

大幅に拡大した米国向け証券投資

～海外通貨当局のドル離れ加速なら米景気減速要因に～

<要 旨>

1. 2004 年の海外からの対米証券投資（純流入額）は 9,158 億ドルと過去最高水準を記録し、貿易赤字額（6,515 億ドル）を大幅に上回った。海外マネーの投資対象の中心である米国債は、2004 年に 3,568 億ドルと 4 年連続で増加した。2004 年の米国債投資の主体を地域別にみると、日本が 1,664 億ドル（シェア 47%）と圧倒的に多い。また公的部門と民間部門に分けてみると、公的部門はドル買い介入の増加を反映して 2,031 億ドルと、民間部門を上回った。
2. ストック面に注目すると、海外諸国が保有する米国債の投資残高は 2004 年末に 1 兆 9,360 億ドルとなり、日本のシェアが 36.8%と格段に大きい。また公的部門のシェアは 2000 年以来ほぼ 60%で推移しているが、米国債全体に占める海外部門の保有シェアが上昇するなかで、海外公的部門（通貨当局）の米国債市場におけるウェイトは着実に高まっていると考えられる。
3. 過去の例をみると、対米証券投資が拡大する局面で米国の流動性（マーシャルの k ($M3/GDP$)) が増加する傾向にあることが確認できる。米国における流動性の増加は住宅価格の上昇につながっている。
4. 2003 年以降、大幅に拡大した海外通貨当局の米国債・政府機関債投資は、タイムラグを伴って米国の通貨供給量や住宅価格、実質 GDP を押し上げてきたと試算される。一方、足元では、大幅に拡大した対米証券投資の持続性に対する懸念等からドル安予想が広がり、海外通貨当局の中にドル資産の保有割合を見直す動きも出ていると伝えられている。今後、海外通貨当局のドル離れが加速し、米国債・政府機関債投資残高の伸びの低下が続けば、通貨供給量や住宅価格の上昇率が鈍化し、米国景気が減速に向かう可能性がある。



お問合せ先 調査部（東京）西垣秀樹

E-mail: hideki.nishigaki@ufji.co.jp

はじめに

昨年の海外マネーの対米証券投資額（ネット・買い越しベース）は9,158億ドルと過去最高水準に達し、貿易赤字を大幅に上回る資金が米国に流入した（貿易収支の動向については参考資料編（10頁）をご参照）。これらの海外マネーによって米国の貯蓄不足がファイナンスされている。本稿では、海外マネーの現状をおさえながら、それらが米国の金融市場・経済に与えている影響を分析し、海外通貨当局のドル資産運用が減った場合のリスクなどについて検討した。

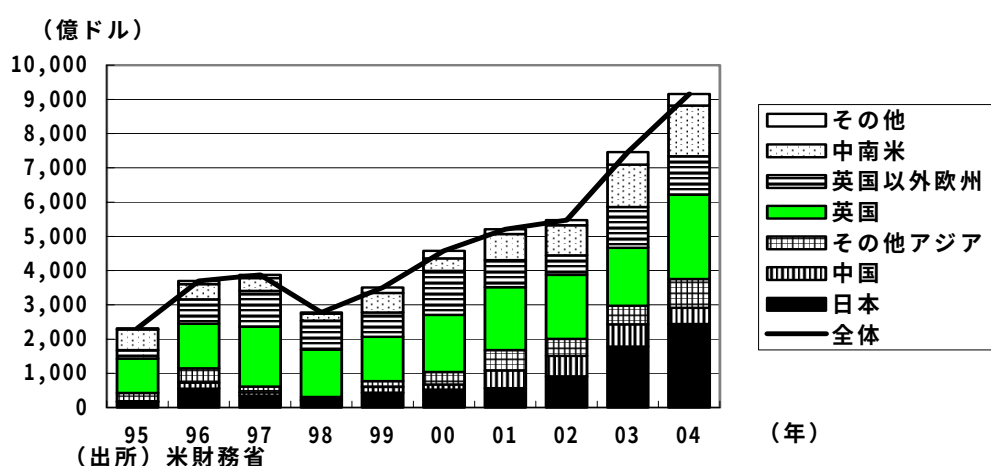
1. 拡大を続ける対米証券投資（フロー）

（1）過去最高水準となった2004年の対米証券投資

海外マネーによる対米証券投資は2004年に9,158億ドルに達した（図表1）。海外マネーの純流入額は2002年に一旦伸びが鈍化したものの、2003年以降、2年連続で増加し、2004年は貿易収支（財ベース）の赤字額6,515億ドルを大幅に上回った。

対米証券投資の出し手（買い越し額）を地域別にみると、最近では日本や中国をはじめとするアジア諸国や英国（ロンドンを経由した産油国マネー等も含まれると言われる）からの資金流入が多くなっている。2004年は英国が2,468億ドル、日本が2,441億ドルと、2カ国で全体の半分強を占めた¹。

図表1．対米証券投資の地域別動向



¹地域別に、対米証券投資額を対米貿易黒字（財ベース）規模と比較してみると、例えば日本では対米証券投資額が対米貿易黒字額の3.2倍（+1,689億ドル）であるのに対して、中国では対米証券投資額が対米貿易黒字額の約30%となっている。中国の対米貿易黒字の拡大が注目されているが、資本規制等もあり、証券投資は小規模なものにとどまっている。

