

グローバル危機下におけるアメリカの対外経済関係

——国際収支分析による準備的検討——

星野智樹

はじめに

第1章 経常収支側の動向

第1節 貿易収支

第2節 サービス収支

第3節 所得収支

第4節 経常移転収支

第5節 小結

第2章 金融収支側の動向

第1節 アメリカからの対外投資

第2節 外国からの対米投資

第3節 小結

おわりに

はじめに

2000年代の世界経済において、アメリカの経常収支赤字拡大の裏側で東アジアと産油国の経常収支黒字が構造的に拡大する「グローバル・インバランス¹⁾」と呼ばれる現象の出

現、新興国の台頭、2007年のサブプライム危機とそれに続く金融危機・世界同時不況、ユーロ危機の発生による危機局面の到来のなかで、アメリカ経済および世界経済の変化（があるのか否か）が重要な論点になっている。このような論点に接近する一つの方法がアメリカの対外経済関係の分析であり、この分野の分析は、貿易、サービス、直接投資、資本移動、対外援助、多国籍企業に焦点を当てた個別分野の詳細な研究、また、ネットの経常収支（黒字と赤字）に基づく国際比較といった形で既に多数存在する。

こうしたなか、本稿では、国際収支が一国の対外経済取引を網羅した統計²⁾であること

過剰貯蓄論」(Bernanke [2005])。新興国を中心とする公的部門が、輸出主導の経済成長を実現するために行っている自国通貨の為替相場を低くおさえるための自国通貨売り・ドル買い介入によって、アメリカの経常収支赤字のファイナンスが持続するとともに戦後のブレトンウッズ体制期に匹敵する固定相場制が出現しているとする「ブレトンウッズ (BW) 体制復活論」(Dolley, Folkerts-Landau and Peter [2003])。戦後の BW 体制期と現局面では条件が異なることに着目した、パリー・アイケングリーンによる「BW 体制復活論」批判 (Eichengreen [2006])。対外資産負債残高の側面からグローバル・インバランスを検討した見解 (Gourinchas and Rey [2005], 岩本 [2009])。

2) 国際収支分析を先駆的行ったのが松村文武

1) グローバル・インバランスをめぐる各議論の内容および問題点の整理は、伊豆 [2007]、鳴瀬 [2009] を参照。いくつかの見解を紹介しておこう。多くの論者によって指摘されているように、先進国であるアメリカが経常収支の赤字を出して、経常収支の黒字を出す途上国・貧困国からの資金流入に依存する「特異性」を指摘する見解。世界的な過剰貯蓄 (Global Saving Gult) が、アメリカの経常収支赤字と長期金利低下の要因だとするベン・バーナンキ氏 (現 FRB 連邦準備制度理事会 議長) による「グローバル

図表1 アメリカの国際収支 (単位: 億ドル)

	05年	06年	07年	08年	09年	10年	11年
経常収支	7,458	8,006	7,103	6,771	3,765	4,709	4,734
貿易収支	7,807	8,357	8,189	8,301	5,059	6,459	7,383
輸出	9,117	10,394	11,640	13,075	10,695	12,887	14,974
輸入	16,924	18,751	19,828	21,376	15,754	19,346	22,357
サービス収支	721	824	1,222	1,318	1,246	1,458	1,783
旅行収支	122	132	202	299	201	280	372
旅行 (受)	822	862	974	1,104	942	1,035	1,163
旅行 (支)	699	730	771	805	741	755	791
輸送収支	46	50	25	9	10	37	56
輸送 (受)	206	216	252	310	261	309	367
輸送 (支)	252	266	277	318	251	273	311
その他運輸収支	222	195	151	127	71	113	120
その他運輸 (受)	320	358	406	440	355	399	425
その他運輸 (支)	542	553	558	567	426	512	545
特許・技術使用料収支	489	585	713	725	673	721	840
特許・技術使用料 (受)	744	835	978	1,021	972	1,056	1,206
特許・技術使用料 (支)	256	250	265	296	298	335	366
その他民間サービス収支	559	495	618	595	605	697	788
その他民間サービス (受)	1,537	1,768	2,116	2,320	2,349	2,503	2,727
その他民間サービス (支)	977	1,273	1,498	1,725	1,743	1,806	1,940
政府サービス収支	26	26	27	30	33	35	33
政府サービス (受)	8	8	9	9	11	11	12
政府サービス (支)	33	34	36	39	44	46	45
軍事関連サービス収支	156	117	108	136	139	129	119
軍事関連移転 (受)	121	156	171	147	166	175	177
国防関連サービス (支)	277	273	279	283	305	304	296
所得収支	686	442	1,015	1,471	1,280	1,652	2,211
投資収益収支	787	547	1,111	1,578	1,371	1,745	2,300
直接投資収益	1,732	1,740	2,446	2,843	2,622	2,806	3,167
直接投資収益 (受)	2,945	3,248	3,708	4,137	3,562	4,320	4,773
直接投資収益 (支)	1,213	1,508	1,262	1,294	940	1,514	1,606
その他投資収益収支	67	132	286	353	144	285	473
その他投資収益 (受)	2,351	3,521	4,554	3,899	2,333	2,245	2,543
その他投資収益 (支)	2,284	3,389	4,268	3,546	2,189	1,960	2,070
政府部門投資収益収支	1,012	1,326	1,621	1,617	1,396	1,346	1,340
政府部門投資収益 (受)	29	27	25	51	48	15	17
政府部門投資収益 (支)	1,041	1,352	1,647	1,668	1,444	1,361	1,357
雇業者報酬収支	102	105	96	108	91	92	89
雇業者報酬 (受)	48	50	51	52	52	53	54
雇業者報酬 (支)	149	155	147	159	142	145	144
経常移転収支	1,057	915	1,151	1,259	1,233	1,361	1,346
政府による一方的移転 (ネット)	336	278	346	365	422	447	454
政府によるその他移転 (ネット)	63	65	73	84	89	104	106
民間送金とその他移転 (ネット)	658	572	732	810	722	810	786

図表1 続き アメリカの国際収支 (単位: 億ドル)

	05年	06年	07年	08年	09年	10年	11年
金融収支 (対外投資 + 対米投資)	7,007	7,794	6,110	7,635	1,965	2,406	3,874
対外投資	5,466	12,857	14,536	3,321	1,393	10,052	3,964
米国公的在外資産	196	77	224	5,345	4,891	57	1,180
準備資産 (公的部門)	141	24	1	48	523	18	159
準備資産以外の公的資産	55	53	223	5,296	5,413	75	1,022
外国通貨と短期資産	22	0	239	5,298	5,433	101	997
対外投資 (民間)	5,663	12,934	14,312	8,666	6,284	10,109	2,783
対外直接投資	362	2,449	4,140	3,291	3,036	3,514	4,062
対外証券投資	2,512	3,651	3,665	1,973	2,268	1,519	929
非銀行報告債権	712	1,813	9	4,562	1,449	74	4
銀行報告債権	2,076	5,021	6,497	5,421	2,429	5,150	2,212
対米投資	12,473	20,652	20,646	4,314	3,358	12,457	7,837
外国公的在米資産	2,593	4,879	4,810	5,546	4,802	3,498	1,648
政府証券	2,133	4,284	2,699	5,914	4,373	3,170	1,230
財務省証券	1,128	2,086	984	5,487	5,699	3,978	1,236
その他政府証券	1,005	2,198	1,715	427	1,326	808	6
その他政府債務	4	28	54	90	582	121	88
米銀報告債務	263	224	1,090	1,497	689	94	295
その他外国公的資産	201	344	967	1,039	536	300	35
対米投資 (民間)	9,881	15,772	15,836	1,232	1,444	8,960	6,189
対米直接投資	1,126	2,432	2,212	3,101	1,586	2,362	2,279
対米証券投資	5,827	6,250	6,723	27	110	3,769	655
財務省証券	1,323	582	668	1,629	149	2,564	1,418
対米株式・債券投資(財務省証券を除く)	4,504	6,832	6,054	1,656	40	1,205	763
米国通貨	84	22	107	292	126	283	550
非銀行報告債務	696	2,448	1,832	315	124	775	139
銀行報告債務	2,147	4,620	5,176	4,283	3,171	1,771	2,567
金融デリバティブ (ネット)	n.a.	297	62	329	495	137	68
その他資本収支 (ネット)	131	18	4	60	1	2	12
誤差脱漏	319	67	927	594	1,308	2,168	805
[メモランダム]							
ネット対外ポジション	19,901	22,515	18,675	34,198	24,481	25,840	41,565
対外総資産残高	107,715	131,891	158,403	133,373	150,219	166,461	164,277
対外総負債残高	127,616	154,406	177,078	167,571	174,700	192,301	205,842
金融デリバティブ残高 (ネット)	579	598	715	1,596	1,347	1,104	1,263
金融デリバティブ残高 (資産残高)	11,900	12,390	25,593	61,275	35,008	36,529	47,047
金融デリバティブ残高 (負債残高)	11,321	11,792	24,879	59,678	33,660	35,425	45,784

