

現代アメリカの国際金融上の地位

—— 対外資産負債残高の分析を中心として ——

星野 智 樹

はじめに

第1章 本稿の分析視角の設定・限定

第2章 アメリカの対外資産・対外負債の動向

第1節 フローの動向

第2節 ストックの動向

第3節 小括

第3章 金融収益の獲得

第1節 所得収支（「インカム・ゲイン」）

第2節 「キャピタル・ゲイン（ロス）」

第3節 小括

第4章 結論

おわりに

はじめに

2000年代の世界経済において、「グローバル・インバランス」¹⁾ (Global Imbalances)」

1) 「グローバル・インバランス」をめぐる議論には、いくつかのバリエーションがある。その議論や論点を、筆者なりにまとめると、お互いに重複・関係し合う部分もあるが、3点に整理できる（星野 [2012] の67頁脚注1では以下でみる を重点的に整理したのに対し、本稿では整理対象となる議論を広げている）。最も頻繁に取り上げられている議論は、「グローバル・インバランス」を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拡大する現象としてとらえ、これをどうみるのかという議論である。この議論では、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

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2008年の金融危機・2009年の世界同時不況、ギリシャ危機に始まる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

の持続可能性が論点となる（この視点での整理は伊豆 [2007]、鳴瀬 [2009] を参照）。主な議論としては、「グローバル過剰貯蓄論」(Bernanke [2005])、「ブレトンウッズ体制復活論」(Dolley, Folkerts-Landau and Garber [2003])とそれへの批判 (Eichengreen [2006])、アメリカの「法外な特権論」(Gourinchas and Rey [2005]) がある。「グローバル・インバランス」と2007年以降の危機の関係をめぐる議論、また、ネットの経常収支だけでなく、従来の研究では必ずしも重点的または独自に取り扱われてこなかったグロスの資本移動に焦点を当てて、金融面の動向を検討する議論 (“Global Financial Imbalances” 論) である。その代表的な議論としては、Borio and Disyatat [2011] がある。「グローバル・インバランス」という現象を、あるいは、「グローバル・インバランス」をめぐる議論・論争を、世界経済の構造（の変化）という視点からとらえる見解である（田中 [2008]）。いずれも本稿の課題設定と関連するが、本稿では、とくに第1章でみるように の視点で「グローバル・インバランス」論をとらえ直して、本稿の分析枠組みとしたい。

ある。

上記の論点に関して筆者は前稿（星野 [2012]）においてアメリカの国際収支（フロー）の分析を行ったのに対し、本稿では、対外資産負債残高²⁾（ストック）のデータを用いながら³⁾、アメリカの国際金融上の地位という視点から現局面におけるアメリカの対外経済関係を検討する準備作業を行う。具体的なデータを用いて定量的にアプローチすることを通じて、現局面におけるアメリカの対外経済関係、とくに国際金融面の動向を立体的に検討・説明する手掛かりを得ることが狙いである。なお、この課題はあまりにも大きいので、第1章では、脚注1でもみたように「グローバル・インバランス」論の研究が、世界経済やアメリカ経済の構造に関する指摘⁴⁾も多く含んでいることに着目して、この

視点で同研究を捉え直して、本稿の分析視角の設定・限定を行う。

本稿の分析では、以下2つの点に留意しておく。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年までの世界経済が比較的好調であった期間、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年以後の時期といった小さな時期区分を念頭におく。なお、紙幅の都合もあるので、掲載する2007年以前のデータは、対外資産負債残高（後掲図表1、図表2）では2002年、2005年、2006年のみとするが、これらの図表に掲載されていない年のデータも適宜見ることとする。また、図表と合わせて、グラフも適宜用いていく（やや煩雑になることをお断りしておきたい）。

対外資産負債残高の検討では、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の動きもみる。

第1章 本稿の分析視角の設定・限定

本章では、「グローバル・インバランス」をめぐる議論の中から、Gourinchas and Rey の議論⁶⁾を取り上げて、他の論者の見解で補

2) アメリカの対外資産負債残高の統計の正式名称は、「国際投資ポジション (International Investment Position)」であるが、その統計内容を示す言葉として、また、日本で用いられている呼び方にしたがって、本稿では同統計を「対外資産負債残高」と表記することにした。なお、同統計の名称をめぐる問題は、松村 [2004] 97-107頁を参照。

3) 国際金融の動きをつかむうえで、アメリカのように対外資産・対外負債の残高が巨大な規模になっている国ではストック的要素の検討が重要である。つまり、特定期間におけるフローの統計である国際収支では見ることができない要素、具体的には、当該期間以前の時期の金融取引も反映された対外資産や対外負債の残高、

直接投資に関連する国際生産の発展過程、対外資産および対外負債の「評価変化」を、対外資産負債残高の統計ではみることができる（松村 [1985] 9頁、26頁、Gourinchas and Rey [2005]）。本稿でもこれらの点をみていく。

4) 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「グローバル・インバランス」をめぐる各議論の紹介と上記の問題提起にとどまっている。

5) 詳しい動向をみるためには、四半期あるいは月次のデータの分析も必要になるが、対外資産負債残高は年次データしか得られないため、本稿では年次データの分析を行う。

6) 詳しくは、議論全般はGourinchas and Rey [2005]、国際収支調整に関する論点はGourinchas and Rey [2007]、Gourinchas [2008]を参照。Gourinchas and Reyの議論は、アメリカの「特権」という文脈で議論している点、アメリカの経常収支赤字および「グローバル・インバランス」に対して楽観視している点に特

足しつつ、本稿の分析視角の設定・限定を行う。彼らの見解の特徴を整理すれば、お互いに重複・関係する部分もあるが、以下3点にまとめることができる⁷⁾。

第1に、1990年代以降、金融グローバル化が進展して、グロスの資本移動が活発化する中で、フロー面の金融取引が拡大するとともに、ストック面の対外総資産残高と対外総負債残高が膨張したことから、フローに加えてストック、また、ネットに加えてグロスの面から国際金融の動きを見るのが重要になっている⁸⁾ (本稿では「第1の論点」と呼ぶことにする)。

第2に、アメリカをめぐる資金循環に関する論点⁹⁾である (本稿では「第2の論点」と呼ぶことにする)。フロー面では、アメリカは、外国からの対米投資を受け入れるのみならず、(アメリカは資本の純輸入国であるために見えにくい) 対外投資を活発に行っている (奥田 [2012] 15 18頁, 20頁, 79

頁, 85頁, 106頁, 小西 [2006] 29 30頁)。

アメリカの国際金融上の地位を検討する際に、ストック面におけるアメリカの対外資産・負債の構成が重視されている。かつてのアメリカは一国全体で、対外的にネットで「短期借り・長期貸し」の状態にあり、この点に着目すれば銀行業務に類似した役割を国際的に果たしている「世界の銀行 (Banker of the World)」だった¹⁰⁾。現在では、アメリカは、ネットでは、「『安全資産』の売り越し・『リスク資産』の買い越し」、より具体的にいえば、低リスク・低リターン of 確定的な元利支払いが予定されている負債 (債券や外国公的在米資産) を負い、価格変動の激しい高リスク・高リターン of 資産 (直接投資や株式) を持つことによって、「インカム・ゲイン」(所得収支の黒字) に加えて巨額の「キャピタル・ゲイン」の獲得を目指す「世界のベンチャー・キャピタリスト (World Venture Capitalist)」としての役割を担っている¹¹⁾。この

徴がある。本稿では、アメリカの国際金融上の地位という視点から、Gourinchas and Rey の議論を再構成する。その際には岩本 [2007, 2009] から多くの示唆を得た。

- 7) この分野の研究には本章でみた Gourinchas and Rey の研究の他にも Cavallo and Tille [2006], Higgins, Klitgaard, and Tille [2006], Lane, Milesi-Ferretti, and Gian [2006] の研究がある。同研究と関連した本邦研究者の研究としては、1990年代以降におけるアメリカの経常収支と対外資産負債残高の関係を分析した佐藤 [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対外的なバランスシートの脆弱性を指摘した岩本 [2009]、国際収支調整をみるうえでストックの「評価変化」を議論にいたれた萩原 [2008] (104 110頁), 鳴瀬 [2009] (83 84頁) がある。
- 8) Gourinchas and Rey [2007] p. 666, Gourinchas [2008] pp. 199 200.
- 9) Gourinchas and Rey [2005] p. 1, pp. 12 16, pp. 25 27, Gourinchas [2008] pp. 216 217.

