



Washington D.C. Political and Economic Report

Masaharu Takenaka 竹中 正治
ワシントン駐在員事務所 所長
(202)463-0477, mtakenaka@us.mufg.jp
ワシントン情報 (2006 / No.072)
2006年11月24日

米国を巡る国際資本移動のパラドクス

今月当地の政策シンクタンク Cato 研究所で行われた金融政策シンポジウムでは、国際収支不均衡の問題がひとつの焦点となった。IMF 経済学者 Prasad 氏は、従来の経済学説の予見とは正反対に現代の国際資本は開発途上国から先進国に継続的に流入していると指摘。また、Massachusetts 工科大学 Forbes 教授は、米国の資本収支黒字を対米投資の収益性の高さによって説明することはできないと述べ、収益パフォーマンスの低さに幻滅した外国投資家が将来対米投資を減少させる可能性があるという指摘した。

【低インフレ時代の持続性に関する議論】

当地の政策シンクタンク Cato 研究所は今月 16 日、「危機発生時の連邦準備制度政策」と題する金融政策シンポジウムを開催。Randall Kroszner FRB 理事、William Poole セントルイス連銀総裁を始めとする著名エコノミストが講演した。パネル討論の主題は国際金融危機や米国財政赤字、インフレ目標導入の是非など多岐の内容にわたるが、「現在の低インフレと低金利環境が果たしてどの程度続くだろうか」というテーマが共通の関心となった。

Kroszner FRB 理事は冒頭の講演で、1990 年代以降の世界的なインフレ率低下は経済グローバル化、金融規制緩和、および金融技術革新に負うところが大きいと指摘。世界経済のこうした構造的変化は、自由な資本移動による市場規律を通じて、金融当局に金融緩和政策濫用の自粛を促した結果だと述べた。Kroszner FRB 理事は現在の低インフレと低金利環境の継続に楽観的な見通しを示す一方、WTO 通商協定の交渉頓挫や貿易規制強化などに見られる貿易保護主義の台頭に懸念を示した¹。

Kroszner FRB 理事の講演は、経済グローバル化に伴う期待インフレ率の低下や低金利の持続を金融政策の信頼性向上という観点から論じたものである。しかし、他の講演者からはこれと対照的に、米国の長期金利の低位推移を諸外国からの国際資本流入によって説明する議論もなされた。米国金利と国際資本フローの関係については既に FRB から実証的研究報告が発表されているが²、16 日の議論の関心はこうした資本流入の将来にわたる持続性に集中した。

¹ Randall S. Kroszner, “The Conquest of Worldwide Inflation: Currency Competition and Its Implications for Interest Rates and the Yield Curve” 講演原稿は以下のウェブサイトにて入手可：
<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2006/20061116/default.htm>

² Francis E. Warnock and Veronica Cacdac Warnock, “International Capital Flows and U.S. Interest Rates” (<http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2005/840/ifdp840.pdf>にて入手可) 同論の改訂版は今月、NBER から

【国際資本フローのパラドクス】

従来の新古典派経済モデルによると、国際的な金融自由化と経済グローバル化に伴い、世界経済全体の資本は資本の限界生産性の低い先進国から限界生産性の高い開発途上国に流入するはずである。資本移動の自由化は資本の効率的な国際配分を実現するのみならず、投資リスクの効率的な分散を帰結するとも主張される。資本ストックが乏しく、経済成長変動の激しい開発途上国は、先進国よりも大きな利益を国際資本移動自由化から享受すると考えられていた。

IMF 経済学者 Eswar Prasad 氏は 16 日の講演会において、世界経済の実情はそのような経済モデルの予測結果に沿わないと指摘。同氏が Kenneth Rogoff 等 IMF 経済学者と執筆した研究論文を引用し、マクロ経済統計分析を通じて金融グローバル化の経済利益を確認することはできないと述べた。Prasad 氏はまた、新古典主義経済モデルの予見とは正反対に、国際資本は資本ストックに乏しい開発途上国から米国を主とする先進国に継続的に流入していると指摘した。