注1) 西暦の上2ケタを省略しているが、すべて2000年代。

注2) 2011年は暫定値

注3) メモランダム項目の残高値はすべて時価であり、資産と負債の両方ともプラスの符号で表示している。ネット項目は、アメリカの資産 負債で計算し、プラスの符号はアメリカの資産超過、マイナスの符号はアメリカの負債超過を示す。

出所) U. S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis.

に着目して、アメリカの国際収支³⁾統計(対世界の統計、原則として図表1のみを用いる)を用いて、経済の実物的側面と金融的側面の両面から現局面におけるアメリカの対外経済関係および世界経済を検討する準備作業を行う。本稿の検討では、以下3つの点に留意する。国際収支の検討では、しばしばネットの数字が用いられるが、ネットでは見失われることが少なくないので、本稿ではネットに加えてグロス⁴⁾の動きにも留意する。本稿の分析対象時期は、2002年から2011年にかけての期間⁵⁾とし、そのなかで、2002年からサブプライム危機が生じた2007年までの期間⁶⁾、金融危機が生じた2008年、世界同時不況の局面となった2009年、そして、2010年以後の時

氏である。松村氏は、国際収支が経済分析に不可欠な2つの側面、つまり実物と金融の両面を1つの統計表に体系的に取り込んでおり、一国の対外経済関係の構造と循環を明らかにするために有効な要素・理論的内容を有していると指摘する(松村[1985]7頁、松村[2010]266頁)。なお、松村氏が分析したのは、1970年代から2000年代前半にかけての時期におけるアメリカの国際収支である。松村氏による国際収支分析は松村氏の一連の代表的著作(松村[1985, 1988, 1993, 2002])、研究の軌跡は松村[2010]を参照。

- 3) アメリカの「国際収支」は、International Transactions(国際取引表)を正式名称としており、国際取引の把握に重点が置かれている。ただし、本稿では、慣例にしたがって、「国際収支」と表記する。なお、国際収支の各項目の説明は、U.S. Department of Commerce[2009]が詳細に解説している。
- 4) 本稿の各章・節の小見出しには「収支」という言葉が入っているが、分析は「収支」に基づいたネットに加えて、グロスの動きにも注目している点に注意されたい。
- 5) 本稿では年次データを用いているが、詳しい動向をみるためには、四半期あるいは月次ベースのデータの分析も必要になる。
- 6) 本稿では、2002年に外国公的在米資産に顕著な動きが見られるようになったことに着目して、2002年・2007年という区切りを設定した。

期といった小さな時期区分を念頭におく(ただし、この時期区分は章・節によって若干変える)。なお、本稿では、紙幅の都合もあるので、図表1に掲載する2007年以前のデータは2005年と2006年のみとするが、図表1に掲載されていない年のデータも適宜見ることとする。グローバル・インバランスの研究は、脚注1でもみたようにアメリカの経常収支赤字とその要因およびファイナンスの持続可能性を論点とした議論・論争が多いが、世界経済やアメリカ経済の構造に関する指摘⁷⁾も多く含んでいるため、本稿では、同研究をこの視点で捉え直し、広い意味でのアメリカの対外経済関係に関する先行研究とあわせて、国際収支分析にひきつけながら、適宜参照していくことにする。

第1章 経常収支側の動向

本章では、アメリカの国際収支の経常収支側の動向をみてみよう。アメリカの経常収支の特徴を、おおまかに要約すれば、次のようになる。第1に、周知のように、経常収支赤字⁸⁾が続いている。赤字額の変化をみると、

7) この視角は、「グローバル・インバランスは、……アメリカと世界経済の構造的な関係を表示する一指標といえる。このような世界経済の構造の転換を十分に意識して、グローバル・インバランスは論じられなければならない」という田中素香氏の指摘に基づいている(田中[2008]382頁)。その一方で、田中氏は各議論の紹介と上記の問題提起にとどまっている。

8) 経常収支赤字をめぐる議論としては、次の2つの研究が重要な視点を提示している。

第1に、とくに貿易取引において、在米外資系企業の本国からの輸入および米系多国籍企業の在外子会社からの(逆)輸入といった多国籍企業内取引に着目して、経済収支の動向をとらえる見解である(関下[2002, 2011])。

第2に、国際マクロ経済学に依拠した見解である。その代表的論者である松林[2010]は、貯蓄・投資バランス論に基づいた従来の議論(たとえば、Bernanke[2005])を発展させて、

2002年から2006年にかけて増加傾向（2006年の8,000億ドルが最高水準）にあったが、サブプライム危機が生じた2007年（7,103億ドル）と世界金融危機が生じた2008年（6,771億ドル）にわずかに減少に転じ（見方を変えれば、減少幅はわずかだった）、2009年には2006年水準の半分（3,765億ドル）になったのちに、2010年と2011年に再増加（2002年とほぼ同水準の約4,700億ドル）した。経常収支赤字は、2009年に大きな変化（減少）を経験している一方で、景気が減速した年も含めて黒字に転換することなく、どの年も絶対水準ではかなりの規模に達している。第2に、経常収支の個別の項目では、貿易収支と経常移転収支が赤字、サービス収支と所得収支が黒字になっている。

こうして、経常収支は、2009年に大きな変化がみられる一方で、それでもなお、2011年までの時期を通して経常収支の赤字体質という大きな構造自体は変わっていない。以下では、経常収支の各項目の中身をみてみよう。

第1節 貿易収支

本節では、貿易収支の動向を時期ごとにみてみよう。

最初に、アメリカでは住宅ブーム（バブル）による好況、また、世界経済も好調の局面にあった2002年から2006年までの時期である。

ネットで見ると、貿易収支の赤字が年々増加し、2002年の4,700億ドル、2005年の7,800億ドルに達したのちに、2006年には8,357億ドルの過去最高の規模になっている。グロスでは、輸出と輸入の両方が伸びている。こ

のことは、輸入に加えて輸出も大きく伸びていること、逆にいえば、輸出が伸びているにもかかわらずアメリカ経済の好調に伴う消費の増加によって輸入の伸びが著しいことを示している。

次に、サブプライム危機が生じた2007年と世界金融危機が生じた2008年の時期である。

ネットの貿易収支赤字は2007年にわずかに減少したが、2008年にふたたび増加（2006年の8,357億ドル 2007年の8,189億ドル 2008年の8,301億ドル）し、いずれも2006年に近い水準になっている。グロスで見ると、輸出と輸入の両方が2008年まで増加傾向にあり、2008年は輸出と輸入がともに過去最高の金額を記録している（2007年から2008年の時期にかけて、輸出は1兆1,640億ドル 1兆3,000億ドル、輸入は1兆9,828億ドル 2兆1,000億ドルで推移）。このことは、貿易赤字が減少したのは輸入の伸びに比べて輸出の伸びが大きかったこと、金融危機勃発のなかでも、実体経済の落ち込みは相対的には軽微であり、なおかつ世界貿易が拡大したことを示している。

