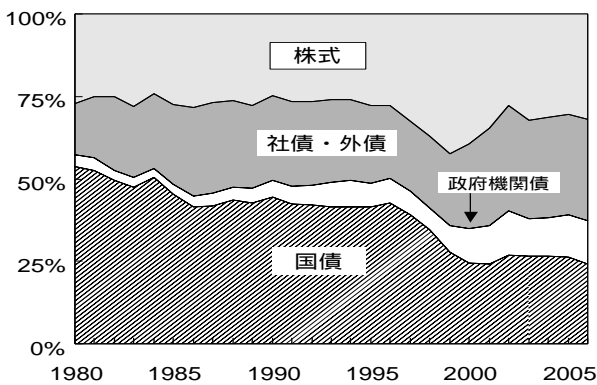
図表 - 16 米国人の海外資産残高構成比



(資料) 図表 - 15~16 米国商務省

なお、在米資産における証券投資別残高の内訳を見ると、80年には過半を占めた国債が半減し、その分、株式、社債等、政府機関債等が増加し、2006年は株式の構成比が最大となり32%を占めた。

図表 - 17 海外部門の保有証券ポートフォリオ



(資料) 米国商務省

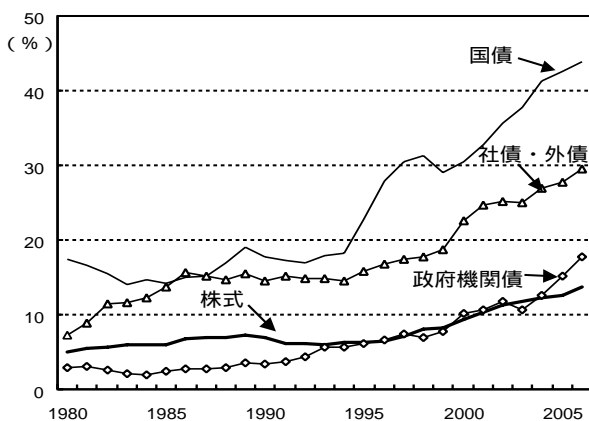
(2) 米国証券市場の海外保有シェアが拡大

海外からの資本流入の増加により、各証券市場における保有シェアも拡大を見せている。

海外部門の保有シェアが特に高いのが国債市場で44% (2006年末、以下も同じ) に上るが、市場規模が大きくて流動性が高く、信用リスクの小さい国債市場を選好してきた結果と言える。さらに、モーゲージ市場の拡大により政府機関債市場が拡大すると、国債に準ずる債券として海外資金の受け皿となった。

なお、民間投資はより金利メリットの大きい社債・外債市場の選好が強く、海外部門のシェアは29%と国債に次いで高い。

図表 - 18 米証券市場別の海外部門保有シェア



(資料) 米国FRB

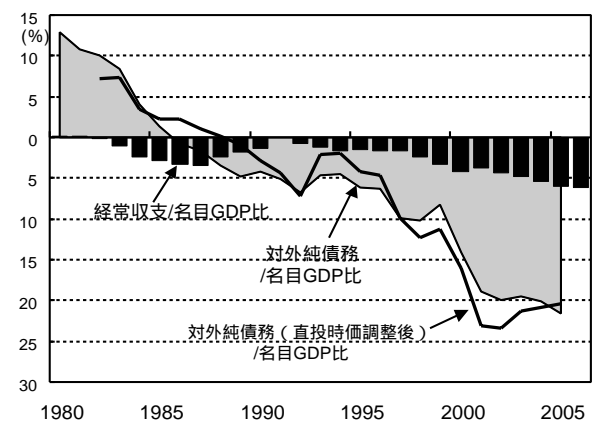
株式市場における海外部門のシェアは14%と主要証券市場の中では低いものの、これは米国の株式市場の規模が大きいため、海外部門の主要証券資産中の株式のシェアは前記の通り32%と最大である。