10) Gourinchas and Rey のこの見解は、1960年代の国際通貨制度改革論争におけるキンドルバーガーらの当時「少数派」と呼ばれた見解 (Despres, Kindleberger and Salant [1966]) に基づいている。この点に関する当時のアメリカの状況の詳細な分析は、松村 [1985] 95 96頁を参照。

11) この Gourinchas and Rey の見解に似た見解を2つに分けて確認しておこう。IMFを中心に展開されている「国際金融仲介論」である。この議論によれば、アメリカは、経常収支赤字を上回る対米投資によって生じた余剰部分を原資とした対外投資を行い、「国際金融仲介」の役割を果たしている。つまり、アメリカは相対的に安全かつ流動性の高い金融資産 (具体的には政府証券や優良企業の社債) と相対的に高い利回りによって国際的な資金を引き付け、逆に、アメリカはそれらの資金を、国際金融市場を通じて相対的に流動性は低いが、より高い利回りを持つ海外の金融資産に「再」投資してきたことになる (IMF [1997] pp. 2 3)。このように、IMF [1997] は、Gourinchas and Rey よりも早い時期に、資金フローに着目してアメ

指摘は、アメリカが獲得する所得収支の黒字や「キャピタル・ゲイン」の発生要因を、アメリカ内外の投資収益率の格差だけでなく、対外総資産残高と対外総負債残高の構成という視点から検討している点でも重要である。

第3に、対外的な金融収益の再解釈である¹²⁾(本稿では、「第3の論点」と呼ぶことにする)。アメリカは、対外的な金融収益として、国際収支の所得収支の黒字(「インカム・ゲイン」)に加えて、ストック面における対外資産残高および対外負債残高の「評価変化(Valuation Adjustments)」から生じる「キャピタル・ゲイン」を獲得(局面によっては「キャピタル・ロス」となる説明は第3章)している。

こうして、Gourinchas and Rey は、アメリカが、国際金融において中心的な地位において、フロー面では対米投資を受け入れるのみならず対外投資を活発に行い、ストック面では巨額の対外資産と対外負債を保有し、所得収支の黒字(「インカム・ゲイン」)と「キャピタル・ゲイン」という形で多額の金融収益を獲得している姿を描き出している。以上の議論は、直感的にもイメージしやすく、一

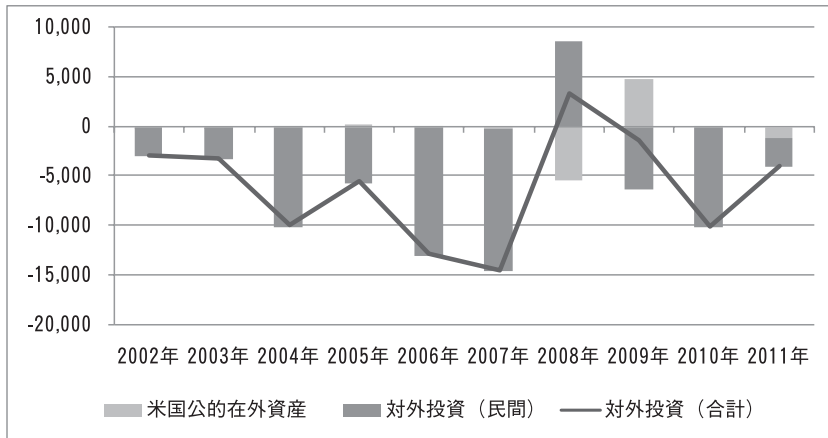
リカの対外資産・負債の構成に関する指摘を行うとともに、金融収益の獲得についてもふれている点に意義がある。その一方で、IMF [1997] は、ストック面にはふれず、また、金融収益に関する掘り下げた分析を行っていない点に限界がある。こうしたアメリカの国際金融上の地位を表現するフレーズとして、Gourinchas and Rey は「世界のベンチャー・キャピタリスト」という言葉を使っているが、他にも、毛利良一氏は「世界の投資銀行」「帝国循環」(毛利 [2010] 13 14頁)、水野和夫氏は「マネー集一括管理システム」(水野 [2007] 29 30頁)といった言葉を使っており、いずれも Gourinchas and Rey が先駆的に提起した議論と近い議論になっている。

12) Gourinchas and Rey [2005] p. 1, pp. 2 13, pp. 16 20, pp. 25 26, Gourinchas and Rey [2007] pp. 665 669.

見するとよくきくフレーズでもある。しかしながら、Gourinchas and Rey の議論の整理を通じて、アメリカの国際金融上の地位を検討するという広い課題設定を考えるうえでの視点を設定・限定できたことも確かである。本稿の課題設定との関連では、ネットとグロス、および、国際収支のフロー面と対外資産負債残高のストック面から(「第1の論点」, 「第2の論点」), また、所得収支の黒字(「インカム・ゲイン」)と「キャピタル・ゲイン」の金融収益という視点から(「第3の論点」), アメリカの国際金融上の地位を検討する分析視角が重要である。とくに、金融グローバル化の象徴ともいえる資本移動の規模をみるうえでグロスという側面に、また、しばしば指摘されるアメリカをめぐる資金循環の「マネーゲーム」的な性格¹³⁾あるいは経常収支赤字と対外純債務の関係¹⁴⁾をみるうえでは「キャピタル・ゲイン(ロス)」という側面に焦点を当てる必要があるのだ。

13) 「金融がマネーゲーム化していくということの一つの意味は、金融収益の中心がインカム・ゲインからキャピタル・ゲインに移行していく、ということにほかならない。……売買差益の世界こそマネーゲームに適合的であり、そこでのキーワードは『リスク』である」(小西 [2006] 27頁)と小西一雄氏が指摘しているように、国際的なマネーゲームを考える際には「キャピタル・ゲイン(ロス)」という要素を加味する必要がある。ただし、脚注32でみる点が理由となり、国際的な面での「キャピタル・ゲイン(ロス)」は、これまで本邦研究者の先行研究ではあまり検討されてこなかった。研究の動向は脚注7および11を参照。

14) 結論の一部を先取りすれば、アメリカはネットで「キャピタル・ゲイン」を恒常的に獲得してきた。「グローバル・インバランス」論という文脈で見れば、このことがアメリカの経常収支赤字の持続性に関する楽観論につながっていた(こうした見解に対する批判的な整理は、岩本 [2007], 飯島 [2007] 128 130頁, 鳴瀬 [2009] 83 84頁を参照)。



注) マイナスの符号はアメリカからの対外投資，プラスの符号はアメリカからの対外投資の回収・引き揚げを示す。読み取る際は，符号の向きに注意されたい。

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

グラフ1 アメリカからの対外投資 (単位: 億ドル)

以下では，こうした諸点を踏まえて，2007年のサブプライム危機以前の時期までさかのぼったうえで，その後の一連の危機局面のなかで，Gourinchas and Rey が描き出した姿がどのような状態になっているのかを，具体的なデータを用いながら検討していく¹⁵⁾ (上記の「第1の論点」と「第2の論点」は第2章，「第3の論点」は第3章でそれぞれ扱う)。

第2章 アメリカの対外資産・対外負債の動向

本章では，アメリカの対外資産・対外負債の動向に関して，フローの動向を簡単にみたあとで，ストック統計である対外資産負債残高の統計から資産・負債の規模，構成について確認しておく。

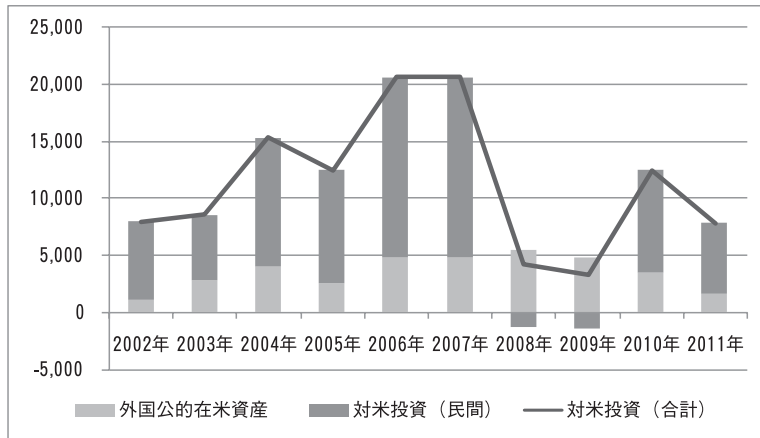
第1節 フローの動向

本稿の主目的は，ストック面の動向を検討することにあるが，ここでフローの動向についても時系列で簡単にみておこう¹⁶⁾。

まず，アメリカからの対外投資 (グラフ1) では，2007年までは積極的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」(米国公的在外資産が大

