

米国への資金流入は直接投資から社債投資に

担当：井上(inoueka@sumitomotrust.co.jp)

昨年来の景気減速と株価下落を受け、海外から米国へのマネーフローにも変化が生じている。今後同時テロ後の為替・金利動向を見通すためには、こうしたファンダメンタルズの変化と同時テロによる一時的な振れをきちんと区別していく必要がある。今年上期（１～６月）における米国への投資資金の流出入を資産別・地域別に整理してみた。

１．ＩＴバブル崩壊により「エクイティ型」優勢の時代は終わり

米財務・商務両省のデータをもとに米国と世界各国の間のマネーフローを集計すると、２００１年上期における証券投資と、Ｍ＆Ａなど直接投資を通じた米国への純資金流入（流入－流出）は年率換算で前年比１５６億ドル増加した（次頁表１参照）。昨年来の景気減速と株価下落の影響により米国への資金流入が減るのではないかと懸念されていたが、今年上期にその兆しは見られない。ただし、１９９９年に前年比２，０２４億ドル、２０００年に同７００億ドル増加したのに比べて、純資金流入の勢いは鈍化している。

純資金流入のボリュームに変わりはないものの投資対象の資産は大きく変化した。２００１年上期は直接投資や株式投資など「エクイティ型」の純資金流入が１，５７９億ドルと前年比ほぼ半減したのに対し、債券投資による「デット型」の純資金流入が２，７８９億ドルと同６割増しとなって「エクイティ型」の減少分を補ったことである。ＩＴブーム末期の２０００年まで２年間続いた「エクイティ型」優勢の米国への純資金流入はバブル崩壊とともに終了した。ちなみに世界各国から米国への直接投資のピークは１９９９年上期、株式投資のピークは２０００年上期であった。

債券投資を通じた純資金流入も主役が入れ変わっている（表１中段参照）。昨年はファニーメイなどが発行する連邦機関債に海外からの投資が集まったが、今年に入ると民間企業が発行した社債を買い上げる動きが目立つ。２００１年上期の社債を通じた資金流入は前年比９９４億ドル増加し、海外から米国へのマネーフローを支えている。なお１９９７年まで主役であった米国債への投資は、財政赤字の減少とともに発行額が減ったこともあって最近売却が購入を上回り資金流出の一因になっている。

一方、米国から海外への投資はほとんどを「エクイティ型」が占めている（表１下段参照）。「エクイティ型」の海外投資は直接投資に代表され、製造業や証券・保険・不動産などの分野で着実に増えている。株式投資は相手国の株価に左右されるため年毎に大きく振れる。

表1 資産別に見た米国への国際マネーフロー (証券・直接投資)の変化

(単位10億ドル)

年	1996	1997	1998	1999	2000	01上*	00→01上
米国への純資金流入計	259.6	306.5	310.1	512.5	582.5	598.1	15.6
証券投資	259.6	298.9	266.7	360.1	440.7	513.9	73.2
債券(a)	306.3	270.2	210.4	237.0	278.9	440.2	161.3
株式(b)	-46.8	28.7	56.2	123.2	161.8	73.7	-88.1
直接投資(c)	0.0	7.6	43.4	152.4	141.9	84.3	-57.6
デット型(a)	306.3	270.2	210.4	237.0	278.9	440.2	161.3
エクイティ型(b+c)	-46.7	36.3	99.7	275.6	303.7	157.9	-145.8

(単位10億ドル)

年	1996	1997	1998	1999	2000	01上*	00→01上
米国への投資計(流入)	454.7	491.4	452.2	645.1	738.9	810.0	71.0
証券投資	370.2	388.0	277.8	350.2	457.8	576.5	118.7
債券(a)	357.7	318.4	227.8	242.6	282.9	424.4	141.5
国債	232.2	184.2	49.0	-10.0	-54.0	-22.3	31.7
機関債	41.7	49.9	56.8	92.2	152.8	163.2	10.4
社債	83.7	84.4	121.9	160.4	184.1	283.5	99.4
株式(b)	12.5	69.6	50.0	107.5	174.9	152.1	-22.8
直接投資(c)	84.5	103.4	174.4	295.0	281.1	233.4	-47.7
デット型(a)	357.7	318.4	227.8	242.6	282.9	424.4	141.5
エクイティ型(b+c)	97.0	173.0	224.5	402.5	456.0	385.5	-70.5