(2) 証券種類別動向

次に、2004年の海外マネーの投資対象を証券種類別にみておきたい（図表2）。

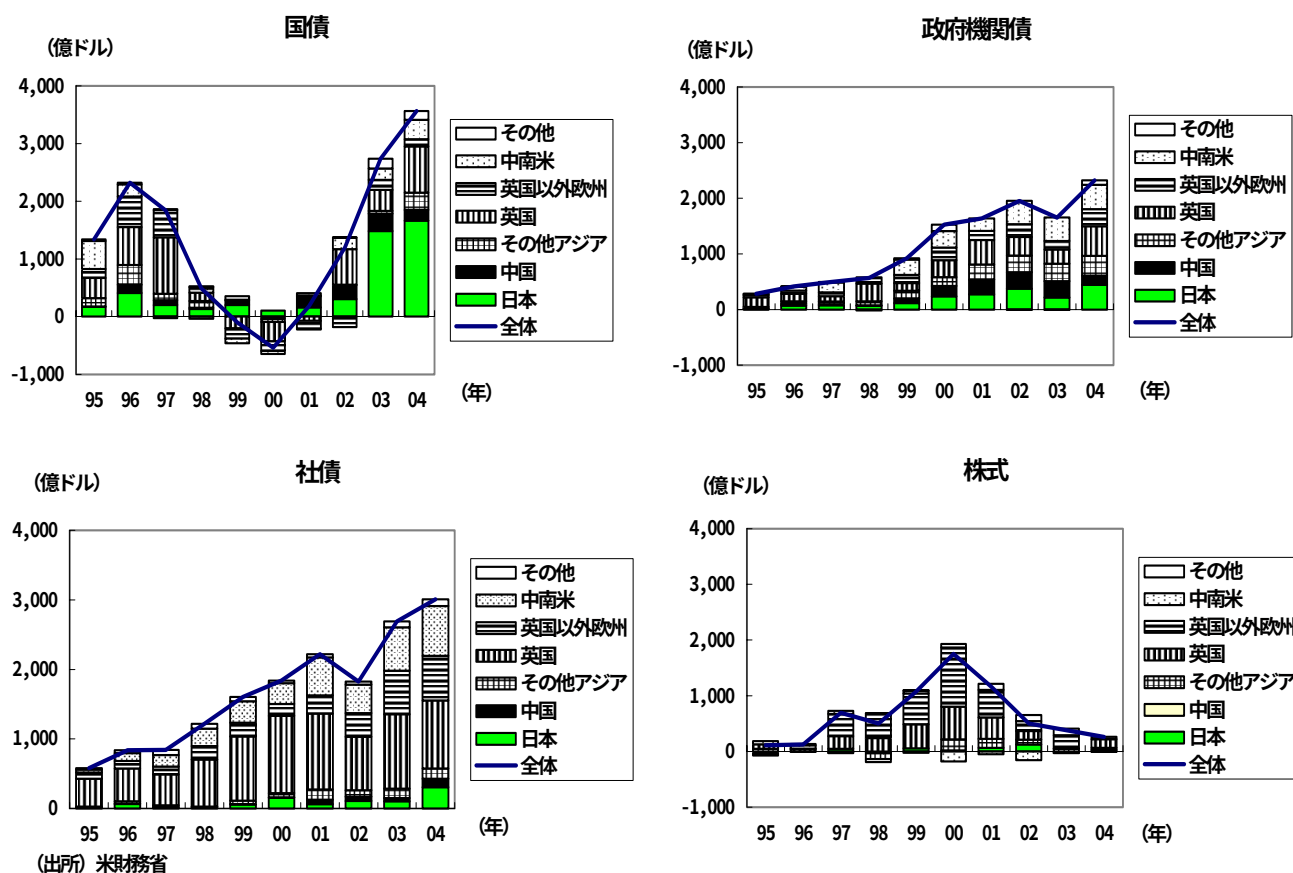
まず、国債への投資額は3,568億ドルと4年連続で増加した。近年では海外マネーの投資対象として、最も金額が大きく、増加テンポも速くなっている。地域別にみると、日本が1,664億ドル（シェア47%）と最大で、次いで英国が805億ドル（同23%）となっている。2004年はカリブ・バンキングセンターを含む中南米からの流入も拡大している。

また、米国政府による「暗黙の保証」があるといわれる政府機関債への投資額は2,325億ドルと増加に転じた。英国が533億ドル（シェア23%）とトップだが、日本が444億ドル（同19%）、中国が164億ドル（同7%）、その他アジアが357億ドル（同15%）とアジア諸国からの投資は全体の4割程度を占めている。

社債への投資額は3,008億ドルと2年連続で増加した。英国やカリブ・バンキングセンターを含む中南米からの投資が多いが、2003年から2004年にかけては、アジア諸国からの投資が前年比290億ドルも増加した（日本は198億ドル増）。