15) 2007年のサブプライム危機あるいはその後の危機局面のなかで，アメリカの国際金融上の地位が「崩壊」したという見解が存在する (水野 [2008] 130頁，毛利 [2010] 14頁，31頁，250頁)。その一方で，岩本武和氏はこうした見解とは強調点が異なり，「終焉」「崩壊」といった言葉を使わずに，アメリカが「キャピタル・ロス」を発生させた2008年の状況をアメリカの対外的なポートフォリオ構造の「脆弱性の顕在化」として指摘している (岩本 [2009] 28 29頁)。岩本氏の指摘は後でもまたふれることにする。

16) この点は，星野 [2012] (第2章) で検討したので，本稿では，星野 [2012] で整理した内容を再度確認することを通じた簡単なスケッチにとどめておく。



注) プラスの符号は外国からの対米投資, マイナスの符号は外国からの対米投資の回収・引き揚げを示す。読み取る際は, 符号の向きに注意されたい。

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

グラフ2 外国からの対米投資 (単位: 億ドル)

大きく伸びている) によって大きく変容した後に, 2009年に公的部門が「撤退」(米国公的在外資産が回収超過になっている)する一方で, 以前の8割くらいの水準での民間部門の対外投資の再開によって, 2007年以前の姿が戻っている状況を確認できる。

次に, 外国からの対米投資(グラフ2)では, 2007年まで民間部門を中心に積極的に対米投資が行われていた(公的部門の水準は相対的には低い, 絶対的には大きい)点に特徴があったが, 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によって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(民間部門の対米投資と外国公的在米資産がともに減少し, その結果として対米投資の合計額も減少)した状況を確認できる。

第2節 ストックの動向

本節では, ストック面の統計である対外資

産負債残高の統計¹⁷⁾から, (アメリカをめぐる資本フローの巨大化はたびたび指摘されているが, フロー面では見えにくいストック面で)アメリカの対外的な金融資産・負債の規模, また, 構成を確認しておく。

いくつかの角度から検討するために, 対外資産負債残高の表を2パターン作成した¹⁸⁾。

17) なお, アメリカの対外資産負債残高の統計において, 直接投資残高は, 直接投資が行われた時点での投資額(簿価)を累積して算出する取得原価方式(Historical Cost), 直接投資で取得した資産(工場・機械・設備・土地など)を年末時点で再評価し, これらを合計して算出する時価方式(Current Cost), 直接投資で取得した議決権付株式の残高を年末での株式の市場価格で再評価した市場価値方式(Market Value)の3つの方法で計測されてきた(飯島[2007]127頁, 松村[2004]105頁も参照されたい)。本稿では, 直接投資のデータはの時価で評価したものを使用し, それにともなって対外資産負債残高のデータも基本的に時価ベースで作成したものを使用する(念のため, 市場価値ベースの直接投資残高は図表1と2のメモランダムに表示しておいた)。

18) アメリカの国際収支および対外資産負債残高

図表1 アメリカの対外資産負債残高（資産と負債の別、年末における時価ベース残高、単位：億ドル）

	2002年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
ネット対外ポジション	-20,446	-19,901	-22,515	-18,675	-34,198	-24,481	-25,840	-41,565
対外総資産残高	66,491	107,715	131,891	158,403	133,373	150,219	166,461	164,277
米国公的在外資産	2,439	2,656	2,920	3,717	9,178	4,866	5,639	7,149
米国準備資産	1,586	1,880	2,199	2,772	2,937	4,038	4,887	5,360
準備資産以外の資産	853	775	722	945	6,241	828	752	1,789
外貨および米国短期資産	26	6	6	245	5,542	109	8	1,005
米国民間在外資産	64,052	105,060	128,971	154,687	124,194	145,353	160,822	157,128
対外直接投資	18,670	26,517	29,482	35,531	37,485	40,295	43,068	46,816
対外証券投資	20,767	43,293	56,045	68,351	39,857	55,656	63,364	59,220
対外債券投資	7,027	10,116	12,755	15,871	12,373	15,703	16,895	17,638
対外株式投資	13,740	33,177	43,290	52,480	27,484	39,953	46,469	41,582
非銀行報告債権	9,019	10,185	11,841	12,333	9,309	9,303	8,748	7,968
銀行報告債権	15,595	25,065	31,604	38,471	37,543	40,099	45,642	43,124
対外総負債残高	86,937	127,616	154,406	177,078	167,571	174,700	192,301	205,842
外国公的在米資産	12,576	23,133	28,330	34,118	39,439	44,028	49,127	52,508
米国政府証券	9,704	17,252	21,671	25,401	32,641	35,886	39,933	42,773
米国財務省証券	8,120	13,406	15,583	17,367	24,005	28,796	33,648	36,531
その他政府債券	1,584	3,846	6,088	8,034	8,636	7,090	6,285	6,243
米国政府その他債務	238	229	261	319	407	991	1,105	1,194
銀行報告債務	1,559	2,966	2,970	4,060	2,564	1,875	1,795	2,096
その他の外国公的資産	1,076	2,686	3,428	4,339	3,827	5,276	6,294	6,445
外国民間在米資産	74,361	104,483	126,076	142,960	128,132	130,672	143,174	153,334
対内直接投資	15,000	19,060	21,541	23,459	23,974	23,982	25,977	29,088
対内証券投資	27,791	43,530	53,723	61,900	46,207	53,199	59,340	59,682
対内債券投資	15,310	22,431	28,249	32,891	27,706	28,256	29,157	29,100
対内株式投資	12,481	21,099	25,475	29,009	18,501	24,943	30,183	30,582
米国財務省証券	4,735	6,438	5,679	6,398	8,525	7,910	11,018	14,181
米国通貨	2,481	2,804	2,826	2,720	3,011	3,138	3,421	3,971
非銀行報告債務	8,973	6,582	7,995	8,631	7,406	7,064	6,436	6,297
銀行報告債務	15,382	26,069	34,313	39,852	39,010	35,379	36,982	40,116
[メモランダム]								
対外直接投資（市場価値）	20,226	36,380	44,703	52,750	31,024	42,872	47,667	45,000
対内直接投資（市場価値）	20,218	28,180	32,931	35,513	24,864	29,955	33,974	35,094
金融デリバティブ（時価、ネット）	n.a.	579	598	715	1,596	1,263	1,104	1,263
金融デリバティブ（時価、資産残高）	n.a.	11,900	12,390	25,593	61,275	34,898	36,523	47,047
金融デリバティブ（時価、負債残高）	n.a.	11,321	11,792	24,879	59,678	33,634	35,419	45,784

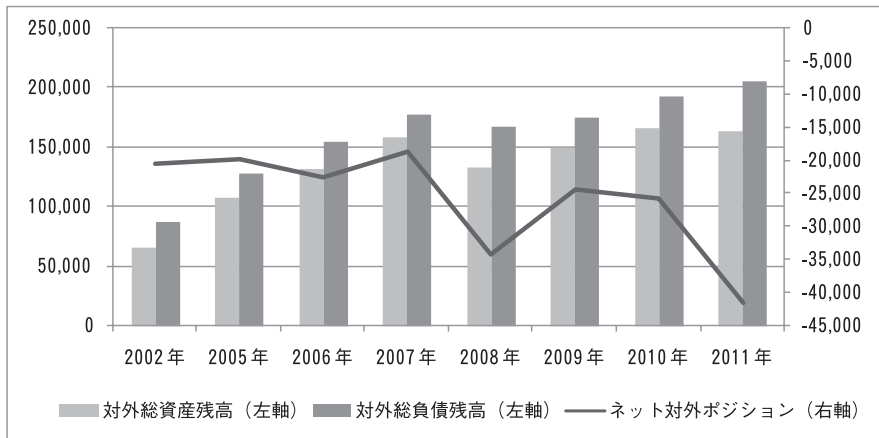
注1) ネット対外ポジションは、対外総資産残高 - 対外総負債残高で計算。ネット対外ポジションのマイナスの値はアメリカの対外純債務を示す。

注2) 銀行報告債権と債務は、これ以外のどこにも含まれていないもの。

注3) 非銀行部門は子会社に対するものは含まない。

注4) 2005年以降は金融デリバティブを対外資産と対外負債、ネット対外ポジションの数値から除いて、メモランダムに表示している（ただし、金融デリバティブは資産と負債の両方で大きいけどネットでは小さいため、ネット対外ポジションへの影響は小さい）。

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



注1) 対外総資産残高, 対外総負債残高はともにプラスの符号で表示している。

注2) ネット対外ポジションはマイナスの符号で表示 (アメリカの対外純債務を示す)。

注3) 2003年と2004年は割愛した。

出所) 図表1より作成。

グラフ3 アメリカの対外資産負債残高 (単位：億ドル)