3番目に、金融危機が世界同時不況に発展した2009年である。ネットの貿易収支赤字は、2008年の8,301億ドルから2009年の5,059億ドルまで一気に減少している。グロスで見ても、2008年から2009年の時期にかけて、輸出は1兆3,000億ドル 1兆ドル、輸入は2兆1,000億ドル 1兆5,000億ドルといった形で、輸出と輸入がともに一気に減少しており、アメリカ経済と世界経済が実体経済面で停滞局面に入ったこと、また、世界貿易が収縮したことが読みとれる。貿易面では、2009年が一つの転機になっていたのである。

最後に、2010年と2011年には新たな一面をみることができる。ネットの貿易赤字は、2010年の6,459億ドル、2011年の7,300億ドルに再び増加し、2004年の水準（6,635億ドル）に戻っている。グロスでは、輸出と輸入が

貯蓄・投資バランスの変動・決定要因まで分析し、現代の世界経済が、資産・資源価格によって経常収支（さらにはマクロ経済）が左右されている局面にあることを指摘している。

関下氏と松林氏の研究は分析視角の相違であって、相反する議論を展開しているわけではなく、相互に補完的な議論になりうる。

ともに増加し、2006年よりも大きい水準に達している。ここには、輸出の著しい伸び⁹⁾に着目すれば、輸入が再増加する中でも輸出が貿易収支赤字の拡大を抑制する姿、逆に、輸入が再増加している事実に着目すれば、アメリカ経済が回復している姿をみることができる。

以上、時期ごとに貿易収支の動向をみてきた。ネットの貿易収支赤字およびグロスの輸出と輸入は、2008年まで拡大し続け、2009年にネット・グロスの両方で減少し、2010年にふたたび増加した。絶対水準でみれば、どの年もネット・グロス両方で大きな金額を出しており、大きく落ち込んだ2009年ですら、貿易収支赤字と輸入は2003年、輸出は2006年と同水準にある。こうして、貿易の特徴は、時期による変動（落ち込み）がみられたこと、また、どの時期も一貫して大きな構造は著しく変化しているわけではないことの2つの側面を持っている点にある。

第2節 サービス収支¹⁰⁾

本節では、サービス収支の動向をみてみよう。サービス収支の全般的な傾向を確認すると、ネットでは、貿易収支が赤字であるのとは対照的に、サービス収支は黒字であり、グロスでは、サービス輸出（受取）と輸入（支払い）は継続的に増加傾向にある。そして、こうした傾向は、2009年の落ち込みを例外としてどの時期にも維持されている。以下では、「伝統的サービス」と「新しいサービス」に分けてみることにしよう¹¹⁾。

9) オバマ政権の「輸出倍増計画」やドル安の効果が一程度現われているものと思われる。

10) サービス収支を検討するさいには、関下[2002]、久永[2007]を参考にした。

11) 伝統的サービス（旅行、旅客輸送、貨物輸送）と新しいサービス（特許・技術使用料、その他民間サービス）という区分は久永[2007]による。

1 伝統的サービス

「伝統的サービス」とは、旅行者による財やサービスの現地消費に関する「旅行」、旅行者が支払う運賃を集計した「旅客輸送（輸送）」、貨物輸送の運賃を集計した「貨物輸送（その他運輸）」を指している（久永[2007] 229頁）。こうした伝統的サービスをみてみよう。

第1に、全体的な傾向である。まず、ネットでみれば、旅行収支が大幅な黒字、旅客輸送収支が2008年まではわずかな赤字（2009年から2011年はわずかな黒字）、貨物輸送収支が大幅な赤字になっている。また、グロスでみれば、伝統的なサービスは受取と支払いがほぼ均衡している。こうした点からは、伝統的なサービスの分野では飛びぬけてアメリカの競争力が強いわけではないことが示唆される。

第2に、個別の項目では、貨物輸送に注目する必要がある。貨物輸送は、財貿易とは補完関係にあり、財の輸送、つまり財貿易と連動している（久永[2007] 234頁、236頁）。「アメリカのように財の輸入額が多い国においては、統計が示すように輸送費の支払いもまた多額になるので、サービス貿易の視点から財貿易と輸送費との関係を検討する必要がある」のだ（久永[2007] 233頁）。こうした財貿易と貨物輸送を関連させた視点でみると、貨物輸送の項目が2009年にネット・グロスの両方で落ち込んでいることから、財の貿易が減少したことを読みとることができる（貨物輸送の項目は、2010年には従来の水準に戻る）。

2 新しいサービス

「特許・技術使用料¹²⁾」と「その他民間サービス¹³⁾」からなる「新しいサービス」をみ

12) アメリカの国際収支では、特許・技術使用料は、工業プロセス、映像・放映権利、商標、一般利用コンピュータソフトウェア、その他のそれぞれの使用料である（使用料の取引であって、権利自体の取引ではない点に注意）。

13) その他サービスには、教育、金融、保険、通

てみよう。両者は、サービス収支のなかでも、ともにネットでの大きな黒字項目になっており、サービス収支黒字を稼ぐ主力になっている。

最初に、「特許・技術使用料」である。この項目では、ネットの黒字が2005年の489億ドルから2011年の840億ドルまで拡大しており、圧倒的に黒字を出していること、グロスで見ると、在米外資系企業の企業内取引（在米拠点が本国から輸入）を反映して支払いも一定程度あるが、受取（米系企業の本国親会社が在外子会社に輸出）が圧倒的に多いことを確認できる。この背景には、「多国籍企業の強さは技術の優位性にあり、高度な技術を保持・秘匿して企業内での移転を行うと同時に、その中の一部を積極的に公開・販売し、ライセンス協定などを駆使して、他企業との提携関係を強めるという、二正面作戦をうまく駆使している」と関下氏が指摘¹⁴⁾しているアメリカ企業の技術開発力の強さと企業戦略がある。

次に、「その他サービス」をみてみよう。その他サービスは、項目名に「その他」という語句が含まれているが、「従来なら、それぞれの産業分野のなかに、個別的に埋没していたものが、サービス取引として、このように別個に取り出され、一括りにされて、まとめて、いわば陽の目を見たのであり」、重要な項目になっている（関下 [2002] 458頁）。「その他サービス」では、グロスでは受取と支払いの両方が「特許・技術使用料」よりも大きくなっていること、また、ネットの黒字額は2005年の559億ドルから2011年の788億ドルに増加していることを読みとれる。ここか

らは、アメリカ企業が、収益性の高い部門を国内に持ち、収益性の低い部門をアウトソーシングするという優位なポジションにあることが示唆される。久永氏の次の指摘がこのことを端的に示している。「ソフトウェア・サービスを例にとると、企画・設計はアメリカで行い、プログラミングは海外に委託することになる。この例では、技術集約的業務（企画・設計）はアメリカで、労働集約的業務（プログラミング）は海外で行うという構図になる。他方、海外企業はアメリカ企業に技術集約的な業務を委託している。したがって、技術集約的業務はアメリカ国内に残っており、海外企業がアメリカにオフショアリングしている業務は技術集約的業務であると考えられる」（久永 [2007] 247頁）。

以上のようにして、サービス取引においては、伝統的なサービスに代わって、新しいサービスが取引の主役になったこと、短期的には、2009年に大きな落ち込みがみられたこと、長期的には、取引規模やアメリカの優位性といった大きな構造が残っていることを確認できた。

第3節 所得収支

本節では、所得収支の動向をみてみよう。所得収支には投資収益収支と雇用者報酬収支が含まれているが、ここでは投資収益収支のみを取り上げることにする¹⁵⁾。

投資収益収支は全体で見れば、ネットで黒字項目になっており、黒字額は、2008年まで増加し、他の項目と同じく2009年に減少に転じ（ただし絶対的には高い水準にある）、2010

信、ビジネス・専門・技術サービス、コンピューター・情報サービス、経営・コンサルサービス、研究・開発・試験サービス、オペレーショナル・リース、その他ビジネス・専門・技術サービス、その他サービスが含まれている。

14) 関下 [2002] 75頁。

15) 投資収益収支は、金融収支や対外資産負債残高の動向と関連させて論じる必要があり、同じ経常収支の項目である貿易収支やサービス収支と必ずしも同列に並べることができない。ただ、統計上、所得収支は経常収支の中の項目であるため、本稿では、経常収支を扱う本章に所得収支を含めて検討することにした。