5. 対外純債務ポジション悪化の問題

(1) 拡大する対外純債務ポジション

米国の経常赤字は92年以降拡大を続け、既述の通り2006年には名目GDPの6.1%に達した。このため、対外純債務ポジション (= 累積経常赤字による米国の債務超過) も同様に積み上げられ、2001年には対名目GDP比で23%(直接投資時価調整後)に達した。しかし、その後は、経常赤字の拡大にもかかわらず、対名目GDP比ベースでは頭打ちの状況となっている。

図表 - 19 米国の対外純債務の推移



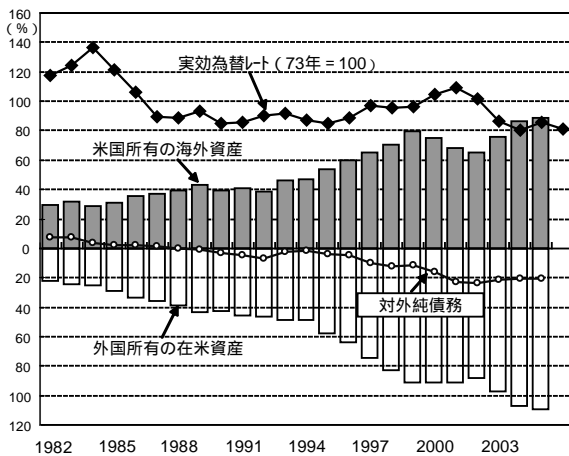
(資料) 米国商務省

本来なら、対外純債務が年々積み上がっていくところであるが、頭打ちの状況を見せている一因として、ドル安が挙げられよう。米国はこれまでの海外への投資により、名目GDP比で89% (2005年) に相当する資産を保有しているが、ドル安の場合、在外資産のドルベースの資産評価額を押し上げることとなる。このため、米国が保有する資産 (約7割が外貨建てと推定されている) の全ての通貨に対して、ドルが年

間1割程度下落すれば、年間の経常赤字に匹敵する評価益を得られるとの試算も可能である。また、名目GDP比との比較では、GDP自体の増加もあって、対外純債務の積み上がりは、その分減速される。

なお、米国は唯一の基軸通貨国であるため、基軸通貨国の純債務の積み上げが、どの程度まで可能であるかは前例がなく、そのことも対外純債務悪化への警戒を減じている理由とされている。

図表 - 20 在米資産と在外資産のポジション

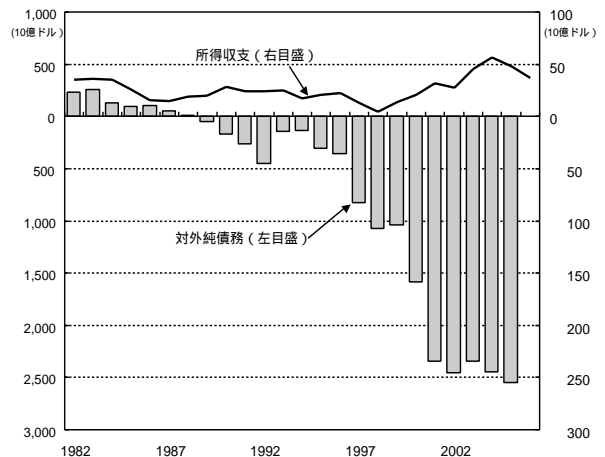


(注)実効為替はFRBメジャーカレンシー。  
(資料)米国商務省、対名目GDP比、直接投資時価調整後

(2) 所得収支の内訳

対外純債務の拡大にもかかわらず、経常収支中の所得収支が黒字を続けていることも注目されている。もっとも、2006年の所得収支は、当初73億ドルの赤字と発表され、経常赤字の持続性への懸念を高めた。所得収支が支払い超に転ずれば、今後、対外純債務が積み上げられる毎に所得収支の赤字が拡大し、スパイラル的な赤字の拡大が想起されるからだ。しかし、その後366億ドルの黒字へと大幅に上方改定されている。