一方、株式への投資額は258億ドルと4年連続で減少し、2000年ピークの15%の水準に低下している。

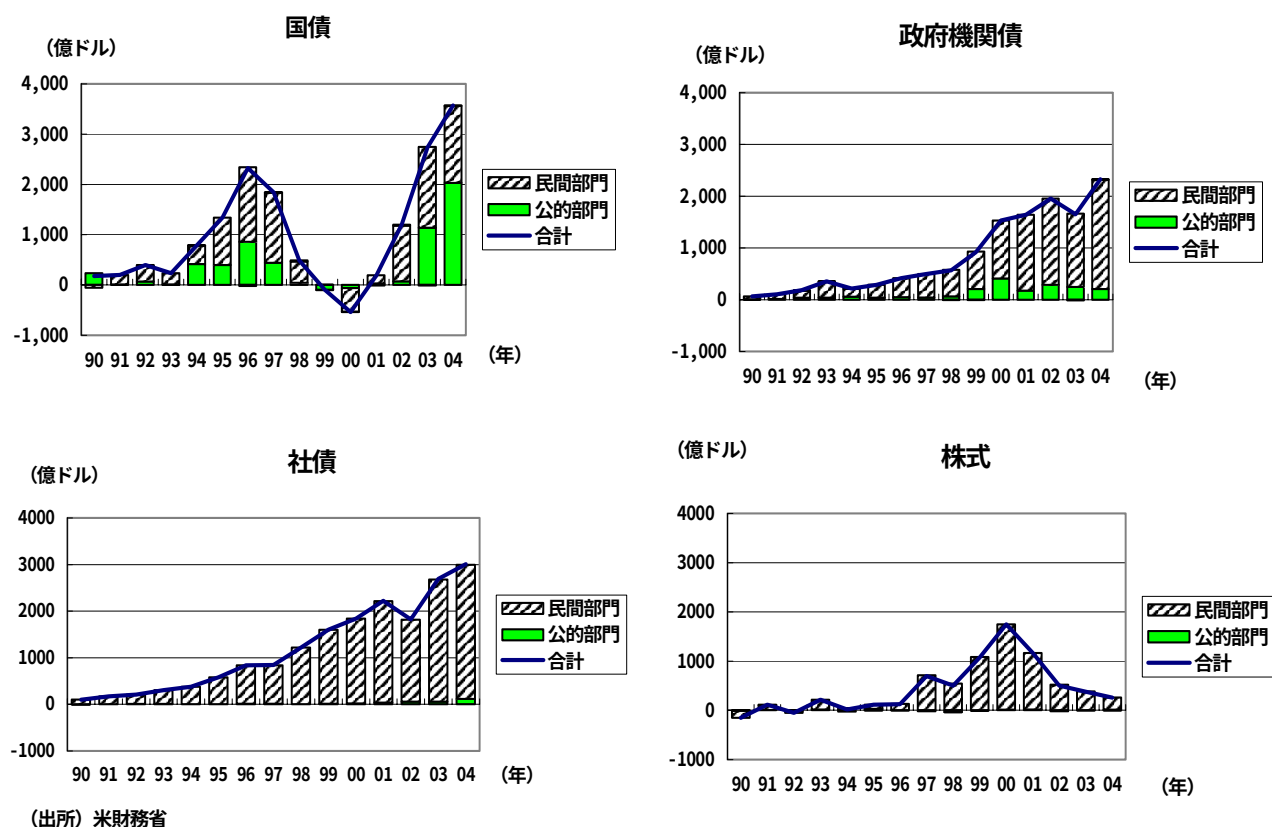
図表2．対米証券投資の証券別動向



(3) 投資主体別動向

海外マネーの対米証券投資を投資主体別（民間部門と公的部門）に分けてみると、国債は 2003 年以降、公的部門（海外通貨当局）による投資が大幅に拡大している（図表 3）。2004 年は公的部門が 2,031 億ドルと、民間部門の 1,529 億ドルを上回った。一方、政府機関債は公的部門 203 億ドルに対して、民間部門による投資が 2,113 億ドルと多く、社債と株式については、ほとんどが民間部門となっている。

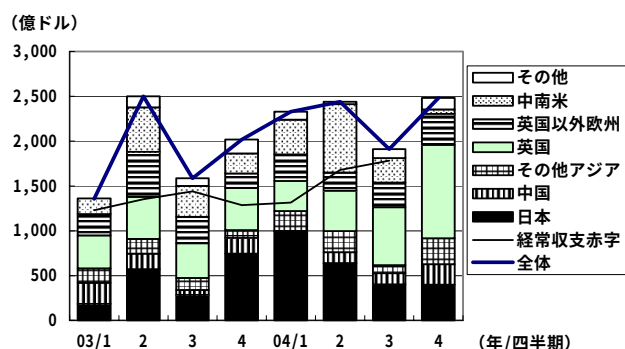
図表 3．対米証券投資の主体別動向



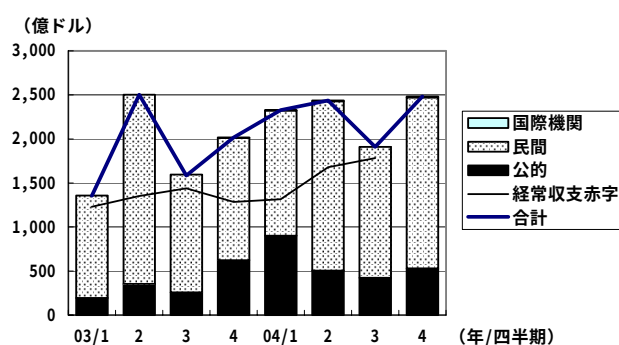
(4) 最近の動向（四半期別動向）

海外マネーの対米証券投資の最近の動向を四半期ベースでみると、日本からの投資は 2003 年 10-12 月期以降増加し、2004 年 1-3 月期には 997 億ドルと高水準を記録したが、その後は徐々に減少し、10-12 月期は 400 億ドルに縮小した（図表 4）。日本政府は、2003 年 10-12 月期から 2004 年 1-3 月期の半年間で、合計 20.7 兆円（約 2,000 億ドル）にのぼるドル買い介入を実施したが、2004 年 4 月以降は実施していない。こうした日本政府の介入額の変化が四半期ベースの対米証券投資のデータに反映しているとみられる。投資主体別にみると、足元では公的部門にかわって民間部門の投資のウェイトが高まった（図表 5）。