年にふたたび増加し、2011年には2000億ドルの過去最高額を記録している。次に、いくつかの特徴があるので、個別の項目ごとにもてみよう。

第1に、直接投資収益¹⁶⁾である。直接投資収益では、ネットで圧倒的に黒字を出していること、グロスで受取と支払の両方が大きく、米系企業による海外展開に加えて、外資系企業の米国展開が行われていることがうかがえる¹⁷⁾。時期的な区切りでみると、直接投資収益は、グロス（受取と支払い）とネット（黒字）の両方で、2008年まで増加傾向にあり、2009年に大幅に落ち込み、2010年と2011年に回復している。言い換えれば、直接投資収益は実体経済の動きと密接に関係しており、実体経済は2009年に落ち込んだこと、その後、2010年に回復が見られたことが示唆される。

第2に、その他民間投資収益¹⁸⁾である。その他民間投資収益は、ネットでの黒字はわずかである一方で、グロスでの受取と支払いの両方が大規模になっている。その特徴は2つある。まず、外国による対米投資は証券投資や銀行部門に偏っている構造を反映して、外国は直接投資収益よりもその他民間投資収益で多くの収益を受け取っている。また、グロスでのアメリカの受取は絶対的には高水準にあり、対外直接投資以外でもアメリカが対外投資収益を稼いでいる姿をみることができる。時系列で見ると、その他民間投資収益は、ネットの黒字またグロスの受取と支払いがいずれも、2007年までは増加傾向にあったが、各

国が金融危機・景気対策として低金利政策をとったことを反映（金利の低下によって投資の利回りも低下）して、2008年以降に減少に転じ、2011年までほぼ同じ傾向にある。

第3に、政府部門投資収益¹⁹⁾である。政府部門投資収益は、外国によるドル建て外貨準備の運用に深く関連している。政府部門投資収益は、ネットで圧倒的な赤字であり、グロスでも受取は微々たる額で支払いが圧倒的に多い。このことは、アメリカの政府部門が、財政支出の資金調達のために国債の大量発行を行っていること、また、大幅な債務超過に陥っていることを反映している。その一方で、支払いは、2008年まで増加したが、金融緩和に伴う金利の低下によって、米国債の発行残高が拡大しているにもかかわらず、2009年以降に減少に転じている。ここでは、財政赤字拡大にともなう大規模な国債発行および政府債務の膨張にもかかわらず、アメリカ政府は相対的には低金利で資金調達できること、その一方で、絶対水準では支払いが巨額になっていることの両面に注目しておく必要がある。

以上、所得収支の動向をみてきた。その特徴は3点に整理できる。アメリカは対外純債務国であるにもかかわらず所得収支が黒字になっている。対外投資収益の獲得を、アメリカと外国部門で比較すると、アメリカは直接投資収益とその他民間投資収益で獲得しているのに対して、外国は、直接投資収益よりもその他民間投資収益と政府部門投資収益で獲得している。直接投資収益は2009年、その他民間投資収益と政府部門投資収益は2008年にそれぞれネットとグロスで減少傾向が見られたが、絶対水準では一定の規模に達している。こうして、一貫してとてみた大きな構造自体は変わっていないことを指摘

16) 直接投資収益は、株式保有比率10%以上の子会社の配当、利益の再投資分、利子の受払である。

17) アメリカは、直接投資収益の支払いが多いにもかかわらず、ネットで圧倒的な黒字を出している点に、米系多国籍企業の収益力の強さや、対外総資産残高での直接投資の大きさが示されている。

18) その他民間投資収益は、債券や貸出の利子、保有比率が10%未満の株式の配当の受払である。

19) 政府部門投資収益は、アメリカ政府（FRBや政府関係機関も含む）が、外国に保有する資産からの収益受取、および、外国の公的部門に負っている債務に対する収益支払いである。

できる。

第4節 経常移転収支²⁰⁾

本節では、経常移転収支の動向をみてみよう。

最初に、全般的な傾向としては、経常移転収支は、貿易収支ほどではないが、経常収支のなかで赤字項目であり、赤字額がサービス収支や所得収支の黒字を上回る年もあること、収支全体では一貫して赤字が増加傾向にあることを確認できる。

次に、経常移転収支は、従来は対外援助や国際機関への分担金を計上する項目としてみられていたが、ここでは、「民間送金とその他移転」に注目してみよう²¹⁾。民間送金とその他移転には、アメリカ以外の国生まれで1年以上アメリカで暮らした人（在米移民）による本国への送金が多く含まれている。時系列でみると、民間送金とその他移転はネットでは2008年まで赤字が増加傾向にあり、2009年に一度赤字が減少したのちに、2010年にふたたび赤字が増加している（2008年の810億ドル 2009年の722億ドル 2010年の810億ドル）。「民間送金とその他移転」は、アメリカでの労働の対価として外国に送金されるものであるため、景気の影響を受けやすく、

2008年までは増加傾向にあったことから、2008年までは景気の落ち込みは相対的に軽微だったこと、2009年の落ち込みはアメリカの景気の悪化を反映している一方で、景気の低迷にもかかわらず、2009年は2007年とほ

ぼ同水準を維持している点に特徴がある。

第5節 小結

サブプライム危機が生じた2007年以降にアメリカ経済や世界経済の変化を指摘する見解が多く見られたが、貿易取引の規模、米系企業の優位性、貿易構造や赤字の表れ方では2007年以前と似た構造が残っており、むしろ、2009年における貿易の落ち込み（相対的には落ち込んでも、絶対水準では貿易の規模は大きい）も、こうした大きな構造のなかでの変動とみることができる。本章の最後では、経常収支側に見られたアメリカの対外経済関係の特徴を、（他の論者の議論の引用も含めて）3点にまとめておこう。

第1に、アメリカ（企業）は、財とサービスの両面において、生産部門あるいは労働集約的部門をアウトソーシング²²⁾し、付加価値の高い部門を握り、サービス収支（とくに特許・技術手数料とその他サービス）と所得収支に計上される取引で稼ぐ構造になっている（関下 [2002] iii頁）。

第2に、第1の点は国際収支では次のような形で典型的に現われる。「アメリカの商品貿易の赤字化がそのサービス貿易の黒字化と表裏一体をなして現れたことになる。したがって、モノレベルでのアメリカの競争力の低下が、サービスレベルでのアメリカの優位性の増大と一体となって現れたのであり、これはアメリカ経済の構造変化を示す重要な指標

20) 経常移転収支の各項目は、ネットのデータしか公表されていないため、ここでは、ネットのデータを用いて検討する。

21) 民間送金は、IMFの統計（International Financial StatisticsやBalance of Payments Statistics）の労働者送金（Workers Remittances）に相当する項目であり、今日開発経済学や国際金融の分野で注目されている。途上国の国際収支の中に労働者送金を位置付けた研究としては、星野 [2012] を参照。

22) こうした米系多国籍企業の行動は、貿易面では輸入の増加としてあらわれるが、付加価値の高い部門をアメリカ国内に残していること、また、サービス収支の黒字や所得収支の直接投資収益黒字につながることからアメリカ企業の優位性とみることでもできる。なお、一つの企業の取引が、国際収支ではいくつかの項目にまたがって計上されるため、米系多国籍企業の行動を捕捉するために国際収支をみるさいには注意が必要となる。米系多国籍企業については、関下 [2002] が詳細に検討している。

になる。……アメリカのモノレベルでの優位性の喪失とサービスレベルでの優位性の確立・増大という、構造変化がここに端的に示された」(関下 [2002] 457頁)。ただし、第1節でみたように、財輸出も一定程度維持されていることは、「モノ」レベルでの競争力がどのような形で低下しているのかを考え直す必要性を示唆している。

第3に、「民間送金とその他移転」と深く関連した米移民²³⁾の動向である。まず、在米移民(とくにヒスパニック系移民)は、低賃金労働力の供給主体として、また、個人消費の需要主体として、1990年代の「ニューエコノミー」や2000年代の「住宅バブル」といったアメリカの経済活況の要因を作り出した側面があり、アメリカ経済にとって重要な意味をもっている。また、移民労働者は、低賃金労働力の供給という形でアメリカ国内における製造業やサービス業の立地を可能にし、(間接的にであれ)輸出増加やサービス収支黒字の要因になる一方で、こうしたことの裏側で送金支払いを通じて経常移転収支の赤字を生み出す要因にもなりうる。

