

米国を巡る国際マネーフローの動向

- グローバル規模で進む資金回収競争

日本リサーチ総合研究所 調査研究部
主任研究員 藤原 裕之 03-5216-7314
hiroyuki.fujiwara@research-soken.or.jp

8月の対米証券投資は、海外の対米証券投資、米国の対外証券投資ともに資金回収となり、金融危機が進展する中でグローバル規模の信用収縮が進んでいることを裏付ける内容となった。今後更なる信用収縮とドル危機という事態を回避するには、グローバルマネーの主要な出し手である中国経済の減速が一定程度に止まること、米国経済の調整（家計のバランスシート調整）がスムーズに進むこと、が重要と考えられる。

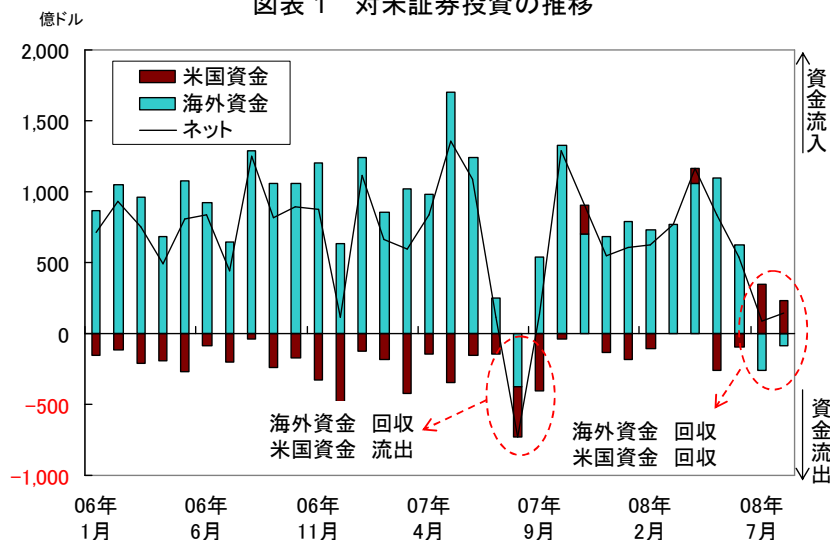
8月の対米証券投資
～海外資金・米国資金と
も2ヶ月連続で資金回収
に

懸念が強まる米経常収
支赤字のファイナンス

7月以降、金融危機が進展する中でリスクマネーが急速に収縮し、国際マネーフローの舞台は、さながらグローバルな資金回収競争の様相となっている。先週発表された8月の対米証券投資（Treasury International Capital System）によると、対米証券投資は差し引き（ネット）で139億ドルの流入超となった。ネットの数値自体は米国への資金流入超を示しているものの、内訳をみると、米国に対する海外の証券投資は87億ドルの流出超（資金回収）、海外に対する米国の証券投資は227億ドルの流入超（資金回収）と、海外投資家・米国投資家ともに資金回収を行っている。7月の数値も同様の傾向であり、グローバル規模で信用収縮が進んでいることを裏付ける内容となった。

サブプライムローン問題が顕在化する前の国際マネーフローは、中国・アジア諸国など新興国が急成長する過程で生み出されたマネー（国内貯蓄）、原油価格の高騰を背景に拡大する中東地域のオイルマネー（主として英国を經由）などが世界の経常赤字国である米国へ還流し、さらに米国から高リターンが期待される新興国などに還流するという好循環が機能していた。今般のサブプライム危機によってこうした好循環が断たれ、米国の多額の経常収支赤字がファイナンス出来なくなるのではないか、という古くて新しい問題への懸念が強まっている。