図表 1：米国対外収支勘定の国別内訳（経常収支のマイナスは米国の赤字を示す。単位：百万ドル）

		経常収支				諸外国の米国資産純増(グロス対米投資)			
		2005年		2006年上半期		2005年		2006年上半期	
全体		-791,508	100.0%	-431,608	100.0%	1,212,250	100.0%	893,895	100.0%
先進国	EU	-141,535	17.9%	-80,430	18.6%	455,112	37.5%	438,782	49.1%
	カナダ	-51,486	6.5%	-22,513	5.2%	88,951	7.3%	43,469	4.9%
	日本	-98,668	12.5%	-53,925	12.5%	60,551	5.0%	-1,596	-0.2%
	合計	-291,689	36.9%	-156,868	36.3%	604,614	49.9%	480,655	53.8%
発展途上国	中国	-220,077	27.8%	-114,994	26.6%	193,455	16.0%	109,342	12.2%
	インド	-10,278	1.3%	-5,180	1.2%	3,116	0.3%	1,022	0.1%
	中東	-48,862	6.2%	-23,734	5.5%	18,951	1.6%	43,685	4.9%
	メキシコ	-56,501	7.1%	-35,296	8.2%	16,658	1.4%	19,905	2.2%
	ベネズエラ	-25,019	3.2%	-13,353	3.1%	5,057	0.4%	-3311	-0.4%
	EU以外の欧州	-17,535	2.2%	-8,254	1.9%	103,134	8.5%	-22,330	-2.5%
	合計	-378,272	47.8%	-200,811	46.5%	340,371	28.1%	148,313	16.6%

出典：商務省経済分析局統計に基づき当駐在作成

国際資本の逆流現象は、米国の対外収支統計からも伺うことができる。図表 1 は米国の経常収支赤字、並びに諸外国の対米グロス資産残高（前年比純増）を主要な国／地域別に見たものである。主要途上国（合計）は 2005 年を通じて 3,782 億ドルの対米経常収支黒字にほぼ見合った 3,403 億ドルの対米グロス資産の増加を示している。一方で、主要先進国（合計）は 2,916 億ドルの対米経常収支黒字の 2 倍強に相当する 6,046 億ドルの対米グロス資産の増加を示している。経常収支黒字を遥かに上回るグロス投資が他先進国から米国に行われていることは、米国と他先進国の投資が双方向的に拡大しているからである。

このことは、米国を中心に国際資本移動を見る限り、双方向的な資本移動は米国とその他先進諸国の間で主に拡大しており、途上国は全体としてはその経常収支黒字分を米国に投資する存

Working Paper 12560 として出版された (<http://papers.nber.org/papers/w12560>にて購入可)。なお、2005 年 9 月発表の原版についてはワシントン情報 2005 年 88 号を参照されたい。



在に止まっていることを示唆している。一般には先進諸国から中国やインドへの直接投資の活発化が強調されるが、それが証券投資なども含めた世界全体の資本移動に占める比率は総じて小さなものでしかない。

【海外からの対米投資の収益性の相対的な低さ】

それでは米国に対する資本流入の持続性についてはどう考えることができようか？ 米国の経常収支赤字の対外的なファイナンスの持続性に関する楽観論の拠りどころは、「米国が良好な経済成長率と高い投資収益率を維持する限り、海外の資本は相対的に高い米国での投資リターンに誘引されて流入を続ける」という見解である。ところが、こうした通俗的な見解とは裏腹に、海外からの対米投資のリターンが米国の対外投資リターンよりも低いことは、既に様々な研究によって指摘されている³。米国からの対外投資リターンの方が高いのに、なぜ米国への旺盛な投資流入が続くのだろうか？ これはひとつの謎である。Massachusetts 工科大学 Kristin Forbes 教授は 16 日の講演において、米国投資は海外投資家にとってある種の「魅力」を持っているのだろうが、それが対米投資の収益性の高さでないことだけは確かだと指摘した。

一般にこうした米国に関する対外と対内投資の収益性の非対称性は、①海外の金融当局の為替市場介入による外貨準備の増加とそのドル債への投資、②米国の対外投資と対米投資の投資資産配分の相違（米国の対外投資は株式投資の比重が高く、海外の対米投資は債券投資の比重が高い）などによって説明されることが多い。しかし、Forbes 教授は、海外からの対米投資を上回る米国の対外投資の収益率を公的部門の対外投資や資産配分相違によって説明することはできないと指摘。外国投資家の対米投資に根拠のない高収益期待があるとすれば、実際の投資リターンの低さに気付くにつれて外国投資家は対米投資を減少させる可能性があると述べた。

図表 2：米国対外投資と外国対米投資の収益率格差（年率平均：％）

	2001年－2005年			2002年－2005年		
	a) 米国対外投資	b) 外国対米投資	収益差(a-b)	c) 米国対外投資	d) 外国対米投資	収益差(c-d)
対外投資全体	2.7	-1.3	4.0	6.4	-0.1	6.5
民間投資	1.3	-1.7	3.0	4.8	-0.5	5.3
直接投資	-0.1	-3.9	3.8	5.3	-1.3	6.6
社債	2.0	0.9	1.1	2.5	0.4	2.1
株式	4.1	-1.0	5.1	10.9	2.3	8.6

出典：Kristin Forbes, “Global Imbalances: A Source of Strength or Weakness?”