図表1は大きくアメリカの対外総資産残高と対外総負債残高に分けたうえで、それらの中で公的部門と民間部門の各項目に分けた。後掲図表2は、項目ごとにわけたうえで、各項目のなかで資産残高と負債残高およびネットでの資産超過・負債超過を表示した。

1 全般的な特徴

最初に、全般的な特徴を確認しておこう(図表1, および, グラフ3)。

第1に、グロスの動向である。アメリカの対外総資産残高と対外総負債残高(外国からみれば在米資産)の両方が、一時的に減少した2008年を例外とし、年々過去最高金額を更新しており、アメリカをめぐる対外投資と対米投資の規模の大きさがストック統計からも

の統計において、金融デリバティブが独立した項目として登場したのは2005年以降であり、2004年までは金融デリバティブは他の項目に含まれているか、そもそも統計データとしてカウントされていないため、(2004年以前のデータで金融デリバティブを独立した項目として取りだすのは不可能なので、止むを得ないが、)2005年以前と以後ではデータの継続性に欠ける可能性があることをお断りしておきたい。

読みとれる。やや見方を変えれば、2011年に対外総資産残高と対外総負債残高は、2010年と比べてやや減少したが、それでもなお2009年とほぼ同様の水準にある。このことの意味は2つある。まず、2007年までの時期におけるアメリカの対外資産・負債残高の膨張は、“Great Moderation”と称された世界経済の安定の中で、資産価格が世界的に上昇していた動きを反映している(第3章第2節でみるように、この点は「評価変化」をみるといっそう分かる)。また、すでにみたように、世界金融危機の局面となった2008年に資本フローが大きく変容(アメリカの対外投資の引き揚げ超過、外国からの対米投資の縮小)したが、そうした時期であってもストック面での金融資産・負債は、一気に消滅するわけではなく、絶対的な規模では巨大なままである。

第2に、ネット対外ポジション(アメリカの対外総資産残高から対外総負債残高を差し引いて計算、アメリカの対外純債務を示す)にも、いくつかの特徴が見られる。まず、ネット対外ポジション(対外純債務)が2000年に-1.0兆ドルを突破(約-1.3兆ドル)し、

2002年に約 - 2.0兆ドルに達した後、年々悪化傾向にある（増加傾向にある）。また、こうした中であっても、グラフ3では2000年代前半から2007年にかけてネット対外ポジションを示す折れ線グラフがフラットになっていることに示されているように、全体的には、ネット対外ポジションは、経常収支赤字の規模の割に悪化のテンポが相対的には緩やかであることに加えて、2007年には2006年と比較して、また、2009年と2010年には大幅に悪化した2008年と比較してそれぞれ改善さえ見られた¹⁹⁾。さらに、ネット対外ポジションは、2008年と2011年に大幅な悪化を記録している点にも注目しておく必要がある。後ろの2点のさらなる説明は第3章第2節で行う。

2 公的部門と民間部門

本節の以下では、アメリカの対外総資産残高と対外総負債残高の構成をみてみよう。

最初に、民間部門と公的部門のおおまかな区別である（図表1）。グロスでは、アメリカの対外総資産残高の大部分が民間資産であるのに対し（2008年と2011年にはアメリカの公的部門が一時的に対外資産を保有 この点は後述）、外国の在米資産（アメリカの対外総負債残高）の大部分が民間部門であるものの、公的部門も一定の規模に達している。

ネットでは、一貫して公的部門が圧倒的な負債超過であるのに対し、2005年以降の時期にアメリカの民間部門は負債超過から資産超過に転じ、この傾向が2008年を除き2011年まで続いている。

こうして、アメリカは対外純債務国であり、公的部門は圧倒的な負債超過²⁰⁾になっている

が、その一方で、アメリカの民間部門による在外資産保有もかなりの程度見られる。

3 個別の項目

次に、個別の項目ごとにみてみよう。

第1に、各項目ごとのグロスの動向である（図表1）。総資産側では、直接投資、株式投資といった「リスク資産」が大部分を占めているが、（公的部門を除き）債券投資・銀行報告債権・非銀行報告債権のいずれの項目も一定程度の規模を有しており、アメリカが保有している対外資産の規模の巨大さをうかがいしることができる。一点、ここで注意が必要なのは米国公的在外資産が2008年と2011年に増加²¹⁾していることである。この項目は（国際収支の）フローでは大きく出ているのに対し、ストックで見ると他の項目に比べて規模が小さいとはいえ、一時的に大きな金額を出している。総負債側では、債券投資や外国公的在米資産が大きなシェアを占めてい

ル建て外貨準備運用の動向と密接に関連している。また、図表1と図表2、グラフ1～4ではいずれも、民間部門による財務省証券投資を外国民間在米資産に含めているため、この点も含めるとアメリカの公的部門の対外債務額はより大きくなる。外国によるアメリカ財務省証券への投資がもつ意味合いは、本章第3節を参照。

21) この点は星野 [2012] (78頁) で整理を行った。再度みておこう。つまり、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）による対外的な短期ドル資金供給の動きを示している。従来、アメリカの対外投資においてほとんど陽の目をみ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うとともに（その結果として）外貨資産を保有して、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。この動きは、規模は小さいが2011年にもみられた。

19) アメリカの経常収支赤字の規模に比較してネット対外ポジションの悪化のテンポが緩慢とはいえ、すでにみたように、それでもアメリカの対外純債務が2兆ドル以上の規模であることから、アメリカが巨大な純債務国であることには変わりがない。

20) アメリカの公的部門の対外債務は、各国のド

図表2 アメリカの対外資産負債残高(項目別、年末における時価ベース残高、単位:億ドル)

	2002年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
ネット対外ポジション	-20,446	-19,901	-22,515	-18,675	-34,198	-24,481	-25,840	-41,565
直接投資(ネット)	3,671	7,457	7,941	12,072	13,511	16,312	17,091	17,728
対外直接投資	18,670	26,517	29,482	35,531	37,485	40,295	43,068	46,816
対内直接投資	15,000	19,060	21,541	23,459	23,974	23,982	25,977	29,088
株式投資(ネット)	1,259	12,078	17,815	23,470	8,984	15,010	16,286	11,000
対外株式投資	13,740	33,177	43,290	52,480	27,484	39,953	46,469	41,582
対内株式投資	12,481	21,099	25,475	29,009	18,501	24,943	30,183	30,582
債券投資(ネット)	-13,017	-18,754	-21,172	-23,417	-23,858	-20,463	-23,281	-25,643
対外債券投資	7,027	10,116	12,755	15,871	12,373	15,703	16,895	17,638
対内債券投資	20,045	28,869	33,927	39,288	36,231	36,166	40,175	43,280
米国財務省証券	4,735	6,438	5,679	6,398	8,525	7,910	11,018	14,181
その他債券投資	15,310	22,431	28,249	32,891	27,706	28,256	29,157	29,100
銀行部門(ネット)	213	-1,004	-2,709	-1,381	-1,467	4,720	8,661	3,008
銀行報告債権	15,595	25,065	31,604	38,471	37,543	40,099	45,642	43,124
銀行報告債務	15,382	26,069	34,313	39,852	39,010	35,379	36,982	40,116
非銀行部門(ネット)	46	3,603	3,846	3,702	1,904	2,240	2,311	1,671
非銀行報告債権	9,019	10,185	11,841	12,333	9,309	9,303	8,748	7,968
非銀行報告債務	8,973	6,582	7,995	8,631	7,406	7,064	6,436	6,297
米国通貨	-2,481	-2,804	-2,826	-2,720	-3,011	-3,138	-3,421	-3,971
公的部門(ネット)	-10,137	-20,477	-25,410	-30,401	-30,260	-39,162	-43,488	-45,359
米国公的在外資産	2,439	2,656	2,920	3,717	9,178	4,866	5,639	7,149
米国準備資産	1,586	1,880	2,199	2,772	2,937	4,038	4,887	5,360
準備資産以外の資産	853	775	722	945	6,241	828	752	1,789
外貨および米国短期資産	26	6	6	245	5,542	109	8	1,005
外国公的在米資産	12,576	23,133	28,330	34,118	39,439	44,028	49,127	52,508
米国政府証券	9,704	17,252	21,671	25,401	32,641	35,886	39,933	42,773
米国財務省証券	8,120	13,406	15,583	17,367	24,005	28,796	33,648	36,531
その他政府債券	1,584	3,846	6,088	8,034	8,636	7,090	6,285	6,243
米国政府その他債務	238	229	261	319	407	991	1,105	1,194
銀行報告債務	1,559	2,966	2,970	4,060	2,564	1,875	1,795	2,096
その他の外国公的資産	1,076	2,686	3,428	4,339	3,827	5,276	6,294	6,445
[メモランダム]								
対外直接投資(市場価値)	20,226	36,380	44,703	52,750	31,024	42,872	47,667	45,000
対内直接投資(市場価値)	20,218	28,180	32,931	35,513	24,864	29,955	33,974	35,094
金融デリバティブ(時価, ネット)	n.a.	579	598	715	1,596	1,263	1,104	1,263
金融デリバティブ(時価, 資産)	n.a.	11,900	12,390	25,593	61,275	34,898	36,523	47,047
金融デリバティブ(時価, 負債)	n.a.	11,321	11,792	24,879	59,678	33,634	35,419	45,784

