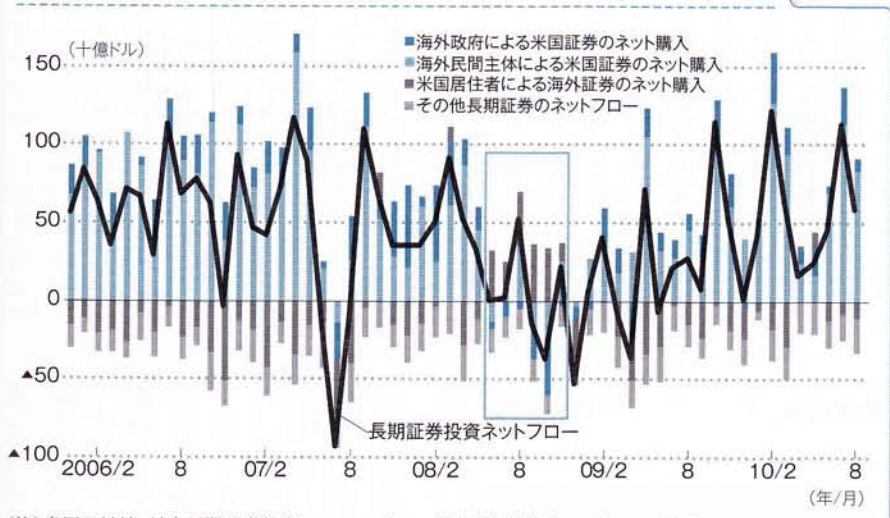


対米資金流出

「QE2」がドルの大洪水を引き起こす？

竹中 正治
たけなか まさはる
龍谷大学経済学部教授

図1 金融危機時、海外から米国に資金を引き揚げた



(注)米国の対外・対内長期証券投資フロー＝プラスが対米資金流入、マイナスは流出(出所)米財務省

図2 銀行資金の海外流出が推測される最近の動き



(注)米国の対外・対内短期資金フロー＝プラスが対米資金流入、マイナスは流出(出所)米財務省

2008年の金融危機の最中では「経常収支赤字をファイナンスする米国への資金流入が細ったらドルが暴落する」という「ドル危機論」が横行していた。しかし実際に起こったのは米国を巡る双方向的なマネーフローの減少であり、しかも為替相場により強い影響力を持ったのはヘッジファンドを含む米国投資家による海外から米国への資金引き揚げだった。彼らの海外資産売りとも米国への資金引き揚げが危機の最中に一時的なドル相場の上昇を生んだ。この時の変化は米財務省の対外・対内長期証券投資フロー(図1)にもくつきりと表れている。

一転して10年11月に発動された米国の量的金融緩和第2弾(QE2)は、米国の景気回復効果よりも「ゼロ金利下でのドル資金の洪水が新興国や国際商品市場でのバブルをもたらすのではないか」と心配されている。筆者はドル金利の低位持続と資産価格の押し上げを通じた景気浮揚効果をQE2が発揮すると考えている。同時にやはり新興国で過剰流動性を生む副作用がある。

米国のQE2がドル資金の対外供給を増やし、新興国や国際商品市場で本格的な価格高騰をもたらすかどうか? これには2つのチャンネルがある。第1は米国からの

長期、あるいは短期資本流出が増え、それが国際商品市場や新興国の資産に投資されるチャンネルである。

銀行からドルを借り入れて 国際商品投機に

実際、米国の大幅な金融緩和が国際商品市場の価格高騰を助長する効果は、07年暮れから08年上半期に起こった。当時はまだドル金利引き下げという「伝統的な手段」による金融緩和だったが、それによりドル相場の下落、並びに国際商品価格の高騰が並行して起こり、その後08年9月のリーマン・ショックで暴落に転じた。

ただし図1に示す長期証券投資フローは、この時期に米国の対外投資フローが急増するような変化を示していない。変化しているのは短期資金の移動であり(図2)、銀行勘定による資金移動が流出方向に大きく変化している。

これは海外に籍を置くヘッジファンドなどが銀行から短期のドル借入れを増やし、それを国際商品投機に向けた動きが背後にあると考えると納得できる。また、金利低下で運用に困った各国の機関投資家などがその資金の一部を総じて狭隘な国際商品市場に振り向けたことも要因として挙げられる。

第2は米国の経常収支赤字の対極

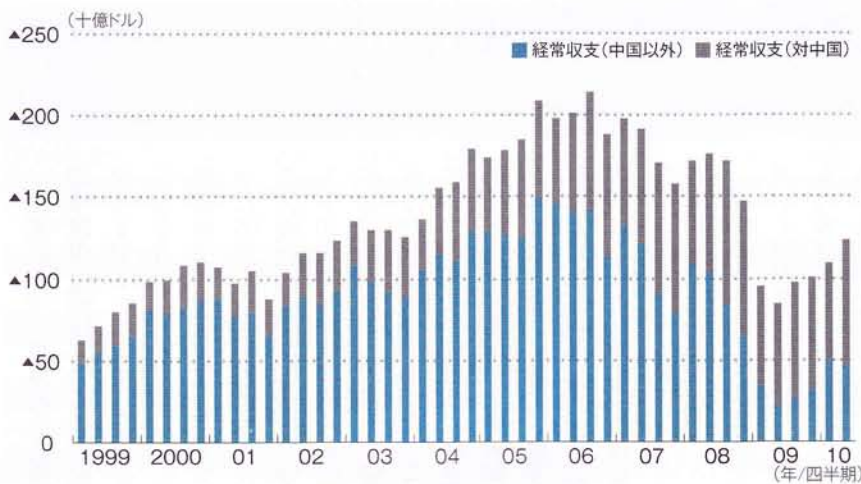
にいる国、例えば中国が巨額の貿易黒字にもかかわらず為替相場市場でのドル買い・自国通貨売りによって通貨相場の切り上げを拒みながら自国通貨の国内供給を増やすチャンネルである。図3の通り、米国の経常収支赤字はGDP比率でピーク時(06年の6%台)から半減して3%前後まで縮小した。当面は3~4%程度の赤字で推移すると筆者は予想し

図3 米国の経常収支赤字はGDP比率でピーク時から半減した
(米国の経常収支と実効ドル相場指数)



(注) 四半期ベース、2010年第2四半期時点
(出所) 米商務省、FRB

図4 米国の経常収支赤字の3分の2を中国が占めるに至った
(米国の経常収支赤字、全体と対中国)



(出所) 米商務省

ているが、米国サイドの赤字に占める中国の比率はますます拡大し、米国の経常収支赤字の約3分の2を占めるに至った(図4)。
中国政府はドル買い介入による中国人人民元のマネー供給は金融政策によって不胎化されていると公式には主張している。しかし先進国のように中央銀行・政府が介入資金を短期政府債券の発行で市中から調達する

方式が中国では採られておらず、不胎化は不完全だ。実際、中国における経済成長率を大きく上回る銀行融資やマネーサプライの伸び率、食料品や不動産価格の高騰は信用の膨張によるバブル的様相を呈している。
通貨相場の迅速な調整を拒否してきた結果、中国では国内の過剰流動性による資産バブルのリスクが次第に高まりつつあると言えよう。