

## 国際マネーフローの復調はいつになるか

## ー 足元復調の気配はあるも不安定な状況は続く見込み

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

2月の対米証券投資は220億ドルの流入超となるなど、昨年秋口以降の国際マネーフローの急激な収縮過程からはやや落ち着きを取り戻しつつあるように見える。もっとも、最近の米国に対する対外資金の流入は日本に偏ったものであり、しかもドル資金の流動性確保という特殊要因による側面も強いいため、米国に対する対外資金の流入は必ずしも安定的とはいえない。国際マネーフローが復調する条件として、①各国の経済対策の効果が浸透すること、②金融機関の損失処理が進み金融システムが正常化すること、の2点が必要とされる。

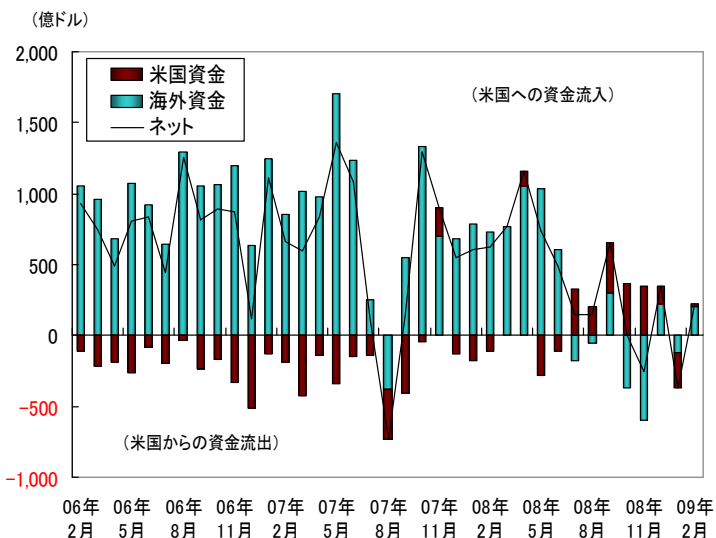
落ち着きを取り戻しつつある国際マネーフロー  
～ 2月の対米海外資金は流入超に

昨年秋口以降の国際マネーフローの急激な収縮過程はここに来てやや落ち着きを取り戻しつつあるように見える。

先週発表された今年2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220億ドルの流入超となった(図表1)。内訳をみると、海外に対する米国の証券投資は12億ドルの流入超(資金回収)となったものの、米国に対する海外の証券投資は208億ドルの流入超となった。米投資銀行リーマン・ブラザーズの経営破綻などをきっかけに金融資本市場が混乱の度合いを深めた昨年10月と11月の対米証券投資は、海外資金、米国資金ともに資金が自国に逆流する事態になったのに比べ、急激な信用収縮の嵐はひとまず収まった感がある。国際マネーの活動レベルを示すグロスの取引金額について対米海外資金の買いの動きをみると、昨年12月以降、減少ペースが一旦止まる格好となっている(図表2)。

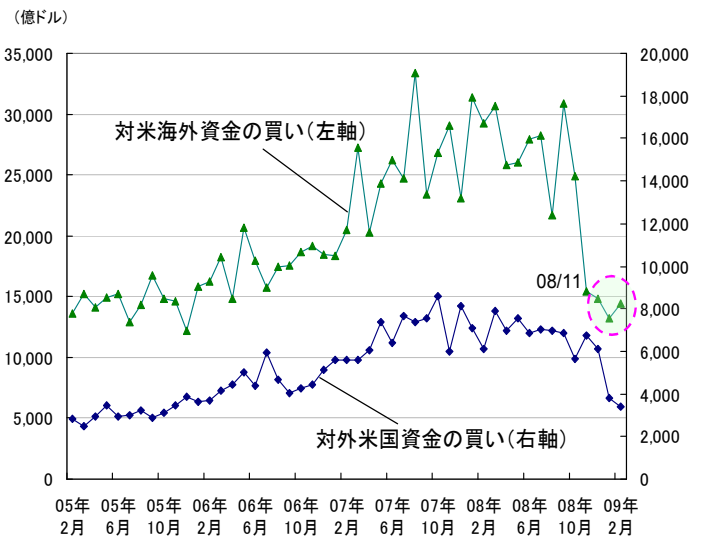
国際マネーフローの自国回帰の流れが一服した背景として、各国で緊急の経済対策が相次いだことなどが挙げられるが、今後、国際マネーフローが正常化に向かうかどうか、米国を巡る資金フローの状況等から検証してみたい。