図表 - 21 対外純債務と所得収支

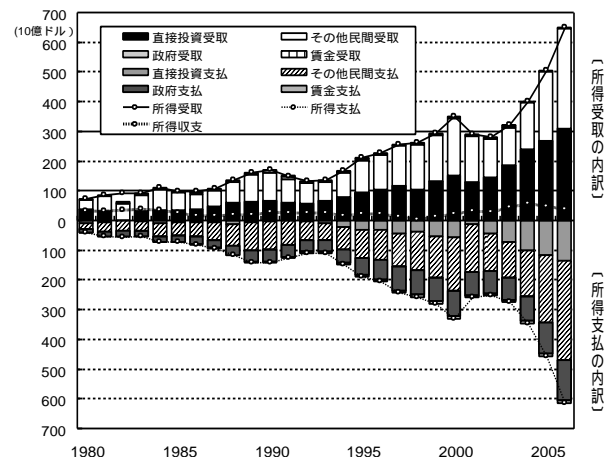


(資料) 米国商務省

では、対外純債務の増加が続いているのに、なぜ、所得収支は黒字に留まっているのだろうか。

所得収支の内訳を見ると、受取については、直接投資収入とその他民間収入に二分される。一方、支払いは、その他民間支払いが過半を占め、残りを直接投資と政府支払いが二分する。2006年は受取・支払いともその他民間が急増(それぞれ前年比で+47%、+45%)したのが目立つ。

図表 - 22 所得受取と支払いの内訳



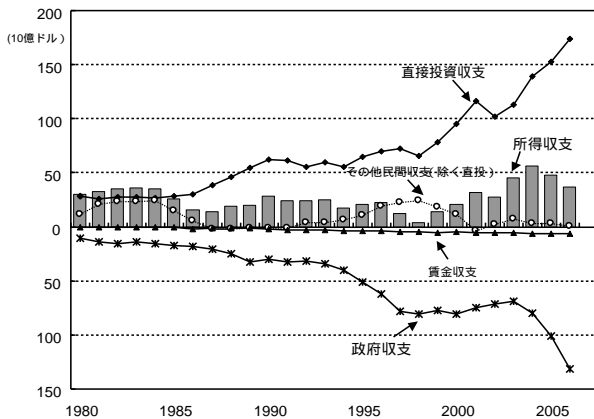
(資料) 米国商務省

次に、所得収支を収支別に見ると、直接投資収支の黒字を政府収支の赤字が相殺している形となる。政府収支は近年の海外勢の国債取得増



の影響で急速な悪化が目立つ。半面、上記の通り受取・収支額で中心を成すその他民間収支は均衡に近いバランスを保っている。

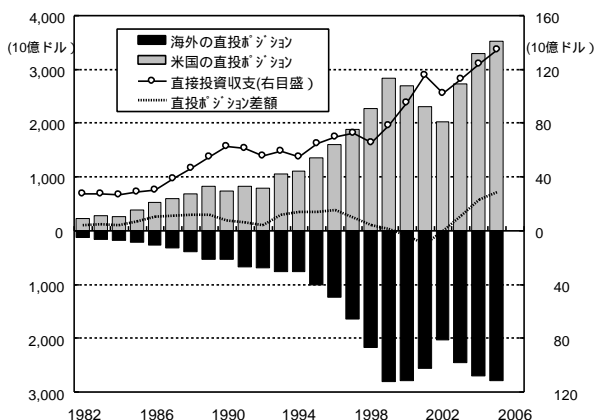
図表 - 23 所得収支の内訳



(資料) 米国商務省

注目されるのが、直接投資収支の黒字増だ。直接投資の米国と海外勢のポジションを見ると、2001年前後にかけての逆転を除けば、恒常的に米国の方が大きい。海外勢のポジションが99年に頭打ちとなり、それ以降もその水準を下回るのに対し、米国は2002年をボトムに急増に転じている。この結果、2005年の米国のポジションは海外の1.3倍に達している。