第2章 金融収支側の動向

第2章では、金融収支側²⁴⁾の動向をみてみ

23) 移民労働者は、アメリカの大都市を中心に製造業やサービス業で雇用されている。この点は、アメリカの大都市(グローバル都市)を分析の中心におきながら、移民の送出国と受入国双方の事情を考慮し、国際労働力移動を世界経済の構造のなかに位置づける研究を行った Sassen [1988] を参照されたい。

24) 国際収支統計は、原則上はネットの経常収支赤字(黒字)(誤差脱漏と外貨準備増減を含めた)ネットの広義金融収支黒字(赤字)となるように作られているため、次の2つの問題が生じる。

第1に、ネットの金融収支では、アメリカをめぐる資金循環の特徴であるグロスの対外投資

よう(図表1)。その際は、アメリカからの対外投資と外国からの対米投資をグロスでみることを通じて、2002年から2007年までの時期²⁵⁾(図表1に掲載されていない2005年以前の数字も適宜見る)と2008年以降の時期(この時期のなかでもいくつかの特徴がある)における時期ごとのアメリカをめぐる資金循環の構図を探る。この検討を通じて、アメリカの金融の強さや国際金融情勢への影響力に変化があるのか否かという論点を考える準備作業をすることがならいである。

こうした課題設定を踏まえて、図表1の国際収支の金融収支側の表示形式で工夫をした。まず、直接投資、証券投資といった項目ごと

・対米投資の大きさが見えにくくなってしまふ。第2章の小見出しは便宜的に「金融収支」という言葉を含めて表記しているが、上記の点を踏まえて本稿ではグロスの分析をする。

第2に、国際収支の計上原則からは、あたかもアメリカの経常収支赤字が広義金融収支の黒字によって「自動的に」ファイナンスされているようにみえてしまふ。こうしたことによって生じる「誤解」を批判する形で、アメリカへの資本流入や経常収支赤字のファイナンスをみるうえでは、国際収支に掲載されている項目とは別に「概念上の区分」が必要であるとして、奥田宏司氏は、アメリカの対外債権と対外債務の形成に関する区分(奥田 [2012] 第3章4章)、佐藤秀夫氏は、「自発的取引」と「非自発的取引」の区分(佐藤 [2008] 18頁)の必要性をそれぞれ指摘している。ただし、国際収支に掲載されている項目は、資本フローの特徴を示すとともに、それが世界やアメリカに与える影響を検討するうえで重要な点は変わりがない。そのため、本稿では、奥田氏と佐藤氏の提起した論点は紹介にとどめ、国際収支表の項目にしがたって検討する。この時期のアメリカの経常収支赤字のファイナンスは重要な論点であるが、本稿の課題からはややずれるため、別の機会に論じたい。この論点の検討は、佐藤 [2008] 17-20頁、奥田 [2012] 第1章4章を参照。

25) 2007年はサブプライム危機が生じた年であったが、同年にも以前と同じ構図がみられたため、2002年-2007年という時期区分を設定した。

に収支尻を設定するのではなく、対外投資と対米投資に大きく分けて、そのなかでさらに公的部門と民間部門に分けて表示し、収支尻は対外投資 + 対米投資を金融収支とした。また、国際収支統計はフローの統計であるが、参考までにストック統計²⁶⁾ (対外総資産残高、対外総負債残高、ネット対外ポジション) をメモランダムに表示した。さらに、金融デリバティブは、今日重要性が高まっている項目であるにもかかわらず、アメリカ公表の国際収支統計ではネットのデータしか入手できないこと、また、動きの激しさからフローではトレースしきれないことから、参考までに残高値をメモランダムに表示した。

第1節 アメリカからの対外投資

本節では、アメリカからの対外投資²⁷⁾ を、

26) 国際金融の動きをつかむうえで、国際収支統計は、特定期間におけるフローの統計であるため、金融取引が資産や負債といった形で後にも残るにもかかわらず、当該期間以前の時期の動向をつかめない点、対外資産および対外負債の「評価変化」をつかみにくい点に限界がある。本稿では主にフローの分析を行うため、ストック統計の分析に入らず、詳しい分析は今後の課題としたい。なお、対外資産負債残高をめぐる研究としては、アメリカの対外総資産残高と対外総負債残高の構成や、アメリカの所得収支黒字や対外資産・負債の「評価変化」による「キャピタル・ゲイン」といった金融収益の獲得という視点から国際金融におけるアメリカのポジションを分析した Gourinchas and Rey [2005] がある。同研究と関連した本邦研究者の研究としては、1990年代以降のアメリカのストック統計を分析した佐藤 [2008] (11 17頁) と飯島 [2007]、アメリカが2008年の時期において対外的な「キャピタル・ロス」を発生させた点からアメリカの国際金融上のポジションの脆弱性を指摘した岩本 [2009] がある。

27) 念のために補足しておく、国際収支では、アメリカからの対外投資 (アメリカの対外資産の増加) はマイナスの符号、その引き揚げ (アメリカの対外資産の減少) はプラスの符号で示

時期ごとにみてみよう。

1 2002年から2007年までの時期

最初に、2002年から2007年までの時期である。この期間には、アメリカ全体の対外投資の金額と民間部門の対外投資の金額が連動していることに示されているように、アメリカの民間部門²⁸⁾ による対外投資が活発に行われていた。全体的には、対外投資は、2002年に2,946億ドルだったが、2006年に1兆2,800億ドル、2007年には1兆4,500億ドルの規模に達している。サブプライム危機が生じた2007年まで、アメリカからの対外投資が活発に行われていたのである。

そこで、項目ごとに対外投資の動きをみてみよう。対外直接投資は、2002年と2003年に約1,500億ドル近くだったが、2004年に3,162億ドルに達したのち、2007年には4,140億ドルに達しており、米系企業の積極的な海外展開が行われていたことがうかがえる。対外証券投資は、2003年の1,500億ドル近い水準から、2005年から2007年にかけて、2,512億ドル、3,651億ドル、3,665億ドルといった形で年々増加している。銀行報告債権は、2004年に3,000億ドルに達したのちに、2006年の5,021億ドル、2007年の6,497億ドルとなり、対外投資の中で最大シェアを占めている。非銀行²⁹⁾ 報告債権は、年々変動しており、機関投資家による対外投資の浮動性³⁰⁾ が

される。

28) アメリカの公的部門による対外投資 (米国公的在外資産) の重要性は (2008年と2009年を例外として) 低い、逆に、外国の公的部門による対米投資 (外国公的在米資産) の重要性は非常に高い。この点は後述する。

29) 非銀行部門には、(1) 製造業、(2) 非営利法人といった金融以外の部門に加えて、(3) リース、ファイナンスカンパニー、商品取引会社、(4) 機関投資家や投資基金、(5) 保険会社といった金融関連の部門が含まれている。

30) こうした動きは1990年代以降に目立つようになってきた (奥田 [2012] 21 24頁)。

みられる。

以上のように、2007年までの時期のアメリカの対外投資の特徴は、対外直接投資がコンスタントに伸びていること、また、対外証券投資や銀行報告債権が急激に伸びていること³¹⁾にみられるように、アメリカからの対外投資が大規模に展開されていた点にある³²⁾。

2 2008年以降

次に、「リーマン・ショック」が生じ世界金融危機が勃発した2008年をみておこう。2008年の対外投資は、2007年の1兆4,536億ドルから、3,321億ドルの投資引き揚げ超過に転じており、2008年にアメリカの対外投資構造に変容がみられるようになった。そこで、個別の項目をみてみよう。