図表 4 . 対米証券投資（地域別）



図表 5 . 対米証券投資（主体別）



2 . 拡大する海外の米国証券保有残高（ストック）

（1）米国債の保有動向

上でみたように、近年の海外からの対米証券投資（フロー）は、国債を中心に大幅に増加している。他方、ストックの動向に注目すると、海外諸国が保有する米国債の残高は、フローの増加とともに 2002 年以降、伸びが高まり、2004 年末には 1 兆 9,360 億ドルとなった（図表 6）。地域別にみると、近年、3 年連続で二桁の伸びを記録している日本は、2004 年末の米国債投資残高が 7,120 億ドルに達し、海外保有分に占めるシェアが 2002 年末の 30.5%から 2004 年末に 36.8%へ高まっている。

ちなみに、以下、中国（1,940 億ドル、シェア 10.0%）、英国（1,640 億ドル、シェア 8.5%）と続くが、日本の米国債保有シェアは格段に大きい（日本の対外証券投資（ストック）の動向については参考資料編 11 頁をご参照）。

図表 6 . 米国債を保有する海外諸国（ストック）

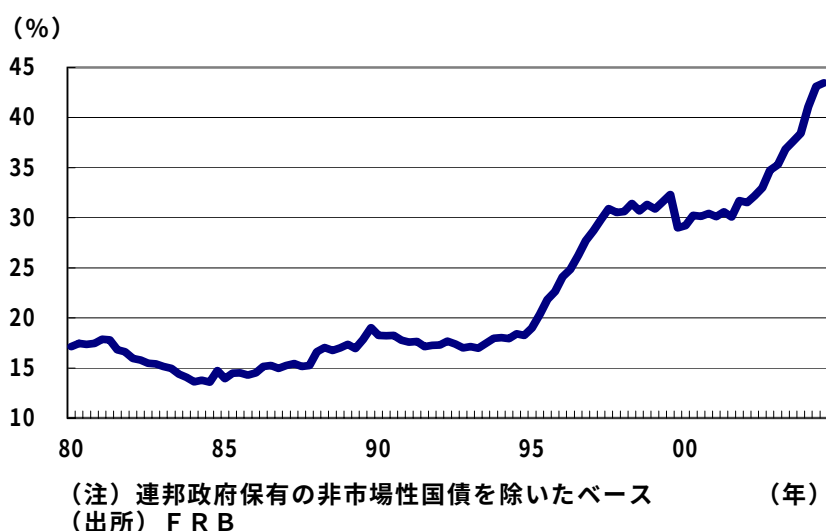
	金額 (10億ドル)					シェア (%)					前年比 (%)			
	2000 12月末	01 12月末	02 12月末	03 12月末	04 12月末	2000 12月末	01 12月末	02 12月末	03 12月末	04 12月末	01 12月末	02 12月末	03 12月末	04 12月末
海外全体	1,015	1,040	1,239	1,526	1,936	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	2.5	19.1	23.2	26.9
日本	318	318	378	551	712	31.3	30.6	30.5	36.1	36.8	0.1	18.9	45.8	29.1
中国	60	79	118	158	194	5.9	7.6	9.6	10.3	10.0	30.3	50.6	33.2	22.9
香港	39	48	48	50	53	3.8	4.6	3.8	3.3	2.7	23.6	-0.4	4.8	5.8
台湾	33	35	37	51	59	3.3	3.4	3.0	3.4	3.0	5.7	5.9	37.4	14.4
シンガポール	28	20	18	21	28	2.7	1.9	1.4	1.4	1.4	-28.3	-11.0	19.7	31.5
タイ	14	16	17	12	15	1.4	1.5	1.4	0.8	0.8	13.8	9.6	-32.0	28.2
英国	50	45	81	83	164	4.9	4.3	6.5	5.5	8.5	-10.4	79.6	3.0	96.8
ドイツ	49	48	37	45	54	4.8	4.6	3.0	2.9	2.8	-2.4	-22.0	20.6	19.1
フランス	25	21	23	17	8	2.5	2.0	1.8	1.1	0.4	-17.9	11.2	-25.3	-53.2
イタリア	21	19	16	13	15	2.0	1.8	1.3	0.9	0.8	-9.1	-13.8	-19.6	11.5
スペイン	19	16	19	12	12	1.9	1.5	1.5	0.8	0.6	-17.9	22.4	-37.7	-0.8
スイス	16	19	34	46	51	1.6	1.8	2.7	3.0	2.6	14.0	81.8	36.2	10.4
ベネチス3国	41	28	50	52	55	4.0	2.7	4.0	3.4	2.9	-32.7	80.8	4.6	6.1
カナダ	14	15	10	24	41	1.4	1.5	0.8	1.6	2.1	8.5	-32.5	131.7	71.0
OPEC	48	47	50	42	60	4.7	4.5	4.1	2.8	3.1	-1.9	7.5	-16.3	42.0
加ブ (パンゲセンター)	37	34	50	48	69	3.7	3.2	4.0	3.2	3.6	-10.2	47.3	-2.8	44.3
その他	203	235	252	299	347	20.0	22.6	20.3	19.6	17.9	15.9	7.2	18.9	16.0
公的部門	609	619	763	938	1,173	60.0	59.6	61.6	61.5	60.6	1.7	23.2	22.9	25.0