図表 - 24 内外直接投資ポジションの推移



(資料) 米国商務省

### (3) 高収益率の米直接投資とその背景

内外の直接投資のポジション差が1.3倍であるのに対し、直接投資の受取と支払い額の格差は

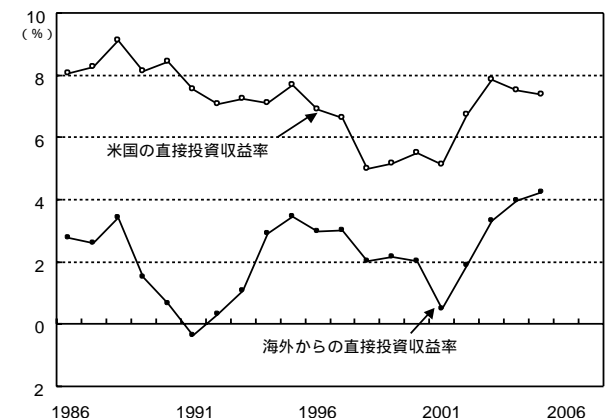
2倍に達するため、ポジションの差ではその一部を説明したに過ぎない。

そのため、内外別に直接投資の収益率を見ると、米国の収益率は海外分を大きく上回り、2005年の差は1.7倍となり、この差が残りの部分を説明することとなる。

このように収益率に大きな格差が生じる要因・背景としては、議会予算局(CBO)の報告によれば、直接投資の歴史の差、多国籍企業の租税回避行動等が挙げられている。

直接投資当初はコスト増要因が多く、短期間での収益化の難しさ等が指摘されている。半面、米国の企業が資本力をバックに第二次大戦後いち早く海外資源開発に乗り出したメリットは大きかったし、租税面で優遇措置を受けた地域への進出では、米国立地の企業より収益面で優位に立てるだろう。

図表 - 25 直接投資収益率の推移



(資料) 米国商務省

さらに、賃金コストの低減を求めて米国外に工場移転したケースでは、現地での低コスト製品を販路が確保されている米国で販売できるため、収益率は向上しよう。一方、海外からの米国への直接投資の動機としては、M&Aによる事業の取得、貿易摩擦の回避等を狙った工場進出、等の賃金以外の理由が中心で、賃金コストの低減のメリットは小さい。(なお、直接

投資の収益率に関しては、資産価格や為替相場の影響が排除されているものの、その詳細は開示されていない。) )

こととなろう。

## 6. おわりに

米国への資本流出入に関しては、これまで見てきたように経常赤字の2倍もの流入が続いていること、為替の影響もあって純債務ポジションが頭打ちの動きを見せていること、所得収支はなお黒字が続いていること、等から今のところ特段の問題は生じていない。むしろ、2001年のリセッション後、テロ事件の影響や株価の急落、財政赤字の急拡大等で資本流入が急減した時期に比べると、最近の方が安定感の増した状況にあるとの見方もできよう。

しかし、こうした状況が今後も続く保証はないわけであり、最近では、中央銀行のドル資産分散や利回り指向の動きが伝えられている。特に中国は、1年半ぶりに保有米国債が純減するなど、今後の動きが注目されている。また、欧州や中国・インド等アジア諸国の景気も堅調に推移し、世界的に金利が上昇を見せるなど、これまでのように米国に世界の資金が集中する状況にも変化が生じつつある。

一方、米国でも輸出が伸張するなど経常赤字のピークアウトが期待される。住宅ブームの収束により家計の負債増にも歯止めが掛かりつつあり、財政赤字も縮小方向にある。ただし、企業部門がこれまでの資金余剰から資金不足に転ずるなど、米国の赤字体質は簡単には解消しそうもない。

いずれにしても世界経済が変動を見せる中では、いつまでも現状に甘んじていられるわけではない。米国には、ドル志向に大きな変化が生じる前に、赤字体質の改善を進め、資本流入に関するリスクを軽減しておく努力が求められる