第1に、民間部門全体では、2007年に1兆4,321億ドル行われていた対外投資が2008年には8,666億ドルの投資引き揚げ超過に転じており、アメリカの民間部門による対外投資の大幅縮小が目立つ。まず、対外投資全体が縮小するなかでも、対外直接投資は3,291億ドルと対外投資が維持されており、アメリカ企業の海外展開が継続されていることが読みとれる。その一方で、2007年から2008年にかけて、対外証券投資は3,665億 1,973億ドル、銀行報告債権は6,497億ドル 5,421億ドル、非銀行報告債権は9億ドル 4,562億ドルとなっている。こうして、2008年には、(対外直接投資を例外として)対外投資の回収・引き揚げによって対外投資が急激に収縮している。

31) 残高ベースで見ると、銀行報告債権に加えて、対外直接投資と株式投資が大きい。

32) グローバル・インバランスの特徴として、先進国であるアメリカが経常収支の赤字を出して、経常収支の黒字を出す途上国・貧困国からの資金流入に依存する「特異性」を指摘する見解があり、この指摘は、ネットで見れば必ずしも誤りではない。しかし、この見解では、グロスでは、アメリカが対外投資を行っている点とその重要性を見失う可能性がある。

第2に、民間部門に代わって、大きく出るようになったのが、2008年に5,296億ドルを記録した公的部門の対外投資を示す米国公的在外資産(「準備資産以外の公的資産」)である。この項目は、2008年の金融危機にともなう短期金融市場の崩壊によって外国銀行が資金調達をすることが困難(外国では「ドル不足」)になった状況に対処するために、FRBと各国の中央銀行の間で結ばれたスワップ協定(アメリカは、外国にドル資金を供給し、その見返りとして外国から外貨を受け取る)に基づいて行われた対外的なドル資金供給を示している。従来、アメリカの対外投資においてほとんど陽の目を見ることのなかったアメリカの公的部門が、過去に例のない規模の対外的なドル資金供給を行い、(その結果として外貨資産を保有し)対外投資におけるプレゼンスを強めた点に、金融危機の深刻さが示されている。

3 2009年以降

次に、2009年以降の時期である。

全体的には、アメリカからの対外投資は2009年に1,393億ドル、2010年に1兆52億ドルといったように2008年と比較して回復が見られる。第1に、民間部門の対外投資は2008年から2010年にかけて、8,666億ドル 6,284億ドル 1兆109億ドルとなっている。このことを項目ごとにみると、対外直接投資は以前と同じ水準を維持しており、対外証券投資と銀行報告債権(とくに銀行報告債権は2010年に5,150億ドルで2006年と同じ水準にある)にも回復が見られる。第2に、公的部門である。米国公的在外資産の「準備資産以外の公的資産」は2008年の5,926億ドルから2009年の5,413億ドルの回収に転じ(アメリカは、スワップで供給したドルを回収するとともに、その見返りに受け取っていた外貨を外国に返済)、2010年にも目立った動きがないことから、2009年にアメリカの公的部門による対外投資は「撤退」したことになる。こ

うした対外投資の動向は、第1章で見た経常収支、とくに2009年に貿易取引が大きく落ち込んだ点に実体経済でのダメージがみられたこととは対照的に、金融市場の危機はひとまず乗り切ったことを示唆している。

ところが、2011年には再び変化が見られる。同年の対外投資全体は、2010年の1兆52億ドルから大幅に減少して3,964億ドルになっている。この点を項目ごとに確認しておこう。まず、米国公的在外資産は1,180億ドルとなっており、アメリカの通貨当局によって対外的なドル資金供給が再び行われた姿が見える。となると、対外投資の落ち込みは、民間部門の動きを反映していることになり、米銀報告債権の引き揚げ（2010年の5150億ドル、2011年の2,212億ドル）と対外証券投資の減少（同1,519億ドル、929億ドル）が大きな要因³³⁾になっている。その一方で、対外直接投資は従来と同じ水準が保たれている。こうして、アメリカからの対外投資は、2008年と比べて2009年と2010年に回復がみられたが、2011年には再び変化している動きをみる事ができる。

4 小括り

以上みてきたアメリカからの対外投資の特徴を、時系列でまとめるならば、アメリカの対外投資は、2007年までは大規模に対外投資が展開されていた点に特徴があったが、2008年に民間部門による対外投資の回収・引き揚げ、公的部門の「登場」によって大きく変容した後に、2009年に公的部門が「撤退」

する一方で、以前の8割くらいの水準で民間部門の対外投資が再開し、2007年以前の姿が戻っていると言うことができる。

第2節 外国からの対米投資

本節では、外国からの対米投資³⁴⁾の動向をみる。

1 2002年から2007年までの時期

2002年から2007年までの時期を確認しておこう。対外投資と同じく、対米投資も2007年まで伸び続け、2006年と2007年には約2兆ドルの規模に達している³⁵⁾。

対米投資を主体別に大まかにみると、公的部門（外国公的在米資産³⁶⁾）に比べて民間部

34) 念のために捕捉しておくが、国際収支では、外国の対米投資（アメリカの対外負債の増加）はプラスの符号、その引き揚げ（アメリカの対外負債の減少）はマイナスの符号で示される。

35) かつてIMFは、「アメリカは経常収支赤字を上回る規模の対米投資によって生じた余剰分を対外投資している」とする「国際金融仲介論」を展開した（IMF [1997] pp. 2-3）。統計上は、たとえば、2007年において経常収支7,103億ドルに対し対米投資は2兆ドルであり、その差額の1兆4000億ドルが対外投資になっているようにみえるため、「国際金融仲介論」は成り立っているようにみえる。それに対し、小西 [2006] (29-32頁) は、「国際金融仲介論」を批判的に検討し、この見解の陥穽にふれたうえで、アメリカの経常収支赤字+グロスの対外投資によって外国に供給された資金がアメリカに対米投資の形で還流しているとしてアメリカの「能動性」（もう少しいえば「特権」）を指摘している。

36) 「外国公的在米資産」は、外国の公的部門がアメリカで運用しているドル建ての外貨準備に相当する。他国の国際収支は、当該国で運用されている外国の外貨準備を証券投資やその他投資といった（外貨準備とはみえにくい）形で計上するのにに対し、アメリカの国際収支は、アメリカで運用されている外国の外貨準備を外国公的在米資産として独立したデータで計上している点に特徴がある。アメリカがこうした形で表示しているのは、外国の公的部門による対米投

33) 地域別の統計で詳しくみる必要があるが、2010年にはアメリカから新興国への投資が拡大したのに対し、2011年にはユーロ危機の深刻化や新興国経済の停滞への懸念から対外投資が引き揚げられた動きが、2010年から2011年にかけての対外投資の変化に反映されていると思われる。逆にいえば、アメリカの対外投資がこうした国・地域の経済に大きな影響を与えているということもできる。

門による対米投資が圧倒的に多い。たとえば、2002年時点でも民間部門の6,792億ドルに対し公的部門の1,159億ドルと圧倒的に民間部門が多いが、2007年にはさらにこの差が拡大し、公的部門の4,810億ドルに対して民間部門は1兆5,000億ドルの規模になっている。ただし、絶対量では、民間部門はもちろんのこと、公的部門も相当規模に達している。そこで、次に、主体別の動向を詳しくみてみよう。

第1に、民間部門による対米投資である。民間部門の対米投資は2004年に1兆1,000億ドルの規模に達した後に、2006年と2007年には約1兆5,000億ドルの規模に達している。各項目の動きを見てみよう。対米直接投資は、2004年に1,000億ドル台になったのちに、2006年と2007年には2,000億ドルの規模になり、外資系企業による米国展開をみることができる。対米投資のなかで、圧倒的な規模を記録しているのが、対米証券投資と銀行報告債務である（どの年もこの2つの項目で対米投資の大部分を占めている）。まず、対米証券投資は、財務省証券への投資が年によって変動があるものの減少傾向にあるのに対し（2006年には500億ドルの売り越しに転じ、他の年も1,000億ドル付近で推移）、サブプライム関連証券を含む証券投資（財務省証券を除く）は年々増加し、2006年と2007年に6,000億ドルの規模に達している。また、銀行報告債務は、2007年に5,000億ドルの規模になっている。こうして、2007年までの時期の民間部門の対米投資は、対米直接投資や財務省証券の相対的な規模は小さく、対米証券投資と