図表1 米国を巡る証券投資の推移



(出所) 米財務省

図表2 グロス(買い)でみる証券投資の推移



(出所) 米財務省

日本からの米国債投資が対米資本流入の増加に寄与  
～ 邦銀の海外支店へのドル資金手当てが一因

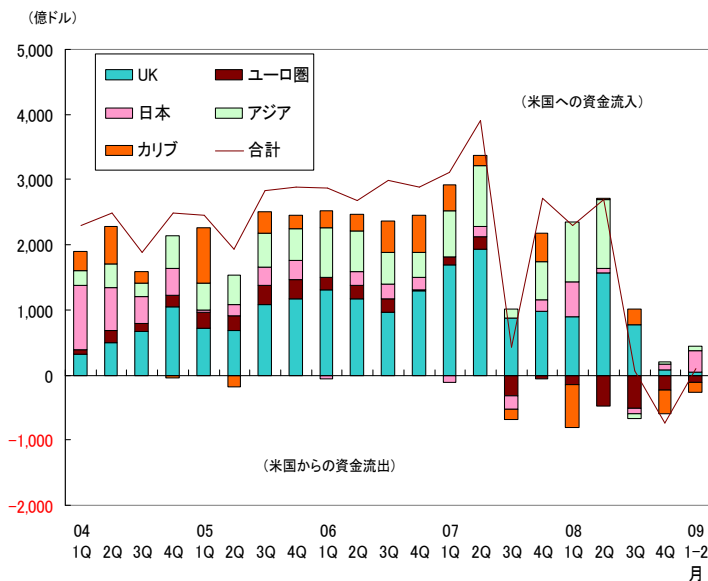
米国への資金流入を国別にみると、欧州や中国など多くの国では依然として資金流出（売り越し）の傾向がみられる中、日本からの資金流入が大きく目立っている（図表3）。今年1-2月で日本に居住する投資家は、米長期証券を合わせて333億ドル買い越しており、その殆ど（352億ドル）が米国債の買いとなっている。本邦財務省によると、銀行部門による外国中長期債投資が大きく増加しており、2月に3.6兆円、3月に2.2兆円と大幅な買い越しを続けている。

こうした日本の米国債投資の拡大の要因として、邦銀海外支店のドル資金の手当てが関係している可能性がある。邦銀の海外支店は07年後半頃から貸付中心に資産を増加させてきたが、ドルの短期金融市場の機能不全により、ドル・ファンディングが困難な状況にある。このため、海外支店は国内本店からの資金融通でドル資金をファイナンスする動きを強めており（図表4）、国内本店はドル資金確保のための担保用として米国債を購入する動きが強まったものとみられる<sup>1</sup>。かつて、不良債権問題によってジャパン・プレミアム<sup>2</sup>が急上昇した95年と97年の秋口においても海外支店に対してドル資金を注入するため、国内本店から海外支店に対する大量の送金が行われた状況と似ている。