Forbes 教授の研究によると、2001 年から 2005 年の 5 年間に、米国投資家が対外投資から得た年間投資収益率は平均 2.7% で、外国の対米投資の -1.3% を 4.0% 上回った（図表 2）。対米投資全体の統計はドル買い為替介入を行う外国金融当局の対米投資を含んでいるが、統計から公的部門を除いても大勢に変化は無い。2001～2005 年の米国の民間対外投資は平均 1.3% の収益率を挙げたのに対し、外国民間対米投資は -1.7% とマイナスだった。こうした収益率の格差は

³ 一例として、CBO：“Why Does U.S. Investment Abroad Earn Higher Returns Than Foreign Investment in the United States?”、Pierre-Olivier Gourinchas / Hélène Rey：“From World Banker to World Venture Capitalist: The US External Adjustment and The Exorbitant Privilege”などを挙げる事ができる。これらの論文の詳細についてはワシントン情報 2005 年 103 号を参照されたい。



株式投資に傾斜する米国投資家と債権投資に傾斜する外国投資家の投資配分格差に起因すると考えることもできようが、上記図表 2 に見られる通り、格差の程度にはバラツキがあるものの、収益率格差は全ての証券別内訳に及んでいる。

投資格差をもっと長い期間で見よう。下記図表群は Forbes 教授の分析手法に従って当駐在が計算した対外投資収益（時価ベース）の比較である⁴。Forbes 教授の研究は 2001 年以降に限定されているが、図表 3.a に見られる通り、米国対外投資は過去 20 年間に渡って概ね外国対米投資を上回る収益率を示している。この投資リターンの格差は、過去 20 年では 2.5%、過去 10 年では 1.9% である。公的部門の投資を除いた民間部門の投資を比べてもこの投資リターンの格差はほとんど変わらない。このように、ほぼ全分野の投資を通じて見られる投資格差は、ドル相場の趨勢的な下落を反映している可能性がある。逆に言うと、海外の官民投資家はその投資判断において結果として、ドル相場の趨勢的な下落に対するリスク・プレミアムを要求していないように見える。

更にもその投資収益の変動性の相違を比べてみよう（図表 3-b）。米国の対外投資は海外の対米投資に比較して、特に証券投資分野で比較的高い収益率を示すと同時に、その収益変動性も高い。これは米国の対外証券投資に占める株式投資の比率が高く、やはり海外の対米投資では債券投資の比率が高いことの結果かもしれない。

図表 3：過去 20 年間における米国対外投資と外国対米投資の収益パフォーマンス比較

a) 年率平均収益 (%)

	米国対外投資				外国対米投資			
	対外投資全体	民間投資	FDI	証券投資	対外投資全体	民間投資	FDI	証券投資
過去5年間	2.7%	2.6%	-0.2%	6.3%	-1.2%	-1.8%	-4.4%	-1.1%
過去10年間	3.6%	3.8%	3.5%	6.7%	1.7%	1.5%	3.4%	1.3%
過去15年間	4.2%	4.5%	4.2%	9.1%	2.2%	2.2%	4.7%	2.2%
過去20年間	4.6%	4.9%	5.1%	10.8%	2.1%	2.2%	4.3%	2.6%

b) 収益標準偏差 (%)

	米国対外投資				外国対米投資			
	対外投資全体	民間投資	FDI	証券投資	対外投資全体	民間投資	FDI	証券投資
過去5年間	11.7%	12.0%	20.5%	17.8%	6.2%	7.1%	17.4%	7.9%
過去10年間	9.2%	9.5%	15.8%	13.7%	6.7%	7.7%	17.0%	7.1%
過去15年間	8.4%	8.7%	14.2%	13.2%	6.1%	6.9%	15.3%	6.7%
過去20年間	7.9%	8.4%	14.5%	12.7%	5.7%	6.4%	14.0%	7.0%

出典：商務省経済分析局統計に基づき当駐在作成

図表 4-a および 4-b は米国の対外投資と海外の対米投資の収益率推移を比較したものである。双方の年次収益率の相関係数を算出すると（図表 4-c は）相関は総じて高い。しかも、過去 20