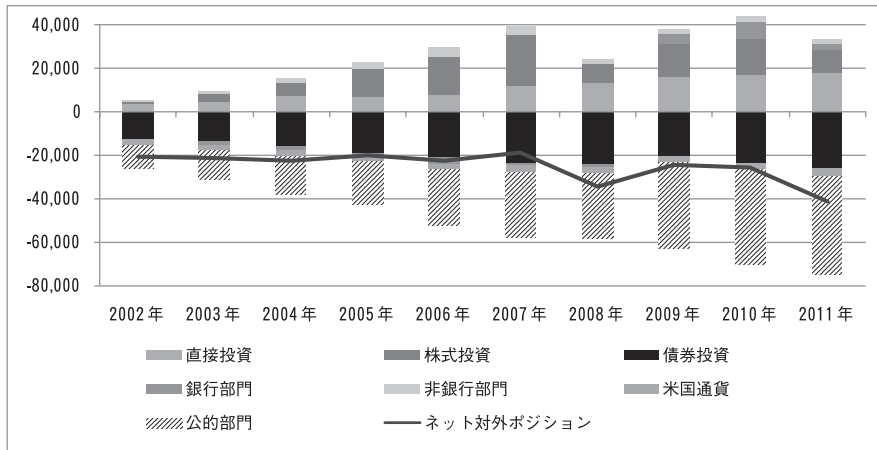
注1) ネット項目のプラスの符号はアメリカの資産超過、マイナスの符号はアメリカの負債超過を示す。ネット対外ポジションは、対外総資産残高 - 対外総負債残高で計算。

注2) 銀行報告債権と債務は、これ以外のどこにも含まれていないもの。

注3) 非銀行部門は子会社に対するものは含まない。

注4) 2005年以降は金融デリバティブを対外資産と対外負債、ネット対外ポジションの数値から除いて、メモランダムに表示している(ただし、金融デリバティブは資産と負債の両方で大きい、ネットでは小さいため、ネット対外ポジションへの影響は小さい)。

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



注1) 各項目は、米国在外資産から外国在米資産（米国負債）を引いたネットの値。

注2) 各項目の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。

注3) 債券投資のなかの対米債券投資には、米国財務省証券（民間保有部分）とその他米国債券が含まれている。

注4) 金融デリバティブはいずれの項目にも含んでおらず、米国通貨は米国負債のみの数字を用いている。

出所) 図表2より作成（グラフは図表2と対応）。

グラフ4 アメリカの対外的なポートフォリオ構造（ネット・残高ベース、単位：億ドル）

るが、直接投資と株式投資も一定程度の規模を有している。とくに、直接投資に関しては、アメリカで展開している外資系企業をみるうえで重要な項目になっている（本章第3節を参照）。

第2に、各項目ごとのネットの動向である（図表2、および、グラフ4）。ネットのアメリカの対外的なポートフォリオ構造は、全期間を通じて、直接投資と株式投資といった「リスク資産」が資産超過²²⁾なのに対し、債券投資や外国公的在米資産といった「安全資産」が負債超過になっている。言い換えれば、ネットで、アメリカは外国に対して「リスク資産」を保有しているのに対し、外国はアメリカに対して「安全資産」を保有していることになる。ここには、第1章で確認した構造、つまり、アメリカは、ネットでは、負債側で

は低リスク・低リターン²³⁾の確定的な元利支払いが予定されている負債（債券や外国公的在米資産）を負い、資産側では価格変動の激しい高リスク・高リターンの資産（直接投資や株式）を保有している点が鮮明に現われている。とくに、「全期間」と上述したように、こうした構図は、サブプライム危機が勃発した2007年とその後の危機局面のなかでも、継続しているのである（そのことの意味は第4章を参照）。

第3節 小括

以上、本章では、ストック面を中心にアメリカをめぐる資金循環の状況を見てきた。対外総資産残高と対外総負債残高の規模の巨大さ、グロスではアメリカは対外負債を負うのみならず対外資産も保有していること、アメリカの対外的なポートフォリオ構造の状況、ネット対外ポジションの悪化をめぐる論点（対外純債務が巨大であること、経常収支赤

22) ここには、アメリカが対外投資を行っている事情が反映されている。

字が拡大するなかでもネット対外ポジション悪化のテンポが緩やかであること、逆に、経常収支赤字の規模以上にネット対外ポジションが悪化した時期もあること)を確認した。こうして、第1章で整理した状況は、サブプライム危機が生じた2007年以降の時期においても、一時的な調整がみられたものの、一貫して継続していることを本章では確認した。以上みてきたことは、第3章で検討する金融収益と深く関連するものである。

本稿の課題設定に関連する金融収益について次章でみるまえに、本稿の課題設定からはやや離れることになるが、補足的な意味で、ストック統計から示唆されるアメリカの対外経済関係の特徴を、先行研究を参照しながら2点みておこう。

第1に、直接投資に関連した多国籍企業の動向である。アメリカをめぐる直接投資においては、アメリカ多国籍企業の外国進出および外国多国籍企業の対米進出におけるそれぞれの主要な動機と役割、発展段階と生産システムの違いに基づいて、対外直接投資にはアメリカ多国籍企業による国際生産の進展、対米直接投資には外資系多国籍企業によるアメリカの巨大な消費市場を目的とした商業的性格がそれぞれ反映されている(関下 [2011] 121頁, 139頁)。このような直接投資の性格を踏まえると、一見すると金融面を扱っているようにみえるストックの分析には、金融面のみならず、実体経済の側面が入ることになる。

第2に、外国からの米国財務省証券への投資の意味合いである。この点をみるうえで重要な視角が、松村文武氏によって提起された「体制支持金融²³⁾」論である。松村氏は、外国が歩調をあわせて米国財務省証券への継続

的な投資・大量保有を行っている²⁴⁾ 事実に着目した。そして、その意味合いとして、外国からの米国財務省証券投資は、アメリカの国際収支(経常収支)赤字のファイナンスに加えて、最も現実的かつ不可欠な妥協的決済方式、暗黙のドル防衛システム、高度な国際協調あるいは危機管理の政策的統合であること、財政政策運営のための資金調達や、金融政策(調節)の対象となる金利と深く関係している²⁵⁾ ため、アメリカ国家の経済運営に直結していること、これら2点を松村氏は指摘している。「体制支持金融」の議論を展開した松村氏自身が認めているように、この議論には様々な検討課題や批判的な見解²⁶⁾ があるのは否定できないが、事実としていまだに米国財務省証券への外国部門による投資は重要な役割を果たしていること、また、「体制支持金融」の議論は米国財務省証券の動向をみるうえで興味深い視角の提示をしていることも確かである。

前節までは、第1章で整理した状況を確認してきたが、ここで捕足的にみた2点もストック統計と関連する重要な特徴なのである。

第3章 金融収益の獲得

本章では、アメリカが獲得する対外的な金融収益を、アメリカの所得収支の黒字(「インカム・ゲイン」と、「キャピタル・ゲイン(ロス)」の2つの点からみてみよう²⁷⁾。

第1節 所得収支(「インカム・ゲイン」)

本節では、アメリカの所得収支の黒字

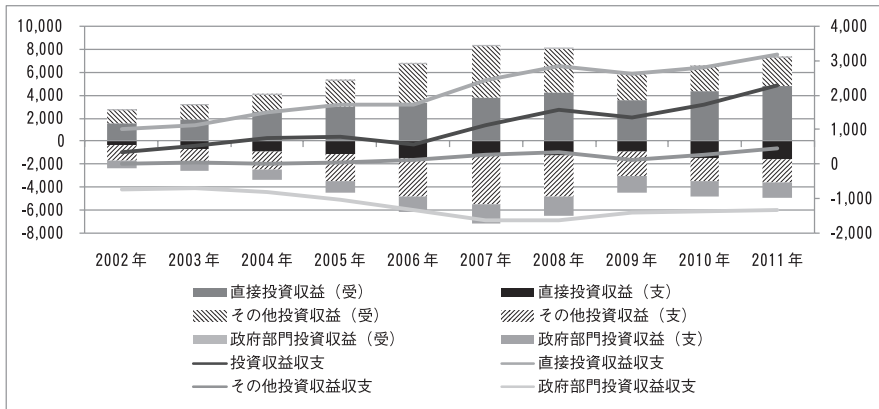
23) 「体制支持金融」の概念および論点は、松村氏の一連の著作、とくに松村 [1985] 168-178頁、松村 [1988] 第5章、松村 [1993] 第3章、松村 [2002, 2010] を参照。