(出所) 米財務省

（２）米国債の保有シェア

米国債発行残高全体に占める海外諸国のシェアも 2002 年以降上昇しており、2004 年 9 月末現在、43.5%に達している（図表 7）。図表 6 で、米国債を保有している海外諸国を公的部門と民間部門に分けてみると、公的部門が全体に占めるシェアは 2000 年以来、ほぼ 60%で推移しているが、海外諸国全体のシェアが上昇しているために、米国債市場における海外公的部門のウェイトは着実に高まっていると考えられる。なお、海外公的部門の米国債投資の原資は、ドル安（自国通貨高）圧力を吸収するためのドル買い介入によって獲得したドル資金である。

図表 7．米国債発行残高全体に占める海外部門のシェア



3．海外からの対米証券投資と米国経済

（１）対米証券投資の拡大と流動性の増加

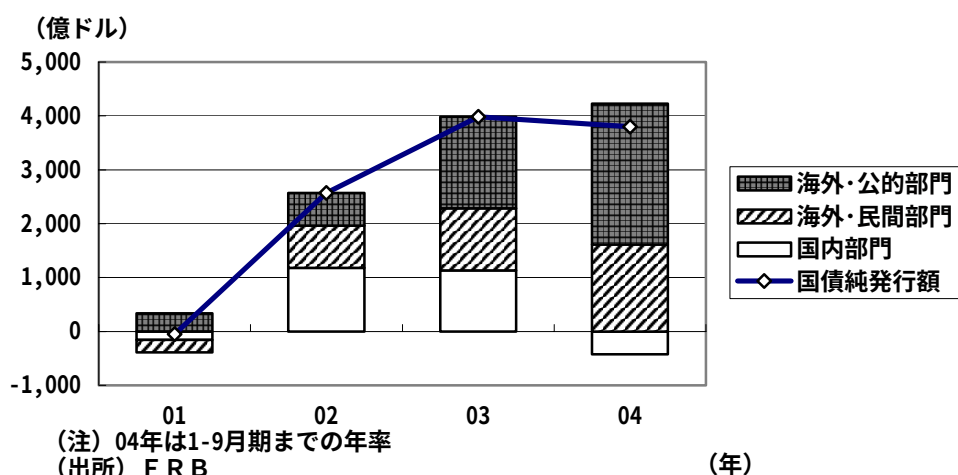
①米国債・政府機関債投資と米国経済

近年、公的部門の国債投資を中心に増加してきた海外マネーは、米国の貯蓄不足（投資超過）をファイナンスするとともに、米国の金融市場や経済に対して大きな影響を与えてきていると考えられる。

第 1 に、近年、米国債の発行額（フロー）は、ブッシュ政権下での大型減税や国防関連支出の拡大等を背景に、高水準で推移しているが、国債発行のファイナンスに注目すると、公的部門を中心とした海外部門の寄与が高まっている（図表 8）。2004 年²の海外公的部門によるファイナンスのシェアは 69%となっている。このように、大量の海外マネーが米国債に投資されたことで、結果的に大型減税や歳出拡大が可能となった面があ

² 2004 年 1-3 月期～7-9 月期までの年率平均

図表 8 . 米国債純発行額とファイナンスする主体



るとみられる。大型減税の実施に伴って米国の家計の購買力や金融資産は拡大した。

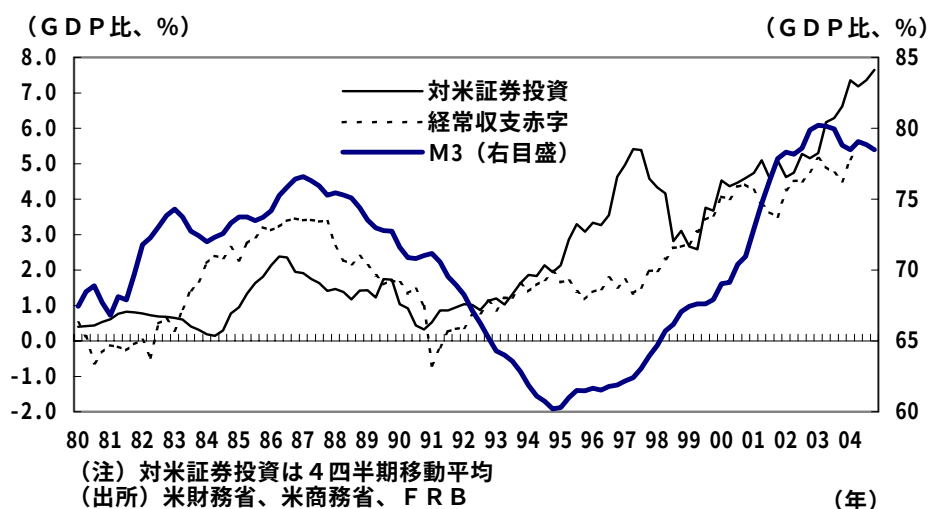
第2に、このように大量の海外マネーが米国債に向かうなか、国債市場では特に海外公的部門（通貨当局）の積極的な米国債引き受けが米国債の価格上昇（金利の低下）の一因となってきたとみられる。実際に、米国の中長期金利はF R B（連邦準備制度理事会）の利上げ局面でも低水準が持続している。この結果、住宅市場の活況が予想外に長期化し、家計の住宅資産価値は大きく高まった。米国には、住宅の純資産を担保に新規借り入れを行うホームエクイティーローンや、住宅ローンの借り換え時に住宅価格の上昇分だけローン残高を積み増して現金を受取るキャッシュアウトなどの金融商品が発達しているため、住宅資産価値の高まりは家計の購買力の拡大につながったと考えられる。