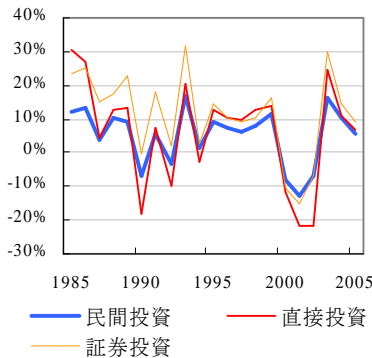
⁴ Forbes 教授の研究は商務省経済分析局（BEA）の対外収支統計を基にしたもので、特定収支勘定の年間収益率は以下の要領で算出されている。

$$\text{年間収益率}_t = \ln \left(\frac{\text{収支勘定残高}_t - \text{資本フロー}_t}{\text{収支勘定残高}_{t-1}} \right)$$

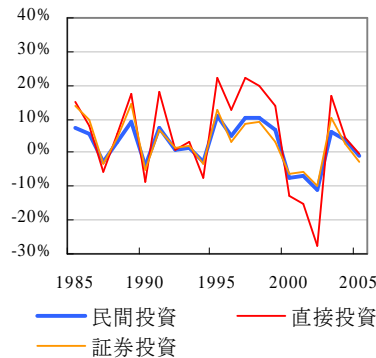
年よりも、15年、10年、直近5年となるに連れて相関係数は上昇している。経済・金融のグローバル化が深化するに連れて、各国景気変動の同調性、金融・資本市場の同調性が強まっている結果であろうか。

図表 4

a) 米国対外投資収益率の推移



b) 外国対米投資収益率の推移



c) 両収益率の相関係数

	2001-2005	1996-2005	1991-2005	1986-2005
全体	0.920	0.819	0.712	0.711
民間投資	0.931	0.841	0.738	0.743
直接投資	0.963	0.912	0.826	0.778
証券投資	0.915	0.824	0.703	0.717

出典：商務省経済分析局統計に基づき当駐在作成

【海外投資家の対米投資の本当の動機】

Forbes 教授はこうした収益率格差にもかかわらず、米国に旺盛な海外資本が流入を続ける理由として、以下に示す5つの仮説を提示している。

1. **米国市場の高い流動性**：金融市場が比較的未発達で、国内投資機会の限られている諸国の投資家は、流動性に富む金融市場を求めて米国に投資している可能性がある。
2. **企業統治・会計基準の相対的な信頼性**：米国企業の相対的に強固な企業統治や会計基準など、市場の制度的な要因が外国投資家の期待収益率を押し上げている可能性がある。
3. **情報アクセスの容易さ**：情報コストの低さや米国への親近感が外国投資家の対米投資を促進している可能性がある。
4. **基軸通貨**：外国投資家はその投資ポートフォリオの流動性を増す目的で国際準備通貨である米ドルをベースとした資産の持分を増やしている可能性がある。
5. **リスク分散**：米国資産と外国資産の収益相関性が完全でない限り、投資家には常にリスク分散効果を求めて米国資産を保有する動機が働く⁵。
6. **投資収益以外の理由**：特定の外国投資家は、米国に活動拠点を置くことを通じて、投資収益以外の何らかの利益を得ている可能性がある。

以上の1~5までの理由は常識的に考えてある程度理解できる。年間GDPの6%を越える経常収支赤字を持続し、対外純債務を累積し続ける米国は、以上のような事由により海外投資家の資金流入をどこまで維持できるか、その限界を試すコースを走っていると言えよう。しかし、

⁵ Forbes 教授によると、資本資産評価モデル (CAPM) に基づく限り投資家の資産配分は「世界市場ポートフォリオ」と同一になるはずであるが、米国株式が世界株式時価総額の39%を占めるのに対し、外国投資家の米国株式持分はポートフォリオ全体の8%でしかない。



以上の事由によるドル資産積上げが一服し、海外投資家がドル相場の趨勢的な下落に対するリスク・プレミアムを要求するように転じた時、為替相場と資本市場には大きな調整が到来することになる。

(担当：前田武史)

(e-mail address : tmaeda@us.mufg.jp)

以下の当行ホームページで過去 20 件のレポートがご覧になれます。

<https://reports.us.bk.mufg.jp/portal/site/menuitem.a896743d8f3a013a2afaace493ca16a0/>

本レポートは信頼できると思われる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。意見、判断の記述は現時点における当駐在所長の見解に基づくものです。本レポートの提供する情報の利用に関しては、利用者の責任においてご判断願います。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は、出所をご明記ください。

本レポートのE-mailによる直接の配信ご希望の場合は、当駐在所長、あるいは担当者にご連絡ください。