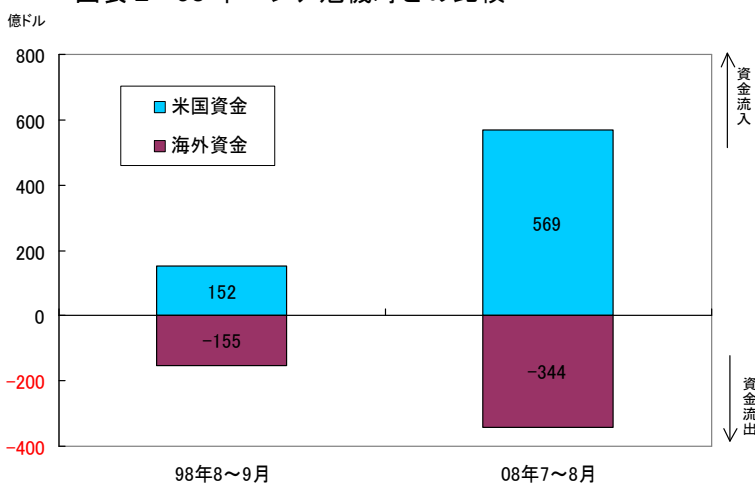
図表1 対米証券投資の推移



(出所)米財務省

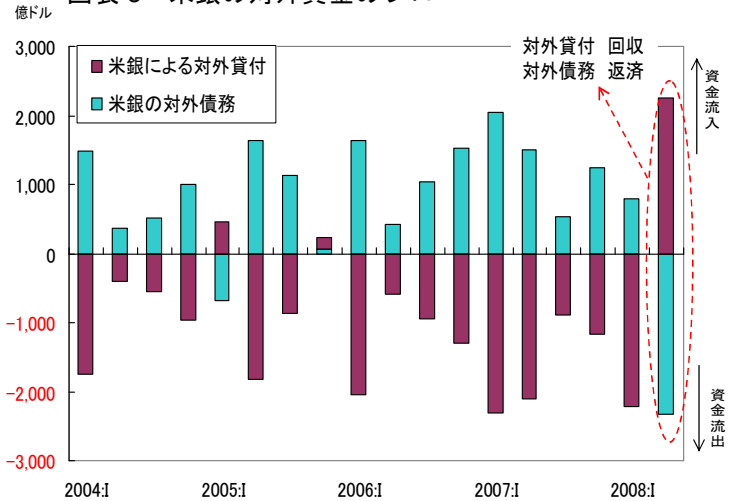
<p>最初の異変は昨年の7-9月期 ～異変は海外マネーに止まる</p>	<p>今般の金融不安における対米証券投資の異変はまずサブプライムローン問題による金融不安が騒がれた2007年7-9月期に表れる。海外投資家による対米証券投資の流入額は、同年4-6月期の3,916億ドルから7-9月期では417億ドルと90%近く急減し、米国の対外投資との差し引き（ネット）では477億ドルの流出超となった。もっとも、海外投資家の対米証券資金は急減したものの、この時期はまだ米国の対外証券投資に大きな変化はみられず、今回のような海外資金と米国資金の両方が資金回収に向うという事態には至っていない。</p>
<p>海外資金と米国資金 両方からの資金回収は 98年ロシア危機以来 ～規模は今回が上</p>	<p>今回のような海外資金と米国資金の両方が資金回収となる現象は、ロシアのルーブル切り下げ・LTCM破綻に揺れた98年の8月、9月まで遡る。もっとも図表2に示すように、資金回収の規模は、海外投資家の対米証券投資、米国の対外証券投資のいずれも今年の7、8月のほうがより大きいことから、グローバルマネーの収縮度は現在のほうがより深刻であると言える。</p>
<p>政府機関債から資金が 流出、海外資金は米国債 へ流入</p>	<p>対米証券投資を証券形態別にみると、7、8月は、株式、公社債とも資金流出となっている。公社債に関しては、エージェンシー債（政府機関債）と社債が資金流出となる一方、米国債へは資金が流入する状況となっている。海外の投資家は「質への逃避」の観点から米国債を購入していると解釈される¹。</p>
<p>資金回収の流れは預金 市場にも</p>	<p>急速な資金回収の流れは、預金市場においても同様にみられる。図表3に示すように、4-6月期に米銀の預金は大幅に海外流出し、これに伴って米銀の対外貸付も大幅な回収となった。9月以降、欧米主要金融機関の銀行間取引金利（ドル Libor）が急騰し、銀行間取引が機能不全に陥っているが、既に4-6月期から預金市場において資金回収が進んでいることを示している。</p>

図表2 98年ロシア危機時との比較



(出所)米財務省

図表3 米銀の対外資金のフロー



(出所)米商務省

¹ 金融混乱時では「質への逃避」から米国債が買われるのが通常であるが、9月以降、米国の長期金利は乱高下をみせている。これは「質への逃避」が「流動性への逃避」まで進行し、「米国債よりも現金」という流れに向かう現象との見方もできる。