第3に、海外からの政府機関債投資は、ファニーメイ（米連邦住宅抵当金庫）やフレディマック（米連邦住宅貸付抵当公社）など住宅ローン債権買い取り機関の資金調達を容易化し、住宅市場の活発化に寄与したと考えられる。

②対米証券投資、経常収支赤字、マーシャルのkの相関関係

ここで、対米証券投資と経常収支赤字、及びマネーサプライ（M3）の推移（いずれもG D P比）を比較してみると、概ね相関関係にあることがうかがえる（図表9）。マネーサプライをG D Pで除した値はマーシャルのkと呼ばれており、一般に流動性（カネ余り）を示す指標として用いられるが、足元では海外からの対米証券投資の拡大に伴って、歴史的な高水準となっており、過剰な流動性を示している可能性がある。

図表 9 .対米証券投資・経常収支赤字とM3（マーシャルのk）



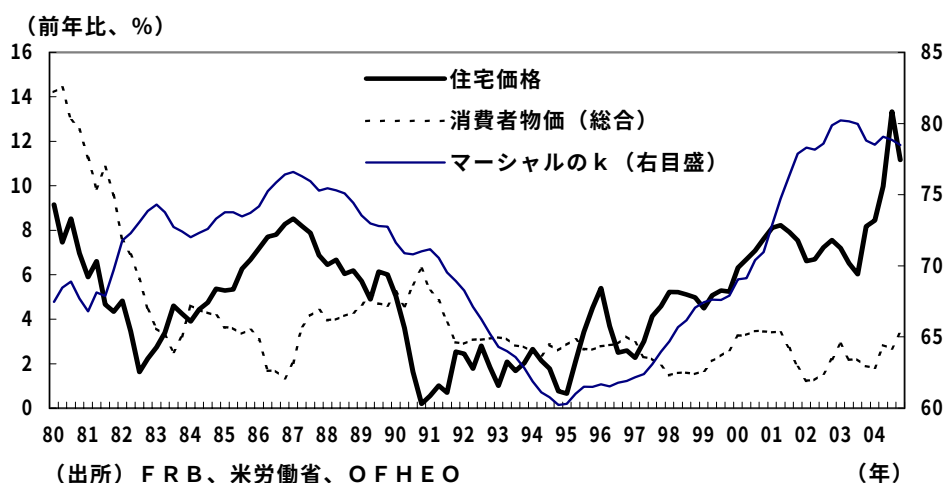
③マーシャルのkと住宅価格の関係

マーシャルのkの上昇にみられる流動性の増加は、資産価格、特に住宅価格の上昇につながっているとみられる（図表10）。

米国の住宅価格の伸び率は、90年代後半以降、マーシャルのkの上昇とともに高まり、2004年になって一段と加速した。直近の2004年10-12月期の住宅価格は、前期に比べてやや減速したものの、前年比11.2%と3四半期連続して二桁増となった。

一方、一般物価については、住宅価格とは異なり、2004年の消費者物価上昇率（総合）が前年比3.3%にとどまるなど、落ち着いた動きとなっている。ただし、一般物価についても、足元では過剰流動性の拡大などを背景としたエネルギー価格上昇などもあって、インフレ懸念が徐々に強まっているとみられる。2005年1月は卸売物価（コア）上昇率が前月比0.8%と98年12月以来の高い伸びとなったほか、FRBが重視する個人消費デフレーター（コア）上昇率も前月比0.3%と2001年10月以来の高い伸びを記録した。