売り越しが続く中国マネー  
～ 外貨準備は頭打ちに

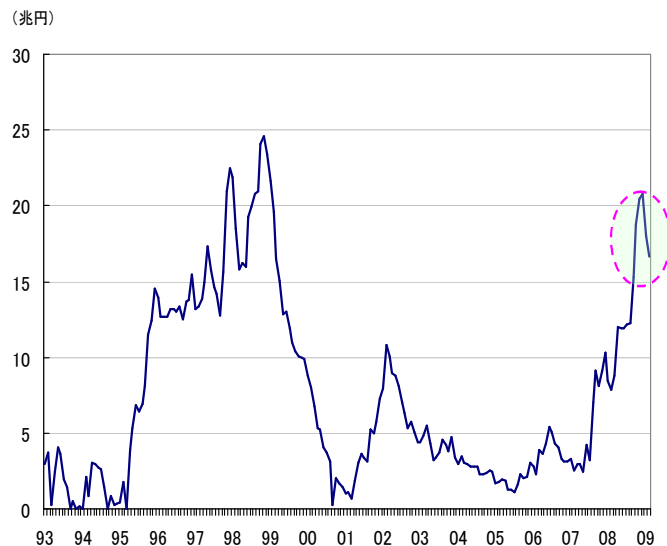
米国に対する海外マネーの中でとりわけ重要な存在である中国からの資本フローは、昨年秋以降不安定な動きをみせている。同国は2月に米長期証券を計20億ドル売り越し、1月の35億ドルの売り越しに続いて2ヶ月連続の売り越しとなった（参考図1）。貿易黒字が減少している上、海外からの直接投資も減少に転じていることから、外貨準備は頭打ちとなっており、特に米国債への買い余力の低下

図表3 国別にみる対米証券投資の推移



(出所) 米財務省

図表4 邦銀海外支店の本支店勘定借入額の推移



(出所) 日本銀行

<sup>1</sup> 円投によるドル調達コストを表すドル円のベース・スワップのマイナス幅が拡大していることが一因とみられる。

<sup>2</sup> 邦銀が海外でドルを借りる場合に欧米の銀行が通常支払う金利にプラスして支払いを要求される「金利の上乗せ分」のこと。

米経常収支赤字ファイナンスの行方  
～中東マネーは当面期待薄

米経常赤字ファイナンスのシナリオ

が懸念されている。

このように、最近の米国に対する対外資金の流入は日本に偏ったものであり、しかも目的がドル資金の流動性確保という特殊要因による側面が強く、米国に対する対外資金の流入は必ずしも安定的とは言えないことを示している。

図表 5 は、08 年と 09 年（IMF 見通し）について、各国の経常収支と成長率の関係をプロットしたものである。まず経常黒字国の動きをみると、昨年まで GDP 比で最大の経常黒字国であった中東諸国が一転、わずかながら赤字になる見込となっている。原油価格の下落と金融危機の影響による保有資産の下落、世界経済の低迷による輸出数量の減少等が経常黒字の急激な収縮を招いているものとみられる。残る黒字国は日本と中国ということになるが、日本の 08 年度の貿易収支は米消費急減等の影響から 80 年度以来 28 年ぶりの赤字となり、所得収支を入れた経常収支で黒字になるという状況になっている。このまま日本の貿易赤字が定着するとは考えにくいだが、米国がかつての過剰消費に戻る可能性も低いいため、経常収支の黒字幅は限られたものとなろう。そこで期待されるのが中国ということになるが、IMF によると、同国の経常収支黒字額は引続き維持されると見込まれているものの、世界的な景気悪化によって貿易黒字は足下で急速に減少をみせている。

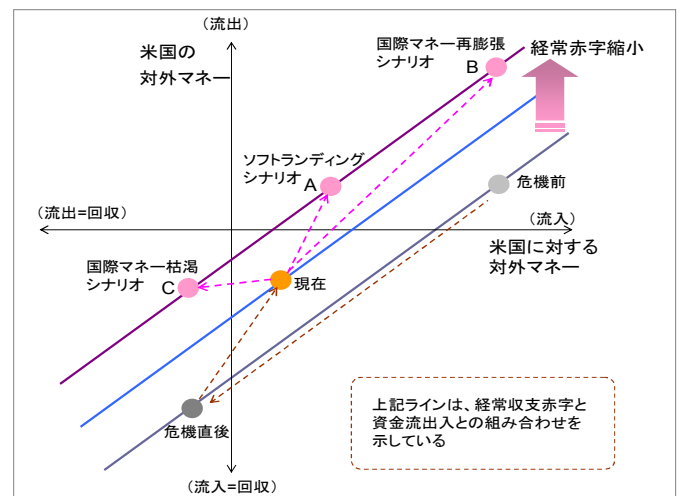
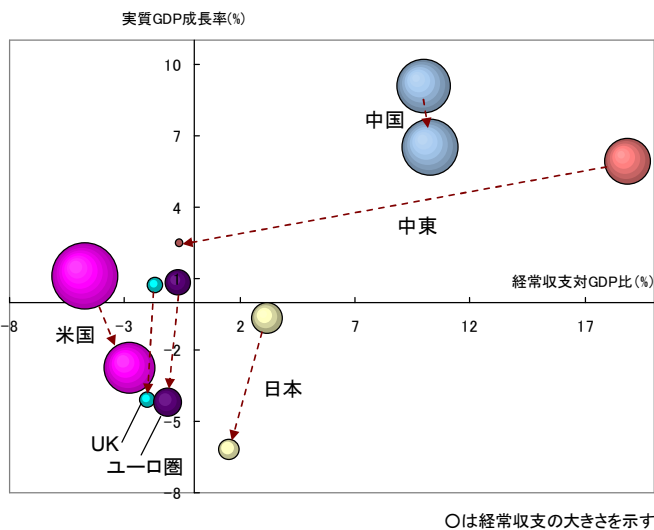
以上の点を踏まえ、今後の米経常赤字のファイナンスはどのようなプロセスを辿るのか、いくつかのシナリオが考えられる。