中東マネー、アジアマネーに変調

次に対米証券投資の動きを国別に見ると、主として、英国とアジア諸国が米経常赤字のファイナンスを担っていることがわかる(図表4)。よく言われるように、英国に関しては、原油高騰を背景とした中東諸国からのオイルマネーが英国を経由して米国に流れ込んでいるものとみられる。一方、アジアからのマネーフローは中国をはじめ、主として介入によって購入したドルの運用と見られる。

マネーフローが急激に収縮する7、8月は殆どすべての国の対米証券投資が急減している。5月には675億ドルあった英国からのマネーフローは、7月、8月には103億ドル、214億ドルに急減している。英国銀行への中東諸国の預金残高が4-6月期に大きく減少しており(図表10)、こうした中東マネーの収縮も少なからず影響していることが窺える。アジアからのマネーフローもまた大幅な減少を示しており、直近のピークで459億ドル(4月)あった流入額が8月ではわずか55億ドルとなっている。

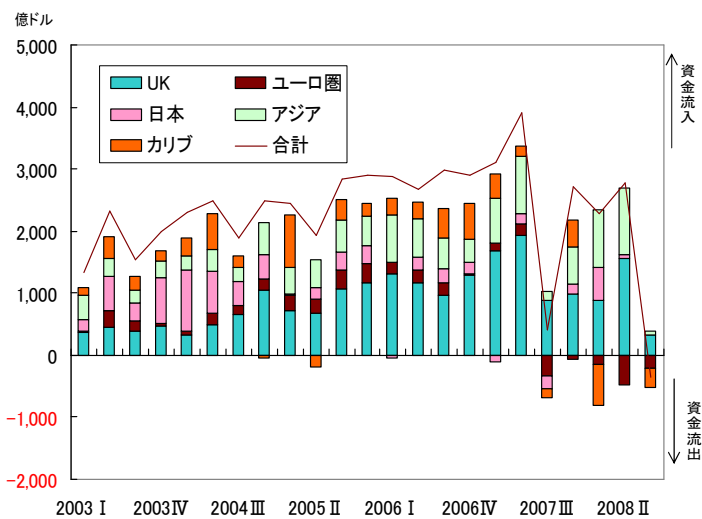
米国資金の引き揚げはユーロ圏で顕著に

米国からのマネーフローを国別にみると、ユーロ圏からの資金引き揚げ傾向が目立つ。7、8月のドルの対ユーロレートは堅調に推移していたことから、欧州の投資家による米国からの資金引き揚げより、信用収縮がより激化している米国の投資家及び金融機関による海外からの資金引き揚げの勢いが勝っていたものとみられる。

以上の状態を、下記の経常赤字に関する簡単な恒等式で示すと、海外からの資金流入(①)が急減する中、米経常赤字(③)をファイナンスするために、米国は対外投資(②)を売却・回収せざるを得ない状態にある、と意味付けられる。

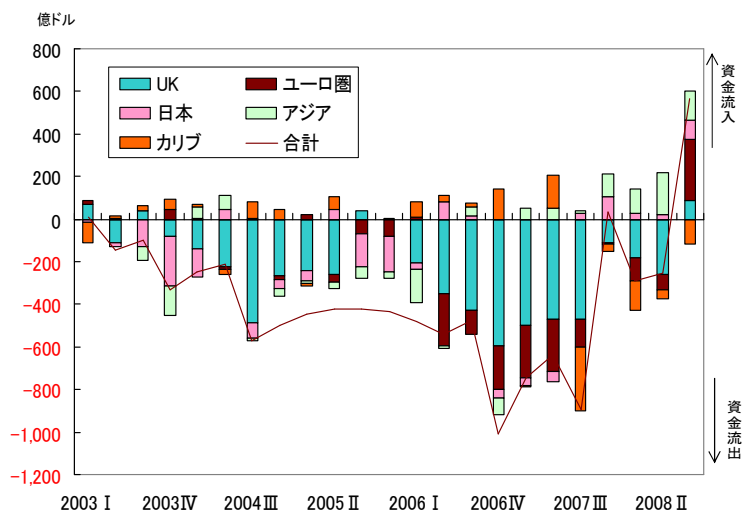
$$\text{①対米投資} - \text{②米国の対外投資} = \text{③米経常赤字} \dots (1)$$