図表 10. マーシャルのkと消費者物価、住宅価格の関係

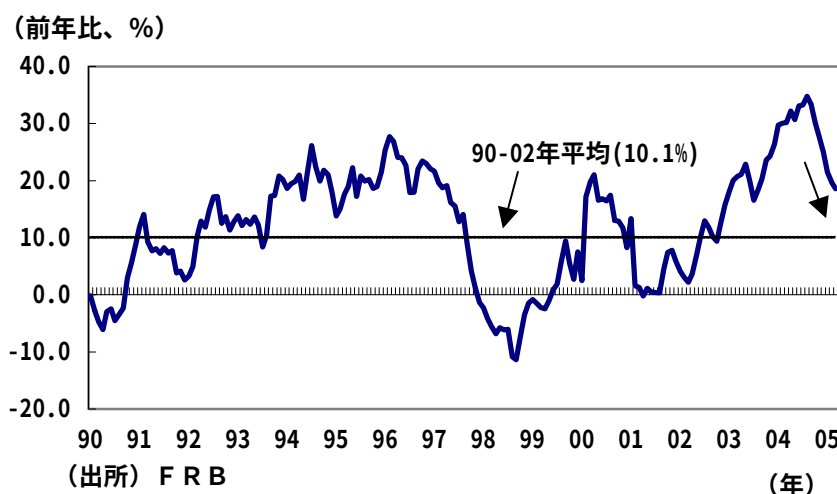


（２）伸びが鈍化する海外通貨当局の投資残高（今後のリスク）

①最近の海外通貨当局のドル資産運用

海外通貨当局の米国債・政府機関債投資残高の最近の動向をみると、2004年8月をピークに前年比伸び率が鈍化する傾向にある³（図表11）。これは、海外通貨当局のドル買い介入の勢いが減速していることを意味している。この背景には、大幅に拡大した海外マネーによる対米証券投資の持続性への懸念などから、ドル相場の先行きの下落予想が強まっていることや、通貨当局の外貨資産運用上のリスク分散や運用効率の改善といった問題等があると考えられる。海外通貨当局の「ドル離れ」を示唆する動きとしては、例えば、2004年末には中国やロシアの政府が外貨準備に占めるドル資産の保有割合を見直すことを検討していると報じられた。また今年に入ってから2月には韓国政府が外貨準備の投資先を分散化する意向であると伝えられている。

図表 11. 海外通貨当局の米国債・政府機関債投資残高



②海外通貨当局の米国債・政府機関債投資と米国経済への影響（試算）

海外通貨当局のドル資産の購入意欲が弱まり、米国債・政府機関債投資残高の伸びが低下し続けると、米国の金融市場を通じて経済に与える影響も顕在化する可能性がある。ここでは、海外当局の米国債・政府機関債投資残高の動向が米国経済に与える影響を考えるために、VARモデル⁴を用いて推計してみた。

推計には変数として、①海外通貨当局の米国債・政府機関債残高、②海外民間部門の

³ 四半期の前期比増加率をみると、2003年10-12月期の10.8%をピークに、2004年1-3月期8.6%、4-6月期6.5%、7-9月期4.1%、10-12月期2.2%と減速している。

⁴ VARモデルは各変数がそれぞれの変数と他の変数の過去の動きに反応する形で変化するという考え方に基づいたもので、定常性を前提にした時系列分析の基本的なモデルである。

米国債・政府機関債残高、③米国マネーサプライ（M3）、④米国の住宅価格、⑤米国実質GDPを用い、相互の関係に注目した。推計期間は1990年1-3月期～2004年7-9月期とした⁵。

図表12は、2003年から2004年にみられた海外通貨当局の米国債・政府機関債投資の急増が米国経済に与えた効果（試算結果）を示したものである。海外からの通貨当局の米国債・政府機関債投資残高は、2003年から2004年まで年率25%の勢いで拡大したが、これが、タイムラグを伴いながら民間部門の米国債投資やマネーサプライの増加をもたらし、住宅価格の上昇などを通じて、実質GDPを押し上げる効果をもったとみられる。試算によると、2003年から2004年にみられた通貨当局による米国債・政府機関債投資の増加ペース（年率25%）が1年間続いたことで、増加ペースがゼロであった場合に比べて、住宅価格は1年間で0.6%、2年間で1.2%（当初からの累計）押し上げられた。また実質GDPは1年間で0.5%、2年間で0.6%押し上げられた。

図表 12. 海外通貨当局による米資産購入の米国経済押し上げ効果

（03年～04年の増加ペース（年率25%）が1年間続いた場合）

	1年後	2年後	3年後
米マネーサプライ（M3）	0.2	0.7	1.7
米住宅価格	0.6	1.2	1.3
米実質GDP	0.5	0.6	0.5

（注）単位：%、当初からの累積ペース

（出所）UFJ総研調査部試算

しかし、対米証券投資額の急速かつ大幅な拡大に伴い、先行きのドル相場が一段と下落するとの予想が強まっているなかで、海外通貨当局が2003年から2004年前半にみられたようなペースで無限にドル資産（米国債・政府機関債）を買い続ける（ドル安圧力を吸収し続ける）という保証はないと言えよう。海外通貨当局がドル資産運用を見直す動きが広がることで、今後、海外からの通貨当局の米国債・政府機関債投資の勢いはさらに減速する可能性がある。仮に米国債・政府機関債投資の勢いが減速し続ける場合には、海外通貨当局によるドル資産購入の米国景気押し上げ効果は、金利の上昇などによっては下落ペースが速まることが予想される。また、通貨当局の介入によるドル相場下落リスクの緩和効果が弱まるとの懸念などから、民間部門の対米投資も抑制されるとみられる。この結果、米国のマネーサプライや住宅価格の上昇率が鈍化し、景気の減速感が強まる恐れもあると考えられる。