24) 松村氏の議論は、フローだけでなく、ストックにも着目している点に特徴がある。

25) この点に関係する今日の金融政策上の論点は、星野 [2012] 80-81頁の脚注38を参照。

26) 詳しくは、松村 [1993] 第4-5章を参照。

27) この視点は、第1章で整理した Gourinchas and Rey の議論に基づいている。



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

グラフ5 アメリカの所得収支における投資収益 (単位: 億ドル, 各収支のみ右軸, 他はすべて左軸)

(「インカム・ゲイン」)の動向を簡単にみてみよう²⁸⁾(グラフ5)。その特徴は、次の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(投資収益収支)の黒字、つまり、「インカム・ゲイン」を恒常的に獲得している。アメリカと外国部門を比較すると、投資収益を、アメリカは直接投資収益²⁹⁾とその他民間投資収益³⁰⁾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³¹⁾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は2007年、政

府部門投資収益は2008年にそれぞれネットとグロスの両方で縮小したが、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、全期間を通じて変わっていないことを指摘できる。

第2節 「キャピタル・ゲイン(ロス)」

本節では、金融収益を「キャピタル・ゲイン(ロス)」という側面からみてみよう。

1 「キャピタル・ゲイン(ロス)」の測定方法

最初に、本稿における「キャピタル・ゲイン³²⁾(ロス)」の測定方法を2点みておく。

28) この点に関して、筆者は前稿(星野 [2012] 73-75頁)で整理した。そのため、ここでは筆者の前稿での整理を簡単にしておくことと定める。なお、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、ここでは前者の投資収益収支のみを取り上げている。

29) 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、利子の受払を記録する項目である。

30) 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を記録する項目である。

31) 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、海外に保有する資産からの収益受取、および、海外に負っている債務に対する収益支払いを記録する項目である。

32) 本稿で取り上げる「キャピタル・ゲイン(ロス)」は、「実現されていないキャピタル・ゲイン(ロス)」である(飯島 [2007] 146頁、佐藤 [2008] 16頁も参照)。「実現されたキャピタル・ゲイン(ロス)」は、(それとして測定するのは困難だが)保有している金融資産を売却した時に国際収支の金融収支でカウントされ、所得収支ではもちろん、厳密な意味では対外資産負債残高の統計でも測定できない。そのため、本稿で取り上げるような統計的に「目に見える形」で捕捉できる「キャピタル・ゲイン(ロス)」は「近似値」的な要素が強くなる。それでも、「近似値」的な統計を得られることは貴重である。いずれにせよ、こうした点を踏まえて、本稿では「キャピタル・

第1に、国際収支の計上原則とネット対外ポジションの関係³³⁾からみた「キャピタル・ゲイン (ロス)」である (後掲グラフ6)。周知のように、国際収支は、経常収支 + 金融収支 + 誤差脱漏 + 外貨準備増減をすべて足すとゼロになるように作成されている (これは、アメリカの表示形式とは若干異なるが、基本的な考え方は同様である)。誤差脱漏と外貨準備増減を金融収支のなかに含めて (広義の金融収支として) 考えれば、ネットの経常収支の赤字 (黒字) ネット広義の金融収支の黒字 (赤字) となり、ネットの経常収支と広義の金融収支の絶対値は一致するはずである。そのため、理論上は、経常収支赤字 (黒字) 広義の金融収支黒字 (赤字) 対外純債務の増加 (減少) ネット対外ポジションの悪化 (改善) となる。しかし、現実には、対外資産残高と対外負債残高の「評価変化」 (この点に重点をおいた測定方法は後述) によって、ネット対外ポジションの動向は、経常収支の動向と一致しないことが多い。この点を踏まえて、グラフ6では、当該年の経常収支と前年末のネット対外ポジションの現実値を合計して計算した当該年の「ネット対外ポジション理論値」と、ネット対外ポジションの現実値と理論値の「乖離幅」 (現実値マイナス理論値で計算、以下「乖離幅」と表記) を表示しておいた。経常収支との関連でみて、アメリカにとって、「乖離幅」のプラスは本来悪化する「予定」だったほどネット対外ポジションが悪化しなかったこと、逆に、「乖離幅」のマイナスは本来悪化する「予定」だった以上にネット対外ポジションが悪化したことを示している。そして、こうした「乖離幅」が「キャピタル・ゲイン (ロス)」となる。言い換えれば、ネット対外ポジションの

ゲイン (ロス)」をカギカッコをつけて表記した。

33) 両者の関係を検討するには、岩本 [2009] (22-24頁)、佐藤 [2008] (11-12頁)、Gourinchas [2008] (p. 197) を参考にした。

金額 (現実値) が、理論値を上回れば (「乖離幅」はプラスの符号)、アメリカはネット「キャピタル・ゲイン」を得ていることになり、逆に理論値を下回れば (「乖離幅」はマイナスの符号)、アメリカはネットで「キャピタル・ロス」を発生させていることになる (読みとる際は符号の向きに注意されたい)。

第2に、対外資産残高と対外負債残高の「評価変化 (価値額の変化)」の部分から「キャピタル・ゲイン (ロス)」を測定する方法である (後掲グラフ7)。アメリカ商務省は、対外総資産残高と対外総負債残高およびネット対外ポジションの増減要因として、新規の資金フローによる残高の変化、「評価変化 (Valuation Adjustments)」による残高の変化 (「市場価格の変化 (Price Changes)」、「為替レートの変化 (Exchange Rate Changes)」、「その他の変化 (Other Changes)」の3つからなる) を、取り上げている。この

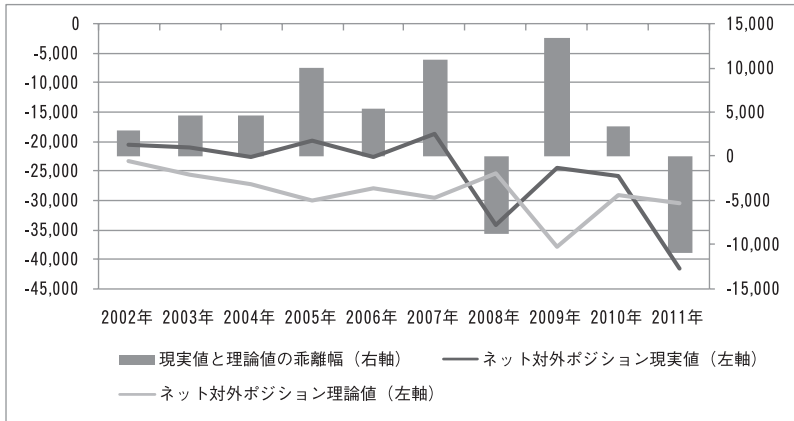
「評価変化」の部分の本稿でいうところの「キャピタル・ゲイン (ロス)」となる。そして、インフレ率・為替相場・株価・金利といった各種の経済指標の変動に応じて、「評価変化」は、対外資産・負債全体に影響を及ぼし、このことによって全体としての対外資産と対外負債の変化額が大きくなる。そのため、「評価変化」は、対外資産負債残高の統計をみるうえで必須の項目であるとともに、逆に、この点まで捕捉できる点に対外資産負債残高の統計の意義がある³⁴⁾。

このように、本稿では、経常収支赤字とネット対外ポジションの関係、また、対外資産残高と対外負債残高の「評価変化」の2つ (両者はお互いに関係し合っている) から「キャピタル・ゲイン (ロス)」を測定する。