銀行報告債務が中心であった。

第2に、公的部門による対米投資（外国公的在米資産）の動向である。対米投資において公的部門は、民間部門ほど大きくはないことを指摘したが、それでもなお、2002年の1,100億ドルから2006年の4,800億ドルの規模になっており一定水準の投資を行っている。そのなかで大きな規模を占めているのが、政府証券投資であり、2つの特徴がある。まず、財務省証券への投資は、2002年に600億ドル台だったが、年による変動はあるものの増加して2006年に2,000億ドルを記録したのちに、2007年に984億ドルの投資に減少した。また、その他政府証券は、その大部分が「政府機関債³⁷⁾」であり、暗黙の政府保証によって「準国債」と呼ばれるほどの安定性を持ちながらも、財務省証券よりも高い利回りだったため、投資対象として人気を集め、2005年に1,000億ドルの投資に達したのち、2006年と2007年は財務省証券投資を上回る規模になった。こうした動向を2007年までのアメリカ経済と関連付けるならば、米国債への投資は長期金利の引き下げ³⁸⁾、政府機関債への投資は住宅公

37) 政府機関債には、2008年に問題となったファニーメイ（FNMA：連邦抵当金庫）やフレディマック（FHLMC：連邦住宅貸付抵当公社）といった住宅公社が発行した債券が多く含まれているとしばしば指摘されている。

38) 2005年までFRB議長を務めたアラン・グリーンズパン氏（Greenspan [2005]）やバーナキ現FRB議長（Bernanke [2010] pp. 24-27）は、外国からの資金流入がFRBの金融政策の攪乱要因となり、住宅バブル退治のための政策金利引き上げの効果を弱めたと米議会で証言している。こうした見解に対し、「テイラー・ルール」の考案者であるジョン・テイラー氏や、FRB内部のグリーンズパン氏の当時の側近は、政策金利の引き上げの弱さが住宅バブルをあおったとして、FRBの金融政策の問題点を指摘している（NHK取材班 [2009] 第2章）。鳴瀬 [2009] では、外国からの資本流入がアメリカの金融政策の攪乱要因になったことは否定

資の持つアメリカへの影響力の大きさを反映しているからだと思われる。なお、第三国経由でアメリカで運用されている外貨準備や国別の外国公的在米資産のデータを得ることはできないといった点に限界があるが、この項目をみることで、ドル建て外貨準備の動向をある程度把握することができる。

社の資金調達を可能にして、住宅ブーム・バブルを「支える」対外的要因の一つになった。

以上のように、2007年までの時期の外国からの対米投資は、政府機関債への投資を中心とした公的部門による投資が一定水準維持されつつも、民間部門による証券投資・銀行報告債務を通じた投資が中心だった。

2 2008年

リーマン・ショックによる短期金融市場のクラッシュと世界金融危機、アメリカの住宅公社の危機が勃発した2008年の時期の対米投資の動向をみてみよう。対米投資全体では、2007年の2兆ドルから2008年の4,314億ドルへと大幅に減少し、2008年に対米投資をめぐる状況は大きく変化した。

第1に、民間部門全体では、2007年に1兆5,000億ドルであった対米投資が、2008年には1,232億ドルの投資引き揚げ超過に転換している。個別の項目をみると、対米直接投資は、2007年の2,000億ドルから2008年の3,101億ドルに増加しており、外資系企業の米国展開が継続されている一方で、他の項目では大きな変化があった。まず、対米証券投資は、2007年の6,723億ドルから2008年の27億ドルの回収に転じ、細かい項目をみると、サブプライム関連証券の「投げ売り」を反映して対米株式・債券投資（財務省証券投資を除く）が1,656億ドルの引き揚げになったこと、その一方で、財務省証券への投資が1,629億ドルとなり、財務省証券への「質への逃避」が生じたこと、これが対米証券投資全体の落ち込みをカバーしたことが読みとれる。また、銀行報告債務は、外資系金融機関の親会社が在米拠点から資金を引き上げていること³⁹⁾を反映して、2007年の5,176億ドルから2008年の4,283億ドルの回収に転じている。こうし

た銀行の資金は、前節でみたFRBによる対外的なドル資金供給とともに、外国で生じた「ドル不足」への対処に使われた。

第2に、公的部門である（「外国公的在米資産」）。まず、2008年の公的部門全体の対米投資は、2007年と同水準の約5,000億ドルであり大きな増加はみられないが、むしろ、民間部門の対米投資が大きく落ち込むなかで、以前と同じ投資水準が維持された点に特徴がある。また、投資対象をみると、2008年に住宅公社が危機に陥ったことを反映して、政府機関債への投資が落ち込む（2007年の1,715億ドル 2008年の427億ドル）一方で、財務省証券への投資が大きく増加（同じく984億ドル 5,487億ドル）している。こうして、外国の公的当局が保有するドル建て外貨準備の構成で政府機関債から財務省証券への組み替えが生じたが、全体的には外国公的部門による対米投資は継続された。

以上のように、金融危機が生じた2008年に、外国からの対米投資において民間部門が大きく回収超過に転じて縮小する一方で、公的部門による対米投資は維持された。

3 2009年以降

次に、2009年以降の時期である。

2009年には、アメリカからの対外投資が再開されたこととは対照的に、外国からの対米投資は2008年に似た構図が見られる。まず、民間部門では、対米直接投資の水準が維持される一方で、対米証券投資（財務省証券投資も売り越しに転じている）と銀行報告債務は回収超過のままである。また、公的部門では、その他政府証券が1,326億ドルの売り越しに転じる一方で、財務省証券への投資は5,699億ドルの買い越しになっており、財務省証券への投資のシフトが進んでいる。

2010年になると、対米投資全体では1兆2,000億ドルの規模になり、個別の項目でも、2006年と2007年の半分くらいの水準ではあるが、対米投資が再開された。

できないまでも、歴史的な比較を通じて、政策金利の引き上げが弱かった点が指摘されている（84 86頁）。

39) Bertaut and L. Pounder [2009].

しかし、2011年になると、対米投資が減少(2010年の1兆2,000億ドル 2011年の7,800億ドル)し、対米投資がふたたび変容することになる。主な要因は、外国公的在米資産の減少と民間部門の対米証券投資の減少である。とくに、前者に関しては、資金流出に見舞われた新興国が自国通貨買いドル売り介入のためにドル建て外貨準備を取り崩して(財務省証券を売却)ドル資金を調達している動きが反映されている。言い換えれば、外国公的在米資産の減少は、外国部門の「米国債離れ」を必ずしも意味しているわけではなく、為替介入資金の調達という形でドル需要を反映しているとみることができる。

4 小括り

以上みてきた外国からの対米投資を、時系列で見ると、2007年までは対米直接投資、証券投資(財務省証券以外の債券と株式)、銀行部門といったあらゆる形態で民間部門を中心に積極的に対米投資が行われていた(公的部門の規模は相対的には小さいが、絶対的には大きい)が、2008年から2009年にかけて民間部門による対米投資の引き揚げ・回収と、公的部門による対米投資の投資水準の維持および構成の変化がみられたように2007年以前の構図が変化したのちに、2010年に「最盛期」の半分ほどの水準で対米投資が再開されたが、それが2011年にふたたび変容した状況を確認できる。

第3節 小結

以上のように、サブプライム危機が生じた2007年までは対外投資と対米投資が活発に行われている2002年以降の構図が続いており、この構図は、金融危機が生じた2008年に大きな変容をきたした後に、2009年以降にアメリカからの対外投資が2007年の8割程度、外国からの対米投資は半分程度の規模で回復したことによって、再現することになった。そして、本稿では詳しくふれることができなかつ

たが、ストック面(図表1のメモランダム参照)でも、対外総資産残高と対外総負債残高は、年々過去最高額を記録する形で増加傾向にあり、巨大な規模になっている。こうしたことは、より長期的なスパンで見れば、2002年から2011年にかけて2008年と2009年に変容があったものの、資本移動の規模の巨大さや資金循環の枠組みが残っており、一貫して大きな構図は変わっていないことを示している(2011年の時期をみる重要性は本稿の「おわりに」を参照)。