⁵ ラグは時差相関係数の動きなどを勘案して4四半期とした。

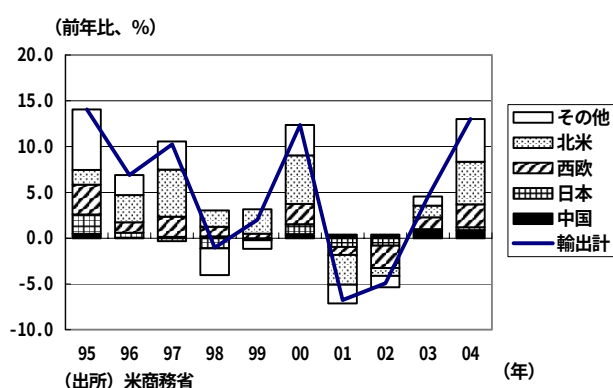
【参考資料編】

1. 米国の貿易収支の動向

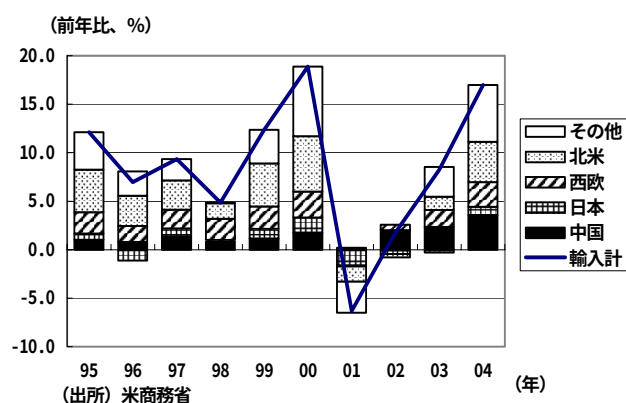
米国の輸出総額（財ベース）は2004年に前年比13.0%増の8,190億ドルと、95年以来の高い伸びとなった（図表13）。2004年の地域別寄与度をみると、北米（カナダ・メキシコ）が4.6%、西欧が2.5%と、日本の0.3%、中国の0.9%（香港、台湾を加えたベースでは1.8%）を上回っている。2004年の財別の寄与度は資本財が5.2%、生産財が4.2%と大きい。

一方、米国の輸入総額（財ベース）は2004年は前年比17.0%増の1兆4,705億ドルとなり、2000年以来の高い伸びを記録した（図表14）。2004年の地域別寄与度をみると、北米が4.1%、中国が3.5%（香港、台湾を加えたベースでは3.8%）と、近年特に中国の寄与度が高まっている。2004年の財別の寄与度は、生産財が7.8%、資本財が3.8%、消費財が3.1%となっている。

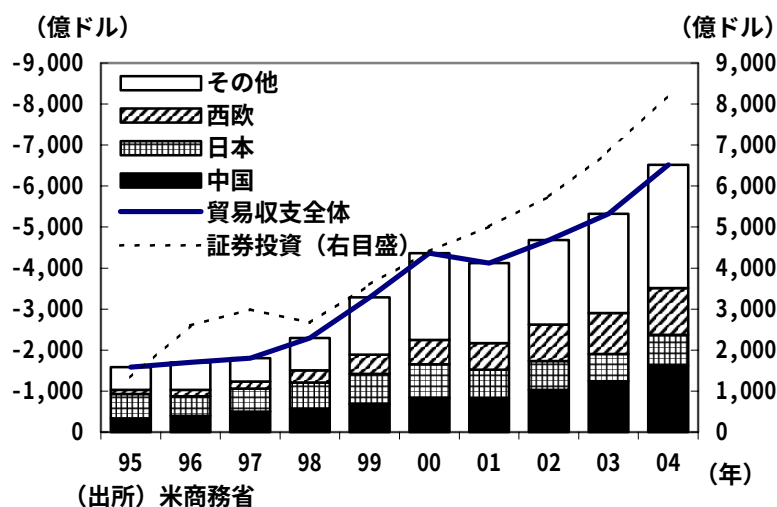
図表13. 米国の輸出



図表14. 米国の輸入



図表15. 米国の貿易収支と対米証券投資



このように輸入の伸びが輸出の伸びを上回る中、2004 年の貿易赤字（財ベース）は 6,515 億ドルとなり、前年から 1,200 億ドルも増加した（図表 15）。地域別にみると、中国が 1,620 億ドル（シェア 25%）、西欧が 1,141 億ドル（同 18%）、日本が 752 億ドル（同 12%）となっている。

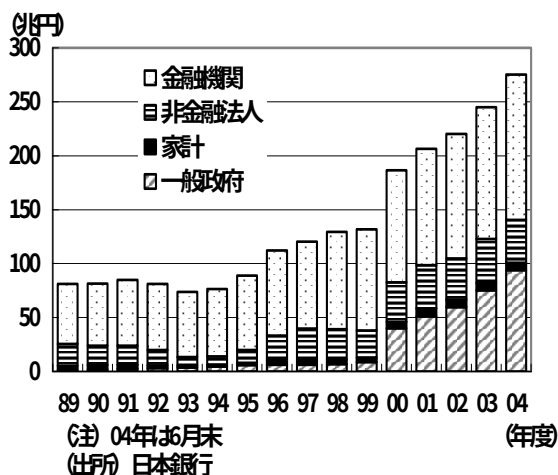
2. 日本の対外証券投資（ストック）の動向

日本の公的部門の米国債投資は、日本全体の対外資産ストックの蓄積の上で大きな位置を占めている。日本の対外証券投資や外貨預金のストックを投資先別に把握することは統計上できないが、日本からの投資の大部分は米国に向かっているとみられる。

日本の対外証券投資（ストック）は 2004 年 6 月末現在で全体で 275 兆円に達している（図 16）。これは政府がドル買い介入によって外貨準備高を急増させてきたことが大きく影響している（外貨準備高（証券）は 2004 年末で 6,994 億ドル（約 73 兆円））。一方、この間、金融機関の対外証券投資の増加テンポは緩やかである。

また、外貨預金（ストック）については、対外証券投資の 1 割程度を占めるにすぎないが、対外証券投資と同様、近年、政府の投資残高が大きくなっている（図表 17）。

図表 16. 日本の対外証券投資残高



図表 17. 日本の外貨預金残高