(単位10億ドル)

年	1996	1997	1998	1999	2000	01上*	00→01上
米国からの投資計(流出)	195.1	184.9	142.1	132.6	156.4	211.8	55.4
証券投資	110.6	89.1	11.1	-10.0	17.1	62.7	45.5
債券(a)	51.4	48.1	17.3	5.7	4.1	-15.8	-19.9
株式(b)	59.3	40.9	-6.2	-15.6	13.1	78.5	65.4
直接投資(c)	84.4	95.8	131.0	142.6	139.3	149.2	9.9
デット型(a)	51.4	48.1	17.3	5.7	4.1	-15.8	-19.9
エクイティ型(b+c)	143.7	136.7	124.8	126.9	152.3	227.6	75.3

表注 1.2001年上期(1～6月)は季調前実績を年率換算したもの。

2.証券投資には国際機関(国際機関の米国債投資、米国の国際機関債投資)を含む。

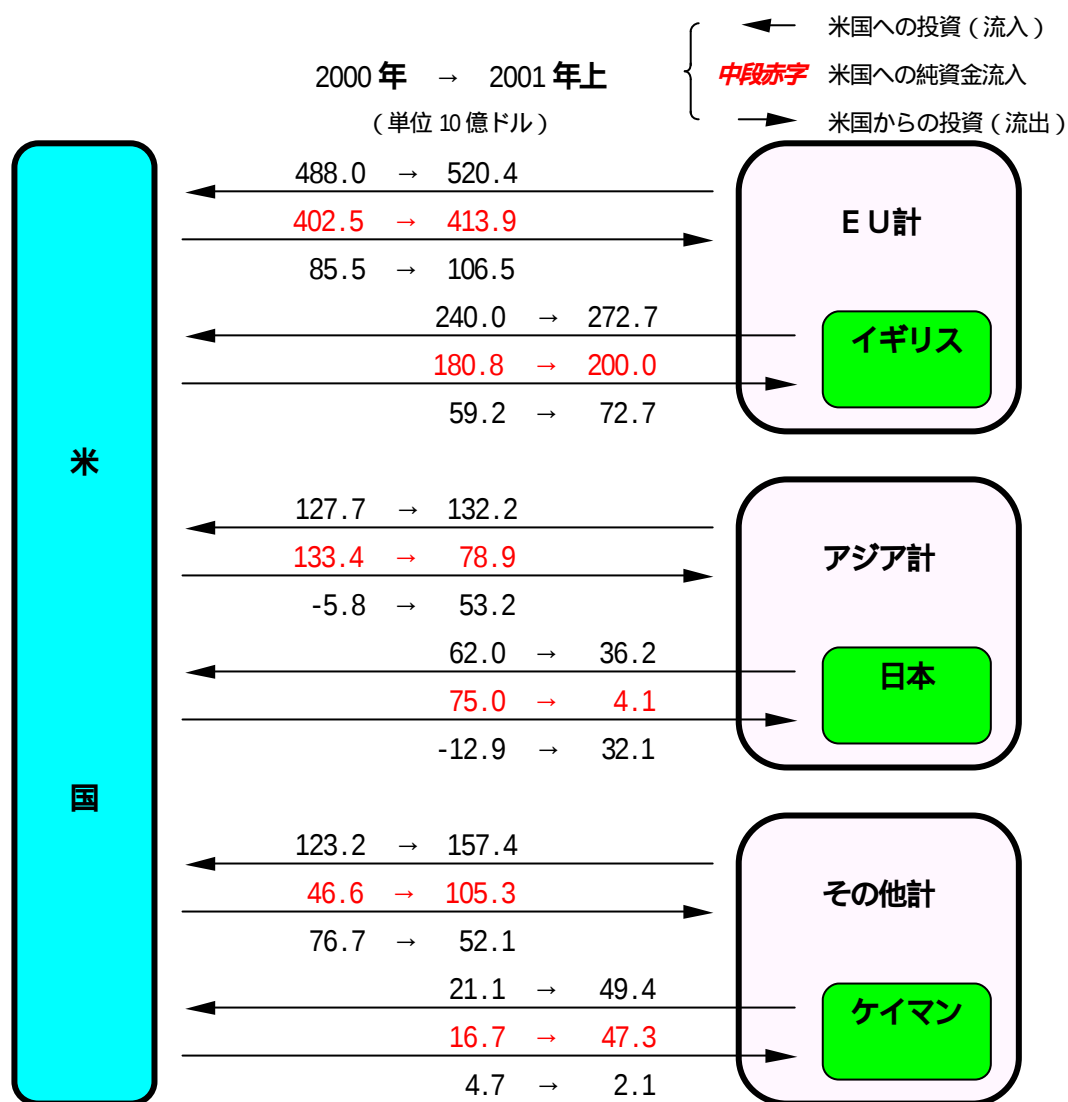
資料 米商務省、財務省

昨年から「エクイティ型」の投資が増えてきているのも、米国株価の下落を受けて株式投資の資金が代替先を求めて海外に向かったことが原因と考えられる。2001年上期はこうした「エクイティ型」の海外投資が前年比554億ドル増加し、資金流出につながった。今後も景気停滞の影響で米国株価は一進一退を繰り返すと予想され株式投資は海外に向かいやすい上に、米国企業によるアジアや中南米諸国向けの直接投資も中長期的に大きくは減りにくいと見られる。米国から海外への「エクイティ型」の投資が米国への資金流入を一部相殺する状況は当面続く可能性が高い。

2. 日本の資金が減った分をオフショアを通じた投資が補う