こうしたことは、アメリカの金融で大きな変化が見られた2008年以降にも、「偏奇的」な形で従来の構図が残っていることを意味している。第1に、上記のことは、「ポジティブ」な意味では、アメリカの金融の強さの表れだが、「ネガティブ」な意味では、2008年に多額の対外的な「キャピタル・ロス」を発生させたように、アメリカの対外投資・対米投資をめぐる状況に脆弱性⁴⁰⁾が残っていることも示している。第2に、資本移動に関する政策をめぐる論点である。今日議論されている金融規制(アメリカでは「ボルカー・ルール」、国際的には「トービン税」など)の動向次第では、アメリカをめぐる資金循環の構図は変化する可能性もある。しかし、見方を変えれば、資本移動が活発になっている状況は、資本移動の問題に対処するための金融

40) 本稿では十分にみることができなかったが、ストック面であるアメリカの対外資産負債残高では、ネットで、低リスク・低リターン of 確定的な利子支払いが予定されている負債(債券や銀行融資)を負い、それに高いレバレッジをかけて、高リスク・高リターン of 資産(直接投資や株式)を保有する構図が現在でも続いている。こうした構図は、アメリカが巨額の「キャピタル・ゲイン」を獲得する要因にもなるが、その一方で、2008年に多額の「キャピタル・ロス」を発生させた要因でもあり、アメリカの対外資産・負債の構造が抱えている脆弱性でもある(岩本 [2009] 28-29頁)。

規制を困難にする要因にもなりうる。オバマ政権は、「輸出倍增計画」に象徴されるように経常収支に関する政策を重視しているが、対外投資・対米投資の規模の大きさや経常収支赤字のファイナンスの問題が依然として存在することを考えれば、アメリカは、国際資本移動を意識した政策運営をせざるをえないことになる。

おわりに

本稿では、現局面におけるアメリカの対外経済関係および世界経済を検討する準備作業として、アメリカの対世界の国際収支統計の特徴を整理した。経常収支側では、大きな転機は世界同時不況が生じた2009年であったこと、また、転機になった2009年も含めて2011年までの時期において大きな構造は変化していないことを確認した。金融収支側では、2007年まで活発に行われていた対外投資と対米投資が2008年を大きな転機として変容した後に、対外投資は2009年に以前の水準の8割程度、対米投資は2010年に以前の半分くらいの水準で回復し、全体的には2007年以前の構図がやや変化しつつも複雑な事情をはらみながら残っていることを確認した。言い換えれば、2008年に金融面で2009年に実体経済面で（一時的に）変容がみられ国際取引が低調になったこと、また、実体経済面でも金融面でも大きな構図自体は変化していないことの二つの側面を見ることができた。

最後に本稿に残された課題をまとめておこう。第1に、本稿ではアメリカの対世界の国際収支を検討したが、経常収支側および金融収支側の両方において地域別の統計の分析が必要である。第2に、国際収支では「見えない」部分、具体的には、多国籍企業の企業内取引⁴¹⁾や在外拠点の取引の動向や、脚注26と

40でみたストック面の対外資産負債残高に関する論点の分析もあわせて必要となる。第3に、(今後の展開をみる必要もあるが,)金融収支側で見られた2011年における変化は一時的なものなのか、それとも大きな変化の始まりなのかといった観点で2011年の位置付けを考える必要がある。こうした諸点の解明を今後の課題としたい。

参考文献

- 飯島寛之 [2007] 「1990年代後半以降のアメリカの対外ポジションの変容と対外投資収益」『立教経済学研究』第61巻第2号、10月。
- 伊豆久 [2007] 「世界的不均衡の拡大について 米国と中国等新興経済国の動向を中心として (講演録)」『証券レビュー』1月号。
- 岩本武和 [2009] 「金融危機とグローバルインバランス——米国の高レバレッジ型対外ポジションの脆弱性を中心にして」『JBIC 国際調査室報』第3号、11月。
- NHK取材班 [2009] 『NHK スペシャル マネー資本主義』日本放送協会出版会。
- 奥田宏司 [2012] 『現代国際通貨体制』日本経済評論社。
- 小西一雄 [2006] 「アメリカの対外債務累積と『カジノ資本主義』の新段階 その構造・意味・限界」『季刊 経済理論』第43巻第2号、7月。
- 佐藤秀夫 [2008] 「米国の経常収支問題よせて」『北海道大学 経済学研究』第58巻第3号、12月。
- 関下稔 [2002] 『現代多国籍企業のグローバル構造——国際直接投資・企業内貿易・子会社利益の再投資』文真堂。

収支に加えて、多国籍企業の動向も踏まえた経常収支 (Ownership-Based Framework of the U. S. Current Account) を公表するようになっている。

41) 2000年以降、アメリカ商務省は、従来の経常

- 関下稔 [2011] 「21世紀の多国籍企業の企業内貿易の特徴とその含意 USDIA2004とFDIUS2002の比較をもとに」『立命館国際研究』第24巻第2号, 10月。
- 田中素香 [2008] 「第12章 グローバル・インバランス 『世界不均衡』の性格の解明に向けて」田中素香・岩田健治編『現代国際金融』有斐閣。
- 鳴瀬成洋 [2009] 「グローバル・インバランスとアメリカ経済 (特集 グローバリゼーションは世界に何をもたらすか)」『経済貿易研究』No. 35, 3月。
- 久永忠 [2007] 「アメリカのサービス貿易と多国籍企業」中本悟編『アメリカン・グローバリズム——水平な競争と拡大する格差』日本経済評論社。
- 星野智樹 [2012] 「『ドル化』政策の前提条件 国際収支分析によるエクアドルとエルサルバドルのケース・スタディ」『立教経済学研究』第65巻第4号, 3月。
- 松林洋一 [2010] 『対外不均衡とマクロ経済理論と実証』東洋経済新報社。
- 松村文武 [1985] 『現代アメリカ国際収支の研究』東洋経済。
- 松村文武 [1988] 『債務国アメリカの構造』同文館。
- 松村文武 [1993] 『体制支持金融の世界』青木書店。
- 松村文武 [2002] 「Accounts Payable-trade Balance としての米国債務：アメリカ国際収支研究の回顧と展望」『経済論集』第80号, 12月。
- 松村文武 [2010] 「或る国際経済研究の軌跡——[大東文化大学] 退職記念論文」『経済論集』第94号, 3月。
- Bernanke, Ben S. [2005], “The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit”, at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, 10 March 2005, BIS Review 16/2005.
- Bernanke, Ben S. [2010], *Causes of the Recent Financial and Economic Crisis*, Before the Financial Crisis Inquiry Commission, Washington, D. C., September 2.
- Bertaut, C. C. and L. Pounder [2009], “The Financial Crisis and U. S. Cross-Border Financial Flows,” *Federal Reserve Bulletin*, November 2009.
- Dolley, Michael., Devid Folkerts-Landau and Peter Garber [2003], *An Essay on the Revived Bretton Woods System*, NBER Working Paper Series, 9971, September 2003.
- Eichengreen, Barry [2006], *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*, The MIT Press (畑瀬真理子・松林洋一訳 [2010] 『グローバル・インバランス 歴史からの教訓』東洋経済新報社)。
- Gourinchas, Pierre-Olivier., and Rey, Helene. [2005], “From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege”, *NBER Working Paper*, No. 11563.
- Greenspan, Alan [2005], “Chairman Greenspan presented identical testimony”, before the Committee on Financial Services, Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U. S. Senate U. S. House of Representatives, on February 17.
- IMF [1997], *International Capital Markets; Developments, Prospects, and Key Policy Issues*, November.
- Sassen, Saskia [1988], *The Mobility of Labor and Capital-A Study in International Investment and Labor Flow*,

- Cambridge University Press (森田桐郎ほか訳 [1992] 『労働と資本の国際移動 世界都市と移民労働者』岩波書店).
- U.S. Department of Commerce [2009], *U.S. International Transactions Accounts: Concepts and Estimation Methods*.
- U.S. Department of Commerce, *Survey of Current Business*, various issues.