2 時期ごとの動き

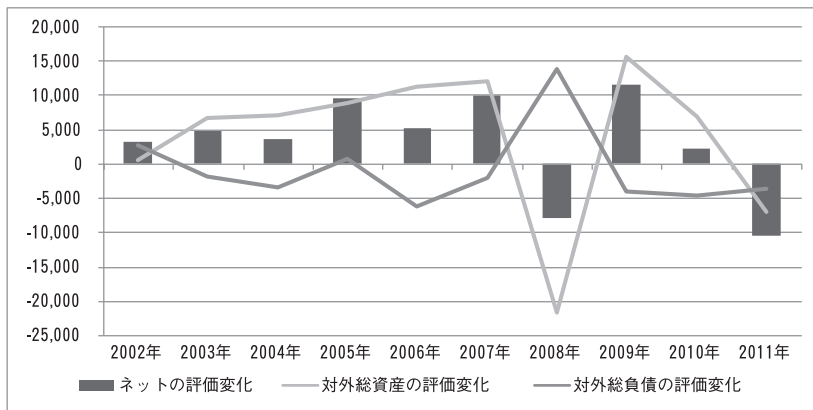
以上を踏まえて、やや煩雑になるが、グラ

34) ただし、対外資産負債残高の統計における「評価変化」の注意点は脚注32を参照。



注1) ネット対外ポジションの現実値は、対外総資産残高 - 対外総負債残高で計算。
 注2) 当該年のネット対外ポジション理論値は、前年末のネット対外ポジションの現実値 + 当該年の経常収支で算出。
 注3) 現実値と理論値の乖離幅は、ネット対外ポジション現実値 - ネット対外ポジション理論値で算出。「乖離幅」のプラス(マイナス)は「キャピタル・ゲイン(ロス)」を示す。
 出所) U. S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis.

グラフ6 ネット対外ポジションの現実値と理論値 (単位: 億ドル)



注1) いずれの項目もアメリカにとって、プラスの符号は「キャピタル・ゲイン」(資産の増加, 負債の減少, ネットの評価益), マイナスの符号は「キャピタル・ロス」(資産の減少, 負債の増加, ネットの評価損)を示す。
 注2) グラフのデータは「新規フロー」による残高の変化を含まず、「評価変化」による残高の変化のみ。
 出所) U. S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis.

グラフ7 アメリカの「キャピタル・ゲイン(ロス)」(単位: 億ドル)

フ6とグラフ7を用いながら、アメリカの「キャピタル・ゲイン(ロス)」の獲得状況をネットとグロスの両方から時系列でみてみよう。

最初に、2002年から2007年までの時期である。この時期(グラフ6)は、経常収支の赤字が続いているにもかかわらず、ネット対外ポジションは、2002年から2006年の時期に

かけて約 - 2兆ドル付近で推移し悪化のテンポが緩やかであり(現実値を示す折れ線グラフはこの時期にフラットになっている)、2007年には - 1兆8000億ドルで、対前年で改善すらしている。言い換えれば、アメリカの経常収支赤字は2007年まで増加傾向にあるにもかかわらず、ネット対外ポジションの現実値は理論値をはるかに上回る水準、つまり、「乖離幅」がプラスの状態にあり、アメリカが「キャピタル・ゲイン」を獲得³⁵⁾している姿をみることができる³⁶⁾。グロスでは(グラフ7)、アメリカは対外投資で、外国は対米投資とともに「キャピタル・ゲイン」を獲得(後者は、アメリカから見れば対外負債の増加であり、「キャピタル・ロス」)し、アメリカの「ゲイン」の方が大きいので、ネットではアメリカの「ゲイン」超過になっている。このような動きからは、2007年まではグロスで資産と負債が膨張し、“Great Moderation”のなかで、資産価格が世界的に上昇していた動きがみえる(この動きを前章では残高部分で確認したが、「評価変化」をみることでより鮮明にみることができる)。

次に、2008年の時期である。2007年と比較して2008年には経常収支赤字が減少したにもかかわらず、ネット対外ポジションは対前年で1兆6,000億ドル近く悪化(2007年の約 - 1兆8000億ドル 2008年の約 - 3兆4000億ドルとなった)したことを反映して、「乖離幅」が大幅なマイナス、つまり、現実値が理論値をかなり下回る水準となり(理論値が - 2兆5000億ドルに対して、現実値は - 3兆4000億ドル)、アメリカは巨額の「キャピタル・ロス」を発生させた(グラフ6)。グロスの

動向である(グラフ7)。まず、対外総資産残高は、新規フロー要因よりも、約2兆ドルの「キャピタル・ロス³⁷⁾」を主要な原因として、2007年に比べて、2兆5000億ドルの減少になっている(2007年の約15兆ドル 2008年の約13兆ドル)。また、2007年に17兆ドルであった対外総負債残高は、2008年に、1兆ドル以上の「キャピタル・ロス」を原因として、約16兆ドルに減少し、外国部門は対米投資で巨額の「キャピタル・ロス」を発生させている³⁸⁾。こうして、2008年においては、新規フロー部分を大幅に上回る規模でアメリカと外国の両方で資産価格が下落し、アメリカの対外総資産残高と対外総負債残高の大幅な減少(前者は外国からみれば対米負債の減少、後者はアメリカから見れば対外負債の減少)につながった。ここからは、2008年の時期に金融危機の中で各種の資産価格が下落したこと、また危機が深刻であったことが示唆される。

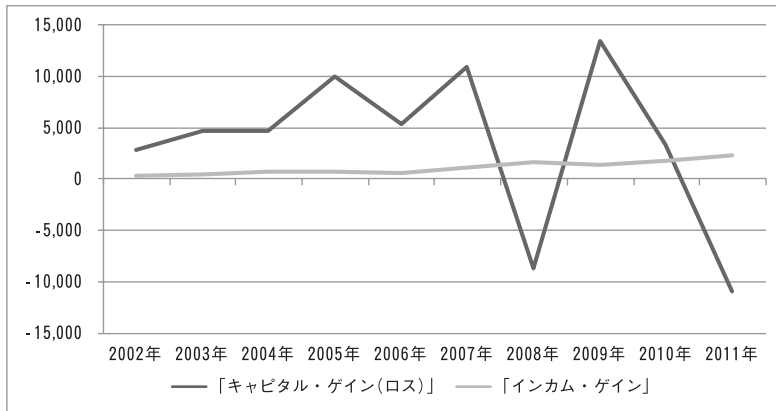
2009年以降の時期である。この時期には、2007年以前と同様の傾向を読みとることができる。経常収支赤字が続いているにもかかわらず

37) 本稿では詳しくふれなかったが、建値通貨別にみると、アメリカの対外資産の半分以上が外貨建て、対外負債のほぼすべてがドル建てになっている(Gourinchas [2007] pp. 667-668)。そのため、(他の条件が一定の時に、)負債側は為替相場の影響を受けないが、資産側はドル安になると資産増加、ドル高になると資産減少になる。2008年には、ドル高が資産側での大幅な資産減少につながった。ただし、(ネットでは「為替要因」によるネット対外ポジション悪化が目立つが、)2008年におけるアメリカの対外総資産残高の減少の最大の要因は「市場価格の変化」(資産価格の目減り)である。

38) このことは、アメリカの対外総負債残高の減少を意味しているが、対外総資産残高ではそれを上回る「キャピタル・ロス」を発生させている(言い換えれば、アメリカの在外資産の目減りが、外国の在米資産の目減りより激しかった)ため、アメリカのネット対外ポジションは大幅に悪化した。

35) このことは、アメリカの対外資産では「リスク資産」が中心になっていることを反映している。

36) こうした動きが、脚注13でみたようなアメリカの経常収支赤字に対する楽観的な見方の根拠になっている。



出所) グラフ7のネットの値を「キャピタル・ゲイン (ロス)」, グラフ5の「投資収益収支」を「インカム・ゲイン」とした。

グラフ8 アメリカの「インカム・ゲイン」と「キャピタル・ゲイン (ロス)」(単位: 億ドル)

ならず、ネット対外ポジションは - 2兆5000億ドル程度であり、理論値と現実値を比較するならば、2009年は理論値 - 3兆7000億ドルに対して現実値が約 - 2兆4000億ドル、2010年は理論値約 - 3兆ドルに対して現実値が約 - 2兆6000億ドルとなっているように、ネット対外ポジションの現実値は理論値を大きく上回り(乖離幅がプラス)、アメリカは再び「キャピタル・ゲイン」を獲得している(グラフ6)。グロスで見ても(グラフ7)、アメリカは、2009年と2010年に再び「キャピタル・ゲイン」を獲得(グロスでは、外国も対米投資で「キャピタル・ゲイン」を獲得)しており、一定程度危機が収束したことが読みとれる。

ところが、アメリカは、2011年には再び大幅な「キャピタル・ロス」(現実値が理論値を下回り、「乖離幅」がマイナスになっている)を発生させている(グラフ6)。このことは、2008年は外国の在米資産およびアメリカの在外資産の両方が目減りしたのに対し、2011年はアメリカの対外資産が目減りする一方で外国の対米資産(アメリカからみれば対外負債)が増加し、この2つがあわさって、アメリカのネット対外ポジションが大幅に悪