海外から米国への国際マネーフローを地域別に見ると、アジア諸国なかでも日本から米国への純資金流入が昨年の750億ドルから今年上期（年率換算）は41億ドルに減少した（図1参照）。米国債、連邦機関債、社債への投資が軒並み頭打ちとなり、債券投資全体で前年比250億ドルも米国への資金流入が減っている。国債投資は半期実績で売却が購入を上回り、結果的に米国から投資資金が引き上げられた。その反面、去年は売り越した米国から日本株への投資は今年に入って通算では買い越しに転じ、米国からの資金流出が差し引き507億円増加した。日本から米国への債券投資が減るとともに米国から日本への株式投資が増えたことが、日本から米国への純資金流入が急減した要因である。

図1 地域別に見た米国への国際マネーフロー（証券・直接投資）の変化



表注：前出表1に同じ

資料：米商務省、財務省

対照的に、米国へのマネーフローで最も大きなウエイトを占めるEU各国からの純資金流入は2001年に入っても前年比で増加している。ただし、その大半は直接投資の資金が社債投資にシフトしただけで、日本からの純資金流入が減った分をカバーするほど資金のボリュームが急拡大している訳ではない。それでは、どの国からの資金流入の増加が日本からの資金流入の減少を補っているのか？

答えはカナダやEU圏外のヨーロッパ、中南米など「その他」諸国全体ということになるが、かなりの部分はケイマンに代表されるオフショアが占めている。2001年上期におけるケイマンから米国への純資金流入は473億ドルと、前年比306億ドル増加した。過去5年間の純資金流入は最大でも200億ドル前後であり、今年に入ってから急増したことが裏付けられる。内訳を見ると社債投資が前年比188億ドル増え、2001年上期に限れば米国への投資の64%を占めている。

タックスヘイブン（租税逃避地）のケイマンには節税を目的に、米国で活動するヘッジファンドなど様々な投資ファンドの勘定がペーパーカンパニーとして置かれている。ケイマンから米国への社債投資を行っている主体も実際はこれら投資ファンドであろう。従って金利低下で社債が値上がりするのを待つだけでなく、ここ数年米国で起債が相次いだジャンク債や景気悪化で破綻したディストレス債を安値で仕入れて値ざやを稼いだり、株式へ転換してキャピタルゲインを狙うなどダイナミックに運用されていると見られる。それだけ為替や金利など市場環境の変化に敏感な資金であることは間違いない。