図表4 国別にみた対米証券投資の推移



(出所)米財務省

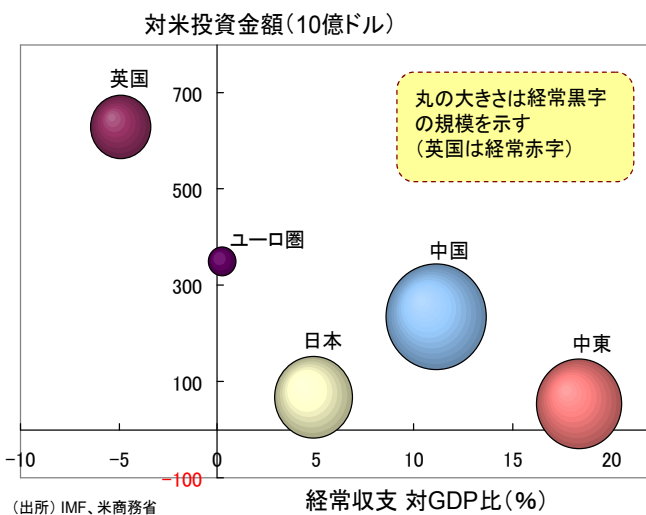
図表5 国別にみた米国の対外証券投資の推移



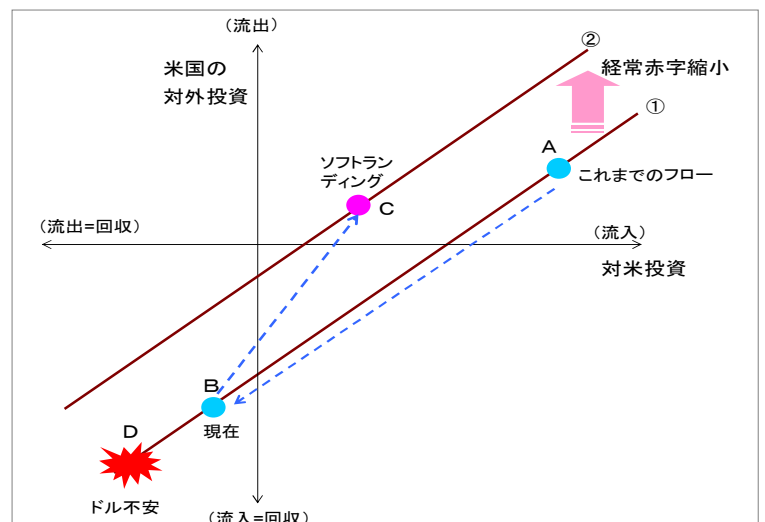
(出所)米財務省

<p>今後の展望 ～依然として中国と中東マネーが頼り</p>	<p>今後を展望した場合、グローバルマネーの出し手は巨額の経常黒字を持つ中国や中東諸国等に依然頼らざるを得ないとみられる（図表6）。もっとも、これまで2ケタ成長を続けてきた中国の7-9月期のGDP成長率は9.0%に減速するなど、中国経済の先行き不透明感が強まっている。</p>
<p>ドルの行方 ～鍵を握る中国経済と米家計のバランスシート調整</p>	<p>前述のように、米国は対米投資の減少を受け、対外投資を売却することによって経常赤字をファイナンスしている状態にある。こうした現状から、最近では米ドルに関する悲観的な論調も目立つようになった。この点について、先の定義式（1）を簡略化した図表7によっていくつかのシナリオを検証してみる。同図のラインは、経常赤字を所与とした場合の対米投資と米国の対外投資の関係を示している。経常赤字が大きいほど（ラインは下側にシフト）、対米投資が減少した場合により多くの対外資金回収をしなければいけないことを表している。対米投資と米国の対外投資が共に拡大していた状態が図のA点であり、資金回収競争が起きている現在の状態がB点と解釈できる。</p> <p>今後を見通す上で、①米国に対する海外資金がどう推移するか、②米家計のバランスシート調整が進むことによって経常赤字は改善するか、という点が重要と考えられる。ワーストシナリオとして、今後金融不安が一層強まり、現在のB点から対米証券投資が更に減少、中国を始めとする世界経済の落ち込みも大きく（対中輸出が減少）、米消費支出の減速が経常赤字削減に結びつかなくなると、ドル不安が一層強まることになる（D点）。一方、ソフトランディングシナリオとしては、金融不安が徐々に収束するにつれて対米投資も回収から流入に戻り、さらに中国経済の減速も一定程度に止まれば、米経常赤字も縮小に向かうというシナリオである（①→②のラインへシフト）。このとき均衡点はC点となり、ドルに対する懸念も鎮静化するとみられる。</p> <p>ソフトランディングに向かうための条件としては、グローバルマネーの主要な出し手である中国経済の減速が一定程度に止まること、米家計部門のバランスシート調整がスムーズに進むことが重要になると考えられる。</p>