米国経済は現在、家計部門を中心に厳しいバランスシート調整の過程にあることから、経常赤字も縮小する方向にある。赤字のファイナンスについては、先に見たように、海外からの資本が戻りつつあるものの十分ではないため、不足分を対外資金の回収によって埋め合わせている状況にある。

今後、米経常赤字が縮小に向かうと仮定した場合、赤字をどのようにファイナ

図表 5 経常収支と成長率の 2 時点比較（08 年→09 年）

図表 6 米経常赤字ファイナンスのシナリオ（概念図）

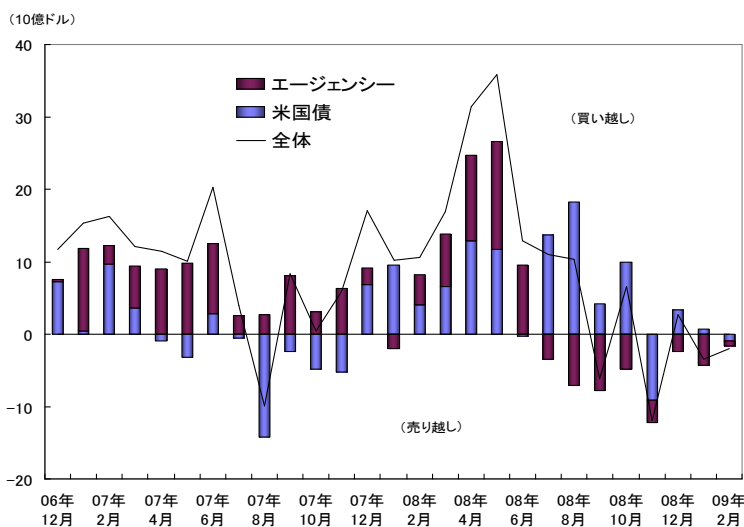


(出所) IMF 「World Economic Outlook」より作成

ンスするか、大きく3つのシナリオが考えられる(図表6)。一つは、対外資本が回復(流入)するとともに、米国の対外資本も流出に向かうソフトランディング・シナリオ(図表のA)である。二つ目は、国際マネーフローが再び膨張プロセスに戻るシナリオ(図表のB)であり、米国への対外資本が大量に流入するとともに、運用資金としてのマネーが米国から海外に流出するというものである。3つ目は、金融資本市場のコンフィデンスが回復せず、対外マネー、米国マネーともに資金回収競争に向かうという悲観シナリオ(図表のC)である。

ソフトランディング・シナリオの実現に必要な状況としては、①各国の経済対策の効果が浸透すること、②金融機関の損失処理が進み金融システムが正常化すること、の2点が必要なことは言うまでもない。その際、①については中国経済と米住宅部門の底打ちが明確になること、②は実体経済悪化と不良債権の増加による負の連鎖が起きないこと、が重要なポイントとなる。

(参考図 1) 中国の対米証券投資の推移



(出所) 米財務省