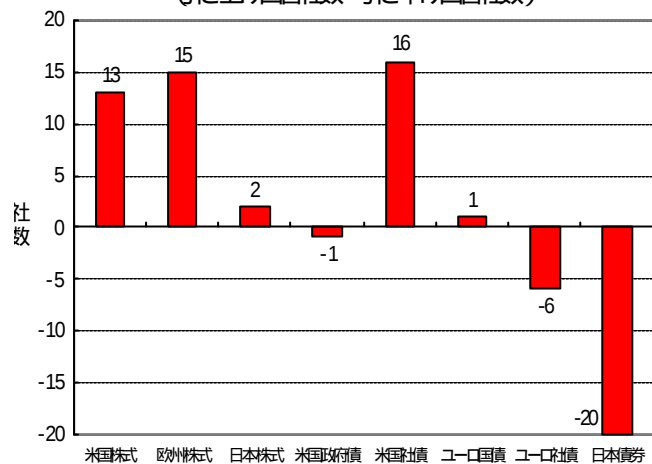
3. 今後は株価よりも金利が米国へのマネーフローを左右する

米国への純資金流入は「エクイティ型」から「デット型」に変化している。景気減速と株価下落の影響でM&Aなどの直接投資や株式への投資にメリットが薄れた反面、金利低下により社債を中心に債券で値上がり益が見込める局面になったためである。欧米の機関投資家に対するアンケート結果でも、今後の資産配分先として米国社債を挙げる回答が多数を占めている（次頁図2参照）。従って、当面は株式相場よりも金利動向が米国への国際マネーフローを左右するとともに、ドル相場の行方にも少なからず影響を与えよう。

特に米国株価がはっきりと上向き始める前に、金融緩和に打ち止め感が出て長期金利に下げ余地がなくなると、米国への資金流入もピークアウトする可能性がある。また海外からの債券投資が社債中心であり、今後も発行体のデフォルトが増えると社債投資のメリットが薄れ資金流入の妨げになることが予想される。

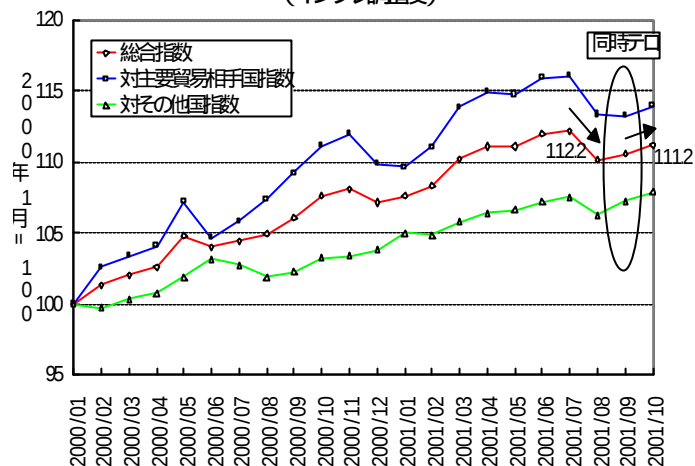
9月の同時テロ後もドル相場は下落せず、主要通貨に対するドルの実力を示す「実効相場」はわずかながら上昇している（次頁図3参照）。日銀のドル買い介入などの効果もあったと見られるが、日欧を含め米国以外でも世界的に景気減速と金利低下が進んでおり、積極的に買い上げられる通貨がないのが本音であろう。今後はどの国の通貨が「ネガティブリスト」に載るかがポイントになる。結果的にせよ、米国への資金流入の一部がケイマンを通じた投資ファンドに依存していることはドルの隠れたマイナス材料になろう。

図2 欧米機関投資家の今後の資産配分方針
もき上げ回答数-引き下げ回答数



出所：野村証券金融研究所データをもとに当部作成

図3 米国ドルの実効代替相場
(インフレ調整後)



資料：米 F R B

以上

本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。