図表6 国別にみる対米投資金額と経常収支の関係

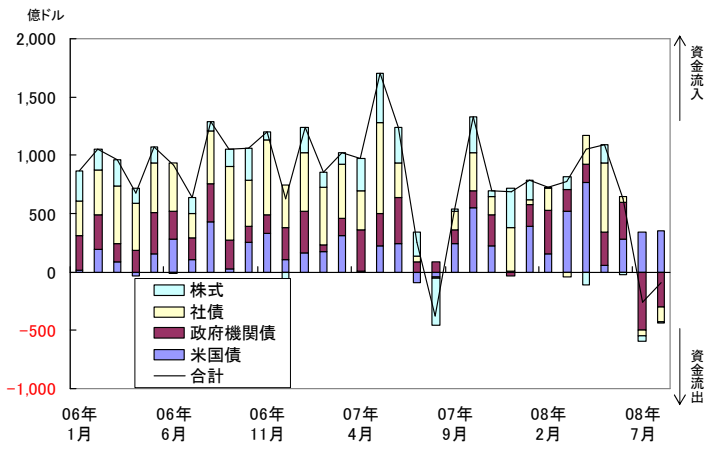


図表7 米経常赤字ファイナンスのシナリオと経路



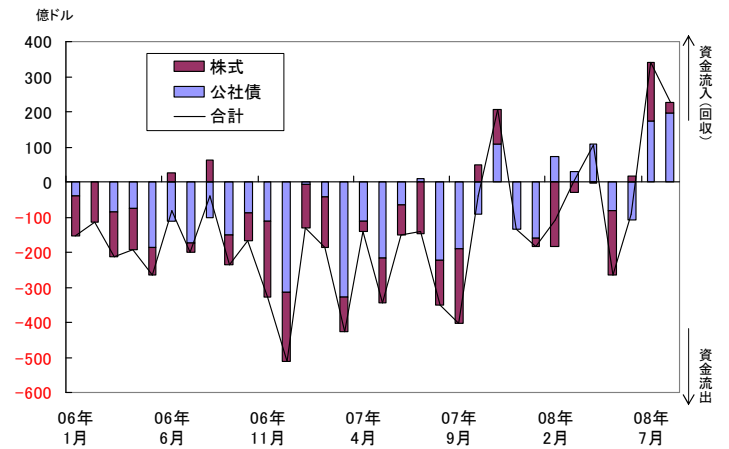
(参考図)

図表 8 証券形態別に対米投資金額の推移



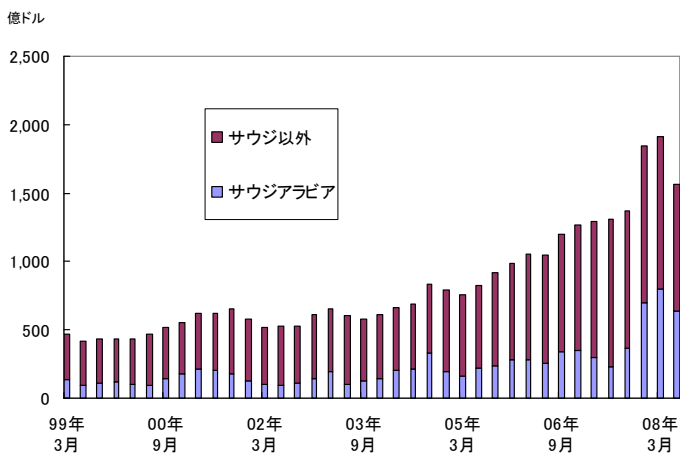
(出所)米財務省

図表 9 証券形態別に対米国の対外証券投資の推移



(出所)米財務省

図表 10 英国銀行への中東諸国の預金



(出所)BOE