化した事情を反映している(グラフ7)。言い換えるならば、2011年に外国部門は対米投資で「キャピタル・ゲイン」という形で対米投資のリターンを得た一方で、アメリカは対外投資が抱えるリスクが顕在化して「キャピタル・ロス」を発生させてしまったのである。

こうして、アメリカは、2002年から2007年まで多額の「キャピタル・ゲイン」を獲得していたが、2008年に大幅な「キャピタル・ロス」を発生させたのちに、2009年と2010年には再び「キャピタル・ゲイン」を獲得したが、2011年には一方的に「キャピタル・ロス」を発生させることになった。

第3節 小括

最後に、アメリカの「インカム・ゲイン」と「キャピタル・ゲイン(ロス)」を同じグラフに表示したグラフ8をみると、「インカム・ゲイン」(投資収益収支の黒字)は、安定的、増加傾向なのに対し、「キャピタル・ゲイン」は、変動的、巨額の規模(リスクをとるマネーゲーム的側面)の状況にあることが分かる。こうした点に、アメリカの対外的な金融収益の特徴が示されている。

第4章 結論

以上のように、ストック面におけるアメリカをめぐる資金循環の動向、および、アメリカの獲得する対外的な金融収益に着目しながら、アメリカの対外経済関係をみてきた。以上の分析を踏まえると、第1章で整理した Gourinchas and Rey が指摘するアメリカの国際金融上の地位が維持されていることになる。次の問題は、このことの意味である。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、アメリカの対外的なポートフォリオ構造や「キャピタル・ゲイン」の獲得状況に典型的にみられるように、従来の構図が、「偏奇的」な形で危機局面の中でも「崩壊」することなく、残っていることを示唆している点に注意しておくべきである。最後に、次の2点をみておこう。

第1に、巨額の「キャピタル・ゲイン」の獲得源とともに、「キャピタル・ゲイン」のボラティリティの高さや「キャピタル・ロス」を発生させうる脆弱性³⁹⁾も本稿の分析対象時期を通して、一貫して続いている。事実、こ

のことは、アメリカは2008年に巨額の「キャピタル・ロス」を発生させたのちに、2009年と2010年にふたたび「キャピタル・ゲイン」を獲得したが、2011年にもふたたび大きな「キャピタル・ロス」を発生させている点に示されている。

第2に、(第1の点を角度を変えてみると、) ネットで「リスク資産」を保有し、リスクをとりながら「キャピタル・ゲイン」の獲得を目指す「マネーゲーム」的なアメリカの対外的なポートフォリオ構造は、危機局面の中でも「崩壊」することなく、現在でも続いていることになる⁴⁰⁾。

おわりに

以上、危機局面におけるアメリカの対外経済関係、とくに、アメリカの国際金融上の地位を、アメリカの対外資産負債残高の統計を利用して、資金循環と金融収益の面から検討してきた。こうした検討を通じて、2008年に一時的な調整が見られたこと、「ポジティブ」な面のみならず「ネガティブ」な面も含めて「偏奇的」な形で従来から見られた構図が継続して残っていることの二つの側面を見ることができた。

最後に本稿に積み残された課題をまとめておこう。第1に、(今後の展開をみる必要もあるが、) 2011年にアメリカが一方向的に「キャピタル・ロス」を発生させたことは、一時的な変容を示しているのか、それとも何らかの変化を示しているのかという観点で、2011年の位置付けを考える必要がある。第2に、

39) 岩本 [2009] 28-29頁。Gourinchas and Rey [2005] p. 10, p. 18, pp. 27-28, Gourinchas [2008] pp. 204-205。また、経済理論の面からみても、「キャピタル・ゲイン」に依存した構造は脆弱性をはらむことがわかる。たとえば、「キャピタル・ゲイン」を、カール・マルクスの『資本論』の議論を通じて理論的にとらえた小西一雄氏は、金融資産自体が、現実資本とは無関係に決まりうる自己価値ではない架空資本、あるいは貨幣請求権の堆積という性格を持っていること、实体经济が停滞している不況局面でも、「キャピタル・ゲイン」は、価格変動や価格の「歪み」を利用して実現できるが、究極的には社会的な利潤や所得の再配分であることを考えれば、新たな富を生みだしているわけではないこと、これら2点を指摘している(小西 [2006] 36-37頁)。

40) 本文でみた内容と(やや文脈が異なるものの、) 関連して、松林洋一氏は、貯蓄・投資バランスの変動・決定要因の詳細な実証研究を通じて、現代の世界経済が資産・資源価格の変動によって経常収支(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(松林 [2010])。

本稿では対外資産残高と対外負債残高の「評価変化」に着目して「キャピタル・ゲイン(ロス)」を検討したが、対外資産負債残高に計上される個別の項目ごと、また変化要因⁴¹⁾ごとに「評価変化」をより詳細に検討することが、アメリカの対外経済関係の意味合いを考えるうえで必要である。こうした諸点の解明を今後の検討課題としたい。

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 [2007] 「アメリカ経常収支赤字の持続可能性 キャピタルゲインと評価効果の視点から」『世界経済評論』9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。
- 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 [2007] 『国際経済 理論と現実』ミネルヴァ書房。
- 佐藤秀夫 [2008] 「米国の経常収支問題によせて」『北海道大学 経済学研究』第58巻第3号, 12月。
- 佐藤秀夫 [2010] 「第10章 国際収支と国際投資ポジション 対外経済関係の鳥瞰図」石田修・板木雅彦・櫻井公人・中本悟編 『現代世界経済をとらえる Ver.5』東洋経済新報社。
- 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』文眞堂。
- 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 USDIA 2004とFDIUS 2002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。
- 萩原景子 [2008] 「経常収支不均衡の調整過程」『金融研究』, 12月。
- 星野智樹 [2012] 「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」『立教経済学研究』第66巻第2号, 10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 [2004] 「『対外投資残高』と『国際投資残高の異同』 純最大債務国債務の複雑性」『経済論集』第82号, 2月。

41) 変化要因は、第3章第2節を参照。

- 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。
- 水野和夫 [2007] 『人々はなぜグローバル経済の本質を見誤るのか』日本経済新聞出版社。
- 水野和夫 [2008] 『金融大崩壊「アメリカ金融帝国」の終焉』NHK 出版。
- 毛利良一 [2010] 『アメリカ金融覇権終りの始まり グローバル経済危機の検証』新日本出版社。
- 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. [2006], “Global Economic Integration: What’s New and What’s Not?”, At the Federal Reserve Bank of Kansas City’s Thirtieth Annual Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 25.
- Bernanke, Ben S. [2010], *Causes of the Recent Financial and Economic Crisis*, Before the Financial Crisis Inquiry Commission, Washington, D. C., September 2.
- Borio, Claudio. and Disyatat, Piti. [2011], “Global imbalances and the financial crisis: Link or no link?”, *BIS Working Papers*, No. 346, May.
- Cavallo, Michele. and Tille, Cedric. [2006], “Could Capital Gains Smooth a Current Account Rebalancing?”, *Federal Reserve Bank of New York Staff Report*, No. 237, January.
- Despres, Emile., Kindleberger, Charles P., and Salant, Walter S. [1966], “The Dollar and World Liquidity: A minority view”, *The Economist*, February 5.
- Dolley, Michael., Folkerts-Landau, David., and Garber, Peter. [2003], *An Essay on the Revived Bretton Woods System*, *NBER Working Paper Series*, 9971, September 2003.
- Dunaway, Steven. [2009], “Global Imbalances and the Financial Crisis”, *Council Special Report No. 44*, Council on Foreign Relations.
- 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. [2008], “Valuation Effects and External Adjustment: a Review,” in Cowan, K., et. al. eds., *Current Account and External Financing*, Banco Central de Chile.
- 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, August.
- Gourinchas, Pierre-Olivier., and Rey, Helene. [2007], “International Financial Adjustment,” *Journal of Political Economy*, 115(4).
- 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.
- Higgins, Matthew., Klitgaard, Thomas. and Tille, Cedric. [2006], “Borrowing with-

- out Debt? Understanding the U.S. International Investment Position”, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No. 271, December.
- IMF [1997], *International Capital Markets; Developments, Prospects, and Key Policy Issues*, November.
- Lane, Philip R. and Milesi-Ferretti, Gian Maria. [2006], “The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004”, *IMF Working Papers* /06/69.
- Obstfeld, Maurice. and Rogoff, Kenneth. [2009], “Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes”, *Paper prepared for the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference*, November.
- 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.